



**AS ENQUETES DO NRE COMO IMAGEM DAS
OPINIÕES PREVALENTES DO REAL ESTATE
BRASILEIRO.
O MERCADO APRENDE?**

Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar

Um dos questionamentos mais relevantes que hoje se coloca ao real estate brasileiro é se as empresas do mercado residencial terão condições de oferecer resultados mais expressivos nos balanços dos próximos anos.

O desempenho médio das empresas do setor espelhado nos últimos balanços não agradou os investidores. Na bolsa de valores, as suas ações vem sendo fortemente pungidas pelo mercado (ver gráfico 1), desacreditando-as momentaneamente no que se refere à sua capacidade de gerar ganhos satisfatórios aos seus acionistas.

A qualidade dos resultados que podem ser esperados para o próximo ciclo de investimentos das empresas será dependente da habilidade do setor de real estate em aprender com a experiência que se vivenciou, principalmente nos últimos 5 anos, desde o início eufórico com a expansão do crédito imobiliário e da renda, com os ganhos de credibilidade da economia brasileira no ambiente internacional e com o seu razoável desempenho geral em termos de crescimento e estabilidade, passando pela crise de 2008-2009, da qual a resposta brasileira foi muito bem avaliada interna e externamente, e hoje culminando com uma certa desconfiança generalizada, mas pouco explicitada, acerca das condições estruturais necessárias para enveredarmos por um ciclo de crescimento sustentável.

O tema nevrálgico para a consolidação e desempenho das empresas de real estate é o planejamento! Há lacunas de conhecimento a serem superadas, sobretudo no planejamento corporativo, haja vista as estratégias de diversificação equivocadas, geográfica e na segmentação de público por renda, na estruturação de novos negócios, nos procedimentos de validação de investimentos e de análise de riscos, mas também no plano do gerenciamento de empreendimentos e dos seus mecanismos de controle operacional.

Com base no resultado das enquetes que foram postadas no site do NRE, e formuladas a partir das últimas Cartas escritas pelo professor Rocha-Lima (Cartas números 23 a 27 publicadas ao longo de 2011 e primeiro trimestre de 2012), que sob

