

19ª Conferência Internacional da LARES

São Paulo - Brasil
25 a 27 de Setembro de 2019



IMÓVEIS CORPORATIVOS NA
CIDADE DE SÃO PAULO
TENDÊNCIAS DO MERCADO
PROF. DR. JOÃO DA ROCHA LIMA JR.
PROFA. DRA. CAROLINA GREGÓRIO
Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da USP, Brasil.
e-mail: rocha.lima@usp.br; carolina.gregorio@usp.br

RESUMO

É possível estruturar modelos preditivos de preços de aluguéis corporativos, tendo como base comportamentos passados e sua correlação com indicadores macroeconômicos que influenciam a demanda por espaços de trabalho. De outro lado, não é possível estruturar modelos de projeção de oferta, seja porque o mercado não é disciplinado, como também porque não há como inferir a reação de investidores em empreendimentos de base imobiliária diante da conjuntura econômica e na de mercado no qual a competitividade se insere. Então, para traçar prognósticos, é mandatório produzir um cenário arbitrado de oferta de novos espaços. Para segurança do prognóstico de valores de aluguel, raiz última da análise de tendências, porque comanda a atratividade por novos investimentos, neste artigo admitimos que o mercado é racional, de sorte que a oferta de novos imóveis no mercado competitivo se faz moderadamente, mantendo vazios não maiores do que 20%. A base de dados para análise de tendências de valor de aluguéis é a da Buildings e, para orientar melhor a análise, usamos os cluster de edifícios corporativos AA+AAA, seguindo os critérios de classificação com os quais a base de dados é construída. Usamos São Paulo, porque é o maior mercado do Brasil, o mais organizado e aquele para o qual a base de dados apresenta maior densidade e confiabilidade quanto ao grau de dispersão. A análise de tendências conclui que os aluguéis nos próximos dez anos estarão em evolução, mesmo plotando um cenário de estagnação da economia e uma fronteira de crescimento medíocre. Isso se deve ao fato de que o crescimento da oferta ocorrido nos anos de 2011 e 2012 contra uma demanda muito baixa, e que vem se mantendo, derivada da depressão econômica desses últimos anos, produziu um grave estoque de vazios e, pela pressão que esse fator representa, aluguéis se situaram abaixo do patamar de atratividade para novos investimentos aos custos e preços de implantação do mercado atual, preponderantemente terrenos e outorga (ou cepac). A recuperação dos aluguéis é inercial para atingir a atratividade de renda aos preços do mercado e, adiante, acompanha uma curva de demanda crescente em razão da recuperação econômica arbitrada no cenário referencial. Mesmo quando traçamos cenários de crescimento econômico em estagnação, ou em fronteira, a tendência é de aluguéis crescentes. Produzimos uma variante de análise em cenário de estagnação.

Palavras-chave: aluguéis de escritórios corporativos em São Paulo, vacância, prognóstico, demanda por espaços corporativos

19ª Conferência Internacional da LARES

São Paulo - Brasil
25 a 27 de Setembro de 2019



CORPORATIVE OFFICES RENTAL PRICES IN SÃO PAULO CITY TRENDS AND FORECASTS

ABSTRACT

It is possible to structure predictive models of corporate rental prices, based on past behaviors and their correlation with macroeconomic indicators that influence the demand for workspaces. On the other hand, it is not possible to structure models of supply projection, either because the market is not disciplined, but also because there is no way to infer the reaction of investors in real estate developments in view of the economic and market junctures. So, to draw forecasts, it is mandatory to produce an arbitrated scenario of offering new spaces. For the safety of the prognosis of rental values, last step of the trend analysis, because it commands the attractiveness for new investments, in this article we admit that the market is rational, so that the offer of new properties in the competitive market is made moderately, keeping vacant not greater than 20% of the spaces. The database for analysis of rental value trends is provided by Buildings and, to better guide the analysis, we use the corporate buildings cluster AA + AAA, following the classification criteria with which the database is built. We use São Paulo, because it is the largest market in Brasil, the most organized and the one for which the database has higher density and reliability as to the degree of dispersion. Trend analysis concludes that rents over the next ten years will be evolving, even plotting a stagnant scenario of the economy and a mediocre growth frontier. This is due to the fact that the growth of the supply occurred in the years 2011 and 2012 against a very low demand, and that has remained, derived from the economic depression of these last years, produced a severe inventory of vacant GLA and, by the pressure that this factor represents, rents have been below the level of attractiveness for new investments in the costs and prices of the current market, predominantly land and concession taxes (or CEPAC). The recovery of rents is inertial to achieve the attractiveness of income to market prices and, later, accompanies a growing demand curve due to the economic recovery arbitrated in the referential scenario. Even when we trace economic growth scenarios in stagnation, or on the frontier, the trend is of increasing rents. We produce a variant of analysis in stagnation scenario.

