



**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 – Setembro 2011

**INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS EM  
IMÓVEIS COMERCIAIS PARA RENDA NO BRASIL**

Expectativa de crescimento nos preços e manutenção da taxa de câmbio atraem capital interessado em rentabilidade de médio prazo

**Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.**

Recursos estrangeiros aplicados em USD no mercado americano dos REITs (Real Estate Investment Trusts) de escritórios oferecem rentabilidade depois de impostos em um patamar abaixo de 6% ano. Esse parâmetro se extrai desconstruindo o indicador perigoso - total return - encontrado nas publicações da NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trusts). Total return soma a renda distribuída e a valorização do ativo no ciclo. Para os investimentos com objetivo em renda, que são de imobilização longa, a valorização do ativo em ciclos curtos não significa nada, tendo em vista que a apreciação não é aproveitada e a desvalorização não significa penalidade. O Gráfico 1 mostra os efeitos da bolha de preços de 2006 e da crise de 2008 nos preços, anos cujo total return foi muito alto e depois negativo, mas as rendas continuaram nos padrões correntes daquele mercado. Da base de dados da NAREIT encontramos as imagens do Gráfico 1, para ilustrar o que um investidor conservador pode encontrar no mercado americano, aplicando recursos em ações de REIT dedicado a escritórios para renda, num investimento de elevada liquidez, contra as imagens que mostro adiante neste artigo sobre a hipótese de investir no mercado brasileiro, não em um FII (Fundo de Investimento Imobiliário), cujo mercado ainda é