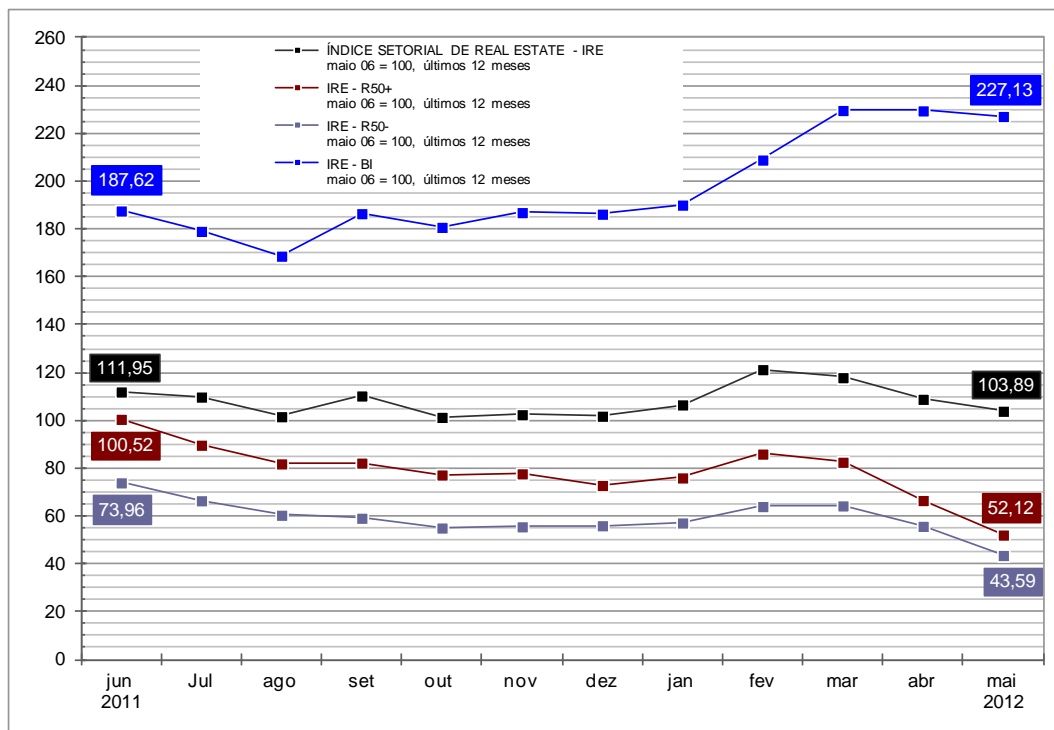


variadas perspectivas inquiriram sobre o crescimento dos preços nos mercados e o respectivo posicionamento de empresas e investidores diante das flutuações da economia e do mercado de real estate, esta Carta, no formato de um ensaio, destina-se a comentar os resultados daquelas enquetes à luz de um possível amadurecimento do setor a partir de se defrontar com a realidade de desempenho dos negócios que teimaram em fugir dos cenários exuberantes traçados no momento da euforia.

A avaliação do setor pelo mercado de capitais

A análise dos índices IRE-50+ e IRE-50- publicados mensalmente pelo NRE é eloquente quanto à visão que os analistas de mercado e investidores tem tido em relação ao desempenho das empresas, ou do setor no seu todo. O IRE-R50+ reflete a variação dos preços das ações das empresas com volume de negócios correspondentes a 50% do total das transações na Bovespa envolvendo títulos de empresas de real estate residencial. Na composição do IRE-R50+, escolhe-se o conjunto de empresas cujo volume de transações mais se aproxima dos 50%, para mais; o IRE-R50- identifica o comportamento dos preços das ações das demais empresas de real estate residencial listadas na Bovespa. As empresas que mais compuseram o IRE-R50+ foram Cyrela, PDG, Gafisa e MRV.

gráfico 1 – IRE (últimos 12 meses)





O número índice-100 origem dos índices data de maio de 2006. O IRE também é composto de um terceiro índice, o IRE-BI, que espelha as transações das ações de empresas de real estate focadas em empreendimentos de base imobiliária, aqueles propostos para produzir renda homogênea e de longo prazo. Está evidenciado no comportamento dos últimos 12 meses que são as ações das empresas de real estate para renda (IRE-BI) que asseguraram alguma estabilidade (flutuação de 8 pontos para baixo no período) para o índice agregado, pois no período houve uma perda de 48 pontos no IRE-50+, saindo de 100 para 52, e de aproximadamente de 74 para 43 pontos, uma perda de 31 pontos, para o IRE-50-. Enquanto o IRE-BI sofreu um incremento de 187 para 227 pontos no intervalo.

O Ibovespa perdeu o equivalente a 8,3% de junho de 2011 a maio de 2012, saindo de 64.300 para 62.400 pontos nestes últimos 12 meses.

É importante também indicar que neste mesmo período o índice FIPE-Zap assinalou um crescimento médio nos preços de imóveis residenciais na cidade de São Paulo de 21,5% e de 19,9% no Brasil, considerando todas as cidades que são cobertas pelo índice, o que à primeira vista poderia sugerir um alargamento potencial de margens de resultado das empresas, se custos de produção e de gestão tivessem seguido trajetórias menos acentuadas de crescimento.

Neste horizonte, percebemos certa perplexidade e inquietação em muitos empreendedores e investidores ante a ocorrência de um aparente ciclo virtuoso no ambiente do real estate residencial, mas que não se refletia nas avaliações das empresas pelo mercado de capitais. De outro lado, no mercado comprador passaram a vigorar angústias em relação à trajetória dos preços, o fantasma da bolha imobiliária foi para o centro das discussões do grande público também.

Com o intuito de reconhecer as opiniões prevalentes do real estate brasileiro a respeito da conjuntura pela qual tem passado o setor nos últimos anos e as suas perspectivas de evolução, uma série de questões foram levantadas nas últimas 5 Cartas do NRE e, cujas respostas podem nos sugerir se vem ocorrendo um amadurecimento do mercado em relação à sua capacidade de se autoavaliar e tornar-se mais eficiente.

