

ALERTA DE BOLHA

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

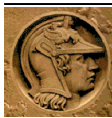
1. Já tenho escrito que bolhas de mercado não podem ser projetadas, nem em escala de valorização inadequada, nem em prazo para aparecer e desvanecer. Todavia é possível identificar conformações de mercado, nas quais certas evidências emitem alerta de formação de bolha, cujo resultado, esse sim previsível, será a migração do valor de ativos precificados acima do seu patamar justo para baixo, penalizando as poupanças equivocadamente abrigadas em certos imóveis.

Os preços dos imóveis residenciais e comerciais, estes mais, têm crescido no mercado brasileiro além do que é explicável pela sua estrutura de custos. Preços crescentes não são sinônimos de bolha, mas preços crescentes sem explicação na estrutura de custos são efeitos de desorganização do mercado e identificam a ocorrência de bolha.

Preços crescentes não são causas de bolha, mas são efeitos de existência de demanda desarticulada de mercado, influenciada pela sensação de que o produto de real estate, mesmo prejudicado pelos seus atributos de rigidez e liquidez, representa um ativo no qual é possível fazer posições especulativas de curto prazo com expectativa de resultados expressivos.

2. Na Carta do NRE-Poli-23-11 postei um conjunto de informações sobre os fatores indicativos de que os preços crescentes aplicados pelas empresas aos empreendimentos residenciais de 2008 até o final de 2010 carregavam componentes de custos e margens adequadas para cobertura de incertezas. Os preços descolavam do crescimento do Incc-fgv, porque alguns fatores não estão cobertos pelo índice de inflação de custos de construção mais respeitado no mercado, desde terrenos, passando pelo custos da outorga onerosa cada vez mais presente, até os custos diretos mascarados em subempreitadas com margens especulativas, pela pressão de demanda.

Até o final de 2010 não se podia perceber indicativos de preços crescentes pela formação de bolha, inclusive tendo em vista que as empresas de maior destaque do setor apresentaram balanços com resultados reduzidos diante das expectativas por



elas emuladas quando divulgaram suas metas de comportamento. Naquela conjuntura ficava fácil explicar que, no que dependia do planejamento das empresas, os sistemas de formação de preços estavam em alteração para incluir margens de proteção para o descolamento do Incc-fgv dos custos de cada obra e para o desvio entre custos e orçamento.

Os resultados decepcionantes do primeiro grande giro de empreendimentos depois das aberturas de capital das empresas, com injeção de massas expressivas de capital para investimento no setor, estavam presos à ineficácia no planejamento. Considere-se que o setor trabalha com preços fechados e custos abertos, na medida em que se vende antes de construir. Os preços estavam formados sob a premissa de que as empresas dispunham de sistemas de controle de custos para realinhá-los aos orçamentos, quando evidenciados desvios. O que se viu é que as empresas haviam instalado sistemas capazes de registrar custos, portanto de identificar os desvios, mas não a tempo hábil de promover crítica aos processos e tentar compensações, nem sempre viáveis. Registro de custos não é controle de custos em real estate. Quando os resultados frágeis apareceram, acendeu-se uma luz de alerta sobre a precificação dos empreendimentos e os preços saltaram, para abrigar as necessárias margens de cobertura para incertezas do ciclo de construção, depois de fechados os preços, derivadas da economia, de problemas estruturais do setor e das questões sistêmicas do controle de custos.

Então era possível explicar, usando os índices de preços Fipe-zap como referência, que as variações se justificavam levando em conta cinco fatores estruturais: preços dos terrenos, custos da obtenção do direito de construir, crescimento de custos acima da variação do Incc-fgv, crescimento dos custos de construção devido à natureza dos processos utilizados no mercado, além da imposição de margens de segurança para não repetir as frustrações do passado.

Entretanto, se verificarmos o desenvolvimento dos preços dos empreendimentos residenciais de janeiro até junho-2011, utilizando o índice Fipe-zap, fica claro que os movimentos de preços continuam descolados da variação de custos de construção pelo Incc-fgv, em uma conjuntura em que os cinco fatores já estão precificados. Ou seja, terrenos não continuam em disparada, porque a pressão de mercado caiu muito, como atestam as empresas de maior destaque, e o custo do direito de construir já estava embarcado nos preços. Do lado dos custos de construção, com margens para descolamento dos custos de cada obra para o Incc-fgv e com margem para cobertura de desvios já precificadas, o orçamento mais margens deve acompanhar o Incc-fgv. Não é isso que se verifica em São Paulo, por exemplo, quando tomamos a evolução do índice Fipe-zap, contra a do Incc-fgv no período, como ilustro no

