

MERCADO IMOBILIÁRIO DE ESCRITÓRIOS EVOLUÇÃO RECENTE E PERSPECTIVAS FUTURAS

(Janeiro 2004)

Amaro Naves Laia (amaro.laia@ecociencia.pt)

Director da Pós-Graduação em Gestão e Avaliação Imobiliária, ISEG

Consultor e avaliador imobiliário

1. INTRODUÇÃO

O nosso objectivo é analisar de forma genérica e resumida a evolução recente do mercado imobiliário de escritórios e as perspectivas de evolução a curto prazo. Não entraremos em detalhes por segmentos de mercado, quer por tipo de imóvel quer pela sua localização (*CBD* e outras), o que seria indispensável para uma análise mais fina. O modelo utilizado baseia-se no comportamento da oferta e procura do mercado dos espaços de escritórios e na interacção deste mercado com o mercado de capitais, essencialmente através da *cap rate* ou *yield* inicial.

Convém recordar que no mercado dos espaços imobiliários é a relação entre a oferta e a procura de espaços que determina a renda de equilíbrio, sendo que no curto prazo a oferta de espaços é relativamente inelástica (numa perspectiva de acréscimo o ciclo produtivo do imobiliário é muito longo e, numa perspectiva de redução, o stock existente leva bastante tempo a deteriorar-se). Por sua vez, no mercado de capitais encontram-se os diversos meios financeiros, nomeadamente capital próprio e dívida, disponíveis para investimento e financiamento no imobiliário bem como noutros activos, designadamente financeiros (acções e obrigações). Para que os investidores se interessem pelo mercado imobiliário torna-se necessário que as taxas de rentabilidade esperadas neste mercado sejam competitivas com as taxas de rentabilidade esperadas noutras aplicações concorrentes, designadamente acções e obrigações, tendo em conta os diferentes riscos de cada um dos investimentos. Assim, é no mercado de capitais que se determina a taxa de rentabilidade requerida pelos investidores, a qual depende, entre outros factores, das taxas de juro e risco associado a cada investimento. A *cap rate* ou *yield* inicial é a designação mais corrente dessa taxa utilizada nos negócios imobiliários de rendimento. Ela permite, numa primeira aproximação e de forma expedita, chegar ao valor justo de uma determinada propriedade em função das rendas, à semelhança do processo de avaliação utilizado para qualquer activo financeiro, em função dos dividendos (acções) ou juros (obrigações). Tanto pode ser vista como a relação entre a renda (formada no mercado dos espaços) e o preço/valor do imóvel (formado no mercado de capitais) como o indicador do preço corrente que os investidores (*players* do mercado de capitais) estão dispostos a oferecer por uma determinada unidade de espaço com uma determinada renda e um certo nível de risco. Recorda-se ainda que para além dos Fundos Institucionais (com reduzido *leverage*) têm vindo a investir cada vez mais no mercado imobiliário os Fundos de Capital de Risco (com *leverages* muito elevados), que tomam as suas decisões de investimento muito em função das taxas de juro e especialmente do *gap* entre as taxas de juro e os *yields*, pelo que uma componente cada vez mais significativa do investimento no mercado imobiliário de rendimento, também já fortemente globalizado, depende em grande medida da evolução das taxas de juro.