As enquetes postadas no site do NRE

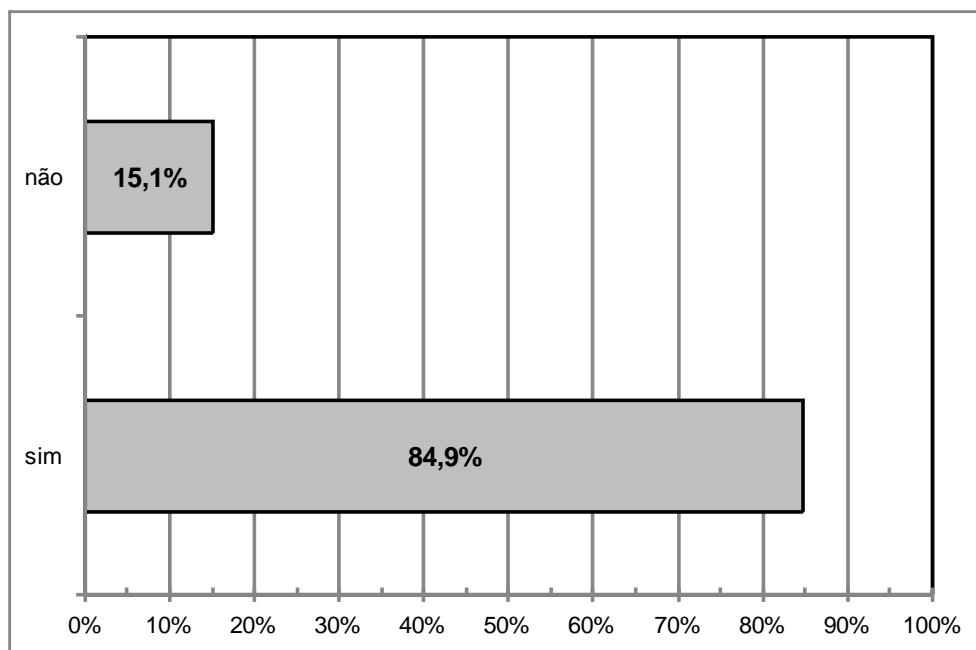
Convidamos os cerca de 10.000 leitores do nosso mailing a se manifestarem em relação a pontos específicos tratados nas Cartas, e que buscavam caracterizar o comportamento de crescimento acentuado dos preços de imóveis comerciais e residenciais dos últimos anos no Brasil, assim como identificar como as empresas tomaram decisões neste contexto de expansão do mercado.



Na primeira enquete foi perguntado se o crescimento dos preços dos imóveis residenciais se justificava por fatores estruturais, conforme segue:

“Os fatores estruturais são os maiores responsáveis pelo aumento dos preços de imóveis residenciais no mercado brasileiro, contra uma moderada participação de fatores especulativos, esses mais forçados por ação de empresa”. A resposta sim concorda com esse balanço e a resposta não significa o entendimento de que "há especulação fazendo bolha de mercado, o que significa considerar que se verifica acentuada demanda artificial, para formação de estoques, na busca de ganhos com a valorização dos imóveis.".

gráfico 2 – opinião do mercado sobre o crescimento dos preços
enquete postada no 1º trimestre de 2011



Esta enquete foi postada no primeiro trimestre de 2011 e os respondentes predominantemente (85% do total) assentem que o crescimento dos preços dos produtos de real estate é explicado por fatores estruturais, tais como: crescimento dos custos de construção, dos preços de terrenos, endurecimento de restrições de caráter legal e expansão das margens para cobertura de riscos de desvios. Tratando-se, portanto, de um movimento de preços não especulativo, fruto de desarranjos na base de preços e fomentado por uma forte demanda.

