

RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA DO CICLO 2008-2010
*REASONS FOR THE BEHAVIOR OF REAL ESTATE PRICES
IN THE BRAZILIAN ECONOMY - CYCLE 2008-2010*

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

Abril de 2011

Resumo

A conjuntura setorial do real estate no Brasil nos anos 2008-2009 foi pautada pela crise internacional, cujo estopim foi o crédito imobiliário favorecido no mercado norte-americano. Ainda que não mergulhado na crise, porque na nossa economia não circularam os títulos que corromperam as carteiras de investimento de grandes fundos de investimento, atingindo poupanças e provocando um rastro de desconfiança em ativos financeiros derivados de produtos imobiliários e dos próprios imóveis, na sua imagem de investimento que tende a preservar valor de lastro estável por longo prazo, a restrição de crédito havida, desconfiança e medo espalhados pelos mercados, fizeram um ciclo de crise. Sabe-se que o setor do real estate é o primeiro que perde liquidez na crise e o último que retoma. Nesse ciclo, ainda que sob demanda rarefeita, vimos os preços crescerem muito além dos patamares inflacionários de referência do setor. O que se pretende reconhecer é se os preços estão impulsionados por alterações profundas na sua estrutura, ou se há uma formação de bolha, evidenciando-se um processo especulativo, como ocorreu no ciclo pré-crise no mercado norte-americano, no qual agentes empreendedores e intermediários exploram o mercado, buscando margens de resultado fora dos parâmetros prevalentes do setor. Neste texto tratamos da questão de validação dos preços no mercado de real estate e dos impulsionadores de demanda, para, ao final, tratar dos preços de imóveis residenciais, oferecendo subsídios para avaliação de como devem estar os “preços justos” dos imóveis nas diferentes regiões do Brasil.

Abstract

The sectorial situation of real estate in Brazil in the years 2008-2009 was conducted by the international crisis, whose catalyst was the favored real estate credit in the North American market. Although not submerged in the crisis, because in our economy do not circulate titles that corrupted the investment portfolios of large investment funds, attacking savings and causing a trail of suspicion in financial based assets and real estate derivatives, our real estate economy felt the global impact. The disbelief was extended to real estate assets in his image of investment that tends to preserve value ballast stable for long-term. Credit constraint, distrust and fear have spread across the markets, accomplished the factors that built the cycle of crisis. It is well known that the real estate sector is the first that loses liquidity in the crisis and performance the last

RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010

recovery. In this cycle, even though demand rarefied, we saw prices grow far beyond the inflationary industry reference. What we want to recognize is that prices were driven by profound changes in its structure, or if there was a bubble formation, corroborating a speculative process, as happened in the cycle pre-crisis in North-American market, in which entrepreneurs and intermediaries operated fetching result margins way beyond the prevalent in the industry. In this text we work with the issue of validation of real estate market prices and the drivers of demand. Also we deal with residential real estate prices, offering subsidies for evaluation of what tend to be the present "fair price" of condominiums in the different regions of Brazil.

1. Empreendedores e o seu Mercado

O primeiro objetivo deste artigo é enfatizar como se configuram as relações de mercado no ambiente do real estate para identificar como é possível que sejam criadas condições para a prática de preços desajustados em certos ciclos, fomentando a especulação e a conformação do que se convencionou denominar de bolha. Entende-se a existência de uma bolha quando o mercado vive uma relação entre os agentes (empreendedores de um lado e compradores dos seus produtos de outro) pautada pela imposição de preços recorrentemente crescentes, sem razão estrutural para a explicação dessa curva, mas que são aceitos pelo mercado, num ambiente instável, que tende a se reconfigurar adiante, com os preços voltando a patamares adequados para os custos de produção e a renda justa dos investimentos praticados pelos empreendedores.

Quando se faz a leitura dos mercados de real estate, nos diferentes segmentos, em ciclos de preços estáveis é possível compreender o padrão de atratividade no qual o sistema opera. Ou seja, os preços são formados considerando os custos, os riscos e uma renda atrativa para que o empreendedor tome esses riscos. Em regime, os empreendedores operam seguindo padrões de atratividade semelhantes, que é a razão de equilíbrio do mercado competitivo. Os preços praticados no equilíbrio proporcionam o que podemos denominar de renda justa para os investimentos, tendo em vista que as taxas de retorno verificadas no mercado se espalham como uma premissa de comportamento. Dessa leitura é possível avaliar a taxa de atratividade setorial e o prêmio de renda que os diferentes empreendedores impõem para levar ao mercado produtos com diferentes configurações de risco.

Nas conjunturas em que ocorre desajuste entre demanda e capacidade de oferta dos empreendedores, os preços tendem a crescer (lei da avidez de riqueza) e o mercado se acomoda, por um certo ciclo, num certo patamar de transações mais pressionado, portanto instável. Nessas situações, empreendedores especulam contra o mercado e especuladores trazem dinheiro de giro curto e risco elevado para o mercado, construindo demanda artificial, o que conduz às bolhas. Pode-se perceber, mas não afirmar a constituição de uma bolha. O que nela entram perdem adiante, mas é só diante dessas perdas (preços para baixo) é que se identifica, olhando para o passado, a existência, a duração e a intensidade da bolha de mercado.

O segundo objetivo será identificar no mercado residencial no ciclo 2008-2010 quanto pode ser justificado de aumento de preços, levando em conta as questões estruturais da sua formação, para identificar se é possível estar ocorrendo uma bolha, que se esvanecerá adiante.

1.1. Quando um empreendedor desenha um produto para o usuário final, a leitura de mercado acompanha a imagem da Fig.1, o que leva o empreendedor a:

- identificar 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

RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010

empreendimento, que usará como referencial de qualidade para expor seu produto ao mercado;

- para, então, formular o preço adequado para o produto e apresentar a oferta sob o binômio [atributos; preço].

