

Nota da Reunião de 09 de Agosto de 2012

## **Os investimentos de Capital Estrangeiro no ambiente do Real Estate no Brasil: Tendências de Comportamento**

### **Introdução**

A participação do capital estrangeiro tem sido relevante recentemente no mercado real estate brasileiro, tanto no segmento residencial como no comercial. Desde 2006, bilhões de reais foram aplicados em empresas e empreendimentos do setor, desde o financiamento de operações até a aquisição expressiva de ações de empresas listadas na Bovespa. Esta reunião discutiu as tendências da alocação dos investimentos de capital estrangeiro no horizonte dos próximos 3 anos (2013-2015), entendido como ciclo mínimo de decisões em real estate, e quando se trata de comparar com ciclos passados, referem-se ao ciclo de 2010-2012, contra os próximos 3 anos, ou seja, 2013-2015.

### **Panorama Global**

Globalmente, na forma de investimento direto de empresas, de fundos em empreendimentos e de investidores em ações de empresas, a percepção dos membros do Comitê é de que os investimentos de capital estrangeiro serão moderadamente inferiores no setor de empreendimentos residenciais nos próximos anos, quando comparados ao período de 2010-2012. No que se refere aos empreendimentos comerciais, a tendência é de que os investimentos sejam equivalentes aos verificados nos últimos 3 anos.

Os investidores estrangeiros têm sido mais seletivos na escolha de suas alternativas de aplicação no mercado brasileiro de real estate. O interesse continua a existir, porém, para os recursos destinados a empreendimentos (não para compra de ações na Bovespa), evidencia-se que têm preferido ingressar em empreendimentos em vez de aportar recursos em uma empresa do setor, em particular no segmento residencial.

A crise econômica mundial deflagrou um processo de aversão ao risco, fazendo inclusive com que investidores globais passassem a vender ativos em economias emergentes, como é o caso do Brasil, para retornar recursos a seu país de origem, ou até mesmo buscar oportunidades especulativas em países mais fragilizados pela crise. Passou o período no qual o Brasil era um dos privilegiados para os investimentos de capital estrangeiro. Com a deterioração do cenário econômico mundial, ficaram mais evidentes as fragilidades da economia brasileira em diversos setores, desde a saúde e educação, até a infraestrutura e logística de transporte do país.



**COMITÊ DE MERCADO**

reunião de 09 de agosto de 2012

2

Algumas ações governamentais para amenizar os efeitos da crise levantam preocupações sobre um papel mais intervencionista estatal, o que poderá afastar o capital estrangeiro do Brasil. Soluções pontuais e temporárias que contemplam subsídios e/ou incentivos a certos setores específicos da economia e até mesmo a ingerência do Governo Federal em empresas brasileiras (p.ex. na Vale e na Petrobrás) são medidas que, se persistentes, tendem a causar apreensão aos investidores estrangeiros, afugentando parcela do capital que poderá vir ao mercado brasileiro de real estate.

Por sinal, este mercado perdeu um pouco do seu “*appeal*” à medida que houve uma frustração das expectativas, pois parte dos resultados dos negócios no último ciclo não foram alcançados, especialmente por causa do aumento de custos, bem acima dos patamares de inflação setorial medidos. Isso faz com que os investidores estrangeiros promovam uma leitura mais crítica até mesmo das boas notícias vindas do ambiente de real estate.

Constata-se uma atitude mais crítica sobre o mercado brasileiro e questionamento quanto às mudanças adotadas para corrigir os erros do passado. No segmento residencial, determinados dogmas que nortearam o direcionamento de recursos estrangeiros ruíram. Grande banco de terrenos (*landbank*), dispersão geográfica de empreendimentos, atendimento ao público de baixa renda, entre outros, deixaram de ser os principais *drivers* de atuação do capital externo.

A tendência é de que os investidores estrangeiros não aportem recursos em ações de empresas, especialmente do segmento residencial, listadas na Bovespa na intensidade vista no passado. Os membros do Comitê entendem que os investimentos serão, no mínimo, moderadamente inferiores e poderão, eventualmente, ser marcados por um impacto negativo (contração e crise).

A presença de empresas de capital estrangeiro, tanto no segmento residencial como no comercial brasileiro, é ainda pouco expressiva e assim, tende a permanecer no horizonte dos próximos três anos. Observa-se o interesse efetivo de alguns empreendedores internacionais, mas que apenas ensaiam os primeiros passos no mercado brasileiro, na maioria dos casos por meio de associações com empresas brasileiras de médio e grande porte. Todavia, empreendedores que já se estabeleceram solidamente no país permanecem confiantes.