Vale lembrar que nesse primeiro trimestre ainda estava vivo no mercado o rescaldo de confiança derivado do desempenho da economia brasileira, e do setor de real



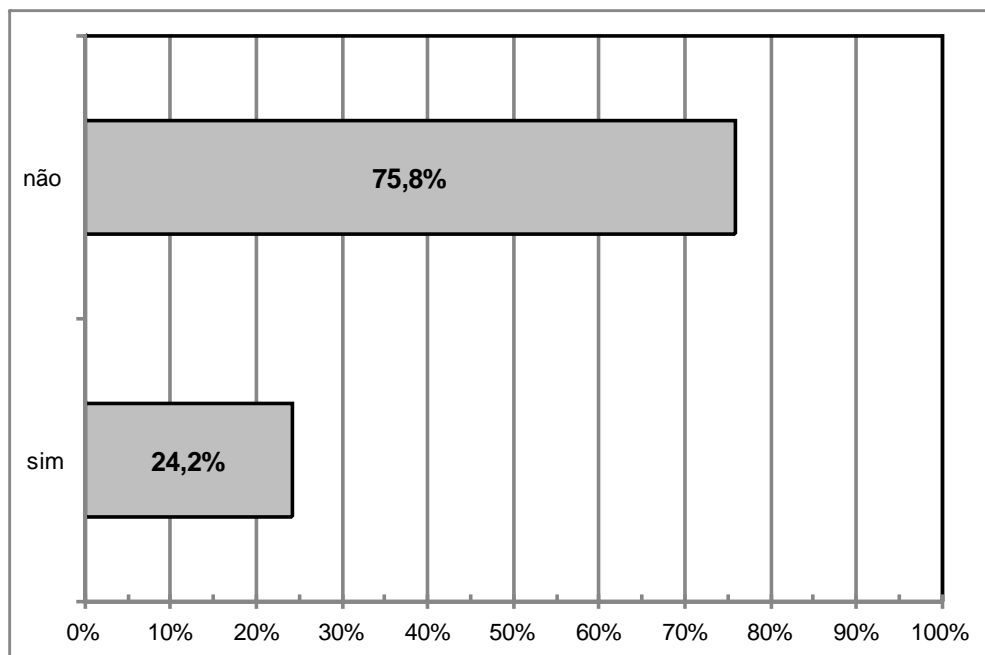
estate, em 2010.

Mais adiante, vamos confrontar esta opinião prevalente com as ocorrências de mercado e com os resultados das novas enquetes postadas nos trimestres subsequentes de 2011.

As 3 enquetes seguintes, todas postadas no terceiro trimestre de 2011 e originadas do alerta soado na Carta 25-11, abordaram o tema das Bolhas Imobiliárias. Elas foram postadas sequencialmente nos meses de julho, agosto e setembro. Na primeira, em julho, formulou-se a questão sem foco num segmento específico (ver respostas no gráfico 3), as demais, a questão da Bolha foi colocada em relação ao segmento das pequenas salas comerciais (agosto de 2011, respostas no gráfico 4) e dos imóveis residenciais em setembro, cujo resultado pode ser examinado na gráfico 5.

“Você acredita que há um alarme de bolha disseminado no mercado de real estate brasileiro, nesta conjuntura?”

gráfico 3 – opinião do mercado sobre bolhas
enquete postada em julho de 2011



Aqui houve claramente uma majoritária negação da bolha no real estate brasileiro. Esta posição se inverte nas enquetes dos dois meses seguintes quando especificamos os segmentos do real estate sobre os quais os participantes foram convidados a opinar, o de salas comerciais e o dos produtos residenciais.