2. ANTECEDENTES E SITUAÇÃO ACTUAL

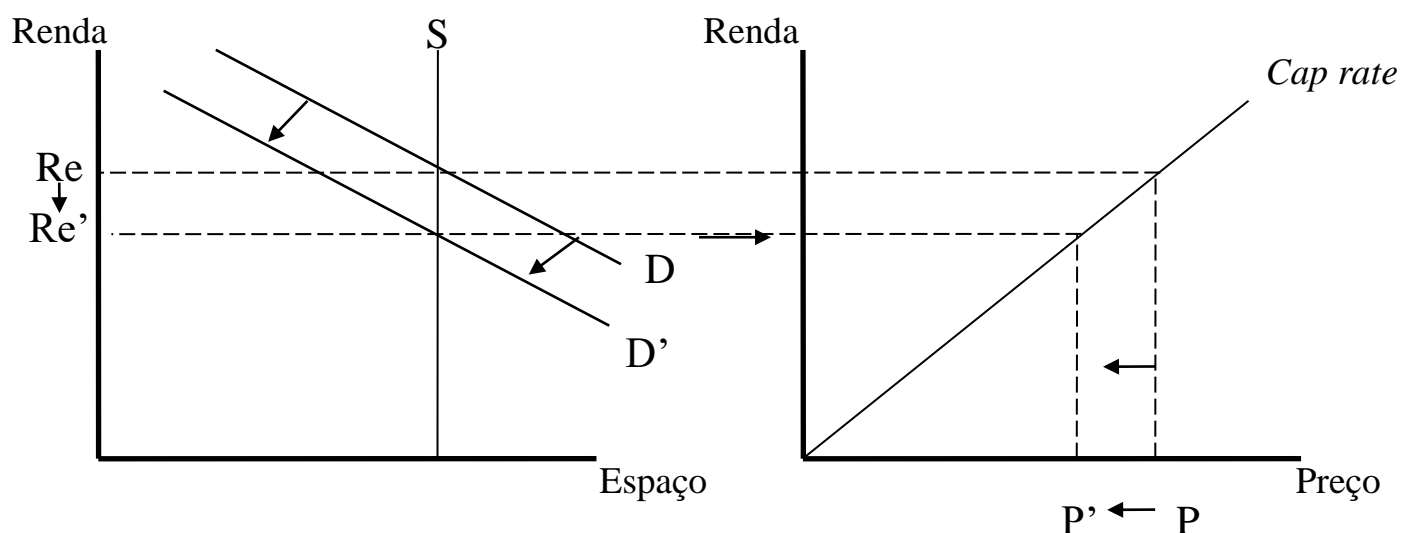
Reflexo da crise económica em que temos vivido nos últimos anos, a procura de espaços de escritórios diminuiu. A presente situação pode ser bem mais grave do que nas crises anteriores face à natureza estrutural desta crise. Com efeito, a falta de competitividade da economia portuguesa e o alargamento da UE a países com mão-de-obra mais qualificada e custos mais baixos faz adivinhar a deslocalização de empresas internacionais. Se a situação não se inverter a economia portuguesa poderá ser prejudicada e o mercado imobiliário em geral, e o de escritórios em particular, sofrerá as consequências.

Com a procura a diminuir, as rendas têm vindo a reduzir-se e a *vacancy rate* a aumentar. As rendas médias já se situam abaixo dos 20 euros/m², tendo diminuído entre 10 a 20% nos últimos 2 anos.

Os gráficos que se seguem ajudam a compreender melhor a situação.

Mercado dos Espaços

Mercado de Capital

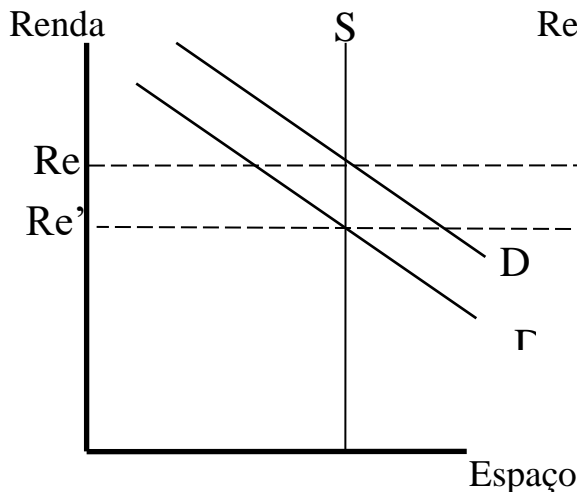


O decréscimo na procura de espaços (de D para D') levou à diminuição da renda de equilíbrio (de Re para Re'). Dada uma determinada *cap rate* ou *yield* inicial, o preço/valor de equilíbrio dos imóveis baixou de P para P' .