Para exemplificar, em hotelaria, existem frequentemente investidores estrangeiros interessados em aplicar recursos para implantar dezenas de hotéis, mas pouco tem sido efetivamente aportado em novos empreendimentos. A dificuldade para adquirir terrenos adequados nas cidades é um dos diversos aspectos que impedem a abertura de novos hotéis urbanos e, por conseguinte, tendem a inibir os investimentos de capital estrangeiro.



**COMITÊ DE MERCADO**

reunião de 09 de agosto de 2012

3

### **Direcionamento dos Investimentos**

No que se refere aos instrumentos de investimento, observa-se que há uma tendência, na visão dos membros do Comitê, de aplicação em fundos de investimentos brasileiros dedicados a participação em empreendimentos. Outras alternativas, além dos fundos de investimento imobiliário e dos fundos de investimentos em participação, podem ser adotadas mais moderadamente, em particular movimentos tópicos de participação minoritária em sociedades de propósito específico (SPE's) voltadas à implementação de um único empreendimento residencial. Algumas empresas de real estate aceitam o ingresso destes capitais, para aliviar a necessidade de capital de giro e mitigar riscos, além de incrementar receitas por meio da cobrança dos serviços prestados pela incorporação e gestão do empreendimento.

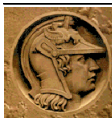
No segmento comercial, a tendência nos próximos anos é de haver um expressivo direcionamento de recursos na compra direta de propriedades pelos investidores estrangeiros, principalmente quando se trata de fundos de pensão, seguradoras ou empresas especializadas com foco em imóveis para renda. Parte destes recursos deve ser aplicada inclusive em ativos existentes que já estejam em operação e com renda.

No entendimento dos membros do Comitê, o maior potencial de crescimento dos investimentos de capital estrangeiro está nos empreendimentos de lajes corporativas, nos shopping centers, nos galpões industriais e em hotéis urbanos, nesta hierarquia de priorização. O investimento em lajes corporativas apresenta maior simplicidade em relação a shopping centers que tem por natureza um vínculo direto com o setor varejista e sua capacidade de promover a vendas. Quando se trata de hotéis, a maior complexidade na geração de renda dificulta a atração do capital estrangeiro. Considerando que os recursos estrangeiros vislumbram critérios conservadores de investimento na atual conjuntura, é mais provável encontrar capitais para aplicação em fundos de investimento para implantação de negócios de fluxo de renda mais estável, por exemplo, na implantação de novos galpões para fins logísticos, sobretudo se oriundos de operações build-to-suit.

O investidor estrangeiro deverá estar mais focado em deter posições de participação nos negócios (*equity*) do que de financiamento das operações (*debt*). A aquisição de instrumentos de dívida, tais como certificados de recebíveis imobiliários, tende a continuar a ser feita por investidores nacionais, inclusive de maior porte.

### **Vetores para atrair investimentos de capital estrangeiro**

Reduzidas oportunidades de investimento em outras economias é um dos principais vetores de atração dos investimentos de capital estrangeiro, tanto no segmento residencial quanto no comercial. Contudo, já se nota movimentos de investidores que migram recursos para a Europa, que em função da crise, começa a oferecer ativos com preços baixos, incentivando a especulação.



**COMITÊ DE MERCADO**

reunião de 09 de agosto de 2012

4

Movimentos especulativos de aquisição “barata” destes ativos para futura venda por preços mais “caros” podem ocorrer em alguns países como, por exemplo, na Espanha. A vasta quantidade de informações de mercado, bem como o longo histórico de dados e de análise de desempenho facilitam a leitura e avaliação por parte dos investidores estrangeiros na Europa em comparação ao Brasil, que ainda dispõe de dados limitados sobre históricos de preços e rendas no ambiente do real estate.

Quanto à demanda no mercado brasileiro, a visão é de que haverá uma tendência de retração em função de que as decisões serão postergadas por parte do público alvo. No horizonte de médio a longo prazo, espera-se uma retomada dos níveis de demanda tanto pelo crescimento do emprego e da renda, como pela oferta de crédito para aquisição. Apesar da contração, os membros do Comitê não visualizam um cenário de ruptura da demanda que possa afugentar investimentos de capital estrangeiro.<sup>1</sup>

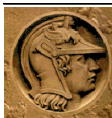
Os *stands* de novos lançamentos têm mantido índices de visitação estáveis, porém com vendas em ritmo mais lento, o que denota compradores mais comedidos, ou mais críticos e conservadores. Paradoxal é que este freio traduz uma configuração de mercado mais aceitável para os investidores estrangeiros, que, em geral têm dificuldade de entender as elevadas velocidades de venda pretendidas e incentivadas no mercado brasileiro. Frequentemente, nas expressivas vendas em alguns dias de lançamento, os incorporadores são questionados sobre o preço de venda estabelecido, arguindo-se se não tenham sido marcados muito baixos, relativamente ao mercado competitivo.