Key-words: rental prices of corporative office buildings in São Paulo, vacancy rate, prognosis, demand for corporative spaces

1. OBSERVAÇÕES INICIAIS

Este artigo trata do comportamento do mercado de escritórios corporativos na cidade de São Paulo, estratificado nas classes AA + AAA, segundo padrões da base de dados Buildings. Iniciamos ilustrando o comportamento contra os ciclos econômicos (crescimento e depois recessão, ainda em fase de recuperação lenta). Da base de dados disponível e utilizando de indicador que denominamos percepção sobre a economia, procuramos padrões de comportamento, ajustados por meio de regressão, para, daí, indicar as tendências para os próximos dez anos.

É reconhecido que as decisões de investimento nesse segmento do mercado, são, na maioria, suportadas por critérios inadequados. As análises da qualidade do investimento | AQI |, tomadas para dar suporte às mesmas, muitas vezes são processadas sob cenários espelho da conjuntura na qual se decide investir e não por cenários que arbitrem comportamento para um horizonte de 20 anos.

A “regra” primária de definir a qualidade do investimento por meio do uso de uma cap-rate invertida embarca a premissa implícita de que os aluguéis da conjuntura da decisão de investimento serão estáveis ao longo do ciclo de manutenção do investimento.

Uma observação sobre capitalization rate.

Cap-rate mede a relação entre a |renda líquida anual gerada, antes de impostos| por um ativo de real estate, contra o |valor investido|. Essa medida, por si só, já enseja crítica na sua utilização para indicar qualidade do investimento, tendo em vista que o ativo pode valorizar, ou desvalorizar antes do desinvestimento. A medida de total return é mais adequada, por englobar a renda produzida (retorno em caixa do investimento) agregada à relação entre o fair value do bem e o valor investido. E mais, a medida deve levar em conta não |um momento|, mas o |curso do investimento até um determinado momento|, resultando que a medida de taxa de retorno virtual (admitindo desinvestimento) tomada em cada ponto elucida com mais propriedade a qualidade do investimento.

O que não é correto é inverter a expressão, utilizando a expectativa de renda líquida anual contra a expectativa de cap-rate para fazer a medida de valor justo do ativo (fair value), ou da qualidade do investimento. Para valuation, é necessário explorar expectativas no horizonte dentro do qual se deseja permanecer investido, ou, na falta dessa premissa, analisar várias hipóteses de desinvestimento. Esse artigo não trata de valuation, mas a ressalva é relevante, tendo em vista que a ideia de medir valor por meio de cenários espelhos, que embute a premissa implícita de que os mercados são estáveis, é que resulta ser o maior vetor de desequilíbrio dos mercados, provocando as reconhecidas ondas do real estate.

Replicamos aqui uma anotação do texto publicado no Congresso Lares-2018 sobre tendência de preços residenciais, adaptada para os imóveis corporativos.

“Para tratar de prognósticos de demanda de espaços e de valor dos aluguéis, é necessário buscar correlações entre indicadores da economia e do mercado de real estate, destaque para o estado da economia e a relação |oferta x demanda|.

Breve comentário sobre prognósticos fundamentados em evidências extraídas por meio de correlações entre variáveis da economia e dos mercados.

Para o estabelecimento de correlações é necessário arbitrar variáveis da economia e do ambiente de mercado analisado, que sejam as únicas a influir no comportamento da variável cujo prognóstico se pretende estabelecer. Em nenhuma hipótese esse conjunto representará a forma de ser e decidir dos agentes desse mercado, atuando, quando muito, como um proxy. Para as variáveis que se pretende analisar, neste artigo |demanda de espaços corporativos em São Paulo| e |aluguéis|, o conjunto dos fatores que se arbitra venham a influir é escolhido pelo analista, por meio de algum raciocínio lógico e fundamentado, funcionando esse procedimento como um proxy de como o mercado decide. Importa enfatizar que, no real estate, as transações são ancoradas em necessidades e anseios. Não há como arbitrar variáveis que aguçam os anseios, de modo que a resposta da análise resulta mais racional do que é o processo em si. Também nesse sentido, como as correlações resultam de leitura ex-post, para fundamentar prognósticos impõe-se um raciocínio implícito de que os mercados sob pressão (anseios dominando) reagirão da mesma forma que no passado (mercados não aprendem). Ainda mais, tendo ocorrido situações, no passado utilizado como referência, dominadas por anseios (formação ou dissipação de bolhas) as correlações obtidas apresentarão uma tinteira desviada do racional, o que não necessariamente se reproduzirá adiante, nem bolhas, nem como decidir diante de situações dessa ordem. Arbitradas e testadas as variáveis dependentes, estabelece-se uma possibilidade de especular

sobre as variáveis adiante. Realçamos que, se a arbitragem das variáveis dependentes é do analista, é certo que correlações poderão aparecer e se sustentar se este usar variáveis sem qualquer fundamento. Exemplo: nada garante que não apareça uma correlação, arbitrando que o preço dos aluguéis é influenciado pelo preço de venda de geladeiras.