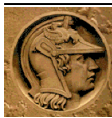
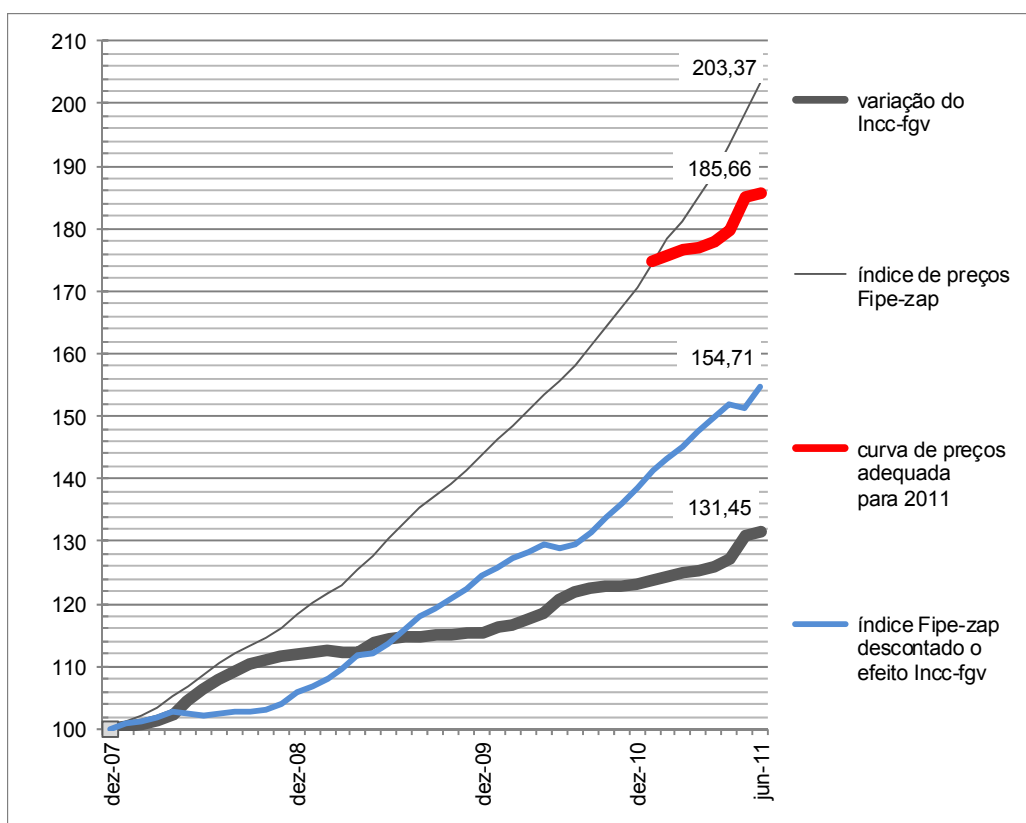
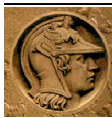


gráfico 1. No primeiro semestre de 2011, com velocidade de vendas em baixa (velocidade sobre a oferta, segundo medida do Secovi-SP), os preços residenciais subiram na amostragem global, 14,4%, o que se traduz em um aumento recorrente mensal equivalente a 2,21%, contra 5,6% de variação do Incc-fgv, equivalente a 0,91% recorrente mensal, metade da taxa de crescimento dos preços. Para acompanhar a curva de custos, o índice de preços deveria estar em junho-2011 em 185,66, contra os 203,37 medidos pela Fipe.

gráfico 1



2.1. As evidências são de que o preço dos imóveis residenciais está acima do seu valor justo. Valor não é atributo de qualquer bem, mas o preço justo equivale a um valor justo. O preço justo é aquele que cobre os custos de produção em regime eficaz, contém margem para cobertura das incertezas, tendo em vista que o preço é fechado antes da construção, e contempla uma margem de resultado para os investimentos, que conduz a uma taxa de retorno adequada aos riscos de empreender. Com os preços atuais, se contarmos os custos, as margens, a estrutura



tradicional de funding, com financiamento à produção no SFH, encontraremos taxas de retorno desequilibradas para a atratividade do real estate, nos padrões reconhecidos no mercado brasileiro, que são inclusive superiores aos internacionais. Se os preços estão acima do preço justo, há um valor sem lastro que está sendo comprado pelo mercado nesta conjuntura.

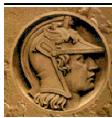
3. O que faz bolha de mercado é: i. crédito irresponsável, ii. investidor desinformado e iii. forte presença de capital especulativo.

3.1. No mercado brasileiro não se verifica a concessão de crédito irresponsável para aquisição de imóveis, especialmente residenciais. Os prazos de pagamento são compatíveis com a curva de vida dos imóveis, o que preserva o valor da garantia contra o saldo devedor. Os juros são aplicados em regime constante, não ocorrendo exemplos como os do falido sistema do mercado norte-americano, quando se iniciava um financiamento com juros abaixo da taxa referencial de mercado nas prestações, levando a diferença para o saldo devedor, para compensar no futuro, acreditando que a economia faria crescer a renda dos devedores em uma proporção equivalente à alavancagem do saldo devedor e a valorização continuada do imóvel preservaria a garantia do saldo devedor, nos casos de inadimplência. A relação [dívida/valor do imóvel] é adequada, girando no intervalo 70-80%, tradicionalmente considerado seguro.