Todavia, em determinados segmentos do mercado, os resultados que os investidores estrangeiros podem alcançar no Brasil ainda são melhores do que aqueles obtidos em seus países de origem, em particular na Europa e nos EUA. Para exemplificar, investimentos em escritórios comerciais para locação apresentam rentabilidades em São Paulo bem superiores às constatadas em Nova Iorque. Na visão dos membros do Comitê, a prática de preços com margens confortáveis, resultando em investimentos de elevadas taxas de retorno e risco moderado, é um elemento que pode manter a atração do capital estrangeiro pelo mercado de real estate no Brasil.

No caso do segmento comercial, a falta de espaços comerciais de qualidade elevada principalmente nas metrópoles de São Paulo e Rio de Janeiro, é um vetor importante para atrair capitais estrangeiros, considerando-se que ainda haverá uma tendência de migração para os edifícios mais modernos.

---

<sup>1</sup> Em determinados mercados, segundo a percepção de membros do Comitê, nota-se uma oferta de produtos desalinhada do perfil de demanda existente. Uma nova configuração de equilíbrio entre o produto ofertado e a capacidade de compra nos segmentos de mercado, seja habitações ou aluguel de imóveis comerciais, pode levar algum tempo para se verificar.



**COMITÊ DE MERCADO**

reunião de 09 de agosto de 2012

5

### **Óbices para atrair investimentos de capital estrangeiro**

Tanto no segmento residencial como no comercial, o principal óbice destacado pelos membros do Comitê reside nos componentes do "Custo Brasil", em particular os impostos e a burocracia. Alterações de legislação e/ou da sua interpretação por parte do Poder Público podem acarretar, na visão dos investidores estrangeiros, insegurança jurídica.

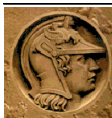
Um dos empecilhos para atrair mais capital estrangeiro nos próximos anos está na lentidão da aprovação dos projetos no Brasil. Isto também pode ser observado em países desenvolvidos da Europa, da América do Norte ou da Ásia, onde empreendimentos de maior porte ou complexidade podem demorar tanto ou mais tempo para serem aprovados, com a diferença que os prazos podem ser estimados. No Brasil os problemas estruturais dos órgãos públicos responsáveis associados à imprevisibilidade do processo de aprovação são fatores que provocam a insegurança de que oportunidades de investimento podem ser perdidas por parte dos investidores estrangeiros.

Como exemplo, há dificuldade e morosidade de aprovação de novos resorts no país, tendo em vista a burocracia e quantidade de órgãos públicos responsáveis, os quais deveriam interagir, em tese, harmonicamente durante todo o processo de análise destes projetos. Associa-se isto ao fato de que o custo de aquisição de terrenos litorâneos é excessivamente alto em comparação a outros destinos turísticos como, por exemplo, no Caribe, o que reduz o interesse no capital estrangeiro nesta tipologia de empreendimento no Brasil.

No segmento residencial, os membros do Comitê citaram os riscos apresentados pelo crescimento descontrolado de custos, a carência de pessoal qualificado para a gestão e a falta de insumos e de mão de obra de produção em níveis adequados como fatores que também podem inibir investimentos de capital estrangeiro no país.

Já no segmento comercial, há uma percepção do Comitê de haver um desajuste da oferta em relação à demanda em face à concentração ou não de novos espaços em determinadas localidades. No caso de lajes corporativas, no intuito de reduzir a necessidade por espaços, nota-se um maior adensamento de funcionários nos escritórios das empresas, em especial em São Paulo e no Rio de Janeiro, fruto dos altos aluguéis pagos em regiões mais nobres.

Nos shopping centers, os pisos de locação cada vez mais altos tendem a pressionar os lojistas no sentido de causar maior rotatividade dos espaços e até mesmo elevação dos níveis de vacância, o que desestabiliza a harmonia de fluxo de renda esperado nesses investimentos. Uma possível queda da demanda nos próximos anos tende a provocar correções em determinados mercados, o que pode se tornar um óbice para atrair o capital estrangeiro.