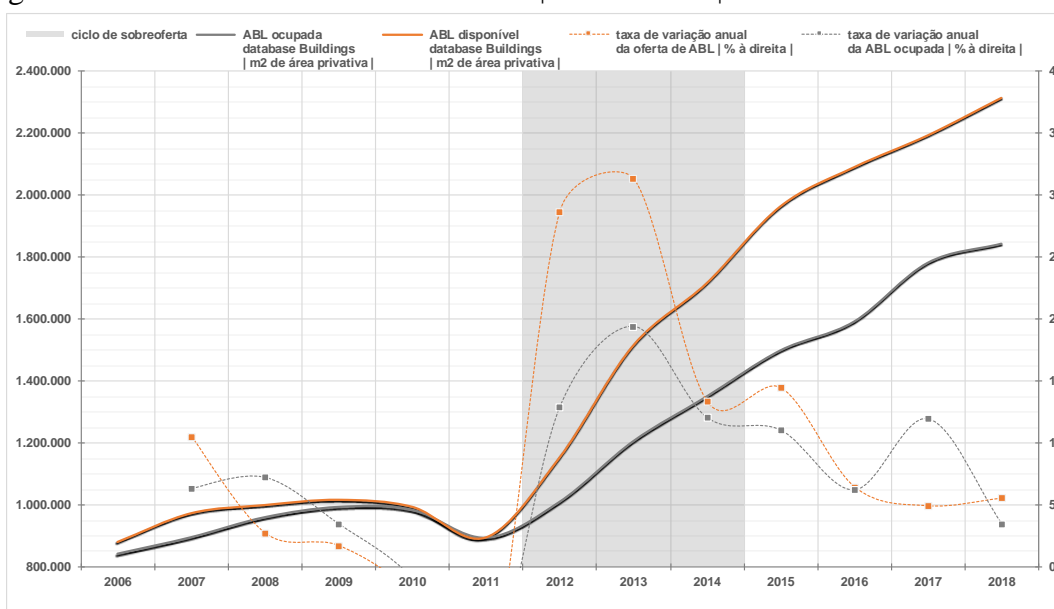
Para um segmento do mercado, a resposta de análise sempre apresentará viés, tendo em vista que a leitura macroeconômica, que é a possível diante dos índices publicados sem desagregação, não serve para cada segmento, ou empreendimento do mercado competitivo”.

Neste artigo procuramos estabelecer uma análise ex-post de correlações entre indicadores de demanda de espaços corporativos na cidade de São Paulo, dos aluguéis praticados e da economia, para fundamentar algum grau de prognóstico para demanda e aluguéis adiante.

2. COMPORTAMENTO DO MERCADO NO CICLO | 2006 - 2018 |

Como ilustramos no gráfico 1, de um mercado equilibrado |oferta x demanda| entre os anos 2006 e 2010, cuja taxa de ocupação chegou praticamente a 98%, verificamos um incremento de vazios, tendo em vista a inflexibilidade do mercado de empreendimentos de base imobiliária. Dois efeitos devem ser considerados: (i) a recessão econômica aguda vivida desde 2011 e ora somente arrefecida, mas não revertida e (ii) o processo de decisão sobre investimentos em empreendimentos imobiliários para renda (empreendimentos de base imobiliária EBI) muitas vezes pautado no cap-rate, que sugere investir quando a onda de mercado sobe, até açulando bolhas. Considerando que a decisão de investir em EBI se reverte de uma rigidez crescente já no início da construção, quando o investidor é “pego” na contramão da onda, a solução mais prudente tende a ser terminar de implantar, o que resulta disputar mercado na depressão da curva. Nessa configuração de mercado a oferta estará acima da demanda, o que se traduz em forte pressão para baixo nos aluguéis, comprometendo o investimento. Mas, a rigidez do EBI não permite remodelar o perfil do produto e faz com que o investidor sofra o impacto da crise sem qualquer mecanismo de “hedge” disponível. Crises agudas, como a verificada de 2014 até 2017/18, derrubam a qualidade do investimento em edifícios corporativos precificados na onda para cima, sem que se vislumbre adiante um cenário de reposição das perdas. A recomendação prudente é desconectar esse ciclo da análise da qualidade do investimento para adiante (write off do ciclo de crise), já que as perdas só receberão compensação na eventualidade de advir uma bolha especulativa adiante.

