

BOLHA ? OU BOLHA !

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. Os preços dos imóveis nos grandes mercados brasileiros estão na pauta das apreensões de muitos analistas e a questão emergente é "estamos imersos numa bolha imobiliária, na qual o mercado pratica preços acima do razoável, cuja redundância será uma quebra de preços adiante, provocando prejuízos generalizados?"

Nesta Carta trato de uma parte do assunto, fazendo reflexões sobre o comportamento do mercado de escritórios para renda, deixando para o próximo trimestre o segmento residencial.

Os empreendimentos para renda podem ser desde shopping-centers, hotéis, edifícios de grandes lajes corporativas, imóveis industriais, depósitos e galpões, imóveis built-to-suit, até mesmo hospitais e imóveis para outros usos especiais. Esse conjunto é representado por alternativas de montante elevado de investimento, destinando-se portanto a investidores qualificados para avaliar um negócio ancorado num imóvel, que não compreende somente arbitrar valor, mas qualificar a oportunidade em si com o desenho de cenários complexos de comportamento para viger horizontes muito longos, imersos nos quais vai viver o investimento.

Os grandes investimentos não estão no espectro das considerações desta Carta, ainda que devam ser avaliados sob o mesmo prisma descrito. Preocupa-me a aplicação de recursos de poupança de investidores de médio porte – de capacidade para investir na laje até a sala de tantos edifícios de escritórios (offices!) como se vê ora ofertados no mercado, seja em grandes metrópoles, como em cidades de mercados muito menos expressivos.

Duas premissas devem ser enunciadas para apoiar a análise do assunto: i. como o mercado valoriza os imóveis e ii. quais são os fatores que distorcem o equilíbrio do mercado, provocando desajuste de preços.

2. No confronto do mercado (compradores de imóveis x empreendedores), de um lado os empreendedores oferecem produtos marcados por um binômio



(atributos; preço), que o mercado deve ler sob as referências de qualidade e valor (Fig.1).

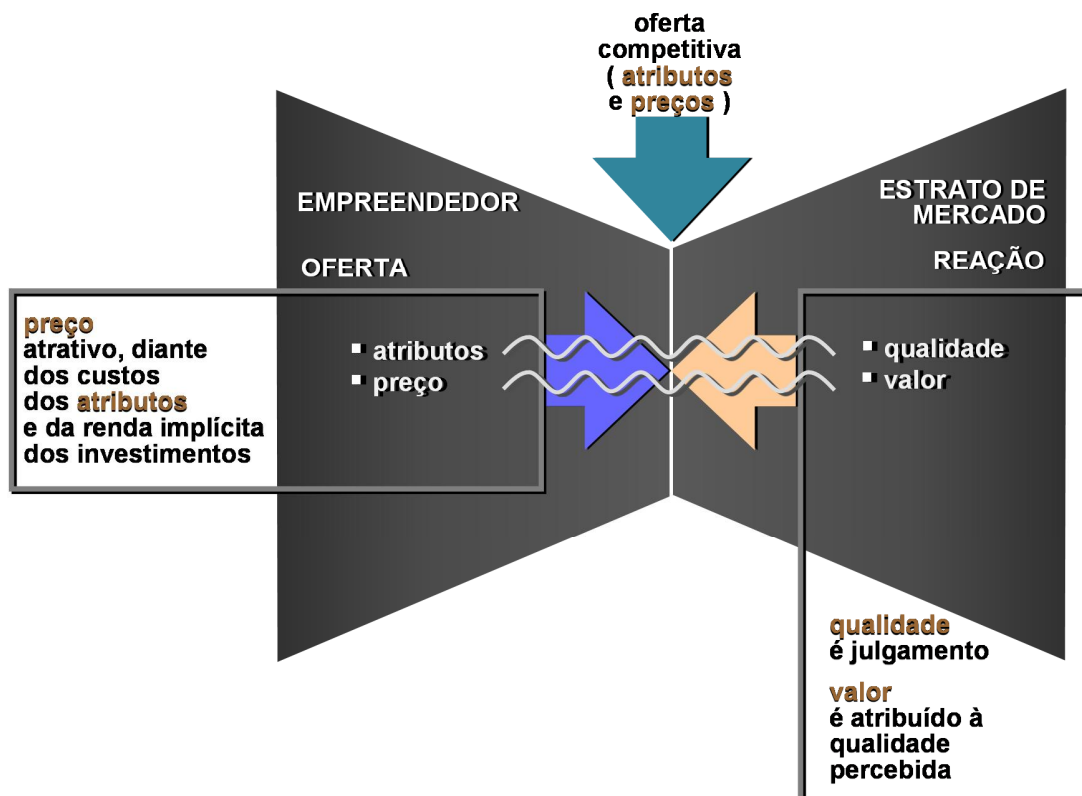
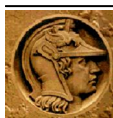