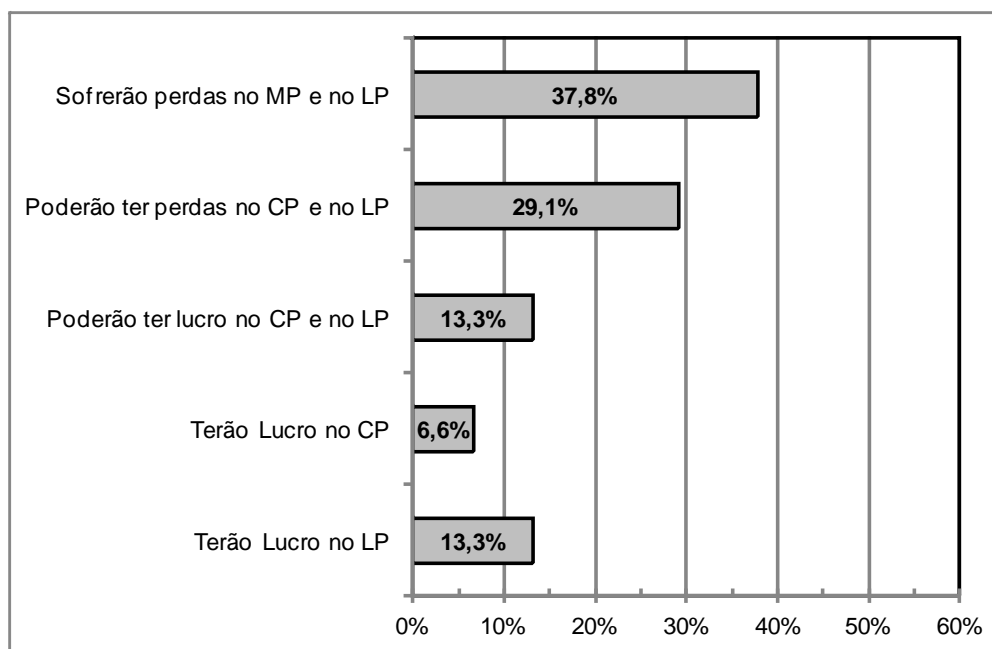


Esta inversão de avaliação pode ser devido a uma efetiva mudança de opinião porque rapidamente se confirma a percepção mais ou menos generalizada de que os preços praticados na compra dos pequenos imóveis para renda não será capaz de remunerar a contento o investimento, ou porque a formulação de caráter geral da questão pode ter ocasionado confusão ao participante da enquete.

Veja a seguir o resultado da segunda enquete sobre Bolha.

“Os investidores que estão entrando no mercado comercial pelos preços atuais, vendendo as unidades:” As opções de respostas estão no próprio gráfico.

gráfico 4 – opinião do mercado sobre o crescimento dos preços de imóveis comerciais
enquete postada em agosto de 2011



Como está demonstrado no gráfico acima, 67% dos respondentes entenderam que investidores em pequenas salas comerciais poderiam ou sofreriam perdas no curto, no médio ou no longo prazo.

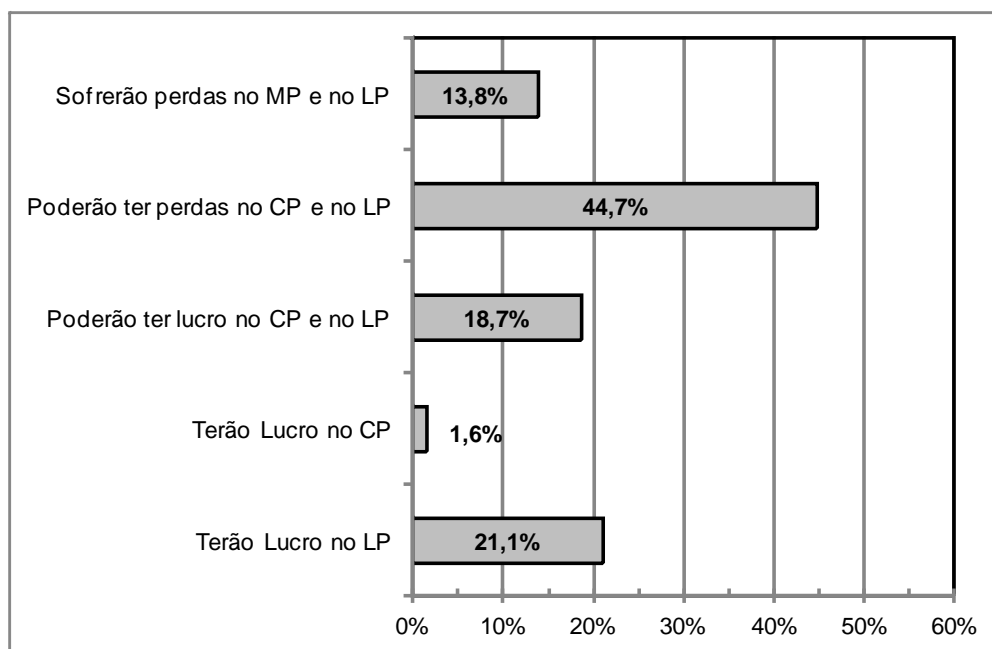
A opinião prevalente era a de que os preços pedidos para aquisição de imóveis comerciais era incompatível com uma remuneração atrativa, considerando-se o patamar dos aluguéis praticados nos principais mercados e a dimensão da oferta nova projetada à época para entrar nos mercados nos próximos anos.