---



muito restrito, mas diretamente na propriedade imobiliária.

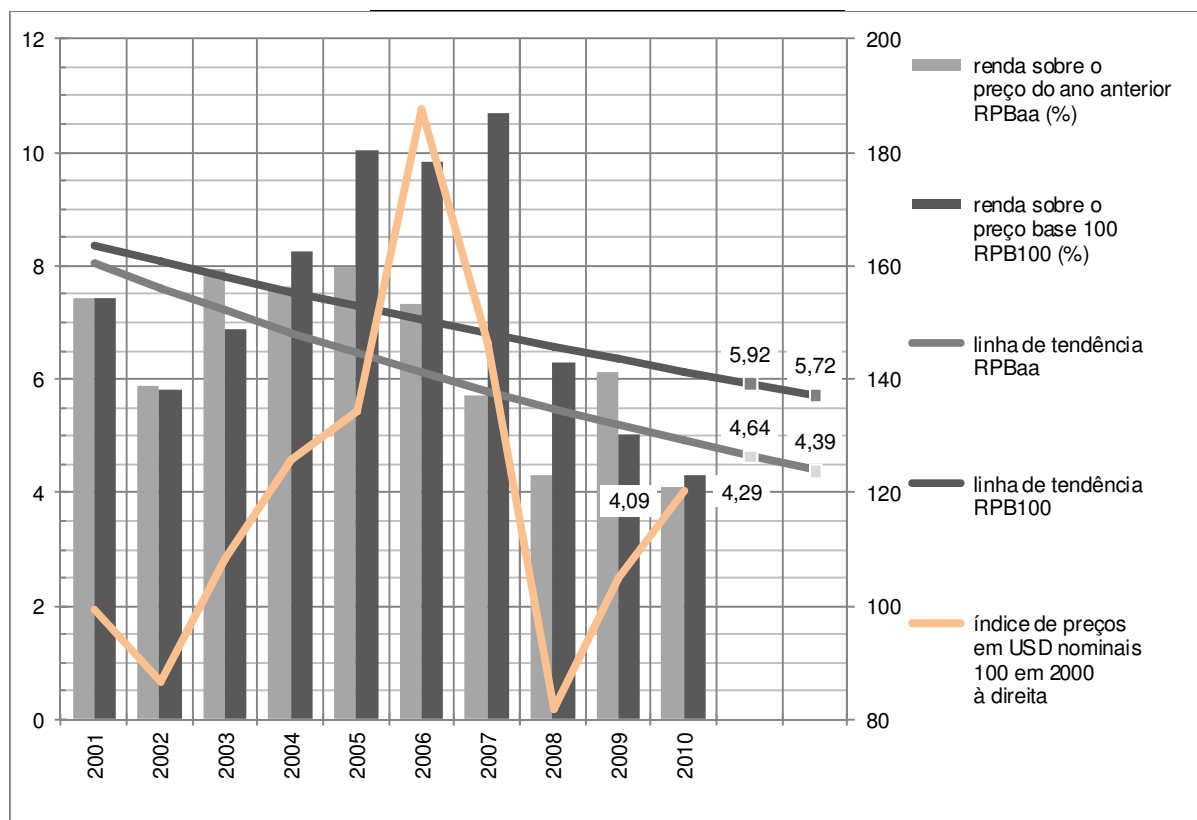
Se o investidor estrangeiro faz seu benchmark nos REIT do mercado norte-americano, o que ele pode esperar no Brasil é uma renda recorrente depois de impostos no padrão do seu mercado a depender da curva de acomodação do câmbio do USD contra o BRL, mas uma taxa de retorno já no patamar dos 9 aos 11% ao ano em USD. Isso justifica a enxurrada de intenções de investimento estrangeiro em edifícios comerciais para renda no Brasil, ou se tratam de recursos especulativos, focando uma curva de preços que pode apreciar os ativos a médio prazo, ao ponto de levantar a taxa de retorno em alguns pontos de porcentagem ( 1 ou 2 no máximo)? Analisando o método rudimentar de precificação desses ativos, usado indiscriminadamente pelos investidores e alguns consultores, e o resultado dos investimentos, rígidos porque são aplicados em imóveis e não em títulos de FII, por exemplo, cuja liquidez pode ser incrementada nos próximos anos, caso os FII venham a se transformar num canal de investimento, em vez de servir somente como instrumento de securitização, como é a sua aplicação hoje, é possível concluir que os investimentos no mercado brasileiro só vencem o benchmark dos REIT, sem contar com risco Brasil e com risco liquidez, por meio de uma aposta em acentuada valorização dos ativos no médio prazo. Vejamos os números adiante.

