SUNO
ASSET

Mercado Imobiliário:

Panorama, dados e expectativas

1° semestre de 2023

Mercado imobiliário: panorama, dados e expectativas (1º semestre de 2023)

Sumário

1. Introdução 3
2. Análise macroeconômica: de onde viemos, para onde vamos? 3
3. Fundos de investimento imobiliário: parte I (histórico) 7
4. Fundos de investimento imobiliário: parte II (contexto atual) 9
5. Indicadores 11
   a) P/VP 11
   b) Prêmio de risco 13
   c) P/VP vs. *spread* NTN-B 15
   d) Alavancagem em fundos de tijolo 17
6. Fundos de crédito 19
   a) Emissões 19
   b) Risco de crédito 20
7. FIIs de tijolo: propriedades e construção civil 23
   a) Financiamento e desenvolvimento 23
   b) Estoque e vacância 25
   c) Preços de locação e vacância 28
8. Considerações finais 32

suno.com.br/asset

1. Introdução

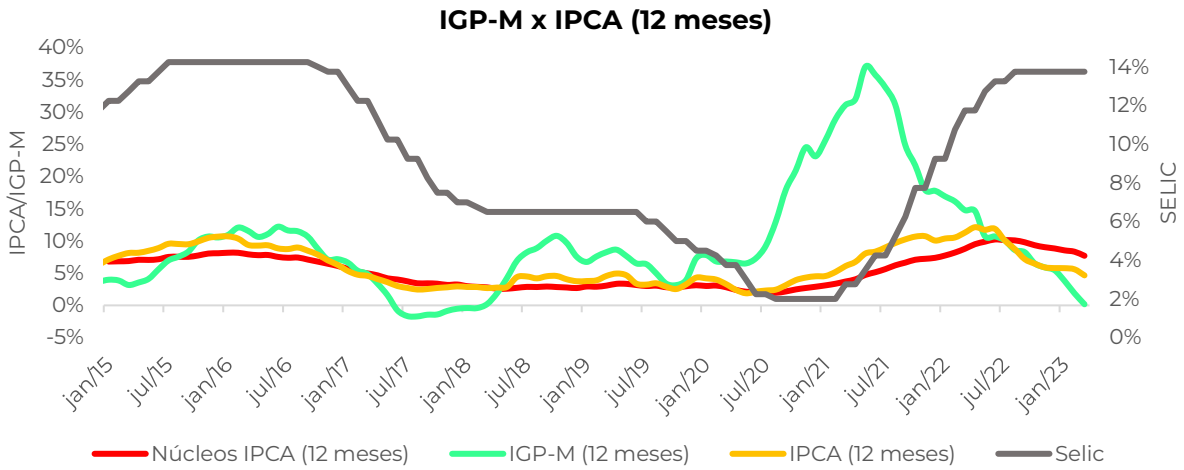
Seja bem-vindo ao primeiro relatório semestral sobre o mercado imobiliário realizado pela Suno Asset. Com ele, o time de gestão quer entregar ao investidor dados e análises sobre o contexto macroeconômico, o mercado de capitais e o mercado imobiliário real e suas particularidades, possibilitando maior assertividade nas decisões de investimentos nessa classe e aproximando o investidor do processo decisório realizado pelo time de gestão dos fundos de investimento da Suno.

Neste primeiro relatório, mergulharemos no contexto macroeconômico pós-pandemia e de transição de governo, além de apresentar dados compilados das principais regiões foco dos investimentos em *Real Estate* até o primeiro trimestre de 2023, bem como do mercado de recebíveis e fundos imobiliários.

2. Análise macroeconômica: de onde viemos, para onde vamos?

Para iniciarmos uma análise sobre o cenário que vivemos no Brasil em 2023, precisamos falar sobre o passado recente e sobre as cicatrizes deixadas pela crise sanitária da Covid-19. Em suma, com a paralisação das cadeias produtivas – gerada pela necessidade do isolamento – e a injeção monetária do Banco Central, atrelada às políticas assistencialistas de renda do governo anterior, era natural que, em um segundo momento, a conta chegasse e os níveis de inflação atingissem patamares mais elevados que o sustentável.

Podemos identificar a pressão inflacionária expressiva desse contexto no gráfico abaixo. O patamar atingido para a inflação acumulada em 12 meses em 2022 é o mais elevado desde 2016, no contexto do *impeachment* do governo Dilma.



Fonte: BCB, FGV, Quantum Axis

Vale ressaltar que o IGP-M teve uma aceleração ainda maior durante o período, principalmente porque os preços de matéria-prima e outros insumos industriais têm um peso forte no cálculo do índice. Para o período analisado, além dos efeitos da crise sanitária, também houve uma alta expressiva do dólar, o que eleva os preços de materiais e equipamentos importados – resultando, portanto, em um encarecimento generalizado de toda a cadeia produtiva.

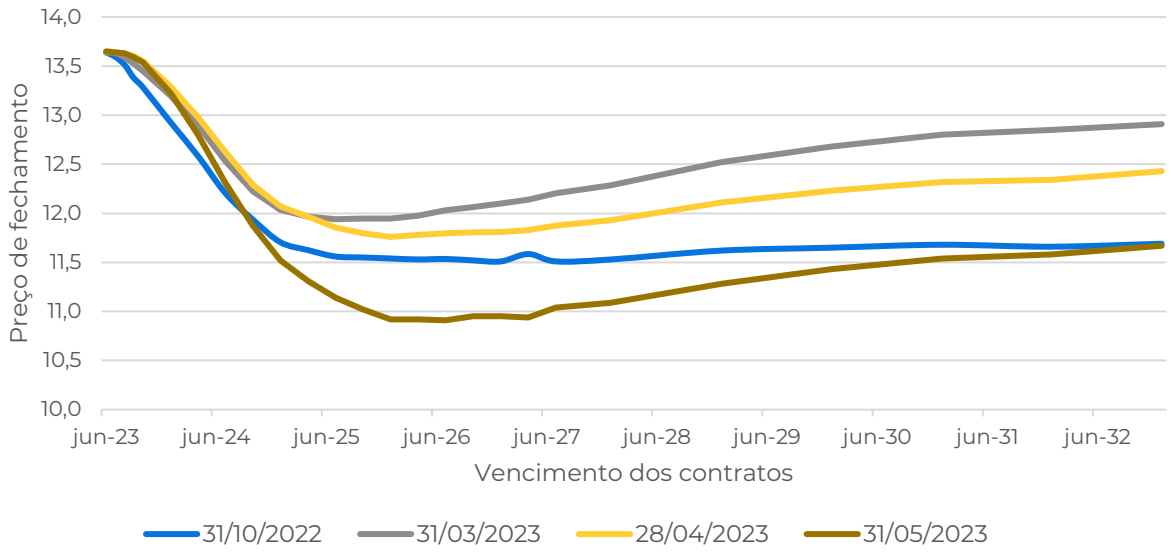
Incertezas e apreensão no ambiente macroeconômico marcaram o primeiro trimestre de 2023. Se ao longo de 2022, por um lado, o Banco Central atuava com celeridade no aumento das taxas de juros visando ao controle da pressão inflacionária gerada pela injeção monetária durante a crise sanitária, a equipe econômica que assumiu do novo Governo Federal levou quase 100 dias após a posse para fornecer qualquer sinalização sobre as diretrizes adotadas durante o mandato que se iniciava.