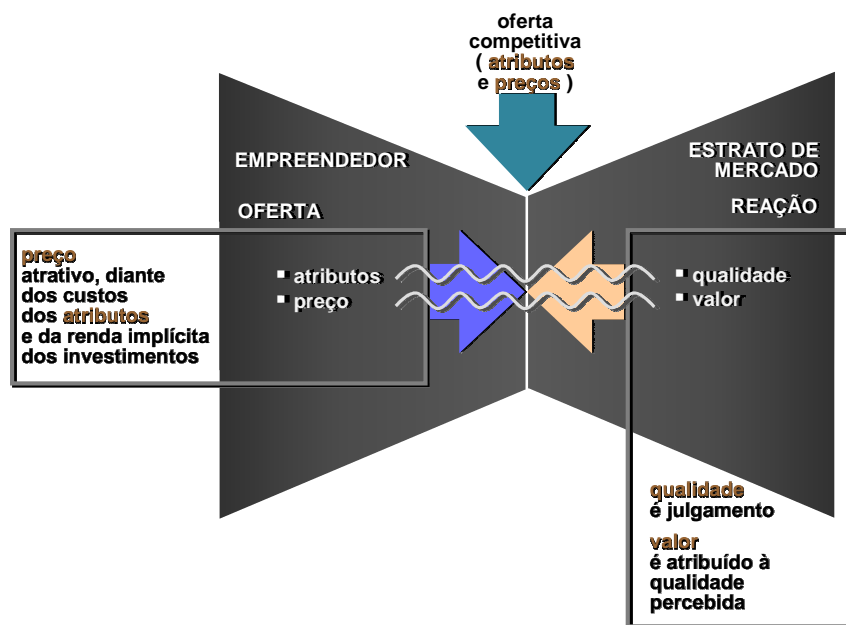
O preço adequado para a oferta será o atrativo para o empreendedor. Na sua formulação, leva em conta os custos e as margens para cobertura de riscos (custos, inflação, atrasos, velocidade de absorção do produto...). Concebe o sistema de funding para desenvolver o empreendimento e mede os investimentos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

Figura 1

RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010



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

juízo 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?

O confronto [empreendedor x comprador-usuário] se equilibra quando o juízo 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 encaixa 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.

2. Validação de Preços no Mercado de Imóveis para Renda

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 deste texto, ainda que devam ser avaliados sob o mesmo prisma descrito. Enfatizamos os investimentos que representam aplicação de recursos de poupança de investidores de médio porte, cuja oferta de investimento corresponde a salas em tantos edifícios de escritórios compartilhados como se viram ofertados no mercado, no ciclo 2008-2010, tanto nas 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.

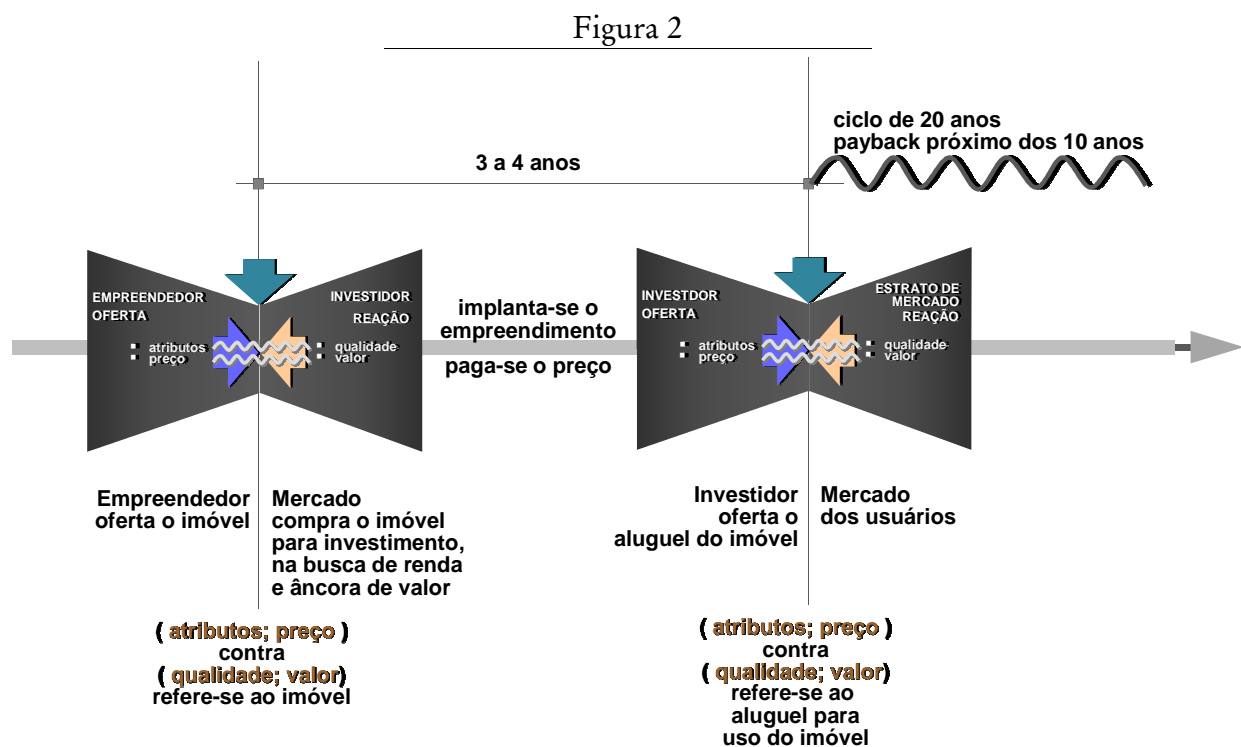
A descrição do tópico 1 reflete como tende a ser o comportamento dos agentes numa conjuntura equilibrada de mercado, na qual a intensidade da oferta preenche a demanda. Todavia, há fatores que podem impulsionar a demanda, no sentido de criar condições artificiais de mercado, comprometendo o seu equilíbrio. 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

RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010

configurações artificiais, cujo reflexo tem sido a marcação de preços acima do razoável, com prejuízos para os compradores.

Quando se considera 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 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 completa 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).