Figura 1

Quando um empreendedor desenha um produto para o usuário final:

- identifica os atributos adequados para o empreendimento, levando em conta o estado do mercado e a sua visão sobre a competitividade que deseja ver embarcada no empreendimento, que usará como referencial de qualidade para expor seu produto ao mercado;
- formula o preço adequado para o produto e apresenta a oferta sob o binômio (atributos; preço).

O preço adequado para a oferta será o atrativo para o empreendedor. Na sua formulação, leva em conta os custos e as margens para cobertura de riscos (custos, inflação, atrasos, velocidade de vendas...). Concebe o sistema de funding para desenvolver o empreendimento e mede os investimentos exigidos, sob risco. Impõe, comparando essa oportunidade de investimento com outras alternativas disponíveis,



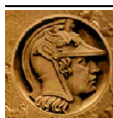
qual será a renda atrativa para esses investimentos e define o preço desejado.

Coteja esse preço desejado com a oferta competitiva e ajusta a renda atrativa ao que percebe como sendo possível de alcançar no mercado. Se a renda ajustada não apresentar atratividade, pode reespecificar o produto, alterando atributos, desde que o novo binômio (atributos; preço) se mostre competitivo. As margens para cobertura de riscos são invioláveis, ao menos que sejam incorporados custos ao empreendimento para mitigar riscos. Modificar as margens de cobertura de riscos somente para ajustar preços é decidir diante de uma fantasia, usando viés otimista (!). O final deste procedimento é desistir, por não aceitar a qualidade aparente do empreendimento, ou ir avante.

Montada uma equação [(atributos; preço) + funding] o produto é ofertado para o comprador, que tem uma determinada capacidade de pagar, cuja leitura o empreendedor já fez ao desenhar o produto. Este comprador representa demanda, dentro de um conjunto de anseios e necessidades, algo difusos. Anseios e necessidades não compõem um conjunto racionalmente estruturado, que o comprador tende a conceber analisando a oferta competitiva.

Quando o comprador julga a oferta do empreendedor, a sua reação é instruída pela formação de um binômio (qualidade; valor). Para o empreendedor, os atributos caracterizam custos e para o comprador esse mesmo conjunto compreende a qualidade percebida. Para o empreendedor, o preço é arbitrado seguindo um raciocínio técnico, enquanto para o comprador, que não tem qualquer elemento de informação para seguir o mesmo roteiro da formação do preço atrativo, o julgamento é de valor, para comparar com o preço. Para o comprador a questão a ser resolvida, na sua reação diante da oferta, é se a qualidade percebida, pela leitura dos atributos apresentados pela oferta, concede ao produto um valor equivalente ao preço.

O conteúdo do binômio (qualidade; valor), para ser confrontado com (atributos; preço) é composto por meio de comparação, logo sofre um viés de julgamento, muitas vezes derivado de fatores vinculados ao processo de comercialização ou ainda emulados pela promoção. Por exemplo, a propaganda que enfatiza um atributo que afeta a emoção, mas não confere qualidade ao produto, pode desviar o foco da análise da qualidade por meio dos atributos mais relevantes, alguns deles não aparentes. O exemplo das unidades decoradas é flagrante, como uma situação em que a atenção do comprador é desviada dos atributos mais importantes do produto para um "foco emocional" apresentando desde acabamentos diferenciados até os equipamentos da unidade, que não fazem parte dos atributos do produto.



