



**ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**  
**DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE CONSTRUÇÃO CIVIL**  
**GRUPO DE ENSINO E PESQUISA EM REAL ESTATE**

---

**NÚCLEO DE REAL ESTATE**  
**REAL ESTATE RESEARCH GROUP**

---

Texto para Coluna do NRE-POLI  
na Revista Construção e Mercado – Pini – Janeiro 2010

### **O CENÁRIO PARA O MERCADO DE REAL ESTATE NO BRASIL EM 2010**

Daniel Citron – Tishman Speyer  
Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.  
Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar.

O NRE-Poli criou em 2009 o seu Comitê de Mercado, que tem como propósito ser um canal de interlocução e debates dos seus pesquisadores e professores com o meio de real estate. O Comitê está composto por pesquisadores seniors do Núcleo de Real Estate e por profissionais de destaque dos variados segmentos do mercado de real estate brasileiro (ver a composição em [www.realestate.br](http://www.realestate.br)).

Ao longo do ano de 2009, o Comitê de Mercado se reuniu em cinco oportunidades para discutir temas que marcaram as preocupações de empreendedores na transição da crise para a retomada de investimentos setoriais. Inclui-se neste rol, desde os aspectos fundamentais do programa do Governo Federal, Minha Casa Minha Vida, passando pelas discussões voltadas à Redução de Custos de Implantação para Validação de Investimentos em Empreendimentos Imobiliários e, o que diz respeito à formulação de políticas públicas e empresariais de fomento ao desenvolvimento de empreendimentos de real estate ambientalmente mais sustentáveis.

As duas últimas reuniões do ano trataram de assuntos relativos aos cenários esperados para os mercados de real estate em 2010 e ao planejamento estratégico das corporações de real estate residencial tendo em vista o respectivo ganho de escala no

---



segmento. A seguir expomos as principais conclusões da reunião do Comitê na qual se especulou sobre o cenário esperado para o real estate brasileiro em 2010.

1. As empresas do real estate, que abriram seu capital no ciclo, sofreram, como o mercado, queda de desempenho, mas verifica-se que já retomaram um ciclo de crescimento, até mais ajustado e sustentado. Na BOVESPA, dentre os diferentes setores da economia, foram justamente as empresas do setor as responsáveis pelas primeiras novas chamadas de capital de investimento (follow-on), todas ocorridas com sucesso e trazendo investidores, na maioria estrangeiros no seu rastro, como já acontecera anteriormente nas aberturas de capital. A capitalização de empresas como MRV, PDG-Realty, Rossi, Brookfield, Cyrela, Iguatemy e BR Malls indica que a expectativa de crescimento da economia setorial para 2010 está presente na visão do mercado de capitais.

2. O Banco Central reduziu as taxas de juros para valores de um dígito, que é um marco histórico, ainda que pressionado por ajustar a política de juros à vertente utilizada pelas demais economias de destaque no ciclo conturbado de 2008-2009. Para o real estate, juro em níveis baixos produz transformações importantes, pois impulsiona as vendas residenciais e muda o foco dos investidores mais conservadores, do mercado financeiro para os negócios do real estate, especialmente na compra de imóveis comerciais para renda. A ação presente dos fundos de pensão e a venda de empreendimentos de pequenas unidades de escritórios para investidores de média capacidade ilustram esta mudança da visão mais conservadora.

3. Os negócios do real estate são operados em ciclos longos. Portanto, indicar as expectativas para 2010 leva em conta avaliar um horizonte que produz impacto em 2010, como também fazer a leitura de 2010 como o início de um ciclo no

---



qual se admite a confiança dos investidores estará mais fortalecida. Quanto aos diferentes mercados, podem-se fazer as seguintes observações, tendo como foco o ciclo com início em 2010:

- o desempenho do investimento em ativos de renda como escritórios e galpões é visto com otimismo, pois se entende que os mercados para estes ativos são favoráveis tanto do ponto de vista da demanda, com a retomada da economia, quanto da oferta, pela carência de produtos adequados ao atendimento das necessidades atuais das empresas. Um ponto de dúvida para manutenção desta competitividade é o comportamento da taxa de juros. Os juros futuros estão em elevação e percebe-se uma contração dos financiamentos de longo prazo, esperando outro patamar de taxas de juros, o que pode dificultar a estruturação do funding de alguns negócios;
- no crédito imobiliário para aquisição de produtos residenciais, não se esperam problemas, ocorrendo oferta de crédito em volume adequado. Entretanto, para financiar projetos comerciais suportando a sua produção, o crédito já será mais restrito;
- ainda para produtos comerciais, o atual estado da relação entre oferta e demanda, permite especular sobre elevadas taxas de ocupação e preços de locação estáveis. Pela demanda, verifica-se interesse crescente das companhias, sejam grandes ou pequenas. A demanda por escritórios pelas empresas nacionais cresceu, mas também o interesse por novos espaços por empresas internacionais está retomando os níveis de 2007;

4. Com respeito aos custos e preços no setor:

- nos empreendimentos comerciais, os custos de capital e de produção estão
-



subindo, logo os preços dos produtos deveriam acompanhar este movimento para manter a rentabilidade dos investimentos. No entanto, apesar da demanda por produtos comerciais estar elevada, a média dos preços parou de subir tão agressivamente como vinha ocorrendo. Por exemplo, galpões industriais e de logística continuam na mesma faixa de preços de locação;