A necessidade de um plano de voo tangível e de uma âncora fiscal era clara para que se cogitasse um corte na taxa Selic, afinal a principal razão para o nível elevado atual dos juros é o controle dos preços e da atividade econômica. Contudo, o que se seguiu desde o período de transição pós-eleições foram declarações rasas sobre a substituição do Teto de Gastos (em vigor desde 2016) e um discurso que aspirava ao aumento de gastos e investimentos – o que resultaria em maior incentivo ao crescimento da atividade econômica no país. Todos esses acenos do governo levaram naturalmente a um aumento na insegurança sobre a probabilidade do controle da inflação.

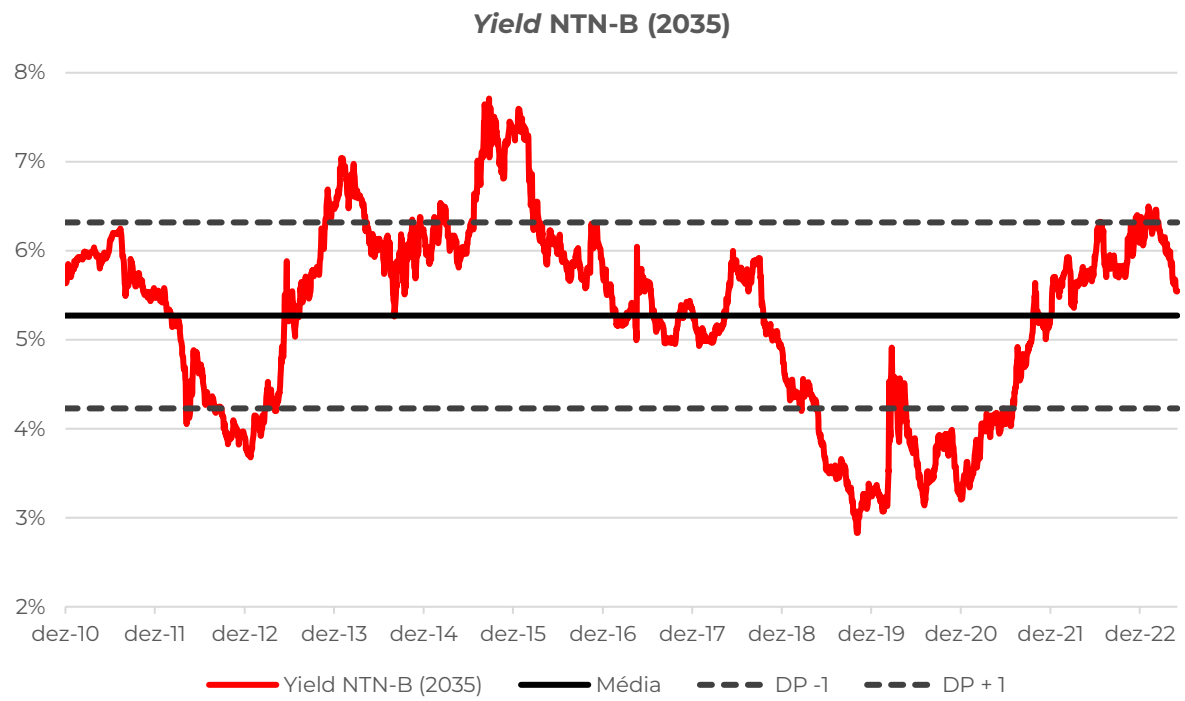
Com o crescimento na apreensão do mercado, foi possível identificar um estressamento expressivo nas curvas de juros futuros no período que compreende o dia do 2º turno das eleições de 2022 até o final do mês de março – quando o Ministério da Fazenda divulgou a proposta de arcabouço fiscal enviada para votação pelo Congresso. Movimentos nesse sentido refletem o aumento do pessimismo dos participantes do mercado sobre o controle da inflação, uma vez que o valor de negociação dos contratos futuros de um dia de DI reflete as expectativas dos negociantes sobre o valor da Taxa Selic nos respectivos vencimentos destes contratos.

Analogamente, a taxa de juros real paga pelos títulos do Tesouro Direto indexados ao IPCA (NTN-B) também se elevou de forma expressiva, refletindo as expectativas para os juros futuros – conforme indicado nos seguintes gráficos:

Contratos futuros: DI de um dia



Fonte: Quantum Axis



Fonte: Quantum Axis

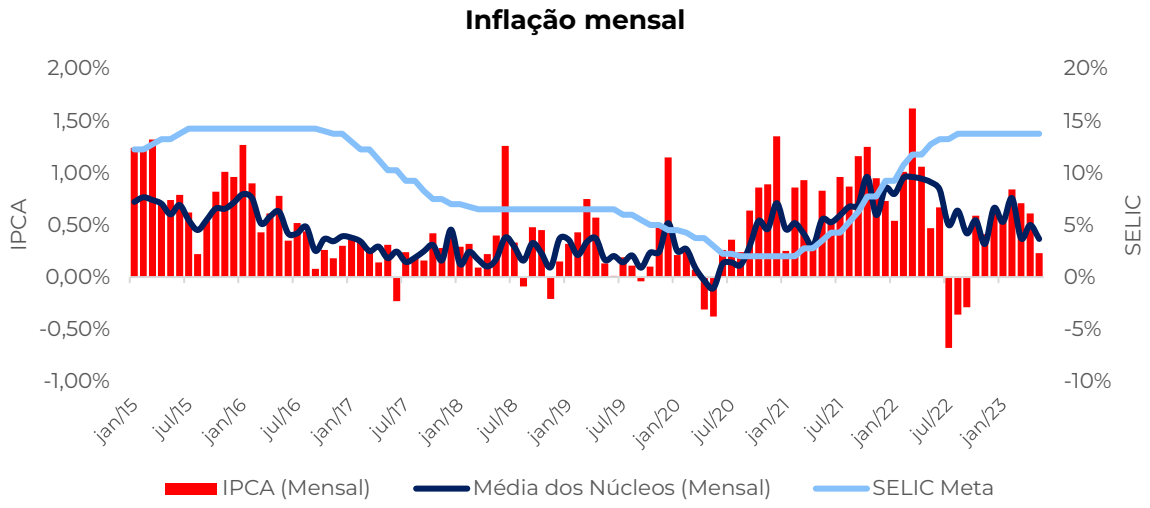
Desde abril, em contrapartida, identificamos o arrefecimento da curva de juros nos vértices mais longos ante a elevação nos valores das expectativas identificada nos meses anteriores para a taxa básica de juros futura. Atribuímos essa inversão no sentido da curva a dois pontos principais:

I. divulgação do projeto de arcabouço de regras fiscais. Apesar de ainda ter de ser posto em prática (e comprovado), ele diminuiu consideravelmente o grau de incertezas para os participantes do mercado;
II. sinalizações sutis de que a pressão inflacionária parece estar desacelerando e a inflação pode alcançar patamares mais controlados ainda em 2023 – sem que um novo aumento no patamar da taxa Selic seja necessário, ou até a opção por cortes no segundo semestre do ano vigente.

Sobre as sinalizações de um potencial controle da atividade econômica e de níveis de preços já em vista para os próximos meses, é possível identificar o arrefecimento nos valores dos núcleos de inflação à medida que a Taxa Selic se aproxima dos níveis atuais (desde a metade de 2022).

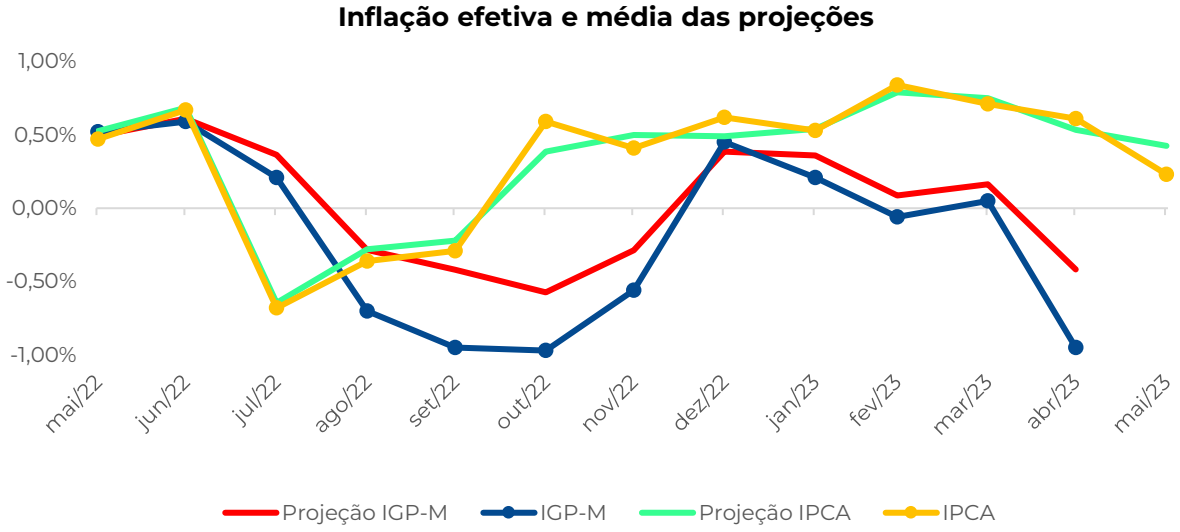
Os núcleos de inflação são utilizados para medir mais precisamente e com menor volatilidade a tendência nos preços, suavizando impactos de choques temporários. Por exemplo, a desoneração dos combustíveis durante o período eleitoral de 2022,e a reoneração destes no início de 2023.

Apesar de o patamar atual dos núcleos ainda estar próximo ao de 2015 – quando a Selic era de 14% –, caso a tendência de queda nos preços siga se confirmando nos próximos meses, é plausível que o Banco Central decida de fato iniciar o corte dos juros ainda no segundo semestre de 2023.



Fonte: IBGE, BCB

Outro fator que vem gerando otimismo nos investidores é o fato de os dados de inflação divulgados mensalmente começarem a atingir valores inferiores às expectativas e consensos de mercado (vide gráfico abaixo), inflamando as expectativas sobre um corte antecipado na taxa básica de juros.



Fonte: Anbima

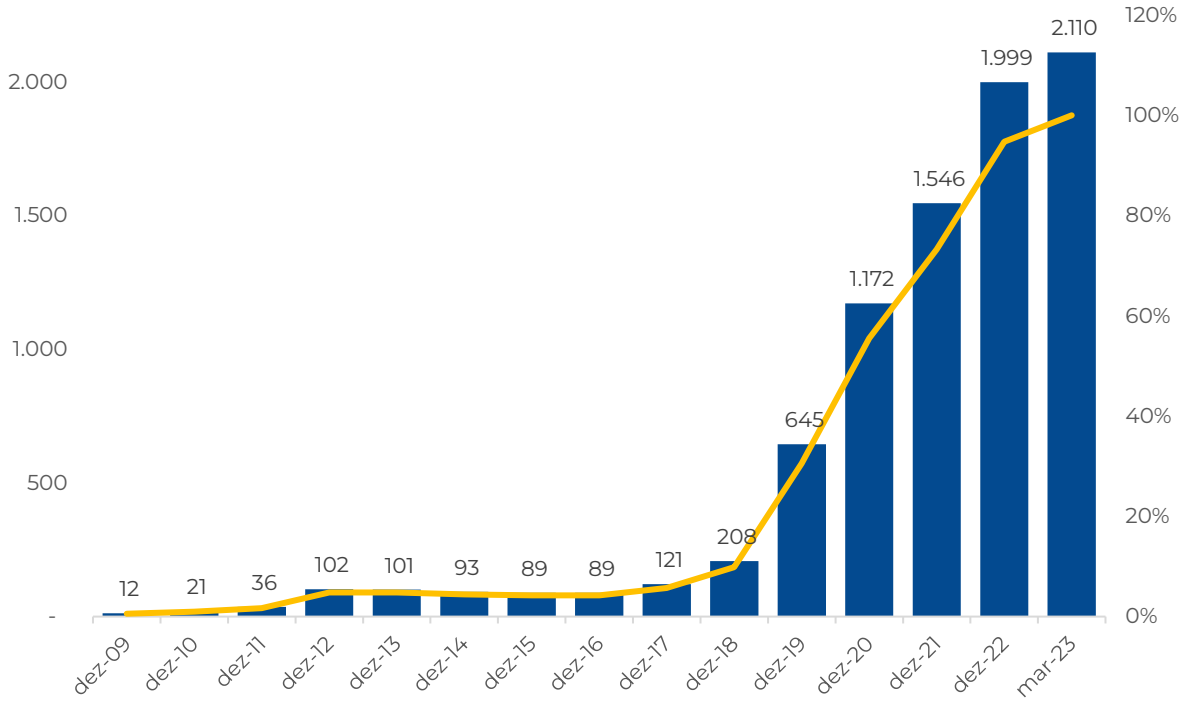
Vale pontuar que as sinalizações positivas dos últimos meses ainda são uma amostra pequena para de fato se ter confirmação de um controle de preços efetivo e retração da atividade econômica nos próximos anos. Além disso, vale lembrar que esses dados são isolados e que outros indicadores – tão importantes quanto – são avaliados para medir a atividade econômica (como o PIB e a taxa de desemprego). Para o presente material, com o intuito de condensar a informação e não tornar a leitura tão morosa, manteremos o maior foco nos índices de inflação e juros e na correlação destes com o nível de atividade, investimentos e desempenho do mercado imobiliário e de capitais.