3.2. Tipífico investidor nesta Carta como aquele que aplica recursos em um imóvel na busca de renda regular no longo prazo, suportada por valor estabilizado do ativo. Especulador é o investidor que faz posição em um ativo na busca de ganho de curto prazo, resultado da valorização do ativo acima das taxas de atratividade para aplicações conservadoras.

Investidor desinformado há em grande proporção nesta conjuntura do mercado brasileiro, especialmente no segmento dos pequenos imóveis de escritórios, no qual continuam a pipocar lançamentos vendidos na sua totalidade, inclusive com apoio em desinformação, induzindo o investidor a julgar o preço de venda por meio da sua comparação com valores irrealistas de locação. A esse assunto, com o objetivo de informar, dedico maiores detalhes em tópico adiante.

3.3. No setor do real estate no Brasil não foram muitos os períodos, nestas últimas duas décadas de moeda confiável, nos quais se tenha identificado forte presença de recursos especulativos. Grandes capitais, em geral, tendem a especular em mercados de maior liquidez, como bolsa de valores ou commodities, deixando para especuladores mais ingênuos o mercado do real estate. É complexo auferir ganhos especulativos em real estate, uma vez que a baixa velocidade das transações pode



comprometer o ponto de saída adequado do investimento especulativo, fazendo o investidor agressivo se prender ao ativo até a cauda inferior da curva de preços, provocando perda.

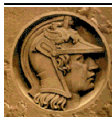
Nessa conjuntura vejo a presença de investidores tão desinformados, que se aventuram até à especulação, quando ouço um relato de investidor de que conseguiu fazer uma posição imobiliária, por especial deferência do empreendedor, comprando um apartamento do seu estoque particular, em um empreendimento destinado à classe média, em um bairro com esse perfil, pagando um preço completamente fora de parâmetro (não cito o preço por me parecer inadequado). Respondi: você conseguiu comprar e isto parece importante, mas pensou que o seu ciclo só será virtuoso se vender adiante por um preço além desse de compra, que já é muito alto, como você reconhece? Grandes especuladores do mercado de capitais costumam afirmar que quando a bolsa está aquecida e o valor médio das transações se estabiliza em patamar baixo (pequenos investidores se vestindo de especuladores) chegou a hora de sair, e acelerado. Está soando o alarme de bolha.

4. Informação para os investidores em pequenas salas de escritórios para renda

Admito que o seu propósito de investimento é aplicar recursos conservadores de poupança, cujas premissas são: i. obter renda regular (mensal) de longo prazo, ciente de que, como a compra é feita na planta, o investimento é a prazo (ciclo de 3 anos de obras), mas, evidentemente, a renda só se inicia depois da obra terminada e o preço pago e ii. fazer um investimento cujo valor não se deteriore ao longo do tempo, seja pela inflação, ou pela perda de competitividade do produto investido no seu mercado.

4.1. O seu investimento apresenta um risco implícito, derivado da sua condição física: ele é parte de um edifício, ou parte de um pavimento (mais comum), sobre o qual nenhum dos proprietários terá controle de qualidade ao longo do tempo, considerando os necessários investimentos em conservação, manutenção, adequação e atualização funcional, que façam o edifício (não a sua sala, porque ela é parte do todo) permanecer competitivo ao longo do tempo. É muito provável (veja os números adiante) que o payback do seu investimento aos preços ora vigentes aconteça entre 15 e 20 anos, se o edifício permanecer competitivo no mesmo fator de inserção de quando ficar pronto, o que exigirá investimento em revitalização dentro desse período.

4.2. Vejamos números e vamos partir da fantasia corrente. Como os aluguéis mensais na vizinhança do seu investimento estão no patamar de R\$ 70 /m², você faz o investimento à taxa de atratividade de 10% ano, admitindo que o valor do imóvel



crecerá no ciclo operacional a ponto de proteger o preço da variação inflacionária, de forma que você admite que esta taxa de atratividade é taxa de retorno, efetiva acima da inflação. A taxa de atratividade mensal é de 0,7974%, de modo que o preço que você arbitra justo pagar é $\frac{\text{aluguel.mensal}}{0,7974\%} = 8.778 \text{ R\$/m}^2$. Como o edifício está

na planta, admita que você paga 12% de entrada, 68% em prestações mensais até as chaves e 20% nas chaves, com parcelas corrigidas pela variação do Incc-fgv.