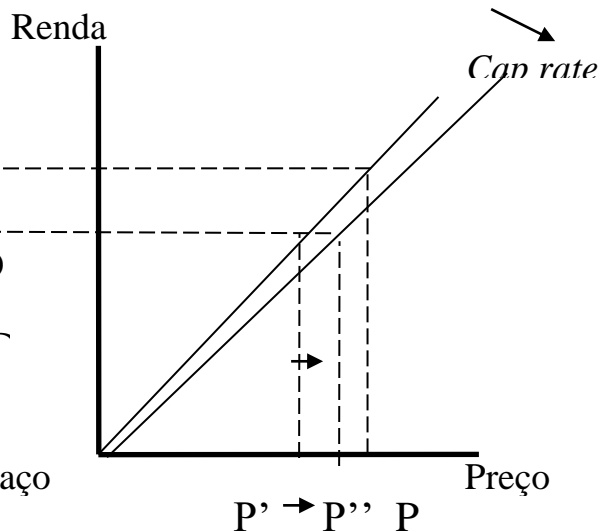
No entanto, a ocorrência de factores favoráveis do lado do mercado de capitais, como o acréscimo de interesse dos investidores pelo mercado imobiliário, os elevados fluxos de dinheiro disponíveis para investimento, o deficiente desempenho e maior risco nos outros mercados de activos e o decréscimo das taxas de juro para recordes históricos, contribuiu para manter alguma pressão sobre as *yields* no sentido da baixa, o que terá contrariado parte do efeito negativo provocado pela diminuição da procura e evitado assim uma diminuição mais significativa do valor dos imóveis.

É o que se pode verificar através do gráfico seguinte. A diminuição da *cap rate* permite que o valor/preço não tenha uma quebra tão acentuada como seria de esperar se tivéssemos em conta apenas as alterações verificadas no mercado dos espaços. Para a mesma renda de equilíbrio Re' o preço tenderá a ser ligeiramente superior ao preço P' , acabando por situar-se em P'' .

Mercado dos Espaços



Mercado de Capital



Recorda-se que as taxas de juro não pararam de descer nos últimos anos e estão em mínimos históricos dos últimos 50 anos. A taxa directora do BCE está em 2% desde Junho de 2003, sendo que em Novembro de 2002 ainda era superior a 3%.

Os *yields* de escritórios têm sofrido alguma pressão para a baixa e situam-se actualmente entre os 8 e os 7%. Mas, com efeito contrário, terá existido uma certa percepção de risco por parte dos investidores, que poderá ter contrariado, em parte, a pressão existente para a baixa.

3. PERSPEVTIVAS DE EVOLUÇÃO

MERCADO DOS ESPAÇOS IMOBILIÁRIOS

A recuperação da economia portuguesa prevê-se lenta e tardia (talvez só em 2005). As falências e desemprego têm vindo a aumentar e a instalação de novas empresas não corresponde ao que seria desejável. Assim, no curto prazo não é previsível a alteração na procura de espaços de escritórios de forma sustentável, pelo que se admite que as rendas não venham a sofrer qualquer pressão no sentido da alta e, por isso, o valor dos imóveis tenderá a não aumentar ou mesmo a reduzir-se. Se as condições no mercado de capitais se mantiverem favoráveis, designadamente baixas taxas de juro e elevados fluxos de dinheiro (equity e debt) de interessados em investir no mercado imobiliário, então o valor dos imóveis poderá pelo menos manter-se. No entanto, não é provável que as condições do mercado de capitais se mantenham tão favoráveis como no passado recente.

No longo prazo a questão determinante passa pela sustentabilidade da recuperação da nossa economia com níveis de competitividade compatíveis com a economia global

em que vivemos e especificamente com o alargamento da EU. É também a competitividade das nossas principais cidades que está em causa, por forma a torná-las mais atractivas, designadamente ao investimento estrangeiro. É um esforço muito grande que se exige de todos já no presente (governo central e autarquias locais, sistema de ensino, gestores e empresários...), com resultados possíveis só a longo prazo. Se conseguiremos ou não vencer este grande desafio é presentemente uma grande incógnita.