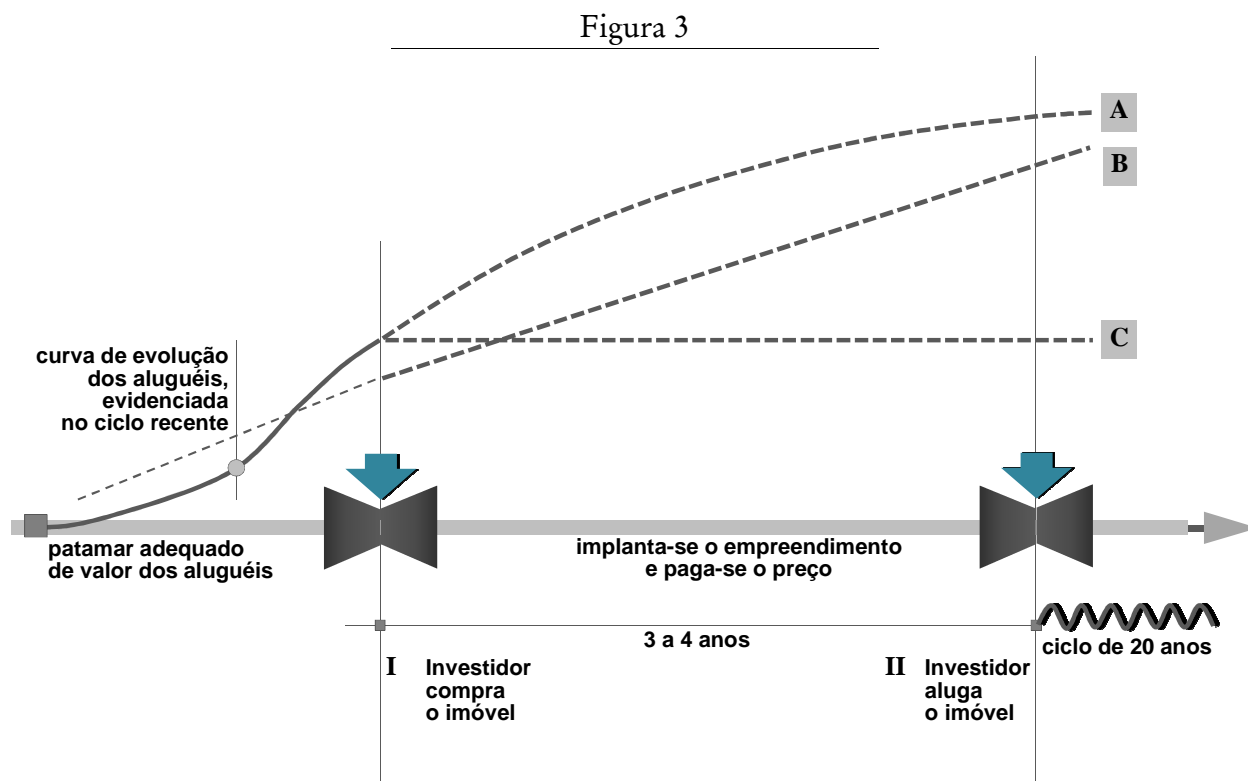


2.1. Os ciclos do mercado e a percepção de demanda. O investidor que aplica poupança em salas de escritório para alugar tende a fazer a leitura de mercado sob o viés de julgar a demanda no seu ciclo operacional, como sendo derivada da demanda percebida no momento do investimento. O especulador se aproveita 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

RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010

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.



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.

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

RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010

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). Esse excesso 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.

iv. 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

**RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010**

que estão caros contra o estado do mercado, se transformam em vazios, porque contratos serão quebrados se não ajustados.

2.2. Mercado em Ondas. Usemos a Fig.4, como uma extensão da Fig.3, e o princípio de que a decisão de investimento inadequada na conjuntura I, pode levar a uma oferta desequilibrada de espaços para locação na II. 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).

mais de 78% de respostas sim (15 de março de 2011).

3. Os empreendimentos residenciais e os movimentos de preços no ciclo 2008-2010.

Nesse período os preços dos empreendimentos residenciais apresentaram uma curva de crescimento muito acima de qualquer índice inflacionário de referência. Considerando a repercussão mundial da crise dos imóveis residenciais no mercado norte-americano, cujo estopim foi o crédito irresponsável, combinado com a forte presença de especuladores no mercado, fazendo demanda artificial e emulando a curva de preços, é natural que, ocorrendo o estado de mercado no Brasil em sequência ao desvanecimento da bolha naquele mercado, razões existam para a preocupação de se esta curva de preços está formando uma bolha no mercado brasileiro. Como bolha só se percebe quando passa ou quando as evidências de distorção são tão acentuadas como no caso dos escritórios compartilhados, interessa avaliar até que ponto fatores estruturais provocaram aumentos de preços nesse período.

As regiões e cidades do Brasil apresentam configurações muito particulares, quando se trata de analisar os preços dos imóveis residenciais. Há questões que podem ser generalizadas, como os preços de alguns insumos, mas ainda assim há diferenças relevantes, quando falamos de terrenos, custos de logística para entrega dos insumos, acesso mais ou menos complexo para a locação de equipamentos e mesmo oferta de mão de obra, desde engenheiros para planejamento, gerenciamento e controle, até os operários para cumprir as diferentes funções no canteiro. Nesse sentido, tomamos evidências da cidade de São Paulo, para enveredarmos pelo segmento residencial, usando alguns parâmetros particulares da cidade, que o leitor deverá ajustar para fazer uma leitura do comportamento do mercado em outras regiões do Brasil. Há evidências, como nos pequenos escritórios compartilhados destinados a investimento, de que o mercado sofre um temor generalizado sobre os preços - a curva crescente verificada é sustentada por demanda artificial, configurando uma bolha, ou são os custos e o sistema de formação de preços que vêm empurrando os imóveis para muito acima dos patamares de inflação verificados na economia nos últimos três anos?

3.1. Iniciamos por considerar os impulsionadores de demanda que, quando instalados desorganizadamente no mercado, podem insuflar demanda artificial, cujo resultado é uma curva de preços sem controle, porque a especulação passa a comandar os movimentos da economia do setor. Impulsionadores são diversos, não aparecendo necessariamente todo o conjunto em cada configuração crítica. Todavia, o fim da linha é a incontável e inadequada presença de especuladores no mercado, comprando unidades a prazo, esperando crescimento de preços para sair rápido, investindo muito abaixo do valor final do imóvel para fazer lucros elevados. Como exemplo: na crise recente do mercado norte-americano, a demanda artificial foi resultado da forte presença de especuladores que, pagando 5% do preço de compra pretendiam ver o mercado subir 5% em prazo curtíssimo para revender o imóvel fazendo 100% de resultado, tendo esse volume de demanda agregada se constituído em um dos fatores relevantes para desorganizar o mercado.

RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010

Impulsionadores de demanda aguçam os empreendedores a aumentar a escala de produção, para atender à demanda agregada, que pode ser tópica ou artificial. No mercado residencial, superados os receios dos ciclos de crise, aparece uma demanda agregada à orgânica, que é aquela fração reprimida no ciclo da crise. O compromisso de compra da habitação bloqueia parte expressiva da poupança das famílias e uma fração relevante da renda familiar por muitos anos adiante. Assim, a decisão de compra da habitação será postergada se a família não sentir segurança em bloquear sua poupança, porque empregos estão em perigo, podendo se fazer necessário o acesso a esses recursos para suportar o orçamento familiar. A insegurança quanto ao emprego também induz a que a família retarde a decisão de comprometer a renda por 20 anos (Brasil), para um momento em que a visão de longo prazo esteja mais clara.

Na crise, a demanda orgânica por habitação cai, mas não se extingue, vindo a se somar à demanda orgânica do ciclo virtuoso adiante. Esse excesso de demanda não pode ser confundido com crescimento perene da taxa de demanda, sendo um fenômeno tópico que se esgota em um prazo curto. Todavia, no ciclo em que as empresas produzem para suprir essa demanda acima da orgânica, o mercado se desestrutura, provocando aumentos de preços de terrenos e de insumos. Isso faz subir os preços, para encaixar custos crescentes e margem sobre o investimento mais elevada, porque, subindo os custos, haverá necessidade de investimento adicional, que deverá ser remunerado. Esse cenário apresenta um recuo suave no seu final, quando a demanda vai voltando ao estado “letárgico” orgânico, ou apresentará uma conformação de queda abrupta, se uma leitura equivocada da razão dos aumentos dos preços instalar um processo agressivo de especulação, criando demanda artificial, que irá gerar estoques adiante, que os especuladores não tem capacidade de sustentar, o que “joga” os preços para baixo. Ou, como ocorreu no mercado norte-americano, joga os imóveis para dentro dos bancos, que, para sair do risco desse portfólio, jogam os preços para baixo.