O empreendedor faz uma análise técnica e chega ao preço, enquanto o comprador tende a fazer um julgamento pela denominada "experience percebida", tão em voga atualmente são os conceitos de "experience economy" explorados nos diferentes segmentos dos mercados. O comprador só pode julgar a qualidade do produto e o valor associado fazendo um benchmark no mercado competitivo, contra o produto da oferta. Ainda assim, é natural que esse julgamento seja comprometido pela influência das forças de promoção vinculadas a cada produto usado para comparação, seja pela força implícita de cada propaganda, como pela ênfase eventual conferida a atributos que significam "falsos valores". Exemplo desta situação: quanto valor se agrega a um pequeno escritório se o projeto incluir espaço para uma biblioteca na área comum?

3. O confronto (empreendedor x comprador-usuário) se equilibra quando o julgamento de (qualidade; valor) está ajustado com (atributos; preço). Ainda, a compra somente se consolida se o formato de pagamento do preço (parte em dinheiro + financiamento) se encaixar no perfil do comprador: i. parte em dinheiro coberta com a poupança acumulada e ii. condições do financiamento (prazo e juros) resultando numa prestação cuja pressão seja suportável pelo orçamento mensal do comprador.

Havendo demanda, porque o produto cobre o espectro de necessidades e anseios do comprador e validando-se as condições de pagamento do preço segundo o poder de compra e endividamento do comprador, a transação pode ser concluída.

4. Até aqui fiz uma descrição de como é o comportamento de um mercado equilibrado, no qual a intensidade da oferta preenche a demanda. Todavia, há fatores que podem impulsionar a demanda, no sentido de criar condições artificiais de mercado, comprometendo o seu equilíbrio. Eles são diversos e deles é que pode advir o que se convencionou chamar de bolha.

A análise histórica do comportamento dos mercados de real estate, segmentados por produto e por estrato geográfico, mostra que determinados impulsionadores de demanda têm criado configurações artificiais, cujo reflexo tem sido a marcação de preços acima do razoável, com prejuízos para os compradores.

Quando se considera o nosso objeto - o mercado de escritórios-, o comprador privilegiado não é o usuário. O comprador é investidor, na busca de fluxo de renda estável e de âncora de valor confiável para o seu investimento. Nesse caso, enfatizado nesta Carta, o confronto de mercado tem um desenho mais complexo e é agravado por acontecer em momentos diferentes, afastados de um intervalo longo. O mercado se caracteriza por: i. comprar o imóvel para investir hoje;



ii. ocorrer um ciclo de implantação longo (3 a 4 anos), no qual se faz o investimento e é um ciclo de renda zero; iii. para iniciar a exposição ao mercado no final do ciclo, por um período longo (payback pode ocorrer de 7 a 10 anos), no qual o investidor se defronta com o mercado, ciclo no qual será feito o confronto entre (atributos; preço do aluguel) x (qualidade; valor do aluguel) (Fig.2).