1. O Gráfico 1 ilustra os movimentos nos REIT dedicados a escritórios nesta última década, no qual se percebe uma característica dos negócios de investimento para renda de longo prazo - não importa o total return como indicador, tendo em vista que mesmo com agudos movimentos de preços (2006 para cima e 2008 para baixo), o padrão da renda sobre o investimento é sustentável.

---



Gráfico 1  
Índice de valor e renda dos  
investimentos nos REIT de escritórios  
no mercado norte-americano



2. No investimento no mercado brasileiro, vamos partir do método corrente (muito perigoso e inadequado) de valuation. Admitamos um valor 100 de aluguel (número índice, não R\$ 100/m<sup>2</sup>) e uma taxa de precificação de 11% ao ano de renda, que equivale a 0,8735% ao mês. Pelo método, o valor justo do investimento seria de  $\frac{100}{0,008735} = 11.448\text{BRL} = 7.155\text{USD}$ , pela taxa de câmbio de 1,60 e a expectativa de taxa de retorno seria de 11% ao ano, caso o valor do imóvel permanecesse inalterado, em



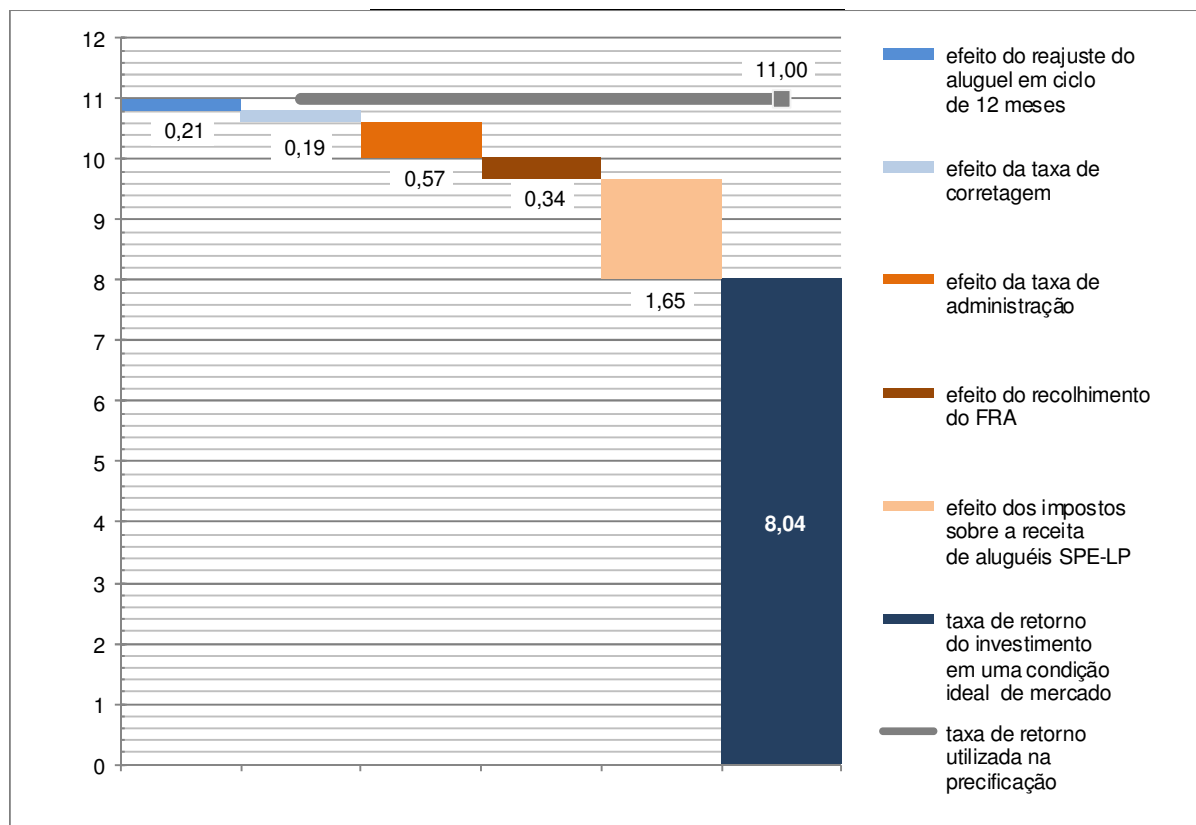
USD nominais, ou, na análise em BRL, em moeda nacional ajustada pela taxa de ajuste dos aluguéis, que admitiremos ser o IPCA/IBGE (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). Notar que 11.448 e 7.155 também são números índice, associados ao número índice 100 de aluguel.

3. Em BRL, admitindo que o imóvel aprecie na mesma razão da inflação (poder de compra estável), que não ocorrem vazios num ciclo operacional de 20 anos e que os aluguéis permanecem estáveis, crescendo a cada ciclo de 12 meses na mesma proporção da inflação, a taxa de retorno será de 8,04% ao ano equivalente, acima da inflação e a renda anual média será de 8,22% ao ano, sobre o valor do investimento ajustado pela inflação. A desconstrução da taxa de retorno de 11% para 8,04% está mostrada na imagem do gráfico 2.