**COMITÊ DE MERCADO**

reunião de 09 de agosto de 2012

6

## **Rentabilidade e Taxas de Juros**

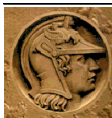
Como expectativa de remuneração para seus investimentos, observa-se uma tendência de manutenção dos níveis de rentabilidade exigidos pelo capital estrangeiro no segmento residencial. Houve uma redução expressiva das rentabilidades das aplicações financeiras no Brasil, em particular no que se refere aos títulos da dívida pública, o que, entretanto, não baixou a taxa de atratividade percebida para investimentos de capital estrangeiro no real estate.

O risco cambial assumido pelos investidores estrangeiros que pode afetar adversamente os resultados a serem auferidos ainda é um óbice. Caso as taxas de câmbio flutuem dentro de uma faixa relativamente estreita, como observado recentemente na economia, o impacto não chega a ser relevante a ponto de afastar o capital estrangeiro, mas o custo proibitivo do hedge de longo prazo para o câmbio permanece sendo um dos fatores que mantém as taxas de atratividade altas.

Com a manutenção das taxas de atratividade no setor, os membros do Comitê vislumbram uma configuração desequilibrada no que tange aos níveis de rentabilidade no mercado de real estate no Brasil. Com a queda dos juros básicos da economia, a remuneração dos fundos de investimentos atrelados ao referencial do CDI foi acentuadamente impactada. Isto fez com que os negócios de real estate possam oferecer rentabilidades líquidas acima da inflação de até 3 vezes a taxa do CDI, bem acima dos referenciais históricos de aplicação no setor (em torno de 2 vezes a taxa do CDI). Entretanto, comparar rentabilidade de curto prazo (CDI) com longo prazo (real estate) só é válido quando se percebe uma tendência de estabilização da inflação e da taxa de juros de referência na economia. A manutenção da atratividade alta leva a avaliar que os investidores estrangeiros, para aplicações de longo prazo (real estate) ainda fazem o balizamento contra taxa de curto prazo mais elevadas do que as atuais.

As taxas reais de juros praticadas na economia estão nos menores patamares constatados historicamente (inferiores a 2% ao ano, descontados os índices inflacionários e os impostos). Nos investimentos em propriedades para renda, ao inverso, há uma tendência de se fazer a leitura da qualidade dos investimentos com base na conjuntura de curto prazo. Um exemplo claro pode ser constatado no segmento de shopping centers, aonde em transações recentes se chega a utilizar na precificação dos ativos, nas aquisições de empreendimentos em operação, múltiplos equivalentes a 20 vezes o resultado operacional, o que denota a atratividade medida pela taxa de retorno bastante baixa (próximas de 5% ao ano, acima da inflação).

Todavia, com a inflação em patamares acima de 5% ao ano e economia retomando o ritmo de crescimento com taxas anualizadas da ordem de 3,5% a 4,0% neste quarto trimestre de 2012, é provável que o Banco Central volte a elevar os juros básicos da economia já no início do próximo ano. O Governo Federal pode adotar outras



**COMITÊ DE MERCADO**

reunião de 09 de agosto de 2012

---

7

medidas alternativas para conter a inflação diante do aquecimento da economia, como, por exemplo, a restrição do crédito bancário, retirada de subsídios fiscais e/ou elevação de alíquotas de impostos de setores da economia. Tais ações governamentais podem induzir a realocações das aplicações de capital estrangeiro no país, afetando positiva ou negativamente os negócios de real estate realizados por meio deste perfil de investidor.

**São membros do Comitê de Mercado do NRE-Poli:** Alessandro Olzon Vedrossi, Alex Kenya Abiko, Carlos Terepins, Cláudio Bruni, Claudio Tavares de Alencar, Daniel Citron, Eliane Monetti, Eric Cozza, Fernando Bontorim Amato, João da Rocha Lima Jr., José Roberto Machado, José Romeu Ferraz Neto, Marcelo Vespoli Takaoka, Mario Rocha Neto, Pedro Cortez, Roberto Aflalo Filho, Roberto Sampaio, Sérgio Alfredo Rosa da Silva e Walter Luiz Teixeira,

**sendo esta Nota firmada por:** Alessandro Olzon Vedrossi, Alex Kenya Abiko, Carlos Terepins, Cláudio Bruni, Claudio Tavares de Alencar, Daniel Citron, Eliane Monetti, Eric Cozza, Fernando Bontorim Amato, João da Rocha Lima Jr., José Roberto Machado, José Romeu Ferraz Neto, Marcelo Vespoli Takaoka, Mario Rocha Neto, Pedro Cortez, Roberto Aflalo Filho, Roberto Sampaio, Sérgio Alfredo Rosa da Silva e Walter Luiz Teixeira, na sessão secretariada por Fernando Bontorim Amato, que se encarregou de consolidar, na redação desta nota, o tema tal como foi debatido.