No Brasil, no ciclo 2008-2010, não há indícios de que especuladores estivessem fazendo estoques de imóveis, pagando parcelas modestas de poupança, para tentar sair com lucros antes que os imóveis fossem entregues, impondo-se a obrigação de tomar financiamentos de longo prazo para pagar o saldo do preço.

O mercado residencial brasileiro, nesse sentido, apresenta duas vantagens, quando comparado com o norte-americano da crise:

- i. aqui as poupanças representam de 20 a 30% do preço do imóvel, quando lá se cobrava entre valor simbólico (zero) e 5%. Para especular aqui é necessário mais capital e uma crença de que a subida de preços adiante será forte, para remunerar o capital investido. Lá, qualquer pequeno avanço nos preços já representa um ganho expressivo sobre o capital investido;
- ii. aqui os bancos não financiam mais do que um imóvel por família, limitador que o mercado norte-americano não impunha.

Outros impulsionadores de demanda são as regras dos financiamentos. Juros menores fazem prestações mais baixas, que se ajustam mais facilmente às rendas. Prazos mais elevados idem. Prestações mais baixas fazem crescer a demanda nos diferentes estratos de mercado,

**RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010**

porque as famílias tendem a pular para o degrau superior de mercado, tendo em vista produtos que cubram uma fração maior dos seus anseios. Mais baixa a renda do estrato, maior é a demanda.

Importante lembrar que as técnicas de venda empregadas no real estate residencial privilegiam o marketing de produto, emulando mais os anseios, do que procurando cobrir o racional das necessidades. Os exemplos se recolhem às centenas, quando se verifica que a propaganda dos imóveis para rendas médias no Brasil acentua atributos marginais do produto, deixando para informar secundariamente a sua essência.

Impulsionador de demanda é mais crédito na proporção do preço (loan to value). Quanto mais elevada a fração financiada, mais cedo o comprador entra no mercado, porque o período de acumulação de poupança diminui sensivelmente. No mercado brasileiro para renda média se financia entre 70 a 80% do preço e não parece que exista vontade de chegar mais acima. Novamente comparando, o mercado norte-americano pratica perto de 95%, tendo chegado, no auge da especulação que resultou na bolha, a oferecer crédito acima do valor do imóvel (110% foi comum).

3.2. No Brasil há cinco fatores estruturais que se encadearam no ciclo 2008-2010, que provocam crescimento de custos, com repercussão nos preços.

Para ilustrar o que aconteceu com os preços nesse ciclo de três anos (janeiro de 2008-janeiro de 2011), trabalhamos com os diferentes fatores que compõem a formação dos preços dos empreendimentos, utilizando um protótipo de produto para renda média, estacionado nos parâmetros de 2008 e evoluindo até o final do ciclo, sob impacto dos efeitos que vem distorcendo os custos. Balizamos uma taxa de atratividade percebida no setor para os investimentos dos empreendedores nos empreendimentos, com financiamento à produção, e exploramos qual será o preço necessário para suportar a pressão de custos, com o objetivo de manter a taxa de atratividade alvo.

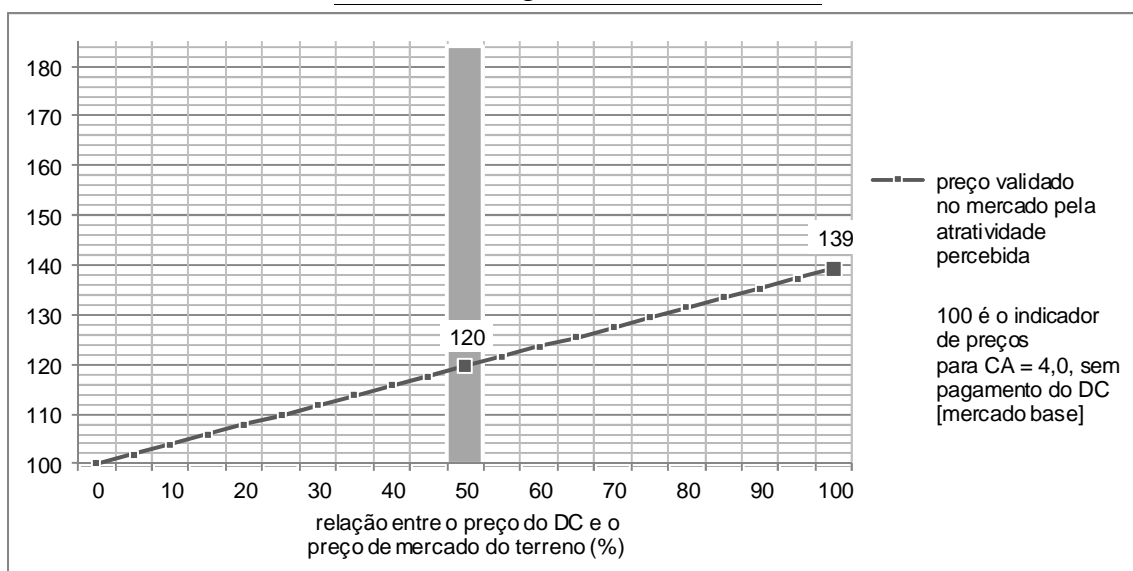
3.2.1. Primeiro fator: o coeficiente de aproveitamento primário dos terrenos vem caindo, conforme avançam as leis de uso e ocupação do solo dos municípios. Esse fator pode não influenciar todos os mercados, mas, no de São Paulo, que usamos como referência, provoca efeito relevante. Saímos de um coeficiente de aproveitamento 4 implícito nos terrenos onde se empreende os produtos de renda média, para obter o mesmo 4 mediante pagamento do direito de construir (outorga onerosa-DC) acima de um certo coeficiente de referência entre 1 e 2. Enquanto as empresas mantinham projetos em estoque, nos portfólios montados no ciclo dos IPOs, nada se alterou, mas a necessidade de recompor o portfólio de terrenos encontrou o mercado em demanda. Os proprietários de terrenos desconhecem fatores de aproveitamento e mantém as expectativas de preço de venda. A disputa levou os preços dos terrenos para cima, acrescentando-se agora o preço do terreno virtual para chegar ao coeficiente de aproveitamento 4. Como o pagamento do direito de construir situa o preço do terreno virtual próximo de 50% do preço do terreno no mercado, a opção razoável é pagar o DC, fazendo com que dois fatores elevem os custos da produção - o preço dos terrenos ficou mais alto em

RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010

razão da competitividade elevada e o pagamento do direito de construir encareceu ainda mais o investimento original.