---



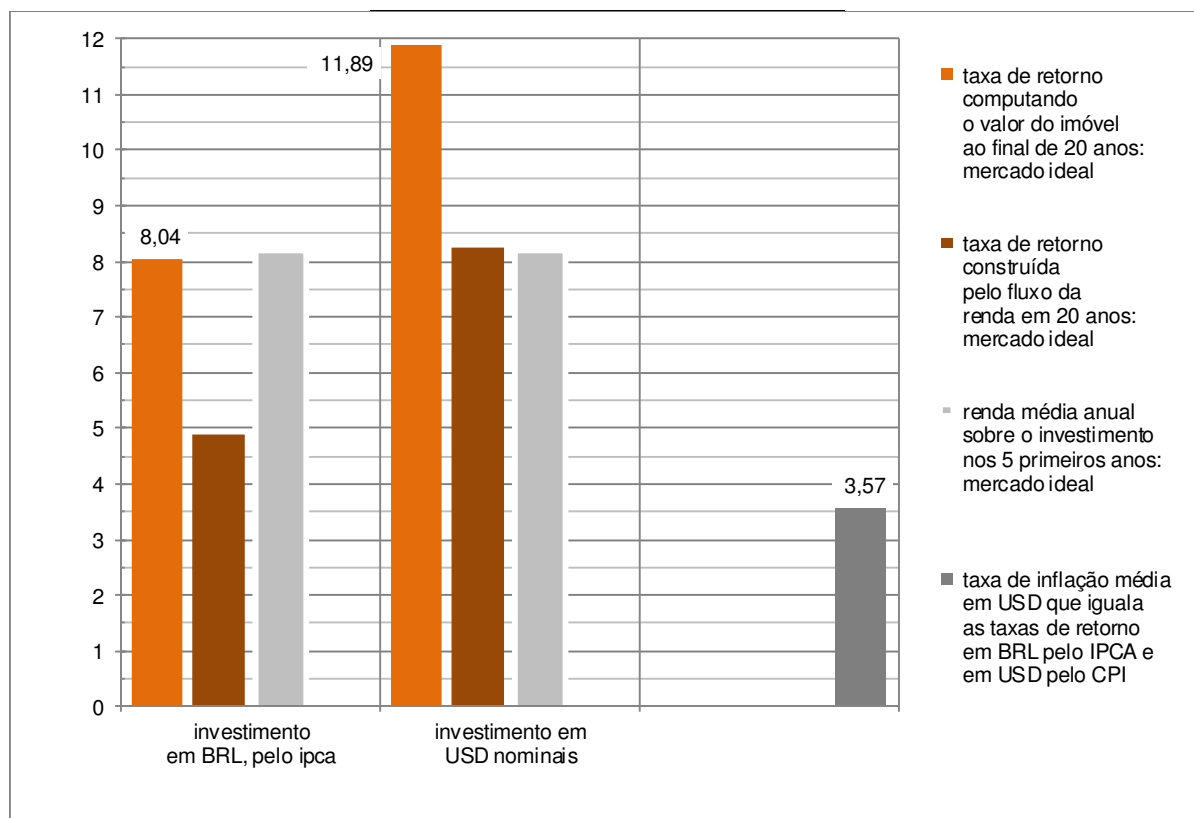
gráfico 2  
Taxa de retorno do investimento em BRL  
%/ano, equivalente acima da inflação pelo IPCA/IBGE



4. Admitindo: i. apreciação da taxa de câmbio, em uma taxa mensal recorrente, para levar a taxa de BRL para 1USD de 1,60 atual até 2,00 em 48 meses (moderada) e ii. um cenário ideal, sem flutuações de aluguéis e sem vazios, as taxas de retorno do investimento em BRL pelo IPCA e em USD nominais estão mostradas no Gráfico 3.



