



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 2008

**O RISCO DE EXCESSO DE OFERTA NOS SEGMENTOS RESIDENCIAIS DE
RENDA MÉDIA ALTA NA CIDADE DE SÃO PAULO APÓS AS OFERTAS PÚBLICAS
DE AÇÕES NA BOVESPA POR EMPRESAS BRASILEIRAS DE REAL ESTATE**

Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar.

Ao longo dos últimos meses percebe-se uma certa inquietação entre alguns analistas e profissionais do meio de real estate, provocada pela forte expansão da oferta de produto residencial na cidade de São Paulo, em consequência do intenso crescimento da capacidade de investimento das empresas que realizaram OPAs (oferta pública de ações) durante os anos de 2006 e 2007, totalizando 21 empresas listadas na Bovespa cujo foco de atuação é o mercado residencial.

A ansiedade decorre da percepção de que no médio prazo poderá haver um aumento dos estoques de unidades não comercializadas nos segmentos alvo que tem concentrado os lançamentos, o público de renda média alta para cima, cujos produtos o mercado denomina, não sem uma certa miopia, como sendo de 3, 4 ou mais dormitórios.

Com efeito, de acordo com os dados estatísticos do Secovi-SP, até o final do ano de 2.007 as projeções apontam uma expansão de cerca de 40% da oferta de unidades residenciais na cidade de São Paulo, em relação ao volume de lançamentos nos anos de 2.005 e 2.006, com predominância de produtos para o segmento de alta renda.



Contudo, há que se destacar que o índice do Secovi-SP que expressa a velocidade média de comercialização (VSO – vendas sobre oferta) no mercado, não demonstra queda ao longo do ano de 2.007 em relação aos anos anteriores, ao contrário, descreve uma curva de aceleração de 12% por mês, média no ano de 2.006, para cerca de 15% por mês, média de janeiro a setembro de 2.007.

A despeito do comportamento deste indicador, somos da opinião de que a aflição é bem-vinda, pois pode denotar um certo aprendizado do mercado a partir do comportamento histórico de *overbuilding* experimentado na cidade de São Paulo, dos quais destacamos o segmento dos *flat-services* ao longo das décadas de 80 e 90, o dos edifícios de escritórios para locação de alto padrão, no início da presente década e, os empreendimentos hoteleiros *upscale*, ambos os segmentos sofrendo de excesso de oferta no período que compreende os anos de 2.000 a 2.003.

Tecnicamente, admite-se que um dado segmento de mercado de real estate encontra-se numa conjuntura de *overbuilding* quando a qualidade aparente dos investimentos se apresenta muito baixa em relação à taxa de atratividade histórica do segmento, considerando-se que a conjuntura se manterá adversa por longos períodos à frente, com o mercado desequilibrado em oferta, não se encontrando, portanto, atratividade nos investimentos em novos empreendimentos.

Freqüentemente, o estado de mercado de desequilíbrio em oferta, ou super ofertado, é decorrente de um ciclo anterior caracterizado por uma grande euforia por parte dos empreendedores, cuja expressão “exuberância irracional” cunhada por Alan Greenspan reflete com muita propriedade o ânimo do mercado num ciclo deste tipo, que ao perenizar em suas análises cenários de mercado em expansão de demanda, favorecem fortemente o investimento, porque deste modo estes sugerem alta



qualidade aparente relativamente ao comportamento histórico da taxa de atratividade setorial, à revelia de um exame crítico mais isento da conjuntura e das tendências de evolução do mercado.

O entusiasmo enviesado do mercado, que pode resultar numa situação de excesso de oferta, geralmente é produzido a partir de um ou mais dos fatores em seguida arrolados:

- Forte expansão da capacidade de investimento das empresas, seja por meio do incremento de crédito ou pelo acesso a recursos de investidores dispostos a ingressar no setor;
- Expansão moderada da demanda efetiva, após longo período de estagnação do mercado;
- Baixa qualidade e falta de transparência nas informações públicas de comportamento de mercado;
- Grande capacidade das empresas em absorver rapidamente inovações tecnológicas, ou as reduzidas barreiras à entrada de novos *players*, aliada às lacunas de qualidade no manejo do processo de planejamento;
- Alterações no marco legal que impliquem em desoneração do investimento produtivo;
- Existência de subsídio estatal direto.

É evidente que o momento atual do real estate no Brasil, em especial o segmento residencial, encerra todas estas características.