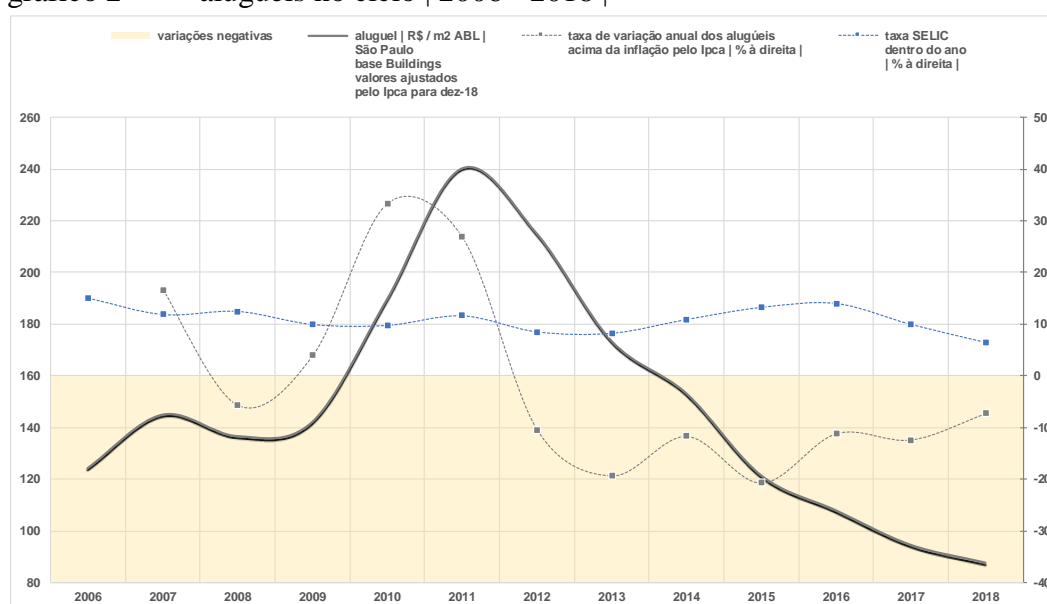
gráfico 1 oferta e demanda no ciclo | 2006 - 2018 |



Notar que as variações negativas de oferta (2010 e 2011) resultam de reclassificação da amostra utilizada pela Buildings

A resultante desses desequilíbrios é evidenciada pelo comportamento dos aluguéis, como indicamos no gráfico 2. Essa imagem mostra a formação de bolha especulativa, tendo em vista que os aluguéis subiram muito acima da inflação (os valores estão ajustados pelo IPCA). Por exemplo: de 2009 para 2010 o crescimento verificado foi de 33%, o que seria justificado se os custos de implantação de EBI e taxa referencial de juros tivessem, combinados, exigido esta compensação. A taxa referencial esteve em patamar estável (próxima de 10%), de modo que o efeito não é a atratividade. Os custos de construção pelo INCC estiveram em 2010 descolados do IPCA em +1,8%, quando em 2009 estavam em -1,0%, o que também não explica os 33% de variação. De outro lado, quando se verifica a taxa de ocupação no gráfico 1 em 2009 e 2010, encontramos 98 e 99%, ou seja, mercado muito pressionado pela demanda. Resultado: bolha especulativa, ou seja, aluguel acima do valor justo.

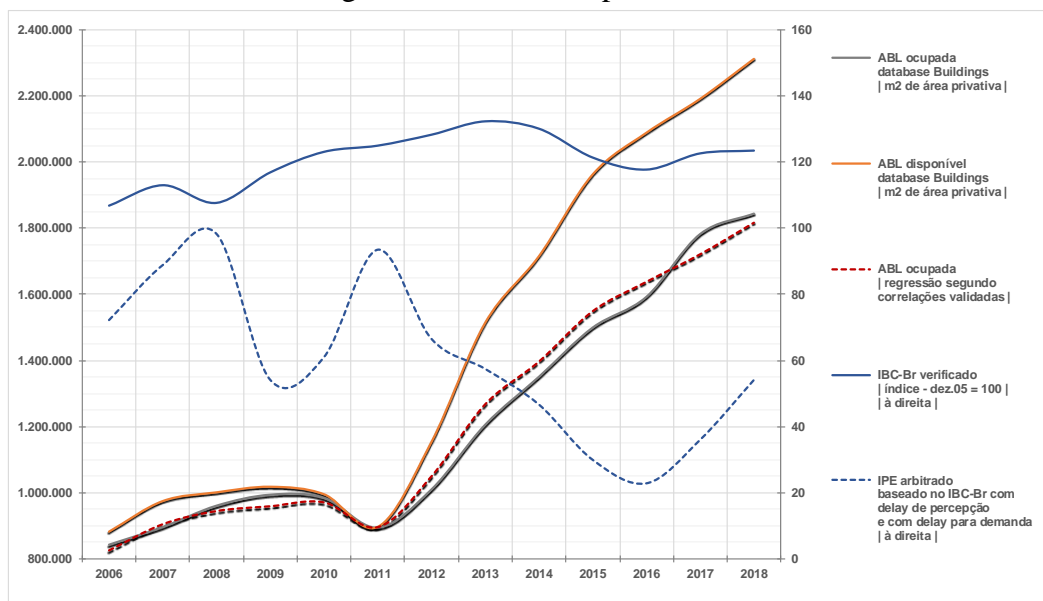
gráfico 2 aluguéis no ciclo | 2006 - 2018 |