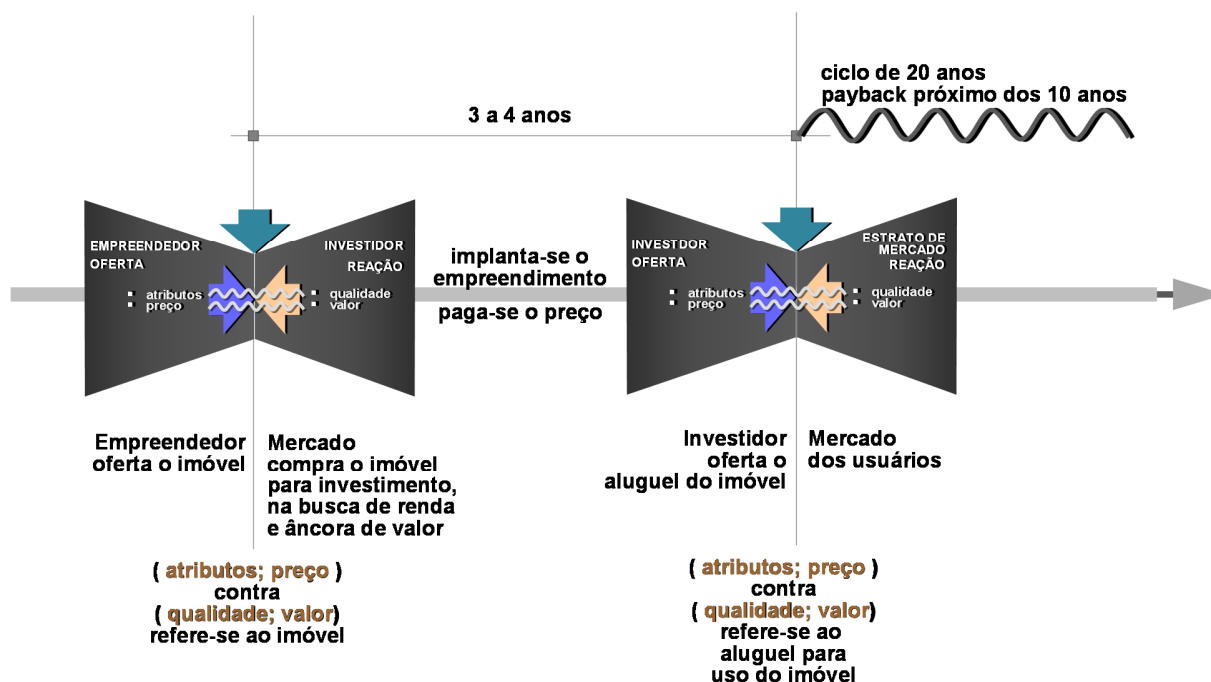


Figura 2

5. Os ciclos do mercado e a percepção de demanda. O investidor que aplica poupança em salas de escritório para alugar tende a fazer a leitura de mercado sob o viés de julgar a demanda no seu ciclo operacional, como sendo derivada da demanda percebida no momento do investimento. O especulador se aproveita disso. Os mercados indisciplinados como esse, que, ainda que movimente posições de investimento de montante elevado e dotadas de pretensa proteção implícita de valor, tendem a apresentar movimentos perigosos de desajuste de preços: ciclos nos quais o valor percebido pelos investidores está acima do que é o preço razoável de ser aplicado na oferta, denotando especulação.

Usando a imagem da Fig.3 podemos explorar como a leitura do valor dos aluguéis praticados numa certa conjuntura de crescimento econômico e com viés de demanda pode impor uma decisão de investimento inadequada, porque o investidor traça um



cenário referencial de comportamento otimista, ou porque a isso ele é induzido pelos especuladores.

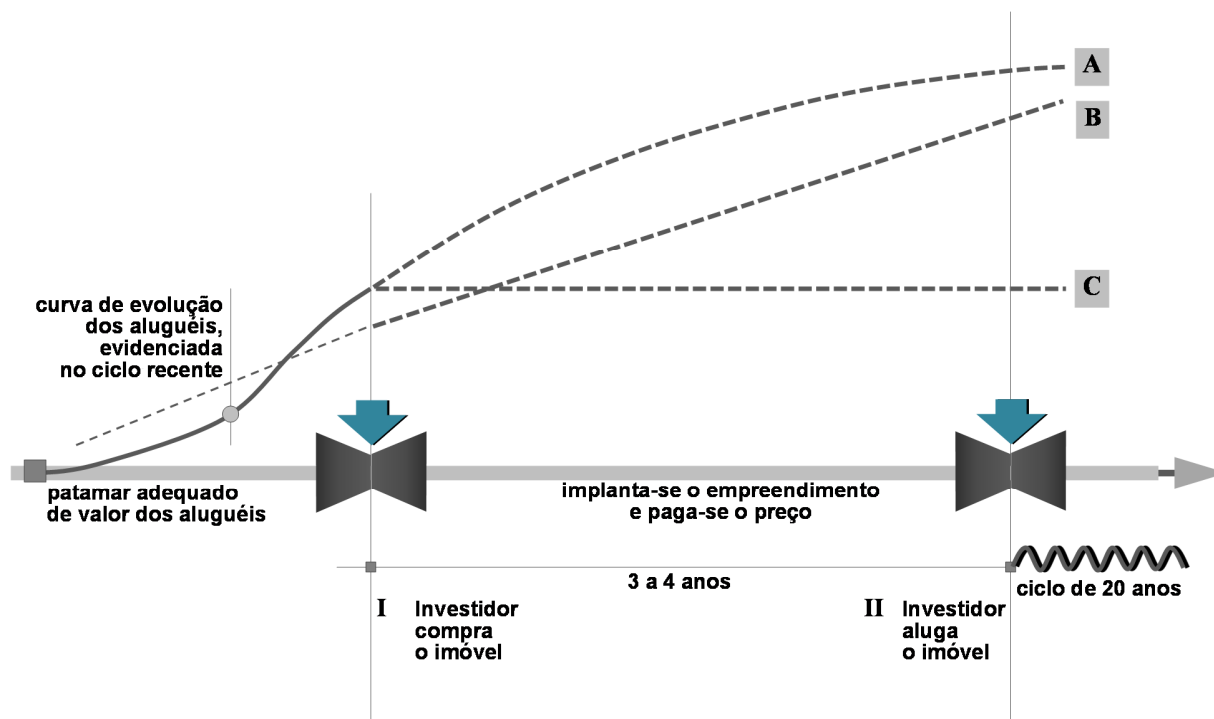
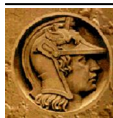