- nos empreendimentos residenciais, entende-se que os custos de construção estão elevados e tendem a aumentar. Assim, para manter uma relação adequada entre custos de construção e preço de venda, para assim validar os investimentos, seria necessária uma elevação nos preços. Não se pode afirmar que a demanda é capaz de absorver aumentos de preços diferenciados, o que pode provocar um ajuste no mercado entre o perfil dos produtos e o do seu público alvo. Por outro lado, em áreas específicas das cidades, o custo crescente de terreno e do direito de construção (exemplo dos CEPACs em São Paulo) se soma ao crescimento dos custos de construção, recrudescendo o desequilíbrio entre preços necessários para validar investimentos e a capacidade de pagar do mercado alvo;
- verificando-se crescimento da demanda, é razoável admitir que seja incentivador de investimentos novos. O aumento da atividade da construção civil tenderá a impor uma pressão adicional nos custos de construção. O cuidado que deve estar presente no meio empresarial é o de validar empreendimentos a preços praticados hoje, mas fazendo a leitura dos custos de amanhã.

##### 5. Alguns aspectos sobre a oferta de crédito imobiliário:

- não há preocupação com relação ao crédito ao adquirente do mercado residencial;
  - a exigibilidade de aplicação dos recursos da poupança, mantidos os níveis dos depósitos sem crescimento atípico, já está mais acomodada nas grandes instituições
-



bancárias, o que pode provocar uma contração de crédito para produção, ou, pelo menos, uma maior seletividade. Nestas condições, pode-se esperar um aumento nos custos do funding dos empreendimentos, pressionando os preços dos produtos residenciais;

- ao contrário dos mercados mais avançados, o mercado brasileiro nunca explorou com intensidade mecanismos específicos para captar recursos para o financiamento de empreendimentos comerciais. Tradicionalmente se utilizam recursos próprios das empresas ou estruturas de project-finance em operações estruturadas (private equity) para o investimento em edifícios comerciais. Ainda que, em razão da taxa referencial de juros mais moderada, possa ocorrer sucesso na colocação de ofertas inovadoras de produtos para investimento (fundos imobiliários especialmente), este mercado ainda não atingirá uma escala notável no segmento econômico.

6. Nota-se que vem ocorrendo no setor aportes relevantes de capital estrangeiro, não especialista. Fundos, a maioria investindo capitais estrangeiros, estão usando empresas de menor porte no setor como veículos de investimento, por meio de estruturas de parceria, dotadas de meios de proteção ao risco aberto dos negócios. Identifica-se o aparecimento de um novo eixo empreendedor formado por capitais com baixo grau de especialização, associados a empresas com baixo poder de impacto, configurando-se um binômio que adquire poder de impacto na oferta, mas que pode vir a provocar que preços e custos se desviem das curvas esperadas, criando desvios nas expectativas de médio prazo para o conjunto das empresas, notadamente as de maior poder de investimento. Há que se verificar se essas empresas médias, ao se verem capitalizadas sob múltiplos agressivos, por meio das parcerias de

---



investimento, não serão indutoras de sobre-oferta em alguns estratos do mercado.

7. A reduzida capacidade do Estado no cumprimento das ações a seu cargo para aprovação de projetos e concessão de licenças se configura como um limitador da atuação das empresas do setor, e também como uma barreira de entrada, notadamente para produtos dos segmentos industriais e comerciais. Esse fator representa um freio para a absorção de capitais de investimento no setor, especialmente nas estruturas de project-finance, o que reprime, de certa forma, os efeitos de oferta de recursos sem a disciplina das análises mais cuidadosas.

8. Tendo vivenciado a crise dos últimos dois anos, as empresas estão mais fortalecidas nas suas premissas e rotinas para tomar decisões sob risco. Há a percepção de que hoje se atua com mais cuidado nos lançamentos, admitindo-se que as empresas ganharam conteúdo e conhecimento para reforçar seus processos de avaliação de negócios e tomada de decisão. Especificamente para o setor residencial de baixa renda, com o impulso do programa “Minha Casa, Minha Vida”, é de se notar que muda o eixo da ação de mercado das empresas, relativamente aos produtos tradicionais, a que a grande maioria estava acostumada.

9. Com a retomada da economia setorial, verifica-se uma preocupação, vinculada com as rotinas segundo as quais as empresas listadas na BOVESPA vêm sendo julgadas pelos analistas de mercado. Os ciclos longos dos negócios do setor não podem ser transformados em sucessões de pequenos ciclos trimestrais, dentro dos quais se busca entender qualidade de desempenho, performance e evolução. O julgamento da qualidade por meio de parâmetros de um trimestre pode provocar sérias distorções de avaliação. Discute-se o quanto seria produtivo se as empresas listadas, atuando em conjunto, pudessem educar o mercado para uma raiz de avaliação,

---



que fuja dos padrões utilizados para os segmentos de produção seriada e de ciclo curto, tema para o qual o NRE-Poli pode ser uma âncora.

---