3. REGRESSÃO PARA A ÁREA OCUPADA (M2 ABL) NO CICLO | 2006 - 2018 |

Na nossa análise, a arbitragem para variação da área ocupada - aumento ou diminuição -, associada ao crescimento econômico ou à recessão, leva em conta a oferta e um indicador de percepção do andamento da economia pelas empresas operando ou por se instalar. Esse indicador, medido na forma de índice, computa a análise recorrente de comportamento da economia, por um certo período, e considera outro período de busca e contratação da locação de espaço novo ou de entrega de área por redução da atividade econômica do locatário. Testamos a consistência dessa arbitragem para concluir por períodos de dois anos e de seis meses para essas duas variáveis. Desse modo, associamos a variação da ABL ocupada à variação da oferta e à variação do índice de percepção, concluindo pela curva que está no gráfico 3, da qual extraímos os parâmetros para o prognóstico até o ano de 2028.

gráfico 3 ABL e ABL ocupada no ciclo | 2006 - 2018 | e curva de regressão da ABL ocupada



4. PROGNÓSTICO PARA A ÁREA OCUPADA (M2 ABL) NO CICLO | 2019 - 2028 |

Considerando um cenário referencial para o comportamento da economia e, principalmente, arbitrando que não haverá oferta de ABL competitiva de modo a distorcer o mercado, gerando um índice de vacância acima do atualmente verificado, é possível fundamentar um prognóstico tendo como base os parâmetros da curva de regressão do gráfico 3. Nosso prognóstico está ilustrado nos gráficos 4 e 5, considerando a variação do IBC-Br lá descrita. Esse prognóstico de andamento da economia gera o índice de percepção da economia com o mesmo critério utilizado para encontrar a curva de regressão, para calcularmos a curva de ABL ocupada adiante.

gráfico 4 prognóstico para a ABL ocupada no ciclo | 2019 - 2028 |

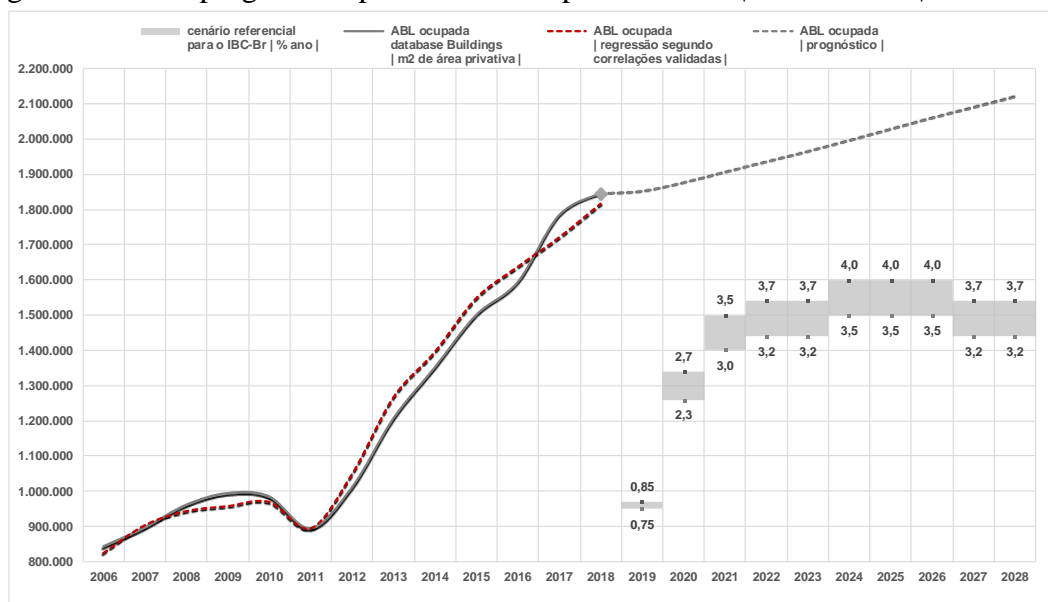
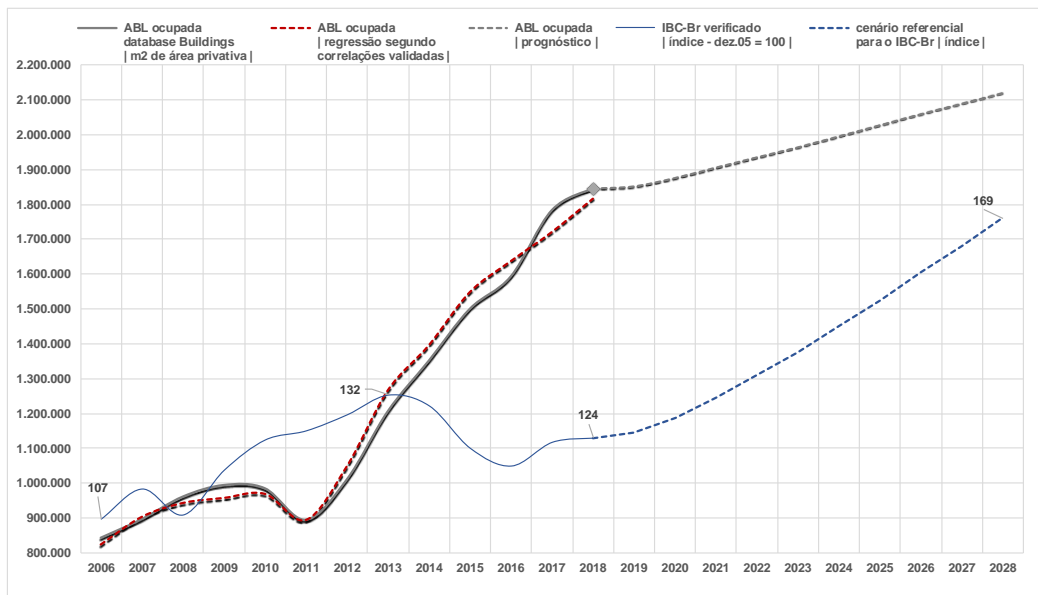