3. Fundos de investimento imobiliário: parte I (histórico)

Ao longo dos últimos meses – principalmente no primeiro trimestre deste ano –, notamos um pessimismo em parte relevante dos investidores com os fundos de investimento imobiliário (FIIs). Esse fator não é uma coincidência: precisamos analisar o passado recente dessa classe de ativos para entender o motivo da desconfiança de boa parte dos investidores. Então, devemos questionar se esse pensamento tem fundamentos sólidos que o sustentem.

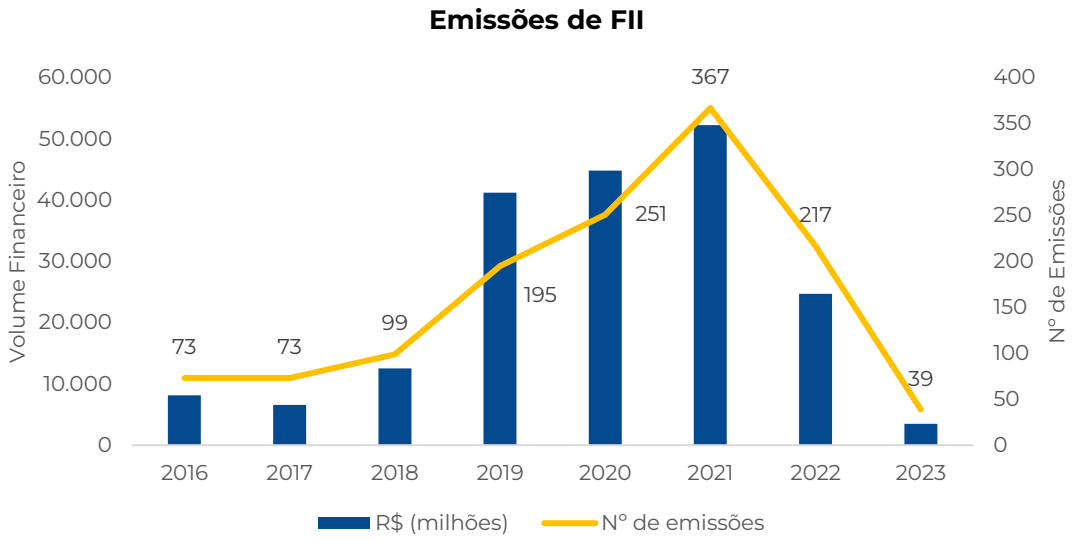
De início, analisaremos o crescimento do mercado e, principalmente, o perfil do investidor de FIIs ao longo dos últimos anos. Apesar de os fundos imobiliários existirem desde junho de 1993, com a constituição da Lei nº 8.668/1993, apenas mais recentemente essa classe de ativos começou a ganhar popularidade entre os investidores. Colocando os números em perspectiva, a quantidade de investidores cresceu 10 vezes desde 2019, de acordo com dados divulgados pela B3 – conforme ilustra o gráfico abaixo:

Número de investidores (milhares)

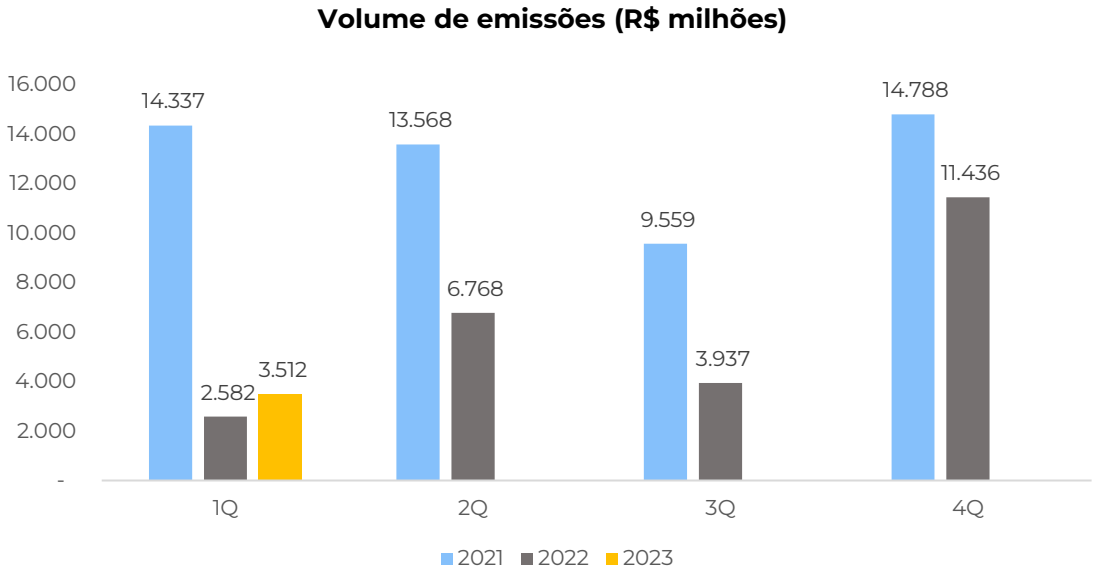


Fonte: B3

Quando olhamos o número de emissões e o volume financeiro captado, de acordo com os dados divulgados pela Anbima, é notável o crescimento do tamanho do mercado de fundos imobiliários desde 2019, em linha com o crescimento do número de investidores. No entanto, esse crescimento desacelerou muito desde 2022. Tal desaceleração vem em linha com o momento mais desafiador de mercado, principalmente para os ativos de renda variável, gerado pelo contexto macroeconômico – assim como pelo pessimismo emergente entre os investidores ao longo dos últimos meses.