Figura 3

i. Num ciclo de expansão econômica, a demanda por espaços para atender ao crescimento das empresas esbarra na oferta limitada de escritórios. Admitindo que existam vazios, eles vão sendo ocupados sob pressão de demanda e os aluguéis crescem acima do patamar de equilíbrio.

Nota: o patamar de equilíbrio (patamar adequado de valor dos aluguéis na Fig.3) é aquele no qual os aluguéis remuneram os investimentos no real estate numa taxa de retorno equilibrada com os riscos baixos do investimento, considerando as outras oportunidades que o investidor vislumbra na economia, dentro ou fora do setor do real estate.

ii. Na conjuntura do investimento (I na Fig.3), com viés de demanda, há um desequilíbrio. Ou seja, como os aluguéis estão acima da configuração de equilíbrio, naquele momento a renda do investimento é alta, considerado o valor do imóvel. Mas isso é tópico e o que deve estar na mente do investidor é que as curvas A, B e C de evolução dos aluguéis são improváveis (não impossíveis!). Mesmo a curva C (cenário espelho de conjuntura favorável de I) é improvável, porque,

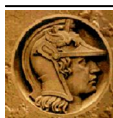


ocorrendo, perenizaria a renda do investimento numa relação mais favorecida do que deve oferecer o risco comparado do real estate na economia.

Entretanto, percebe-se que decisões tomadas pelos investidores, ou induzidas por especuladores, computam a relação $\frac{\text{retorno}}{\text{valor}}$ na conjuntura I, como se a renda se perenizasse na curva C, usando esse parâmetro como indicador da qualidade do investimento. Nessa situação e sob esse prisma incorreto de julgamento, se $\frac{\text{retorno}}{\text{valor}}$ ilustra um indicador acima do que o risco do negócio denota, o valor passa a ser arbitrado com viés de alta, de modo a trazer o indicador para patamares reconhecidos como adequados para o segmento de mercado. Exemplo: considera-se que, num estado equilibrado no Brasil, a renda anual bruta de investimentos em escritórios se situe no patamar [9 ~ 11%] ano. Isso significa que a relação $\text{renda} = \frac{\text{aluguel}}{\text{valor}}$, com 100% de taxa de ocupação, deverá estar nesse patamar. Havendo a percepção de que há déficit nos espaços de escritórios para atender à demanda (3 a 4 anos para se construir um empreendimento) os aluguéis sobem, de modo que, mantendo o valor, o indicador momentâneo será mais alto do que o patamar reconhecido pelo mercado. Continuando com um exemplo, se os aluguéis sobem 30% ano e os custos de construção (terrenos + custos de edificação e equipamentos) não sobem, a renda bruta subiria de 30%. O especulador, traçando um cenário adiante (20 anos de operação) espelho da conjuntura do momento I, induz o investidor a voltar à renda bruta no intervalo [9 ~ 11%] ano, cobrando um preço 30% maior do que o valor. Este processo é recrudescido se admitirmos cenários marcados pelas expectativas das curva A (manutenção do gradiente de crescimento) ou da curva B (crescimento na linha de tendência).

iii. Fazendo essa leitura de mercado, a oferta de investimento cresce e a demanda dos escritórios também, porque se evidencia a falta dos escritórios. Os preços podem crescer artificialmente, porque o "valor percebido", usando a curva C de evolução dos aluguéis (cenário referencial espelho) cresce. O empreendedor alavanca seus resultados e o investidor compra o risco do cenário otimista.