Se não houver melhorias estruturais significativas na nossa economia, com os “*break points*” necessários, a tendência para a evolução negativa das rendas dos escritórios, que se verifica em Portugal desde há uma década, poderá continuar. É de realçar que as rendas de escritórios que na última crise caíram em Lisboa de cerca de 35 euros/m² (em 1990) para cerca de 20 euros/m² (em 1994/95) não mais recuperaram de forma significativa, contrariamente ao que se verificou, por exemplo, em Madrid e Barcelona.

MERCADO DE CAPITAIS

Tendo em conta a taxa de inflação na zona euro, que ronda os 2%, precisamente igual à taxa directora do BCE, não é previsível qualquer descida nas taxas de juro. Apesar das economias europeias ainda se encontrarem numa situação bastante débil e apesar da valorização do euro face ao dólar, a tendência previsível da evolução das taxas de juro será no sentido da alta. Acresce ainda que as exigências de Basileia II tenderão a tornar a dívida mais cara.

Por outro lado, admite-se que as bolsas possam continuar a recuperar (o PSI 20, que constitui uma referência para a bolsa portuguesa, valorizou quase 20% em 2003) e as rendibilidades neste mercado se tornem mais atractivas, podendo contribuir para a saída de alguns investimentos do mercado imobiliário, ou pelo menos para algum arrefecimento no que se refere à canalização de novos investimentos para este mercado. É natural que se venha a verificar um desvio de investimentos mais defensivos, como são os imobiliários, onde se procura um *yiel premium* com protecção do capital, para investimentos mais agressivos no mercado de acções.

Neste quadro, apesar da importância do peso do capital, a *cap rate* tenderá a subir ou, pelo menos, a manter-se.

Por exemplo, recentemente no mercado Inglês tem-se vindo já a verificar essa situação com as taxas de juro a subir e algumas *yields* a subir cerca de 0,5%. Por outro lado, a diminuição do *gap* entre os *yields* e as taxas de juro tem estreitado a possibilidade de arbitragem financeira cada vez mais utilizada pelos “*Financial Driven Investors*” como são os fundos de capital de risco, que nos últimos anos se têm afirmado cada vez mais no mercado europeu de imobiliário.

EM CONCLUSÃO

Por um lado, admite-se que a procura de espaços para escritórios continue estagnada e se mantenha um excesso de oferta em relação à procura. Por outro lado, prevê-se que as taxas de juro aumentem. Para além disso, é previsível algum arrefecimento no interesse dos investidores pelo mercado dos escritórios, face à melhoria do desempenho das bolsas.

Como consequência, é provável que as rendas ainda continuem sujeitas à pressão no

sentido da baixa e as yields tendam a aumentar (o que dependerá também do risco que vier a ser percebido pelos investidores) ou, pelo menos, não diminuam.

Como resultado, admite-se a curto prazo a continuação de algum ajustamento em baixa dos preços de escritórios. Não se exclui, no entanto, a possibilidade de se verificarem casos mais favoráveis, com menor risco, em que as yields tendam a ser mais baixas e os preços dos imóveis mais elevados, desde que estes tenham uma excelente localização e sejam ocupados por arrendatários de qualidade e com contratos a longo prazo.

Apesar de tudo, de acordo com os dados do IPD o retorno total anualizado dos escritórios em Portugal, entre 2000 e 2002, foi de 8,8% (6,9% devido ao retorno líquido das rendas + 1,9% devido à valorização do imóvel). Em 2002 esses valores caíram para 7% (6,5% devido ao retorno líquido das rendas + 0,5% devido à valorização do imóvel). Ainda segundo a mesma fonte, na maioria dos mercados europeus a queda dos retornos totais no sector dos escritórios foi bastante acentuada desde 2000, com diversos países, incluindo a Irlanda e a Suécia, a apresentarem rendibilidades negativas em 2002.

Segundo a recente publicação do ULI e da PriceWaterhouse Coopers para o mercado europeu “For 2004, office market returns will again be modest, but the weight of money will limit capital value falls. Our survey shows prime yields in 2004 are expected to be around 6,5 percent for city centre offices and 7,4 percent for business park/out-of-town offices.”