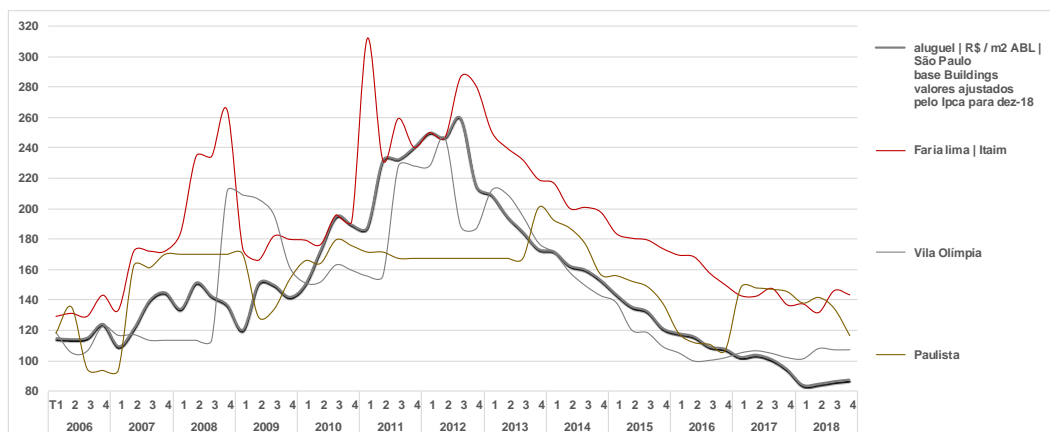
gráfico 5 prognóstico para a ABL ocupada no ciclo | 2019 - 2028 |