Relativamente ao mercado residencial, as repostas à enquete estão compiladas no gráfico 5 em seguida apresentado.



“Os investidores que estão entrando no mercado residencial pelos preços atuais, com propósito de investimento, vendendo as unidades:” As opções de respostas estão no próprio gráfico.

gráfico 5 – opinião do mercado sobre o crescimento dos preços dos imóveis residenciais
enquete postada em setembro de 2011



A leitura dos opinantes em relação aos investimentos no mercado residencial foi menos aguda do que a das pequenas salas comerciais, ainda que cerca de 58% acreditavam que poderiam ocorrer perdas no curto e no longo prazo.

A despeito do recorrente crescimento dos preços nominais nas principais cidades brasileiras ao longo de 2011, dissemina-se no mercado a impressão de que não havia condições para sustentar os padrões de crescimento dos últimos anos (de 2007 a 2010).

Com efeito, foi postada no último trimestre do ano de 2011, e com base na Carta 26 intitulada “Aprendendo sobre bolhas”, que trouxe a questão sobre as expectativas de evolução dos preços de imóveis residenciais no Brasil para os próximos anos.

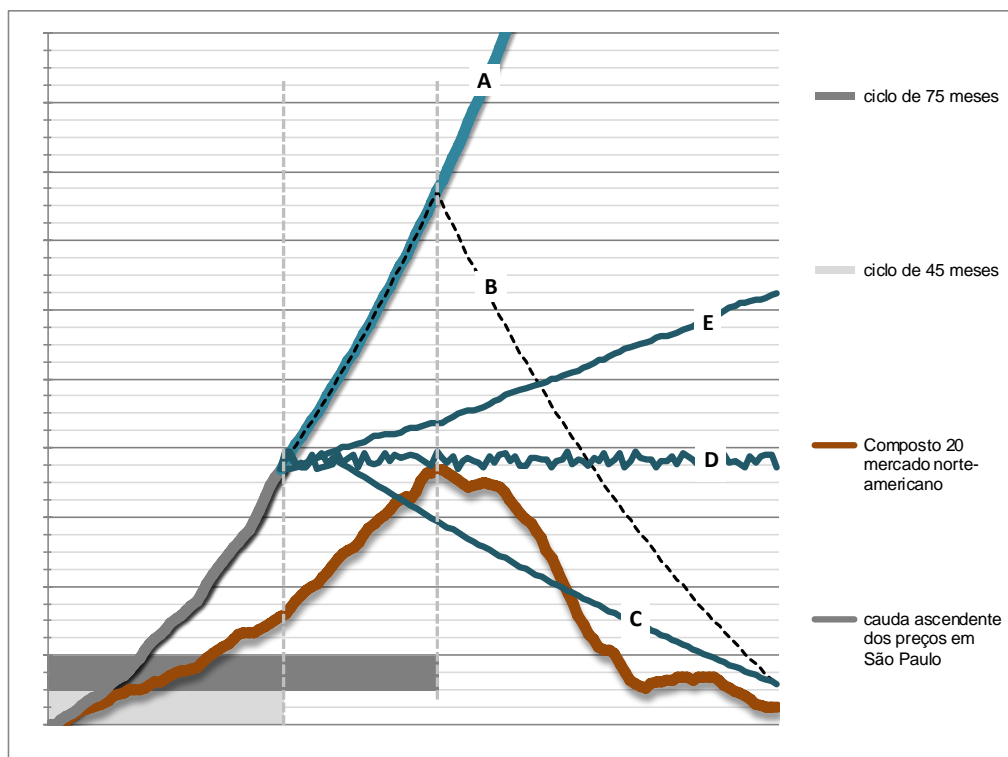
Foi solicitado que se opinasse entre cinco curvas de evolução possíveis para os preços no mercado residencial brasileiro, assim caracterizadas:

Curva A e E - manutenção do gradiente de crescimento por ainda muitos meses;
Curva B - sustentação desse padrão de crescimento num modelo equivalente ao



norte-americano (75 meses no total) e depois queda em 5 anos; Curva C - reviravolta no movimento de preços, com a manutenção de um patamar ao redor do atual por mais um ano e depois queda; Curva D - manutenção do patamar atual por longo prazo; ou nada disso, conforme apresentado no gráfico 6.

gráfico 6 – hipóteses de evolução dos preços residenciais levantadas na Carta do NRE 26



A pergunta foi formulada do seguinte modo:

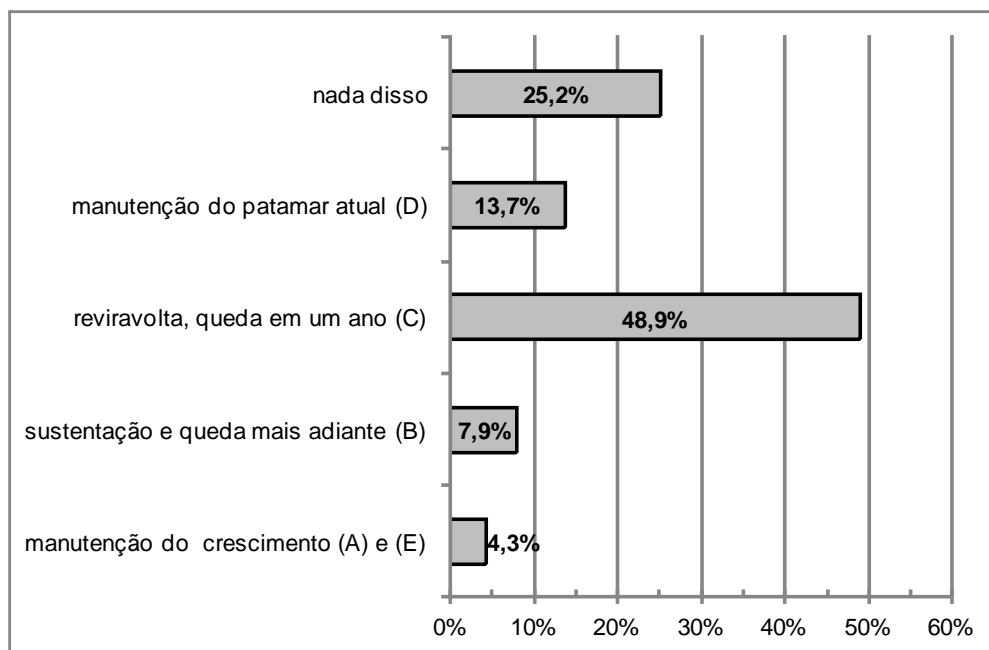
“Analisando as hipóteses do gráfico da Carta do NRE 26 (curvas A, B, C, D e E), o que parece mais adequado como especulação sobre preços adiante:”

O resultado da enquete está exibido no gráfico 7.



gráfico 7 – opinião do mercado sobre o futuro dos preços de imóveis residenciais

enquete postada no 4º trimestre 2011



Nesta enquete do final de 2011, quase metade dos respondentes afirmou que os preços se estabilizariam e que deveriam cair depois de um ano. Aproximadamente 14% acham que os preços se estabilizariam, mas não cairiam num futuro próximo. Uma minoria de 4,3% teve a convicção de que os preços continuariam a crescer no mesmo ritmo dos últimos anos. Um dado importante desta enquete é que cerca de 25% dos participantes não tiveram uma visão clara da tendência de evolução dos preços.