Gráfico 3  
Taxas de retorno nas duas moedas  
e taxa de inflação média pelo CPI que  
igualava as taxas de retorno efetivas em USD e em BRL

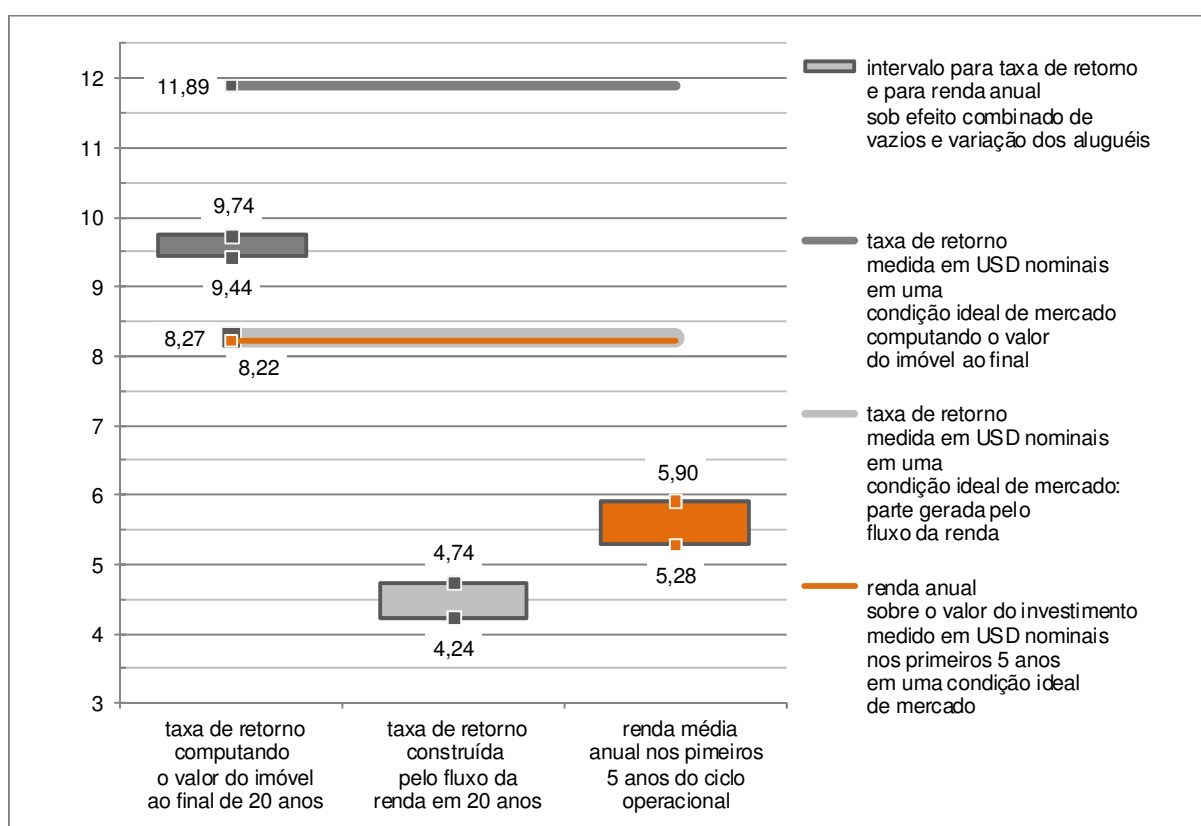


5. Considerando perturbações de comportamento, que levam em conta os riscos de vazios e flutuação de aluguéis para baixo, em padrões conservadores, a taxa de retorno nominal do investimento em USD pode sair dos 11,89% ao ano para um intervalo próximo dos 9,5% e a renda anual média nos primeiros cinco anos da locação pode fugir da expectativa de 8,22% para um intervalo no entorno dos 5,5%. Notar que, quando usamos a renda dos REIT ocorrida na última década como benchmark, os efeitos de vazios e flutuação de aluguéis estão considerados. O



Gráfico 4 mostra as posições de cenário ideal e os intervalos de risco.