Para a configuração da cidade de São Paulo e usando um empreendimento protótipo cuja taxa de atratividade dos investimentos do empreendedor está em 22% equivalente ano, acima do INCC, o gráfico1 ilustra quanto deve ser acrescido no preço formulado no início do ciclo de avaliação (início de 2008), para suportar o custo do direito de construir.

gráfico 1

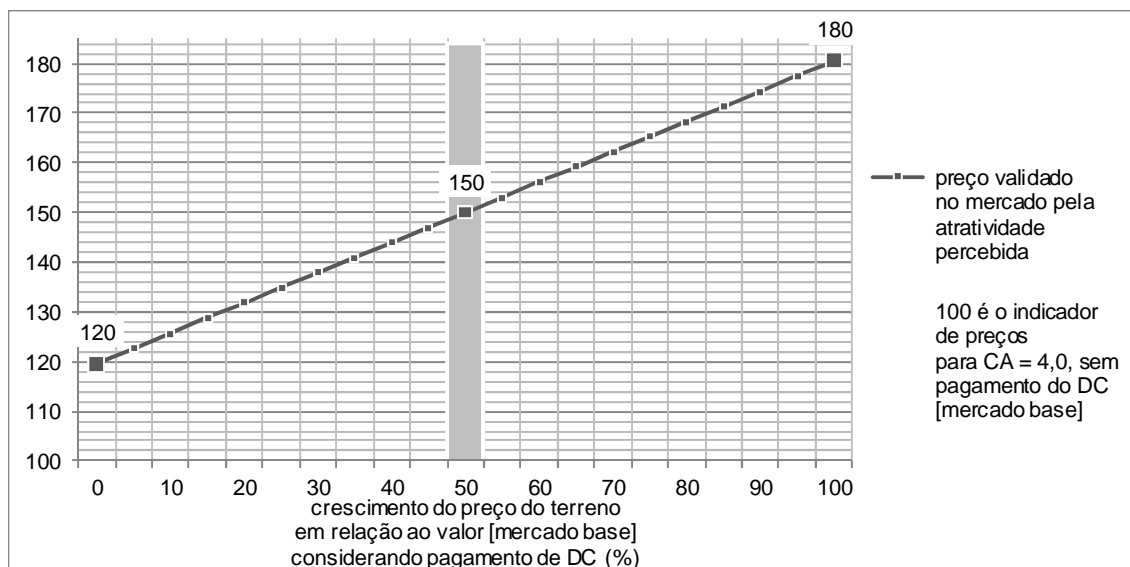


3.2.2. Segundo fator: pela pressão de demanda, resultante de que as empresas estão capitalizadas, encontram mercado para vender seus empreendimentos e que o mercado está sobre-capitalizado pelo ingresso de recursos de investidores nacionais e estrangeiros, por meio de fundos de investimento parceiros de empresas, os preços dos terrenos sobem, porque o estado do mercado no setor é de franca demanda - lei da avidez de riqueza.

Acumulando aumento de preços de terrenos ao primeiro fator (pagamento do DC) o fator de aumento de preço mostrado no gráfico2 é o necessário para atingir a taxa de atratividade de 22% (alguns investidores trabalham com meta de 25%, o que exige ainda mais preço).

gráfico 2

**RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010**



Nesta análise, quando saltamos de fator, o cenário para o fator anterior fica fixado na marca de destaque em cada gráfico. Assim, no gráfico2 a hipótese implícita é que o preço do direito de construir será para um terreno virtual de preço equivalente a 50% do preço do terreno, como está destacado no gráfico1.

Notamos que o índice de preços 150 (50% de aumento necessário para atingir a taxa de atratividade alvo), resulta de uma combinação entre o pagamento do direito de construir e de um aumento de 50% no preço do terreno. Notar que os aumentos de preço são considerados sempre acima da variação do INCC, que tem sido a moeda de referência do setor e que nos valores impostos nos gráficos, como derivados da exploração de um empreendimento protótipo, é o balizador de inflação da moeda no ciclo.

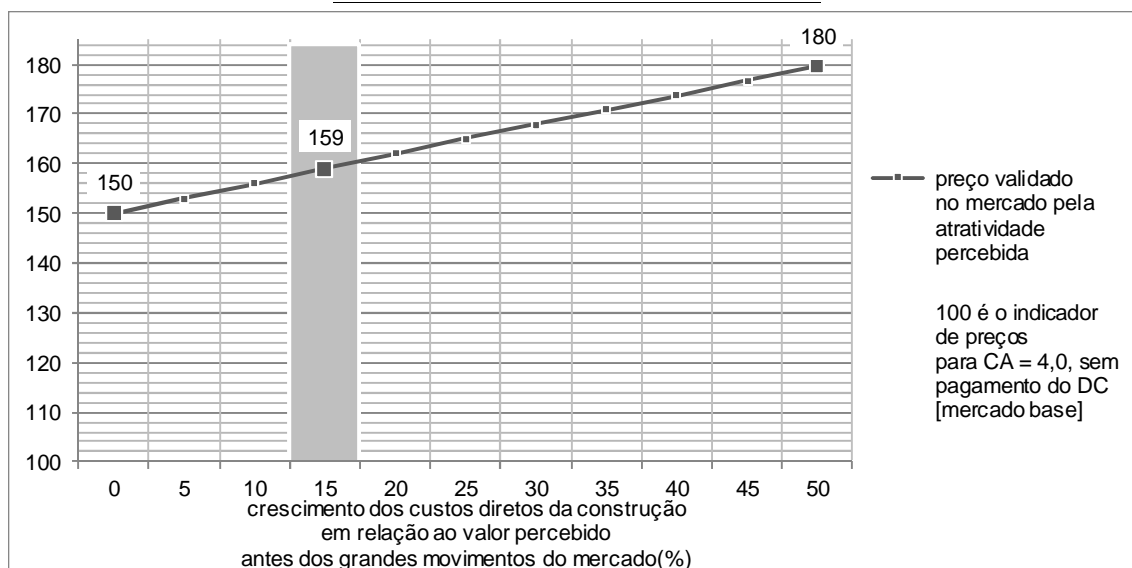
Esses gráficos podem servir como ábacos. Exemplo: sem contar o custo do direito de construir, o aumento do terreno em 100% exigiria um aumento de preços de $\left(\frac{180}{120}\right) - 1 = 50\%$. O índice 180 corresponde ao terreno subindo 100% no gráfico2 e o índice 120 ao pagamento do direito de construir a uma taxa para o terreno virtual equivalente a 50% do preço do terreno (gráfico1).