4.3. Entrando o edifício em operação, com o preço já pago, admitamos uma configuração ideal de comportamento de mercado: i. os aluguéis cresceram exatamente no patamar do Igp-m-fgv no período e continuarão crescendo ordenadamente por 20 anos; ii. o imóvel nunca fica vazio, havendo custos somente relacionados com a taxa de corretagem a cada ciclo de 3 anos (2 aluguéis); iii. não há qualquer investimento no edifício em 20 anos e mesmo assim ele continua competitivo; iv. os aluguéis são corrigidos em ciclos de 12 meses; v. o imóvel é propriedade de uma pessoa física, logo o aluguel entra na renda mensal e recebe um impacto de 27,5% de imposto sobre a renda; vi. você administra o contrato de locação, logo não há honorários de serviço para este fim.

O gráfico 2 mostra a sua taxa de retorno em 20 anos, que, em vez dos 10% que era a sua expectativa, será de 5,76%, decomposta como ali está mostrado. Se você pensava nos 10% como renda bruta, antes do imposto de renda, então a sua comparação é 7,83% ano de taxa desejada contra 5,76% de taxa auferida em uma configuração ideal de comportamento, que não será alcançada.

Esta taxa de 5,76% é composta por uma parte de somente 2,29% que é proporcionada pelo fluxo dos aluguéis, sendo o saldo da taxa de retorno produzida pelo valor da propriedade ao final de 20 anos. A renda anual média do investimento em 20 anos de locação é de 6,68%, sendo evidentemente zero nos 3 anos de construção.

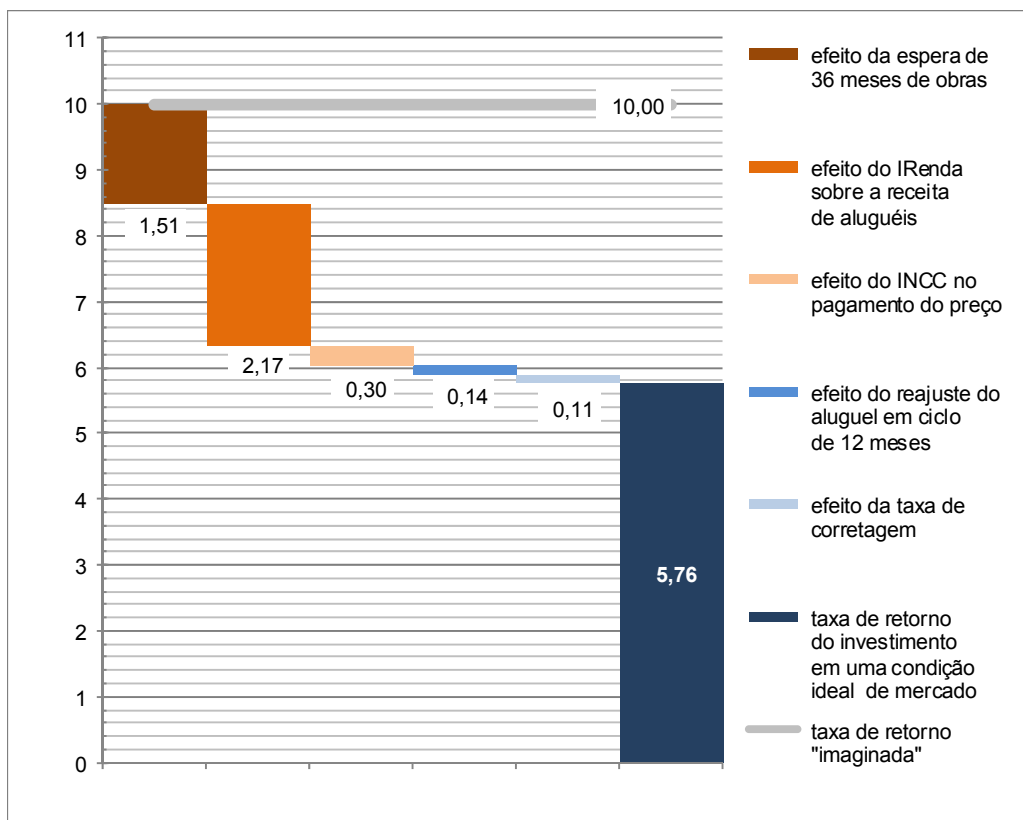
Isoladamente estes são efeitos do impacto de variáveis que ficaram “esquecidas” até aqui:

- se os investimentos em atualização funcional para manter o edifício competitivo equivalerem a uma reserva sobre os aluguéis de 3,0% de cada recebimento mensal, que é um fator razoável de proteção para edifícios de escritórios segundo os estudos do Nre-Poli, os 5,76% se transformarão em 5,52%;
- se a administração dos contratos de locação for entregue a uma imobiliária que cobra 5% da receita pelos seus serviços, os 5,52% se transformarão em 5,12%;
- se a entrega da obra atrasar de 6 meses, mesmo você dilatando os pagamentos



restantes do preço, os 5,12% se transformarão em 4,95%.