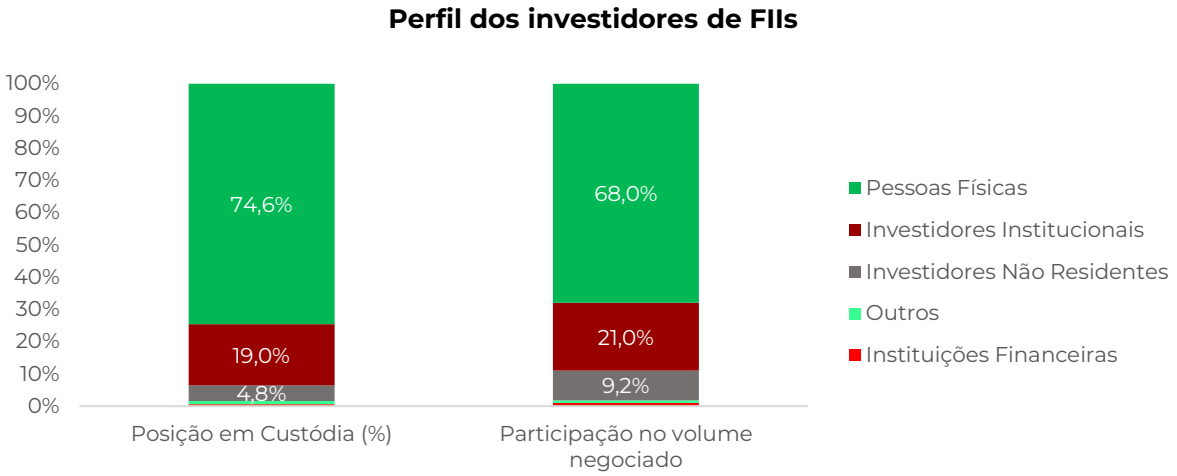
Fonte: Anbima



Fonte: Anbima

Ao observarmos o perfil do perfil de investidor, avaliando os dados mais recentes – divulgados em março de 2023 pela B3 –, notamos um mercado predominantemente de investidores pessoa física, seja na posição em custódia, seja na participação no volume das negociações. Esse padrão é fruto de uma cultura intrínseca no país, de grande apreço pelo investimento no mercado imobiliário real, atrelada à atratividade de o investidor receber o rendimento dos FIIs com recorrência mensal por convenção.

Por fim, a menor volatilidade dessa classe de investimento (em relação aos ativos do mercado acionário) atraiu muitos investidores que até então se restringiam à segurança dos ativos de renda fixa – também apreciados pelo investidor brasileiro devido aos altos níveis nos juros históricos no país e à promessa de maior segurança e menor volatilidade.



Fonte: Anbima

Podemos atribuir o maior pessimismo com a classe de fundos de investimento imobiliário a alguns fatores relacionados a questões psicológicas e comportamentais dos investidores. Primeiro, devemos levar em conta o fato de que parte relevante dos investidores dessa classe de ativos não está acostumada com uma volatilidade maior e variações negativas mais representativas nas cotações, algo comum aos ativos da renda variável em momentos de maior estresse geral.

É fácil chegar a essa conclusão quando avaliamos o otimismo anterior do mercado no país, predominante entre 2017 e 2020, e o crescimento deste mercado e do número de investidores dessa classe.

Soma-se a isso a recuperação lenta dos FIIs devido aos impactos gerados pela crise sanitária no mercado imobiliário real, que acarreta a necessidade de o investidor manter o equilíbrio e seguir confiante em sua decisão de investimento mesmo diante da desvalorização dos ativos em geral, tendo em conta a ciclicidade do mercado mesmo em períodos longos. Por fim, adicionamos o cenário macroeconômico estressado – com níveis de juros elevados –, os ruídos frequentes em noticiários e redes sociais e a incerteza no ambiente político.

O resultado é o sentimento generalizado de pessimismo por investidores que se apegaram, em outro momento, à proposta de investimentos com retornos maiores ante os realizados diretamente em imóveis, com suposto baixo risco e volatilidade controlada. No fim das contas, os preços no mercado secundário refletem a relação entre oferta e demanda: com mais pessimismo (e mais vendedores), a recuperação da classe de ativos em questão se torna mais lenta.

4. Fundos de investimento imobiliário: parte II (contexto atual)

Até o momento, apontamos os fatores que levaram ao cenário atual de pessimismo dirigido aos fundos de investimento imobiliário e ativos de renda variável no geral. Entretanto, basta analisar a questão de um ponto de vista racional para concluir: o que para uns pode ter se tornado uma decepção se tornou uma grande oportunidade para outros.

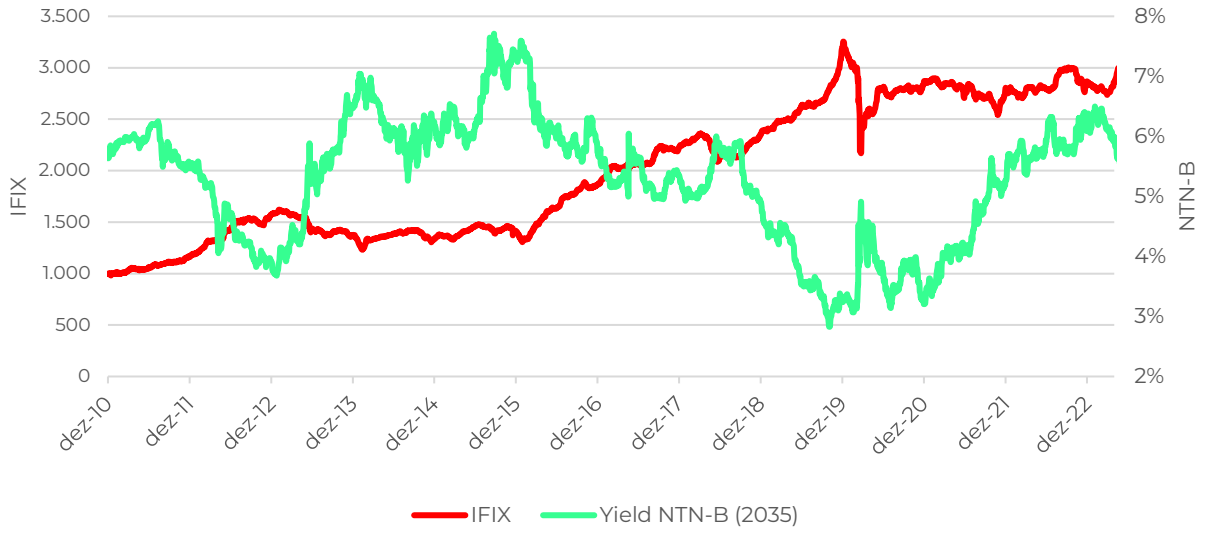
Nesta seção, trataremos dos acontecimentos que levaram ao contexto atual dos FIIs e avaliaremos se existe fundamento nos atuais níveis das cotações. Também comentaremos as recentes sinalizações de um possível ensaio para uma recuperação mais acelerada dessa classe de ativos.