3.2.3. No ciclo desta análise, os custos de construção subiram acima da variação do INCC. Índice de custos espelha uma configuração macroeconômica (cesta de insumos) que não reflete a realidade de custos de um ente do universo representado. No caso do real estate, uma obra, em um determinado mês, sofre impactos inflacionários muito diferentes do que está refletido no INCC. Ainda mais, índices publicados com uma periodicidade curta (o INCC é mensal) são calculados com base em dados coletados por meio secundário, que não tendem a refletir pressões especulativas sobre os insumos (o preço da urgência ou o preço da prioridade) o que acaba por fazer um resíduo de crescimento de custos que fica perdido no histórico do

RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010

índice. Quando calculamos orçamentos do fim do ciclo (final de 2010) e comparamos com orçamentos do início (início de 2008) encontramos uma grande distorção contra a variação do INCC, representando uma variação a maior no patamar de 15%. O leitor poderá voltar nos seus dados históricos, comparar com os atuais e encontrar os seus parâmetros.

gráfico 3



Esses 15% a maior são levados a fazer mais preço com a mesma margem, mas isso é pouco. O acréscimo de preço que carrega somente o acréscimo de custo faz uma taxa de retorno menor do que a atratividade, porque o acréscimo de custo provoca acréscimo do investimento e a sua remuneração à taxa de atratividade deve ser agregada ao preço, adicionada à cobertura do custo a maior. O gráfico 3, tendo fixados os parâmetros de cenário já tratados (DC a 50% e crescimento do preço dos terrenos a 50%), mostra o índice de preço necessário para cobrir, além desses fatores, um crescimento descolado dos custos da construção no ciclo da análise. Para o cenário adiante, marcamos o crescimento de 15%, que, combinado com os dois fatores anteriores, exigirá um aumento de preços no índice 159. Combinando os três gráficos, vamos do índice 120 para cobrir o efeito DC, para 150, que cobre esse efeito mais o crescimento do preço dos terrenos e aí para 159, que cobre os dois efeitos anteriores e mais o efeito de subida dos custos de construção acima do INCC no ciclo. Como os gráficos podem ser lidos como ábacos, pode ser avaliado o efeito de qualquer outra combinação.

3.2.4. As empresas do setor vinham formando seus preços com um erro de estratégia: em geral os preços são vistos como [custos + margem]. Para entender melhor o resultado esperado embarcado em um preço e controlar desvios de custos contra o orçamento, a margem deve ser desagregada em margens para cobertura de efeitos fora do desempenho da produção, para cobertura de riscos de desvios de custos e para resultado.

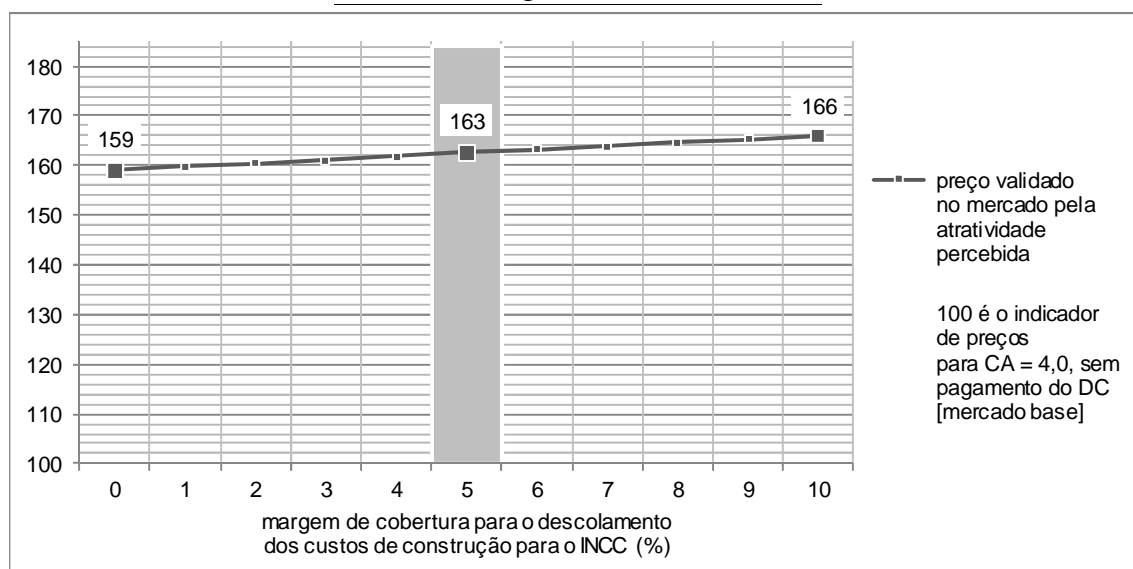
Na estratégia privilegiada pelo setor, faz-se o preço ajustado em INCC, cuja variação cobre o

RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010

crescimento dos custos pelo mesmo índice e agrega à margem o mesmo corretor. Porém os custos não andam em INCC e há necessidade de marcar uma margem de cobertura para o descolamento dos custos de uma determinada obra para a variação expressa no INCC, como se pode ver discutido na Carta-NRE-Poli-19-10. Para os padrões vigentes de inflação, a margem de cobertura do descolamento está próxima de 5%. A desconsideração desse efeito consome margem antes prevista para resultado, e dele as empresas tendem a se aperceber quando, ao controlar o desempenho dos seus custos contra os orçamentos, sentem que não é possível manter os custos amarrados ao INCC. Não se pode associar índice macroeconômico a situações particulares dentro do universo que o índice explora - dados extraídos de amostra não se projetam para os entes do universo espelhado pela amostra. Diante das evidências, as empresas tendem a fazer preços com margens mais corretas. Ou seja, considerar [custos + margem para cobertura do efeito de descolamento entre o INCC e a variação de custos da obra + margem para cobertura de riscos de desempenho na obra + margem para fazer resultado].

No gráfico4, saímos do cenário que fixa o custo do DC em 50%, fixa o aumento dos preços dos terrenos em 50%, fixa o aumento dos custos de construção em 15%, para explorar o impacto adicional nos preços com a introdução de margem para cobertura do descolamento dos custos da construção para o INCC. Vemos que o índice de preço salta para 163 na marca intermediária, que representa a posição de cenário para o próximo salto. Ou seja, até aqui a soma dos efeitos estruturais considerados, representados por custos que cresceram (os 3 primeiros fatores) e a margem para fazer preços adiante (o fator descolamento para o INCC) mostra que é justificado o aumento de preços do mercado em 63% neste ciclo, acima da variação do INCC.