5. REGRESSÃO PARA OS ALUGUÉIS NO CICLO | 2006 - 2018 |

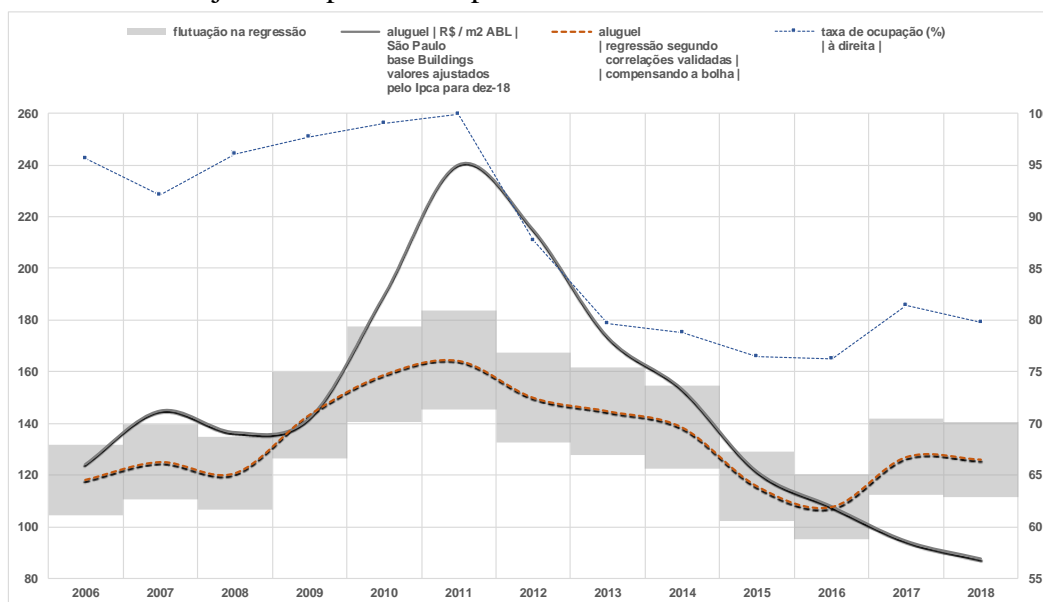
A base de dados para os aluguéis é tratada para regressão seguindo dois ajustes: (i) os valores médios para a amostra retirada da base Buildings são ajustados pela variação do IPCA para dezembro-18 e (ii) utilizamos procedimento de saneamento da amostra para promover a regressão, tendo em vista a evidência da bolha de preços de 2010-2012 |evolução e dissipação|. Usando variáveis arbitradas do real estate e da economia encontramos uma correlação menos forte do que a encontrada na regressão da área ocupada, especialmente porque tratamos com uma amostra dispersa de valores, ao utilizar a média encontrada na base de dados. A base de dados engloba edifícios de duas classes e localizados em vizinhanças que apresentam diferenças de preço importantes (exemplo: Faria Lima e Berrini), de modo que a média ilustra uma conformação virtual e oferece uma dispersão acentuada, como mostramos no gráfico 6.

gráfico 6 aluguéis médios no ciclo | 2006 - 2018 | (R\$/m2ABL), como aparecem na base de dados Buildings, ajustados pelo IPCA para dezembro-18



Usando correlações adequadas, por meio desses valores e indicadores da economia, da oferta de espaços para locação e da área ocupada, encontramos a imagem do gráfico 7. Notamos a dispersão encontrada na regressão, que será considerada para os prognósticos no ciclo de dez anos adiante.

gráfico 7 regressão da amostra de aluguéis do ciclo | 2006 - 2018 | (R\$/m²ABL), como aparecem na base de dados Buildings, ajustados pelo IPCA para dezembro-18



6. PROGNÓSTICO PARA ALUGUÉIS (R\$/M² ABL) NO CICLO | 2019 - 2028 |

Sob as mesmas considerações do prognóstico para a ABL ocupada: (i) cenário referencial para o comportamento da economia e, (ii) que não haverá oferta de ABL competitiva de modo a distorcer o mercado, gerando um índice de vacância acima do atualmente verificado, fundamentamos um prognóstico tendo como base os parâmetros da curva de regressão do gráfico 7. Nosso prognóstico está ilustrado no gráfico 8, anotando a dispersão somente na franja mais conservadora.

7. FRONTEIRA DE ESTAGNAÇÃO NO CICLO | 2019 - 2028 |

Nos gráficos 9 e 10 ilustramos os prognósticos para ABL ocupada e aluguéis, estes a partir de um número índice, para facilitar o entendimento, tendo em vista a já comentada dispersão. Por meio do número índice (100 em dezembro de 2018) é possível reconhecer a tendência de evolução dos aluguéis, que pode ser aplicada para os elementos do universo considerado. Notamos que o número índice leva em conta valores ajustados pelo IPCA.

- Nesses gráficos exploramos uma fronteira, associada a uma hipótese de estagnação da economia em padrões de crescimento muito baixos, mas não exploramos recessão ou depressão econômica.
- As conclusões sobre aluguéis dentro do cenário referencial são de crescimento, mesmo amortecido no cenário de economia estagnada por longo tempo. Nossa interpretação sobre essa tendência é de que em 2018 confirmou-se o fundo da onda de preços.
- Entretanto, é necessário observar que uma premissa que leva aos prognósticos é a de que não haverá desequilíbrio de mercado pela nova oferta de espaços e isso não se pode garantir. Uma observação sobre comportamentos passados, que inclusive leva às análises recorrentes na

literatura sobre o tema de que “sempre se verificam ondas de preços no real estate”, aí incluídos os valores de aluguel, é de que os investidores tendem a tomar decisões de investimento equivocadas, tomando como base cenários espelho da conjuntura para adiante. Esse posicionamento, combinado com a imposição de cap-rate para valuation, induz decisões de investir quando o mercado está sob demanda e desinvestir quando está sob o domínio da oferta. Nesse sentido, como as taxas de ocupação na cidade de São Paulo estão crescendo e deverão crescer em cenário de recuperação econômica, pode ocorrer uma bolha de aluguéis no médio prazo, tendo em vista que os investimentos estiveram sendo retardados nesse último ciclo recessivo iniciado em 2014. A ocorrência de aceleração econômica pode induzir a decisões de investimento que, adiante provocarão excedentes de oferta, o que pode deprimir aluguéis.