Na conjuntura II, quando o produto, enfim, vai disputar mercado, a oferta cresce sensivelmente, ocorrendo tendência de baixa dos aluguéis até o patamar de equilíbrio. Usando os números do exemplo, nesse momento a renda será $\text{renda} = \frac{\text{aluguel}}{\text{valor} \times 1,3}$, muito abaixo da taxa de atratividade setorial. O excesso de preço pago (0,3 x valor) nunca será recuperado (preço não é valor!). É o que se denomina "valor sem lastro", que sempre aparece nos ciclos especulativos de qualquer mercado. A esse título lembro o valor atribuído às empresas de real estate nos IPOs



recentes e o que ocorreu a seguir.

6. Outro indutor de especulação é a falta de indicadores sobre a demanda. No mercado de escritórios é possível medir vazios e velocidade de absorção da oferta, indicadores indiretos de cobertura da oferta pela demanda. Um baixo índice de vazios somado a uma elevada taxa de absorção indicam demanda em crescimento. Mas, no momento da medida, os investimentos deverão suprir a demanda a ser verificada 3 a 4 anos adiante.

É, de certa forma, possível medir a oferta em gestação (prédios em construção). É, possível indicar qual seria a taxa de crescimento da demanda necessária para a ocupação dos espaços que serão entregues adiante. É possível fazer uma correlação entre a demanda necessária (e a taxa) e o "estado" da economia pelo PIB. Estudos do NRE-Poli mostram que há uma correlação muito evidenciada entre o andamento do PIB e a taxa de crescimento dos espaços ocupados de escritórios.

Todavia, não há indicadores no mercado publicados com a regularidade recomendável para que os investidores sejam capazes de entender se estão investindo para receber renda ou para fazer "estoque de vazios". Conhecemos a história perversa dos flats em São Paulo.

7. Se o mercado entrar desequilibrado na conjuntura II, sob pressão dos vazios e dos custos de manutenção da propriedade, os aluguéis vão cair. A queda vale para os espaços vazios e para os ocupados. Espaços ocupados com contratos em vigor, diante da evidência de que estão caros contra o estado do mercado, se transformam em vazios, porque contratos serão quebrados se não ajustados.

8. Custos crescentes de terrenos e construção fazem preços para cima, mas não preços inadequados, porque resultam da estrutura de custos que se alterou. Se há uma questão estrutural, os aluguéis vão crescer, para repor a taxa de atratividade dos negócios no segmento do mercado.

O que se convencionou chamar de | bolha |, que fica mais bem representado por | preços inadequados aos padrões de custos e comportamento do mercado |, tem a imagem vinculada a crescimento artificial da demanda.

A demanda pode ser impulsionada por diferentes fatores, mas no caso dos escritórios, a percepção de uma relação de aluguéis para os preços acima da atratividade, momentânea e que ingenuamente se pereniza (Fig.3), somada com a vontade de buscar rendas mais protegidas do que as do mercado financeiro, ou de buscar rendas mais vantajosas do que as do mercado financeiro quando os juros caem, são impulsionadores de demanda. O freio à emoção, que faz o mercado aceitar preços mais altos como valor adequado está no entendimento de que cenários



de aluguéis crescentes são vinculados em grande parte a desajustes de oferta, que se desfazem adiante, voltando os aluguéis ao patamar de origem.

Um impulsionador de demanda totalmente artificial também se instala nessas circunstâncias: "já que o preço é pago durante a construção e os preços vêm subindo, logo permanecerão subindo!, porque não comprar para revender dentro da curva de subida (especulação de preços)?" Isso pode fazer grandes ganhos especulativos! Quando parte da demanda é artificial (o especulador), o risco do mercado cresce muito, porque demanda artificial é lida como | demanda sem adjetivos | e é verificada somada à demanda orgânica. Quanto mais anúncios aparecerem na mídia de "100% vendido no lançamento", mais se aguça o impulso especulativo. A informação de vendas mostra liquidez, mas não mostra para que tipo de demanda: orgânica, na qual o investidor busca um produto para renda de longo prazo, mesmo valorando inadequadamente, ou a artificial, quando o especulador entra para sair o mais rápido possível. Nota: a crise do mercado imobiliário americano, ainda não resolvida, teve origem na geração artificial de demanda, colocando no mercado famílias que não tinham capacidade de compra, mas foi, em muito, recrudescida pelos especuladores que compraram para revender.