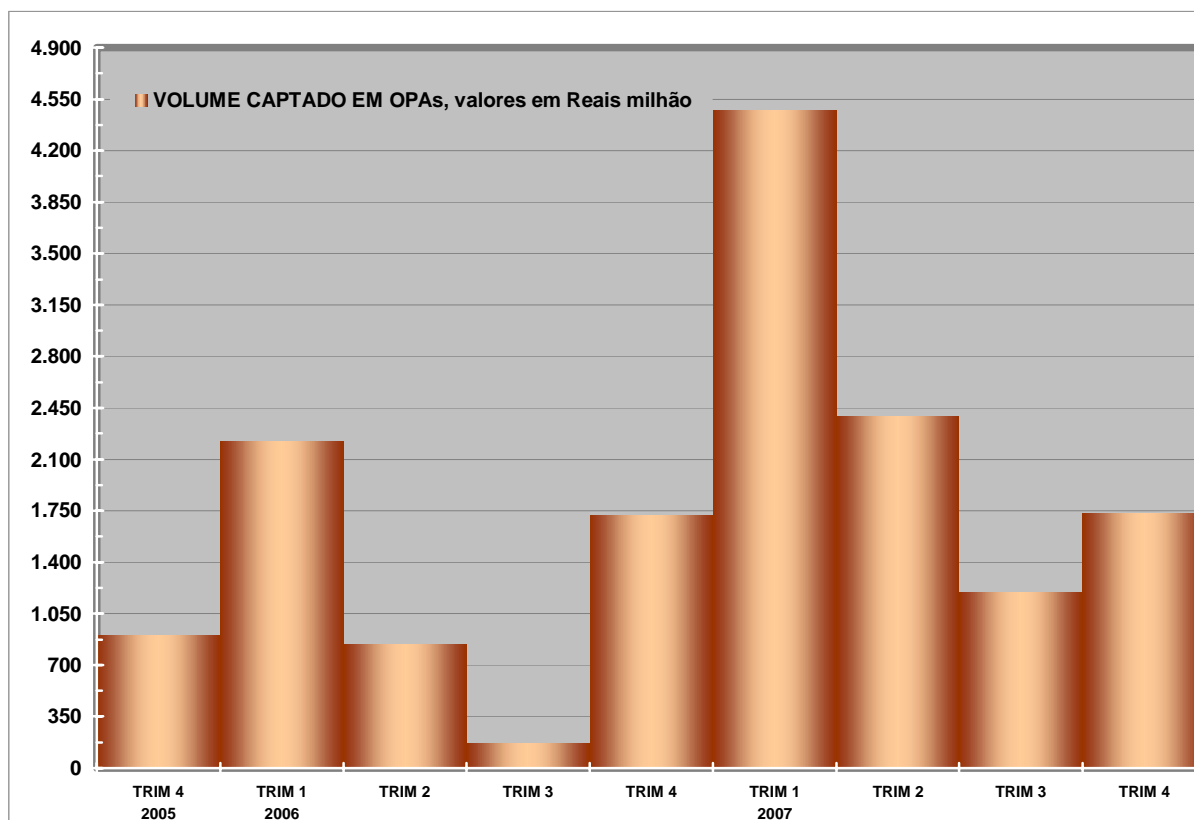
Além disso, no setor de real estate há a questão estrutural do *gap* entre a decisão de



investimento e a entrada dos produtos no mercado, que só torna mais agudo o risco de periodicamente verificar-se a saturação da oferta.

Neste artigo centramos nossa digressão sobre riscos de *overbuilding* com base na expansão da capacidade de investimento das empresas por meio das OPAs realizadas no Brasil nos últimos dois anos, captando cerca de R\$ 15,6 bilhões de reais neste período, e que tem foco de atuação em real estate residencial, distribuídos conforme gráfico que segue.

Gráfico 01 – volume financeiro captado



A questão que emerge: há capacidade de absorção, nos variados segmentos de



mercado, para o volume de produção de unidades residenciais que é factível lançar com tal capacidade de investimento disponível no setor? A questão pode ganhar contornos mais graves ainda se tomarmos em conta a alavancagem que é possível obter nas operações por meio do uso de linhas de crédito para financiamento da produção, que ora se encontram em franca expansão, ou mesmo pelos sistemas mais avançados de *project finance*.