A análise da evolução dos preços médios no mercado residencial de São Paulo, de 2008 a 2011 e até meados de 2012, de acordo com o índice FIPE-Zap indica que os preços nominais estão se acomodando seguindo uma tendência até aqui aderente à opinião prevalente antecipada no final de 2011 pelos participantes da enquete do NRE. Nos últimos 3 anos (2009, 2010 e 2011) as taxas médias de crescimento anual dos preços nominais situou-se em 24%. Em 2012, até maio, os preços cresceram em média 6,39%, o que resulta numa taxa anualizada de 16%, denotando a clara desaceleração do gradiente de crescimento e, se avaliarmos as expectativas até o final do ano tanto para a economia brasileira como para a conjuntura de mercado na cidade de São Paulo (grande volume de estoques e muitas promoções), não há evidências que suportem a reversão dessa desaceleração.

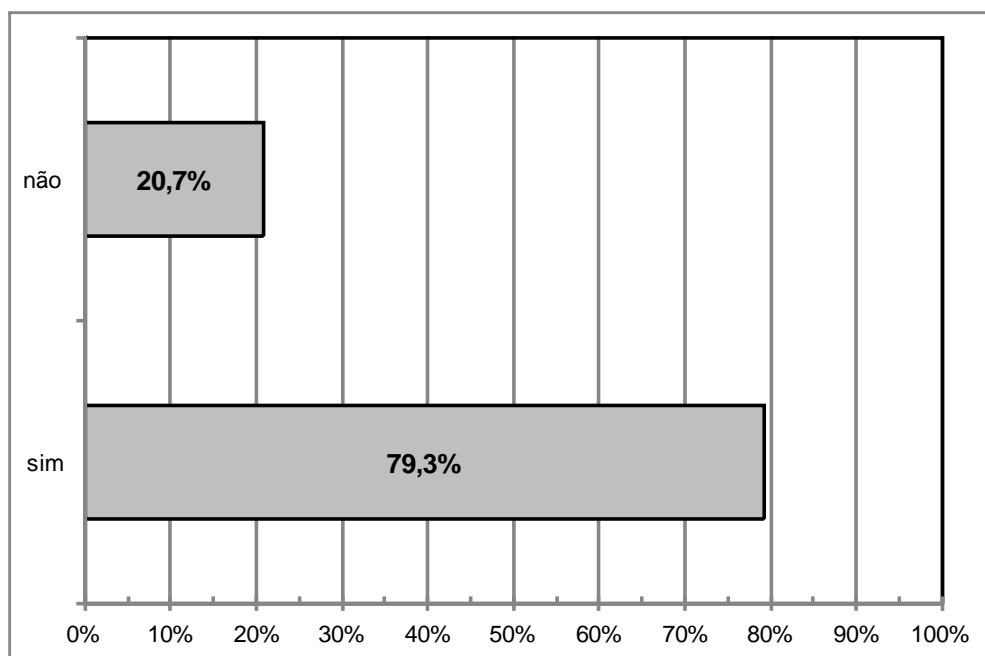


Da negação retumbante da existência de uma bolha à formulação de cenários de evolução de preços defensáveis e corroborados em certa medida pelas ocorrências de mercado aponta para um amadurecimento do mercado nesta questão.

Na última enquete, presente na Carta 27 do primeiro trimestre de 2012, pretendeu-se reconhecer as opiniões a respeito do processo decisório no ambiente das empresas de real estate. A questão formulada foi a seguinte:

“Os empreendedores do real estate tendem a decidir sobre suas estratégias e seus investimentos vestidos de uma dose de "money illusion"? Sim é concordância. Não consideraria que as empresas são dotadas de sistemas de planejamento capazes de discutir riscos e, posteriormente, monitorar o desempenho dos empreendimentos, de modo que os resultados alcançados nos negócios tendem a ficar muito próximos dos indicadores medidos nas análises utilizadas para decidir sobre os negócios”

gráfico 7 – opinião do mercado sobre Money Illusion



A opinião majoritária, cerca de 80% dos respondentes, é de que há viés nas decisões das empresas porque não estão amparadas por sistemas de planejamento competentes para discutir e mitigar riscos. A existência de uma certa quantidade de “Money Illusion” nas estratégias e nos investimentos das empresas brasileiras de real estate foi confirmada na enquete. Finalizo ajuizando que neste quesito há uma autoavaliação crítica e uma boa dose de aprendizado.