gráfico 2



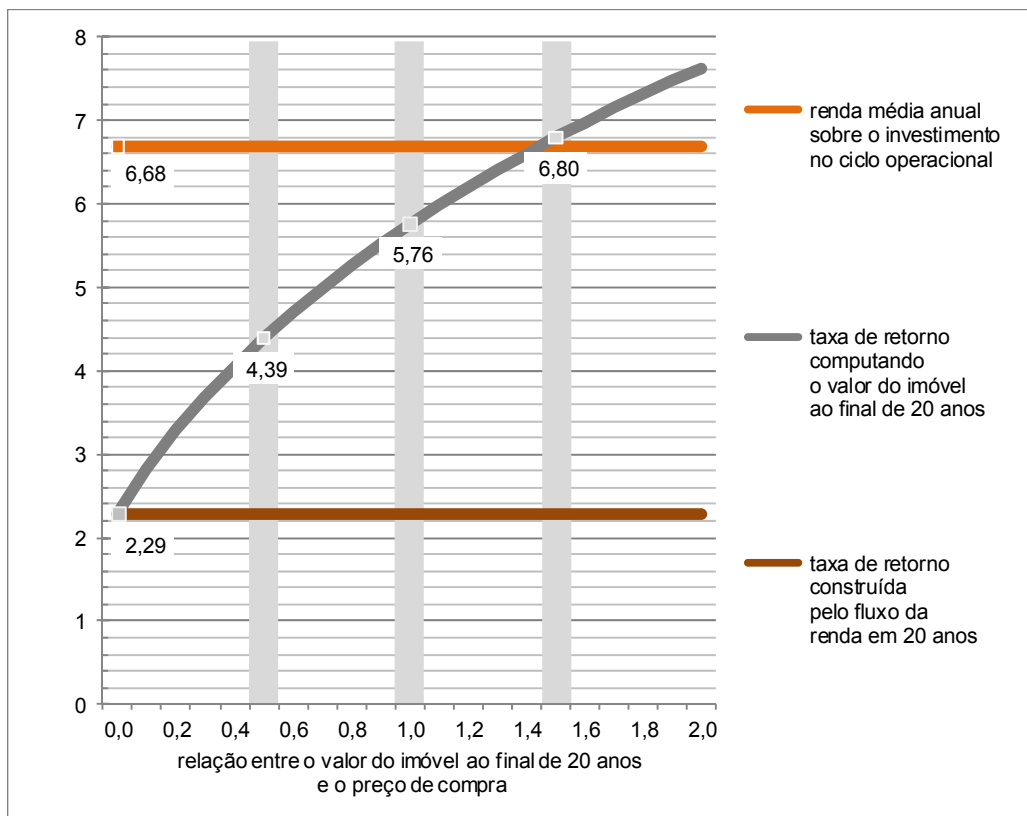
4.4. A taxa de retorno de 5,76% tem forte pressão do valor do imóvel ao final do ciclo de 20 anos de geração de renda de locações, na hipótese ideal de aluguel estável, sem vazios e sem investimentos em revitalização. Se considerarmos valorização, ou desvalorização do imóvel no final desse ciclo, os valores de taxa de retorno se comportam como está mostrado no gráfico 3.

Ali vemos que, ainda que a renda média anual permaneça inalterada, o valor do imóvel caindo, por exemplo em 50% do valor original do investimento nesse ciclo, faz a taxa de retorno mergulhar para 4,39%, enquanto uma valorização de 50% faz a taxa de retorno crescer para 6,80%. Esses valores e a imagem do gráfico 3 ilustram a vulnerabilidade do investimento nesses patamares de taxa de retorno, tendo em vista que o maior responsável pela formação da taxa é justamente uma variável aberta (o



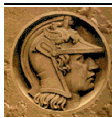
valor do imóvel ao final de 20 anos de locação), cuja arbitragem na data do investimento é frágil.

gráfico 3



4.5. Os efeitos mais complexos para se avaliar e de impacto mais contundente na qualidade do investimento são resultantes de vazios e de quebras de valor de locação. Esta conjuntura é de aluguéis pressionados, porque os investimentos em edifícios de escritórios ficaram adormecidos por algum tempo e estão sendo retomados a partir de 2010. Somente verificaremos uma reversão desse quadro quando os edifícios em construção entrarem no mercado, a partir do segundo semestre de 2012.