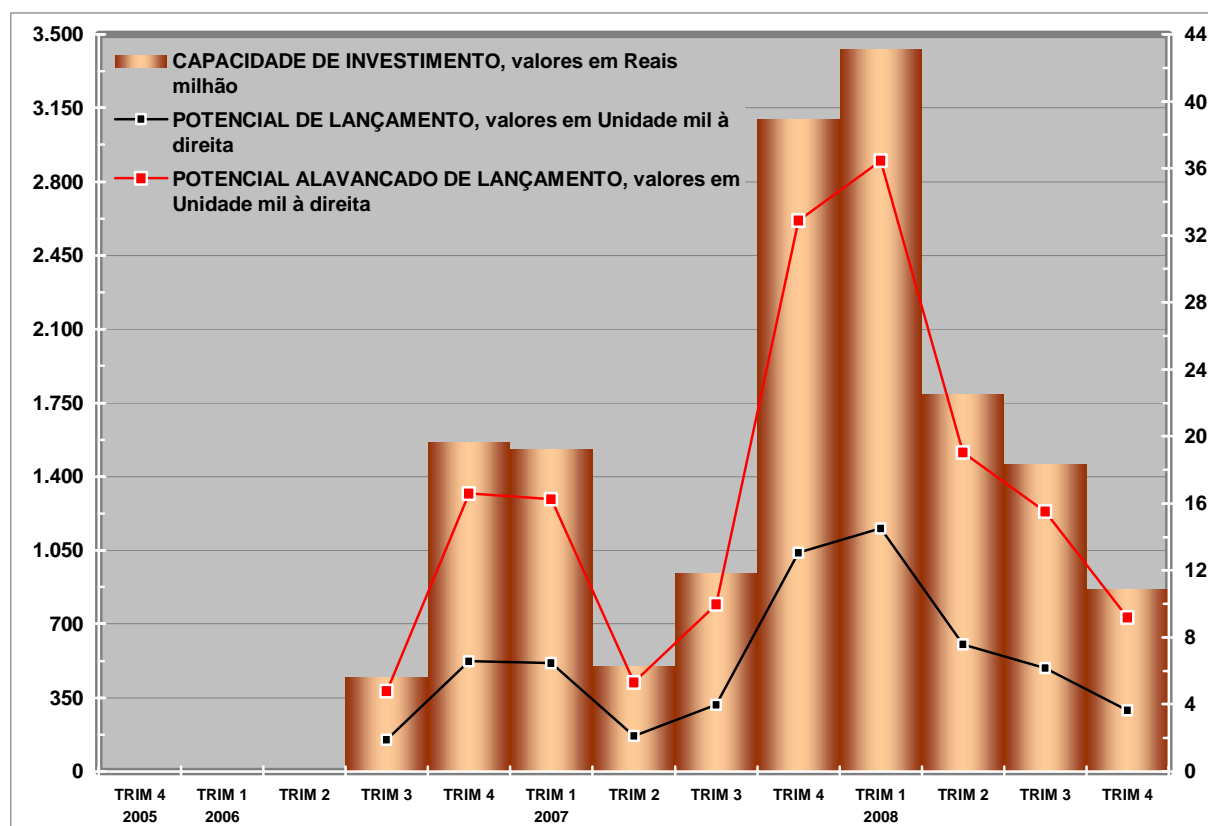
Para especular sobre o risco de excesso de oferta em segmentos residenciais de renda média, média alta e alta na cidade de São Paulo, construímos 3 produtos protótipos representativos de cada segmento considerando que:

- Os empreendimentos são desenvolvidos em SPES sob regime de lucro presumido, cujos custos globais de implantação, exclusive os encargos tributários, as contas de comercialização, PP&M e margem de resultado, equivalem a 78% da receita global de vendas (ou VGV), de acordo com os preços médios de mercado;
- Entre a captação via OPA e a colocação do produto no mercado decorre um ciclo de formatação de seis meses;
- O lançamento das unidades residenciais após o ciclo de formatação dos empreendimentos envolve dois trimestres.

Tomando-se em conta somente os recursos captados nas ofertas primárias e, admitindo-se ainda o uso de linhas de crédito para financiar até 60% do custeio da implantação de empreendimentos, pode-se construir fronteiras para o potencial de lançamento trimestral derivado das captações primárias realizadas, conforme o gráfico 02 apresentado a seguir.



Gráfico 02 – potencial de lançamento de unidades residenciais



A construção das duas curvas de oferta, potencial de lançamento e potencial alavancado de lançamento, se baseia em duas fronteiras de portfólios virtuais de empreendimentos, assim estruturados; [i] – concentrado em produtos para renda alta sem financiamento da produção e [ii] – concentrado em produtos para renda média com financiamento da produção.

Portfólios mistos, com e sem financiamento para a produção, e pulverizados, constituídos de empreendimentos para os variados segmentos de mercado, tem as



suas respectivas curvas de potencial de oferta entre as duas fronteiras [i] e [ii], que para o ano de 2.008, estimam um intervalo de 7.200 a 80.200 unidades, desprezando-se reinvestimentos dos retornos das operações em curso, novas OPAS, outros sistemas de *funding* ou mesmo os lançamentos das empresas que não estão listadas na Bovespa.

O risco de excesso de oferta repousa, naturalmente, na construção de portfólios desequilibrados relativamente à demanda em cada segmento, demasiadamente concentrado geograficamente ou em certos estratos de renda. Em futuras colunas voltaremos a este tema.