Primeiro, precisamos tratar da alta correlação entre a variação nos preços do IFIX, o principal índice de fundos de investimento imobiliário, e do Título do Tesouro Direto indexado ao IPCA, a NTN-B Principal de vencimento longo. Para esse estudo, utilizamos o título com vencimento em 2035. Nos FIIs de tijolo, que investem em empreendimentos imobiliários diretamente, a alta correlação com a inflação se deve ao fato de os contratos de aluguel serem reajustados pelos índices de inflação anualmente, além de a inflação no período ser levada em conta na realização dos laudos de avaliação dos ativos.

Nos fundos de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), a correlação ocorre de forma ainda mais direta, uma vez que esses títulos de dívida, em sua maioria, têm remuneração semelhante aos próprios títulos do governo indexados à Inflação, isto é, de IPCA acrescido de uma taxa de juros prefixada (IPCA+). Assim, é natural que o mercado precifique os fundos de investimento imobiliário de acordo com as taxas de juros pagas por esses títulos públicos, comparando a remuneração do ativo considerado livre de risco (NTN-B) com a remuneração dos ativos de risco (de renda variável).

Podemos ver essa relação de forma mais clara no gráfico abaixo para o período que contempla de 2011 a 2022:

Yield NTN-B (2035) / IFIX

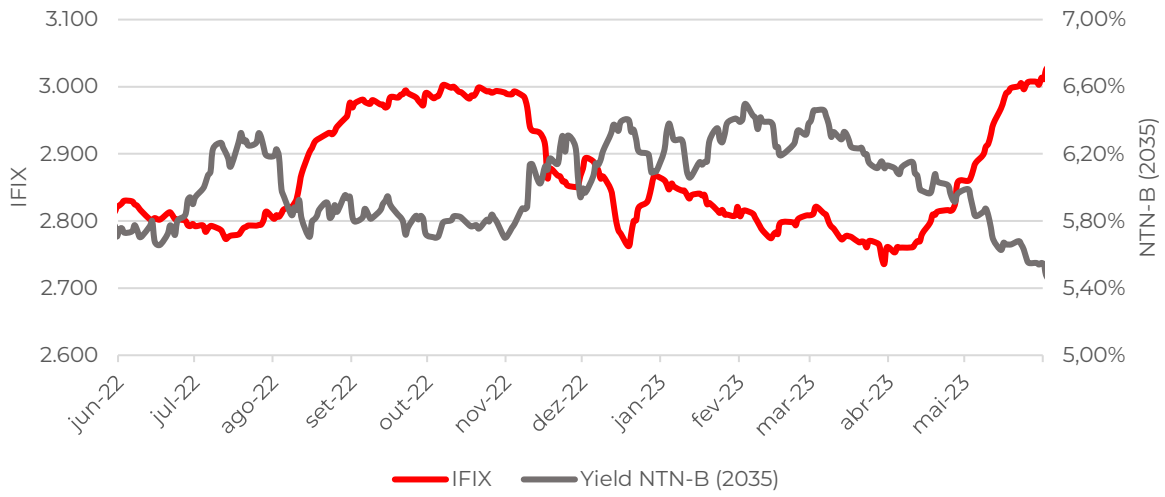


Fonte: Quantum Axis

Olhando para o contexto no encerramento do primeiro trimestre de 2023 – conforme indicado na seção anterior, sobre o cenário macroeconômico –, começam a se tornar visíveis alguns sinais de que podemos estar nos aproximando de um ambiente de inflação mais controlada ao longo dos próximos meses e, consequentemente, de um potencial corte de juros antecipado.

Vale ressaltar que a atuação do governo afeta diretamente o nível de atividade econômica no país. Portanto, o cenário mais otimista que começa a se desenhar depende de um grau mínimo de responsabilidade econômica e fiscal. O otimismo gerado e o arrefecimento nas curvas de juros tiveram impacto direto nos FIIs desde abril: o IFIX se valorizou mais de 9% entre 31/03 e 31/05, atingindo novamente o patamar de 3.000 pontos do terceiro trimestre de 2022.

***Yield* NTN-B (2035) e IFIX (últimos 12 meses)**



Fonte: Quantum Axis

5. Indicadores

Nesta seção, trataremos de indicadores e métricas usados para avaliar os níveis de preços e o potencial de retorno dos fundos de investimento imobiliário.

a) P/VP

Analisando a razão de preço sobre o valor patrimonial dos fundos imobiliários de tijolo que compõem o IFIX, identificamos níveis de descontos expressivos em relação ao valor do laudo dos ativos. No fim de maio, a fração do índice para o segmento de empreendimentos imobiliários negociava a níveis próximos a um desvio-padrão abaixo da média da série histórica (desde 2018).

O nível de desconto identificado é comparável apenas a dois momentos nos últimos cinco anos: o primeiro, no início da crise sanitária da Covid-19; o segundo, ao longo do período que compreende o segundo semestre de 2021 e o primeiro semestre de 2022.

Para o segmento de fundos de recebíveis, notamos um comportamento semelhante. Contudo, para essa classe de fundos, o único momento em que os ativos atingiram o patamar de desconto atual foi no apogeu do estresse de mercado diante do início da crise sanitária.