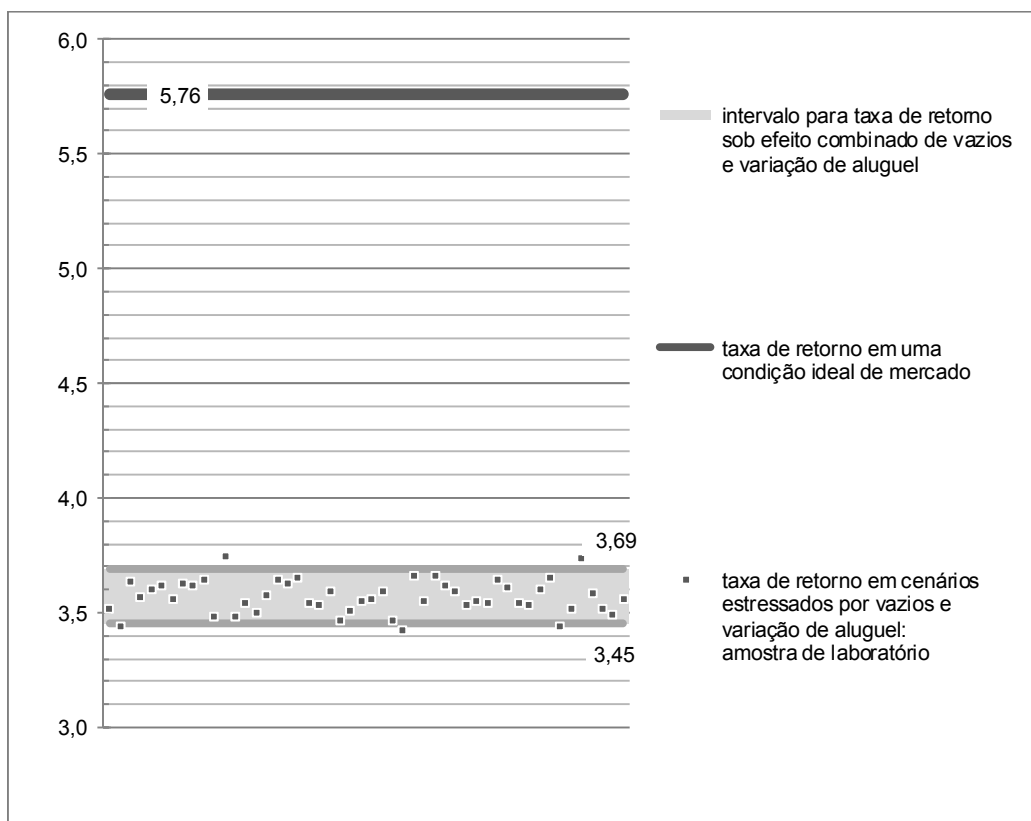
Verificando flutuações recentes entre picos e vales de valor de aluguel de escritórios em São Paulo, para edifícios AAA, encontramos 64 R\$/m²-mês em janeiro de 2002, 48 em junho de 2005 e 100 em junho de 2011. Ajustando esses valores para junho



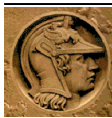
2011 e admitindo que 100 seja pico de valor (o que é discutível, porque o mercado continua pressionado), a diferença entre vale e pico é de queda de 33,8%.

Usando um modelo que cria cenários estressados com vazios de 2 a 4 meses a cada ciclo de 3 anos de vida do contrato de locação e faz os aluguéis flutuarem com perda no intervalo [0 - 30%], chegamos a uma amostra de resultados para a taxa de retorno, o componente da taxa de retorno função do fluxo da renda e a renda anual média do investimento. Os dados de taxa de retorno extraídos da amostra podem ser vistos no gráfico 4. Tratando as amostras de laboratório para os três indicadores, chegamos aos intervalos esperados de flutuação sob esse efeito estressado, ilustrados no gráfico 5.