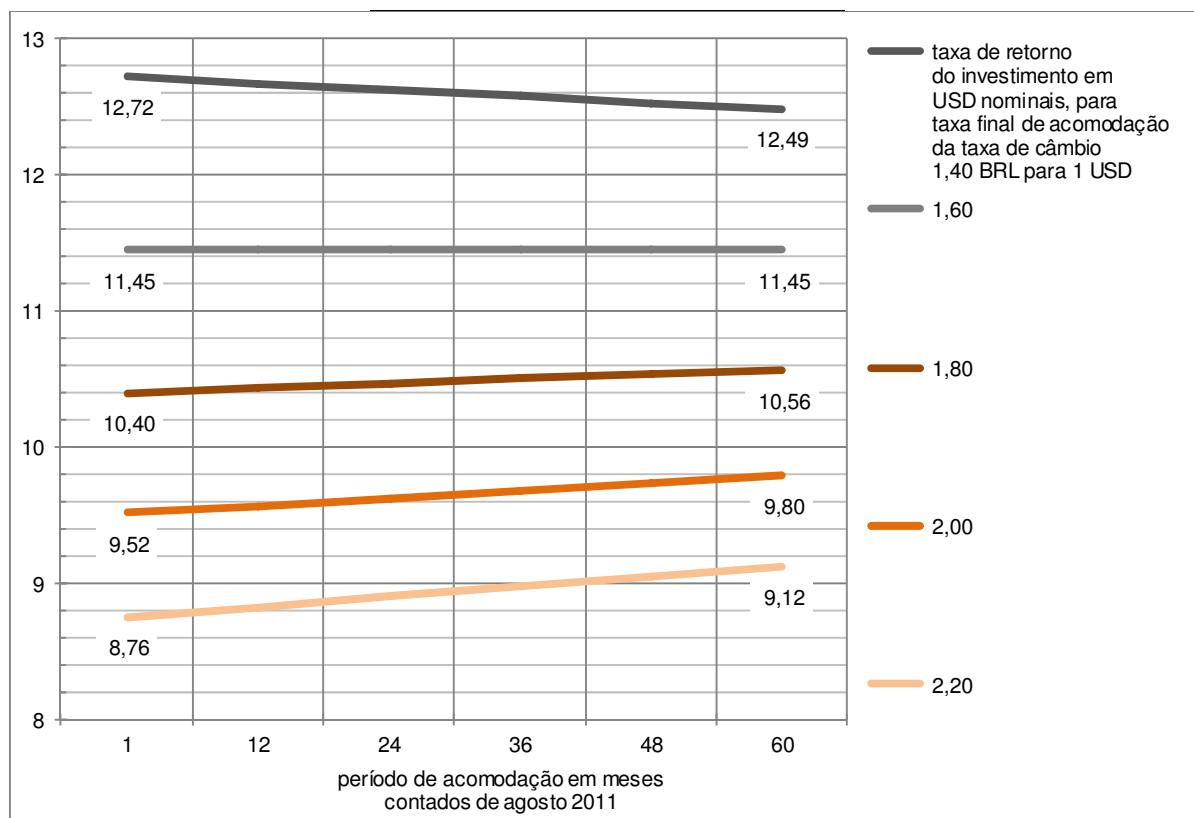
Gráfico 4  
Indicadores de desempenho do  
investimento nominal em USD



6. Considerando diferentes taxas de acomodação do câmbio de 1USD e diferentes prazos para atingirmos o polo superior, no Gráfico 5 são vistas taxas de retorno em USD nominais para o investimento, já considerando os efeitos de perturbação de vazios e flutuação de aluguéis (taxas sob risco).



Gráfico 6  
Taxa nominal de retorno do investimento  
em USD, para diferentes conformações  
da evolução da taxa de câmbio



Estas informações servem para especular a razão do investidor estrangeiro procurar fazer posições de investimento em edifícios de escritórios para renda no Brasil. Usando o benchmark dos REITs dedicados a escritórios, a conclusão mais natural é que estes capitais vêm buscar resultado de médio prazo, apostando numa curva de crescimento de preços, com a manutenção da taxa de câmbio sufocada nos patamares ora vigentes para fazer taxas de retorno que compensem o risco Brasil e a diferença de liquidez entre as posições em REIT e as imobilizações de menor liquidez em imóveis no mercado local.