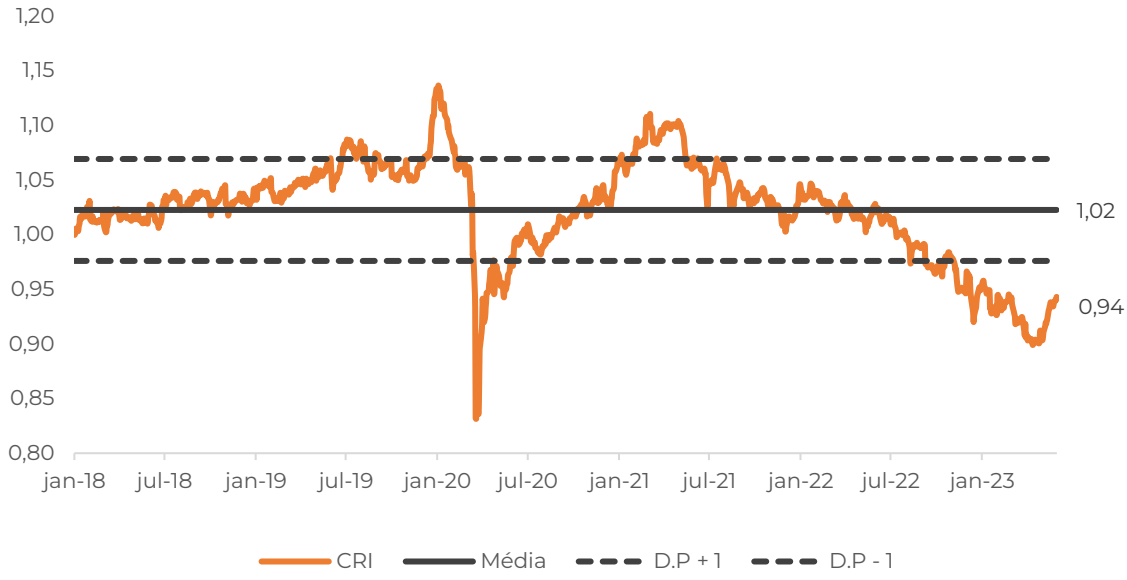
Vale ressaltar que, com os maiores níveis das curvas de juros, uma parte considerável dessa classe de FIIs teve seus ativos desvalorizados devido a marcação a mercado dos Certificados de Recebíveis Imobiliários investidos. Tal fator deve ser levado em consideração, afinal o desconto implícito para essa classe é ainda maior que os 6% atuais, considerando a remarcação do portfólio para níveis acima dos atuais em um cenário de fechamento das curvas de juros futuros.

Nos gráficos abaixo, vemos a evolução do indicador P/VP para FIIs de tijolo e de papel desde 2018:

P/VP: FIIs de tijolo

Fonte: Quantum Axis

P/VP: FIIs de CRIs



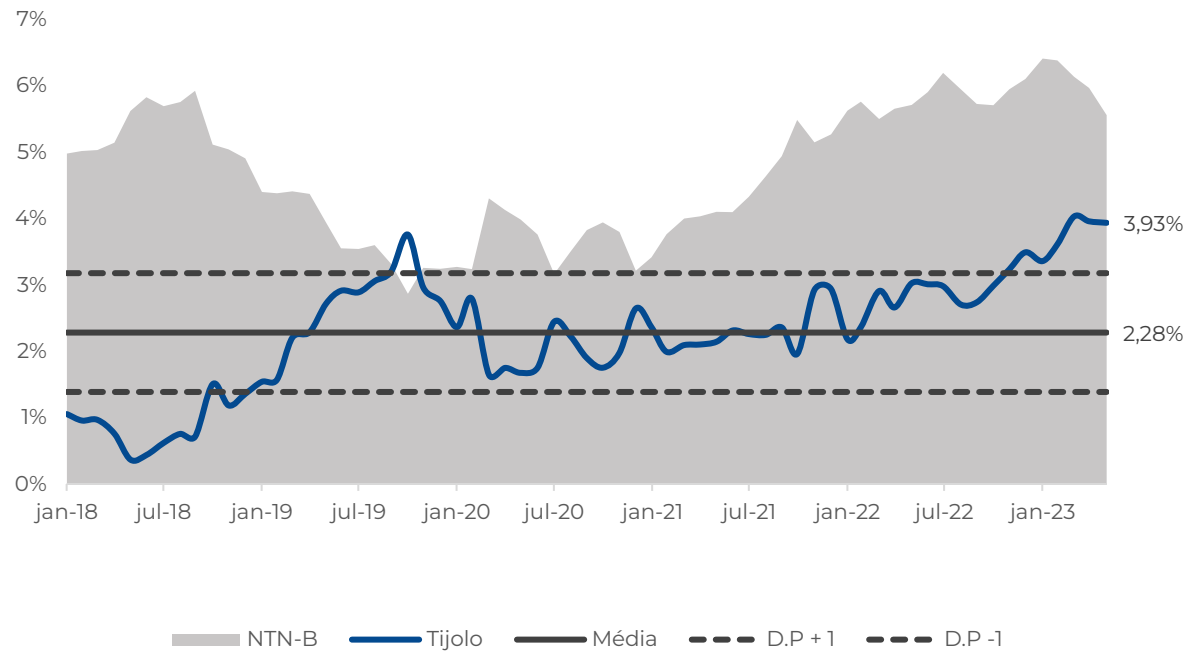
Fonte: Quantum Axis

b) Prêmio de risco

Para analisar os níveis de retorno nos preços atuais dos fundos de investimento imobiliário, consideramos novamente os juros reais pagos pelo Título do Tesouro Direto IPCA+ com vencimento em 2035 para o ativo livre de risco. Para o prêmio de risco, consideramos a diferença entre o *dividend yield* estimado pela distribuição média nos 12 meses anteriores e a média da cotação mensal dos ativos. Por fim, usamos a média no mês da taxa indicativa do título do Tesouro Direto indexado ao IPCA com vencimento em 2035 para o ativo livre de risco.