gráfico 8 prognóstico para aluguéis no ciclo | 2019 - 2028 |

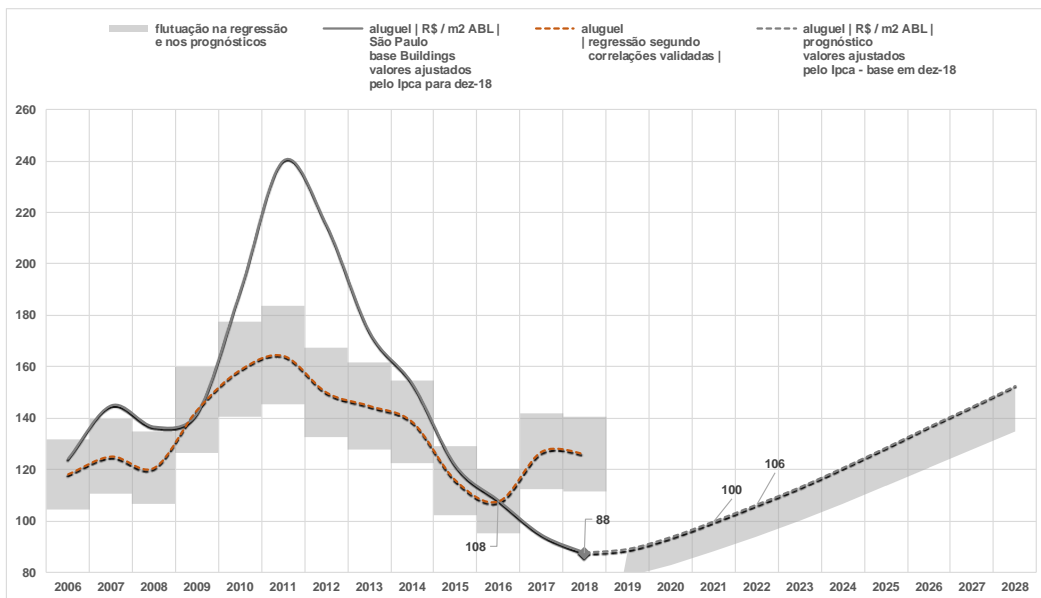


gráfico 9 prognóstico para ABL ocupada no ciclo | 2019 - 2028 | e a curva associada a uma hipótese de estagnação econômica, como fronteira

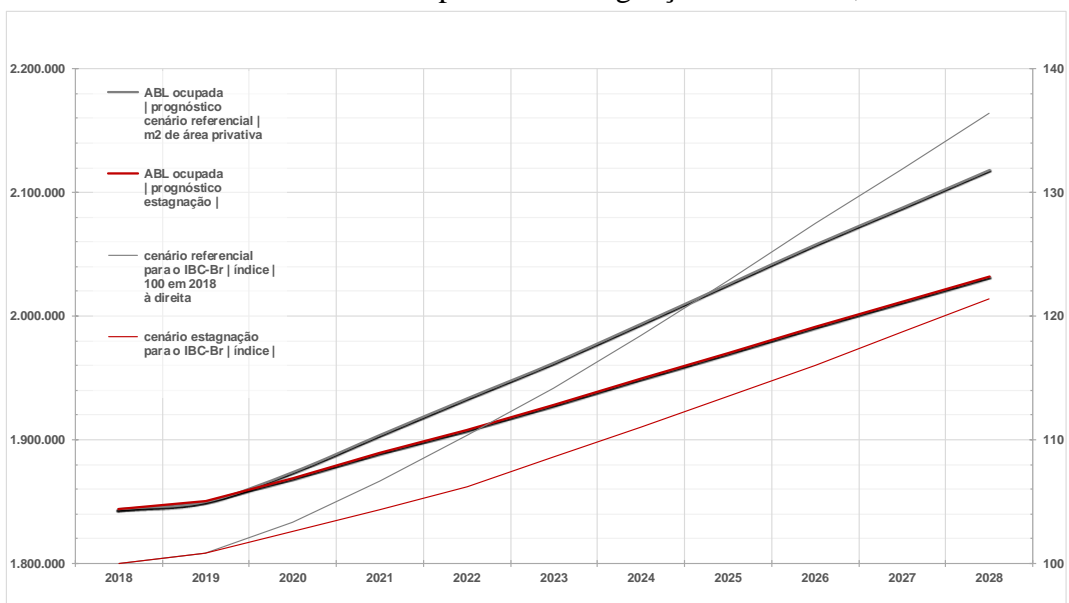


gráfico 10 prognóstico para aluguéis no ciclo | 2019 - 2028 | em número índice e a curva associada a uma hipótese de estagnação econômica, como fronteira