gráfico 4

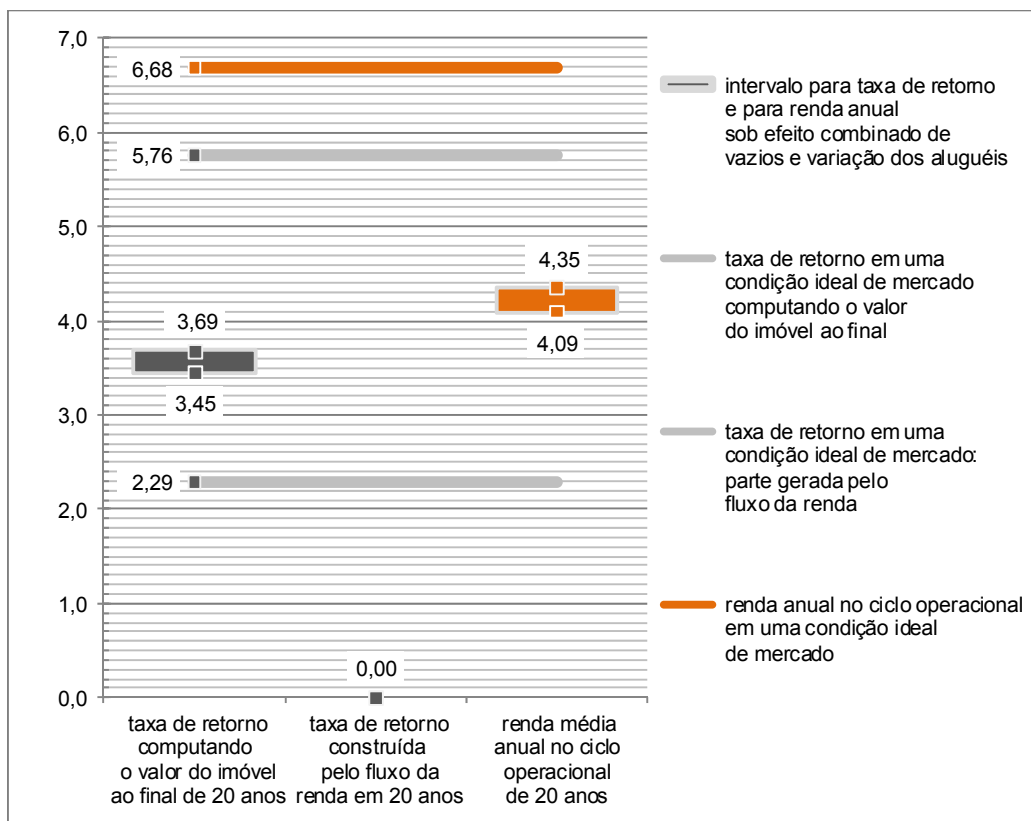


O gráfico 4 mostra também a vulnerabilidade do investimento e, principalmente, a vulnerabilidade de se fazer análise e tomar decisão sob cenário de fantasia. O nosso cenário ideal de aluguel estável, sem vazios e sem investimentos em revitalização representa a fantasia simplificadora muitas vezes utilizada ou induzida a utilizar para

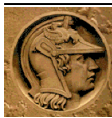


a decisão de investimento. O conjunto dos cenários estressados, cujo reflexo na taxa de retorno está mostrado no gráfico 4 representa configurações mais perto da realidade comportamental desse tipo de investimento. Notar que, nesse intervalo de taxa de retorno [3,45% - 3,69%], o fluxo da renda isoladamente não faz taxa de retorno. Isso significa que a totalidade do fluxo da renda em 20 anos nem mesmo devolve o investimento na compra do imóvel.

gráfico 5



O gráfico 5 sintetiza os indicadores nos quais o investidor nesta conjuntura deveria apoiar sua decisão. Ou seja, naquela configuração de utilizar a taxa de atratividade (cap rate) de 10% ano para relacionar aluguel sendo praticado no mercado e valor justo de compra do imóvel, o que o investidor pode verdadeiramente esperar é uma renda anual no ciclo operacional de 20 anos, na média entre 4,09 e 4,35% do valor que investiu, depois de pagar os impostos vinculados à receita, para uma taxa de retorno no intervalo entre 3,45% e 3,69% ano, acima de inflação pelo Igp-m-fgv. Nessa conjunção operacional, é provável (90% de confiabilidade) que o



total do fluxo da renda dentro de 20 anos de ciclo operacional nem mesmo devolva os investimento na compra do imóvel.

4.6. Para que o investidor tenha uma taxa de retorno de 10% ano dentro do ciclo operacional, depois dos impactos de vazios, quebra de valor do aluguel e investimentos em revitalização, admitindo que o valor do imóvel venha a ficar inalterado no ciclo operacional, sendo sempre ajustado conforme a variação do Igp-m-fgv, o preço de compra deveria ser de R\$ 4.957 /m² de área privativa. Se o investidor aceita que os 10% sejam sua taxa de retorno bruta e que depois do imposto de renda a taxa líquida será de $(10,00 - 2,17) = 7,83\%$ (gráfico 2), mantidas as demais premissas, o preço de compra deveria ser de R\$ 6.413 /m² de área privativa.

Lembro que o ponto de partida dessa análise foi o preço de compra de R\$ 8.778 /m² de área privativa, que supostamente levaria à taxa de retorno de 10% ano, antes do imposto de renda.

Se usarmos o mesmo raciocínio primário da relação aluguel mensal e taxa de atratividade mensal, para o valor de 4.957, validariamos a taxa de atratividade bruta de $\frac{\text{aluguel.mensal}}{\text{preço.de.compra}} = \frac{70}{4.957} = 1,41\%$ mês, equivalente a 18,3% ano, contra os 10%

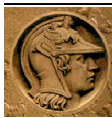
originais. Isso faz uma relação de múltiplo entre preço e aluguel, que é muito utilizado como referência paramétrica nesse mercado de $\frac{\text{preço.de.compra}}{\text{aluguel.mensal}} = \frac{4.957}{70} = 70,8$.

O mesmo raciocínio, usando a taxa de retorno de 7,83%, como válida para a taxa de retorno depois de impostos, levaria à taxa de atratividade bruta de $\frac{\text{aluguel.mensal}}{\text{preço.de.compra}} = \frac{70}{6.413} = 1,09\%$ mês, equivalente a 13,9% ano, com múltiplo de 91,6.