gráfico 4

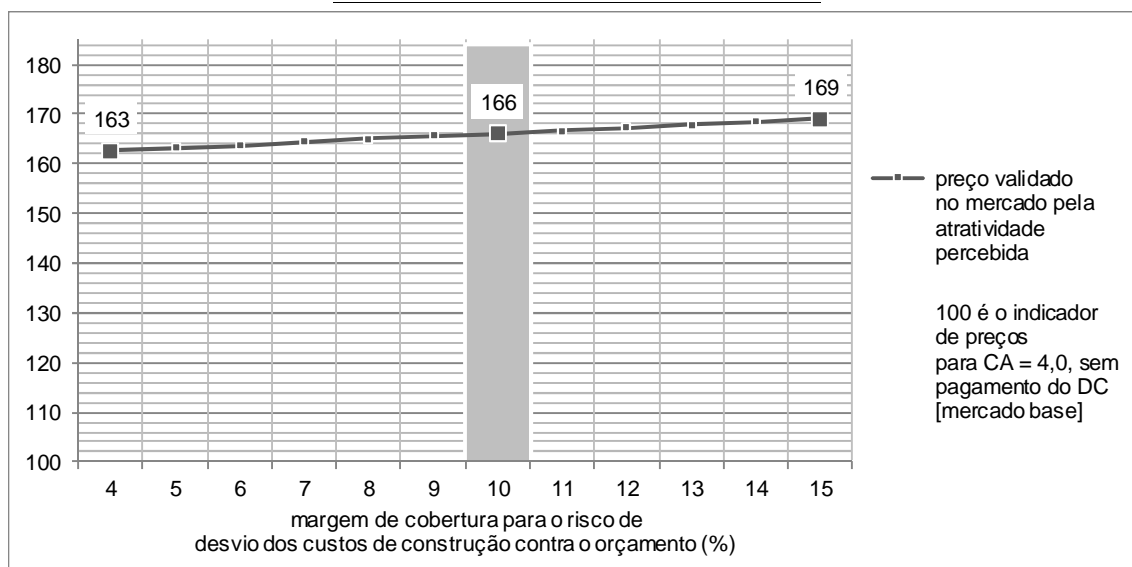


RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010

3.2.5. Em outro salto, introduzimos o quinto fator. Marcamos a margem para cobrir o descolamento em 5% e estudamos a influência da imposição de uma margem de cobertura dos riscos de desvio de custos. Nesta conjuntura, tendo vivido as perdas de resultado dos últimos anos, por desconsiderar na formação dos preços a possibilidade de desvios de custos, as empresas tendem a fazer preços com uma margem de segurança marcada pelo medo. Admitamos que esse medo faça impor uma margem de 10% adicional. Notamos que esta margem pode ser definida impondo-se cenários estressados e extraíndo deles parâmetros para calibragem. Entretanto esse cuidado não é percebido quanto ao modo de gestão das empresas do setor, o que tende a levar à imposição de margens por parâmetros históricos. “Se os custos subiram de 15%, parte disso se deve ao INCC (5%) e a outra parte (10%) a desvios de outras ordens, mas que não podem ser mitigados. Como o ciclo dos empreendimentos beira os 3 anos, equivalente ao ciclo da análise, vamos impor 10%”. Do ponto de vista técnico, 10% é exagero. O setor não apresenta esse grau de descontrole e não se espera que os custos adiante sejam tão pressionados a ponto de o INCC não ser capaz de refletir especulações sobre insumos mascaradas em custos marginais não detectados.

No gráfico 5 exploramos o efeito da imposição desta margem para cobertura de desvios, fluando entre 4 e 15%. Notamos que a margem de 4%, que é adequada para o comportamento histórico prevalente observado no setor, foi utilizada na marcação dos índices seguindo os cenários anteriores, que exploravam os demais fatores. Mas, percebe-se que nesse ciclo de ajuste dos procedimentos das empresas pode haver uma tendência de que os preços sejam formados considerando margens agressivas até serem superados os medos. Marcando a margem em 10%, o índice final do preço será de 166, na composição de todos os fatores nos patamares indicados. Considerando a margem adequada de 4%, o índice será de 163.

gráfico 5



RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010

3.3. A conclusão até aqui, é que de 63% até 66% de variação nos preços, acima do INCC para a cidade de São Paulo é estruturalmente justificável. Cada leitor, usando os gráficos como ábacos, poderá fazer as suas considerações do quanto é justificável.

Acima desse patamar justificável, aumentos de preços são fruto de especulação de empresas contra o mercado. Isso pode acontecer, porque quando preços disparam, a velocidade de crescimento tende a ser inercial até que o mercado reaja. O ponto de reação não pode ser identificado antecipadamente, mas as empresas podem testar tetos. Uma empresa poderá calcular seu preço atrativo e concluir, digamos, pelo adicional de 63% contra o preços do início do ciclo, mas, pode raciocinar assim: “se o índice de preços médios de São Paulo, segundo informa o índice Fipe-Zap foi de 82,1% no ciclo, o que equivale a 1,63% equivalente mês, contra 0,60% equivalente mês do INCC, porque não agregar mais alguns pontos, quem sabe 5%”. Disseminando-se o procedimento, em um primeiro momento o mercado não tenderá a rejeitar esse agregado de 5 pontos, mas, se a ação for recorrente, mesmo que grande parte do mercado aja assim, haverá um teto a partir do qual os preços param de crescer. Paralisados em reais nominais, os preços caem, porque os custos não se estabilizam. Ou seja, não há como impor freio a movimentos de ganho de margem praticados pelas empresas até o ponto em que um limite desconhecido tecnicamente assusta o mercado e os preços caem. A situação que provoca o freio é aquela em que os diferentes estratos de mercado não conseguem ver satisfeitos, no produto que cabe na sua capacidade de compra, as necessidades e os mais elementares anseios. Nessa situação a demanda não mais se ajusta freando anseios, mas reage retraindo-se. Uma retração de demanda orgânica no médio prazo elimina o componente especulativo dos preços.

3.4. O quadro1 mostra índices de preços extraídos dos gráficos-ábaco para outros cenários com maior ou menor stress que o de referência utilizado até aqui.

A ilustração indica que, sob muito stress, os preços poderão estar próximos do dobro do quanto eram há 3 anos, mais a variação do INCC, que no ciclo foi pouco menos do que 25%. Usando configurações mais moderadas, para riscos e crescimento de preços de terrenos, concluímos que os preços justificados pela sua estrutura estarão próximos dos 55% acima dos preços do início do ciclo, mais a variação do INCC. Retirando DC e levando a margem para cobertura de riscos de 10 para 4%, chegaremos a um aumento justificado de $\left(\frac{163}{120}\right) - 1 = 36\%$.