9. Usando a Fig.4, como uma extensão da Fig.3, não é razoável imaginar que por meio de indicadores de comportamento do mercado seja possível projetar o pico da curva de crescimento de aluguéis (ponto G), ou o comportamento dos aluguéis adiante (ciclo de depressão).

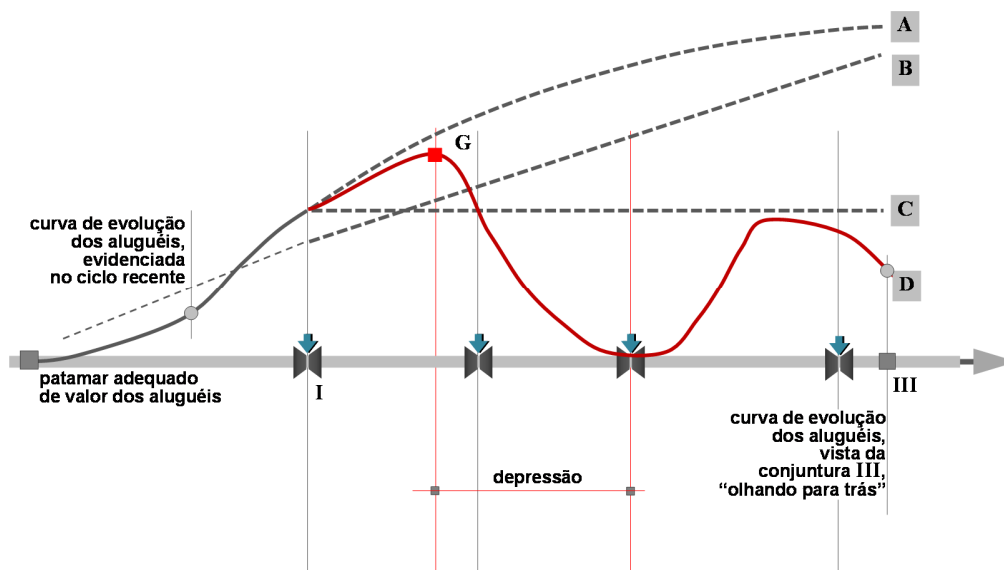


Figura 4



Observando a partir da conjuntura I, não há como projetar a curva D, que só será percebida em III, olhando para trás.

Isso significa que não é razoável pretender que se diga: "estamos numa bolha". O que é possível é indicar que ocorreu uma bolha, que, lamentavelmente, só serve para demonstrar distorções, mas não para advertir que existe uma crise, cujo perdedor será sempre o mercado, acompanhado de alguns especuladores.

Todavia há como perceber se a curva de crescimento de aluguéis verificada (antes da conjuntura I) tem como fundamento o crescimento dos componentes do preço (terreno + construção), ou se ela resulta da exploração de uma condição de desequilíbrio de mercado em favor da pequena oferta disponível. Se não há razões para sustentar uma expectativa de crescimento econômico que leve à ocupação dos espaços dos empreendimentos ofertados na conjuntura I, ocupação que ocorrerá em II (Fig.3) é inevitável que a depressão venha a suceder a conjuntura I, com prejuízo da renda dos investidores que embarcaram na estratégia de transformar suas poupanças em produtos do real estate que se aproveitam do viés especulativo evidenciado.

Sob esse conjunto de premissas e conceitos, convido o leitor a refletir, seja ele investidor ou empreendedor, para analisar se os preços e a intensidade da oferta desses produtos estão inadequados e se existe a tendência de que tenhamos um ciclo depressivo adiante. A reflexão os leva a concluir que estamos mergulhados no que se denomina bolha?

Nota: A Carta do primeiro trimestre de 2011 vai tratar desse tema no mercado residencial. Aos leitores que desejarem opinar, se entendem que há bolha ou não no mercado de unidades de escritórios partilhadas, como investimento para renda (respostas simples: sim ou não), aguardo resposta pelo e-mail rocha.lima@poli.usp.br. Na próxima carta publicarei o resultado da enquete.