5. Alerta de Bolha.

A conjuntura de mercado, usando os dados de São Paulo como *proxy* para o que acontece com o mercado de real estate no Brasil, autoriza soar um alarme de bolha:

- os preços dos empreendimentos residenciais permanecem crescendo acima do índice de custos do setor, mesmo que esse índice não cubra terrenos e contas fora da construção. Os terrenos, entretanto, não estão sujeitos a agressivas disputas de compra, o que tem paralisado os preços em moeda nominal (BRL), favorecendo

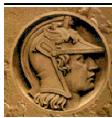


inclusive permutas e uma variação de preços de imóveis para baixo, relativamente à variação do Incc-fgv. Os descolamentos dos custos das obras contra o Incc-fgv, tendo em vista que o índice não consegue espelhar a realidade de cada obra e de alguns parâmetros de comportamento do setor, como as empreitadas de mão de obra, representam um efeito que já se entendia como precificados, tendo em vista as variações havidas no ciclo 2008-2010. Não há razão estrutural para o crescimento de preços nesses patamares;

- entretanto, preços não fazem bolha. Preços crescendo continuamente indicam que o mercado aceita, como valor, os preços propostos pelos empreendedores. A redução da velocidade de vendas indica que o poder de compra não cresce na proporção desses aumentos. Para suprir a demanda orgânica, os novos empreendimentos têm sido lançados com dimensões mais modestas para os mesmos segmentos de mercado, pretensamente munidos de atributos de qualidade que justificam os preços crescentes. A presença de demanda artificial, não mais reprimida como se explicava em 2010, mas agora especulativa (investidor mal informado) está evidenciada e ajuda a sustentar a curva de preços;
- nos empreendimentos comerciais, notadamente nos edifícios de escritórios compartilhados, diluídos em pequenas unidades, para atingir investidores de potencial médio de poupança não há nenhuma explicação estrutural para os preços que estão sendo praticados. A única explicação é a desinformação, cujo contraponto escrevi no item 4 desta Carta. Nesse segmento o alarme de bolha é estridente.

Os preços devem cair, até qual patamar e quando? Não há resposta cartesiana para o anticiclo de uma bolha:

- os preços dos imóveis residenciais só se estabilizarão quando não houver pressão de demanda artificial provocada por investidores desinformados, que ora estão fazendo posições especulativas. Na crise norte-americana recente, a velocidade de queda dos preços foi elevada, quando os especuladores se viram incapazes de sustentar o fluxo de pagamento das compras, das quais tinham liquidado não mais do que 10 a 20% e os tomadores de financiamentos não puderam sustentar os ajustes das prestações. No Brasil, os investidores mal informados (especuladores de ocasião) fazem posições de investimento com recursos de poupança, que lhes permite liquidar o total do preço e não há grande volume de financiamentos para compradores finais que venham a se tornar inadimplentes, tendo em vista que a economia não está em depressão, com redução de empregos e renda;
- os empreendedores compõem um conjunto com grande capacidade de



investimento, que deve girar agressivamente para satisfazer os resultados prometidos aos seus acionistas. Isso significa que, ao menor sinal de que a velocidade de vendas caia recorrentemente e que não há mais poder de investimento especulativo presente no mercado para colocar os lançamentos, as empresas se voltarão exclusivamente para a demanda orgânica e os preços ficarão estáveis em moeda nominal. No patamar de inflação esperado para os próximos dois anos, manter os preços em BRL constantes significará baixa-los em termos reais, em um ciclo de um a dois anos, recuperando o patamar de 2010;

- o caso dos escritórios compartilhados é mais complexo. Se a economia brasileira se mantiver no nível atual de atividade, e, nesse momento, ainda que luzes de alerta já estejam acesas, os indicadores da economia ainda não induzem a concluir que desse nível cairá de forma expressiva, a posição dos estoques proporcionará a manutenção de valores elevados de locação, o que poderá continuar embaçando a visão de longo prazo do investidor desinformado, deixando uma abertura para que empresas especulem contra os investidores. Quando o estoque novo iniciar sua vida de mercado, a partir do segundo semestre de 2012, os aluguéis provavelmente atingirão níveis mais baixos, provocando uma sensível desvalorização desses imóveis. Isso só não acontecerá na hipótese de que a economia brasileira apresente um retumbante crescimento nesses próximos dois a três anos. Investidor não representa demanda efetiva; investidor desinformado demanda sem reconhecer o risco que corre. Especulador muito menos representa demanda.

No site do Núcleo de Real Estate da POLI (www.realestate.br) estará postada a questão:

Tendo em vista os comentários da Carta NRE-Poli-25-11, v. acredita que há um alarme de bolha disseminado no mercado de real estate brasileiro, nesta conjuntura?

Deixe sua opinião registrada e reconheça como o mercado vê o assunto.