quadro 1

**RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010**

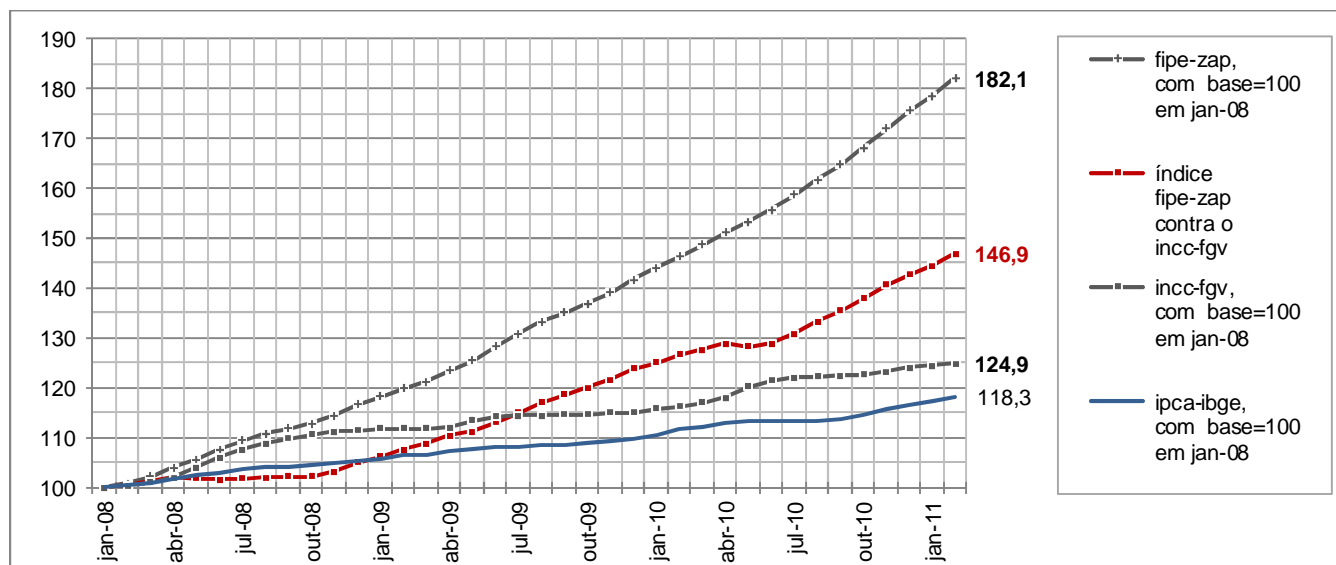
configuração de cenário	pagamento de DC na proporção do valor do terreno	crescimento do preço dos terrenos	crescimento do custo da construção	margem para cobertura do efeito do INCC	margem para cobertura de desvios do custo contra o orçamento	fator de variação do preço justificado	fator de variação do preço justificado descontando o efeito DC	margem de resultado sobre o preço de venda
	%	%	%	%	%	%	%	%
cenário com as posições anotadas nos gráficos	50	50	15	5	10	66	39	17,2
cenário com as posições anotadas nos gráficos, sem o efeito do pagamento de direito de construção	0	50	15	5	10	38	38	14,3
cenário com as posições anotadas nos gráficos, alterando o crescimento do preço dos terrenos para 100,0%	50	100	15	5	10	100	67	16,8
cenário com as posições anotadas nos gráficos, estressando o crescimento do preço dos terrenos e do custo da construção	50	80	25	5	10	93	61	16,1
cenário com as posições anotadas nos gráficos, retirando stress do preço dos terrenos e do custo da construção	50	30	10	5	10	46	22	16,5
cenário com as posições anotadas nos gráficos, diminuído a margem para cobertura de desvios do custo da construção	50	50	15	5	6	64	37	18,0
cenário com as posições anotadas nos gráficos, retirando a margem para cobertura do efeito do INCC	50	50	15	0	10	62	35	17,3

Nos dados deste quadro1 pode-se perceber que, para os diferentes cenários, a margem sobre o preço que satisfaz a taxa de atratividade sobre os investimentos do empreendedor de 22% equivalente ano, acima do INCC varia em um intervalo restrito. Utilizando todas as margens dos cenários utilizados para o desenho dos gráficos-ábaco, encontramos o intervalo de referência de [18,4% - 20,0%], que é fruto de utilizarmos um protótipo com prazo de 6 meses entre a compra do terreno e o início de vendas e de prazo total do empreendimento (demarragem, vendas, construção e repasse) de 30 meses. Prazos mais longos exigem mais preço, logo maiores margens de resultado para fazer a mesma taxa de retorno. O protótipo considera financiamento à produção, logo a taxa de retorno dos empreendimentos é menor do que os 22% arbitrado como atrativo para os investimentos do empreendedor. No conjunto dos cenários desenhados, a taxa de retorno do empreendimento está ao redor de 2 pontos de porcentagem abaixo, no patamar dos 20% ano.

3.5. Quando vemos no gráfico6 a curva de preços apresentada pelo índice Fipe-Zap, recém iniciada a sua divulgação, notamos que, na média da cidade de São Paulo, ocorreu, no ciclo desta análise, um aumento de 46,9% descontada a variação do INCC.

O conjunto de dados desta análise permite concluir que, se há pressão especulativa nos preços propostos pelos empreendedores ao mercado, trata-se de casos localizados. Nesse patamar de preços, os anseios dos diferentes estratos de mercado terão que ser ajustados diante dessa conjuntura.

RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010



É possível concluir, diante do cenário referencial dessa análise, que a questão dos preços de imóveis residenciais nesta conjuntura é de raiz conjuntural. Os preços compostos mais adequadamente, com a consideração das coberturas de margens de risco, para preservar a atratividade do setor (resultado esperado contra os riscos de empreender).

Entretanto, isolando efeitos específicos de determinadas regiões poderemos concluir que há especulação de preços contra o mercado, não em favor de intermediários. Em São Paulo, ao verificar os dados da pesquisa Fipe-Zap para as regiões de renda média alta encontramos índice de preços muito além do 182,1 (índice médio da macro região - gráfico6) contra índices usando os ábacos dos gráficos 1 até 5 inferiores ao 163 que representa o limite aceitável para refletir efeitos estruturais. Nesses casos há evidência de especulação. Para determinados bairros, a escassez de terrenos para novos empreendimentos pode ser fator de sustentação dos preços ora especulativos (margens de resultado para os empreendedores acima dos padrões prevalentes de mercado).

RAZÕES PARA O COMPORTAMENTO DE PREÇOS DE IMÓVEIS
NA CONJUNTURA BRASILEIRA, NO CICLO 2008-2010

Referências

- B. Joseph Pine - In *Mass Customization: The New Frontier in Business Competition*, 1992
- Hollbrook and Hirschman - *The Experiential Aspects of Consumption: Consumer Fantasies, Feelings, and Fun* - Journal of Consumer Research, 1982
- Jensen R. - *The Dream Society*, Copenhagen Institute for Futures Studies, 1999
- Pine, J. and Gilmore, J. - *The Experience Economy*, Harvard Business School Press, Boston, 1999.
- Schmitt, B. and Simonson, A. - In *Marketing Aesthetics: The strategic management of brands, identity, and image*, The Free Press, New York, 1997.
- Schmitt, B. - *Customer Experience Management*, The Free Press, New York, 2003.
- Schulze G. - *The Experience Society*, 1995