Atualmente, analisando o prêmio de risco médio dos fundos de tijolo que compõem o IFIX, visualizamos um prêmio muito atraente (aproximadamente 3,9%) e bastante acima de um desvio padrão da média histórica dos últimos anos. Vale ressaltar que um patamar de prêmio próximo a esse nível para tais ativos foi identificado apenas em uma janela ao longo dos últimos cinco anos, em um contexto no qual os juros pagos pelo Título do Tesouro Direto IPCA+ eram bem inferiores aos atuais – em valores próximos a 3% –, conforme indicado no gráfico abaixo:

***Spread*: *dividend yield* (FIIs de tijolo) sobre Taxa Indicativa NTN-B (2035)**

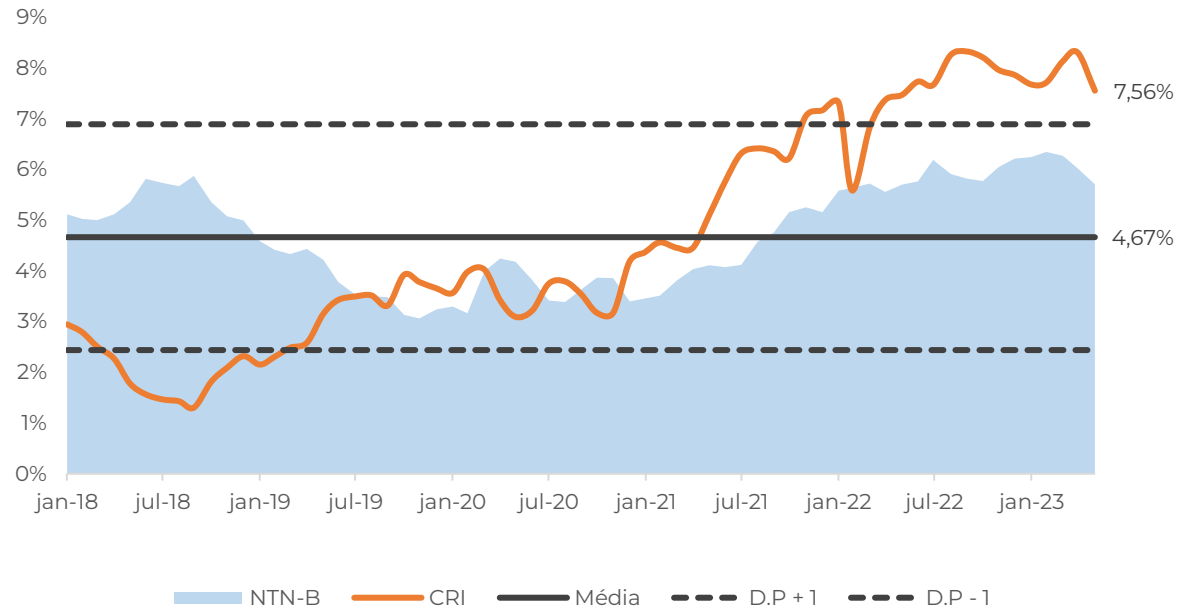


Fonte: Quantum Axis

Para os fundos de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podemos identificar um prêmio de risco ainda mais atraente quando avaliamos a média histórica, considerando os atuais níveis de desconto desses ativos. Em um primeiro momento, vale ressaltar que, devido aos altos níveis dos juros na economia, os títulos de crédito privado são emitidos e adquiridos a taxas bastante elevadas para que haja algum *spread* de crédito em relação aos ativos considerados livres de risco. Assim, o patamar atual de rendimento pago pelos FIIs de CRIs é bastante elevado.

Soma-se a esse ponto o fato de os ativos em si estarem consideravelmente descontados em comparação com o valor patrimonial dessas carteiras de crédito, o que resulta em um *dividend yield* em patamares elevados, acima de qualquer janela ao longo dos últimos cinco anos. Desse modo, mesmo com os altos níveis de remuneração dos títulos do Tesouro Direto indexados ao IPCA, o prêmio pago pelos fundos de crédito ainda se mantém em níveis surpreendentes.

***Spread: dividend yield* (FIIs de CRIs) sobre Taxa Indicativa NTN-B (2035)**



Fonte: Quantum Axis

Por fim, para evitar que o investidor chegue a conclusões indevidas, ressaltamos que não é adequado comparar diretamente o *dividend yield* dos fundos de tijolo com o dos fundos de recebíveis, uma vez que o retorno dos fundos de recebíveis é em base nominal e a correção monetária é distribuída no curto prazo. Por sua vez, no caso dos FIIs de tijolo, a inflação é identificada em ciclos mais longos, por meio de revisionais e do reajuste dos contratos de aluguel pela inflação – além da potencial valorização dos empreendimentos investidos.

Vale ressaltar que a absorção da inflação por parte dos fundos de tijolo não é imprescindível e depende de diversos fatores, principalmente relacionados à qualidade dos ativos (e à capacidade de manutenção desta ao longo do tempo), à região onde os ativos estão inseridos e ao momento de mercado pelo qual passam essas regiões. Tais fatores influenciam diretamente a demanda por locação de áreas dos ativos e, consequentemente, a capacidade de aumentar os níveis de preços para locação ao longo do tempo.

Como (outra) consequência, também influenciam a capacidade de geração de retorno. Naturalmente, ativos com maior capacidade de gerar retorno atrelados a um risco menor de vacância tendem a desempenhar bem ao longo do tempo. Em ciclos mais longos, isso se traduz na valorização nas avaliações anuais e na capacidade de gerar retornos expressivos, acima da inflação.

Soma-se a isso a necessidade de um bom trabalho de gestão para que haja geração de valor para o investidor: seja por meio de transações (boas aquisições ou vendas que destravem valor para o cotista), seja com a boa administração dos ativos investidos, seja pelo alinhamento com o cotista na tomada de decisões.

Isto posto, devemos acentuar para o investidor que, hoje, identificamos oportunidades consideráveis de exposição a ativos imobiliários com descontos relevantes em relação ao valor real desses empreendimentos por meio da aquisição de cotas de fundos de investimento imobiliário negociados abaixo de seus valores patrimoniais.

Nos níveis atuais de desconto sobre o real valor dos ativos (conforme indicado na seção de P/VP) e considerando os patamares de *dividend yield* (devido a esse mesmo desconto), cria-se uma margem de segurança expressiva e um potencial de retorno considerável para o médio e longo prazos.

A margem de segurança no contexto atual é tão expressiva que resulta em uma mitigação de riscos sobre a performance dos ativos reais em cenários de estresse, tornando o momento extremamente oportuno para o investimento no mercado de *Real Estate* por meio dos FIIs.

Devemos pontuar que a aquisição de fundos de investimento imobiliário, apesar de ser uma forma de expor-se ao mercado imobiliário, não deve ser considerada de todo equivalente ao investimento direto em empreendimentos imobiliários.

Essas diferentes formas de exposição não devem ser tratadas de forma equivalente, afinal as dinâmicas divergem entre os tipos de investimento, ao passo que o tratamento equitativo entre essas classes pode gerar frustrações no investidor – conforme abordamos na seção que trata do momento atual dos FIIs.

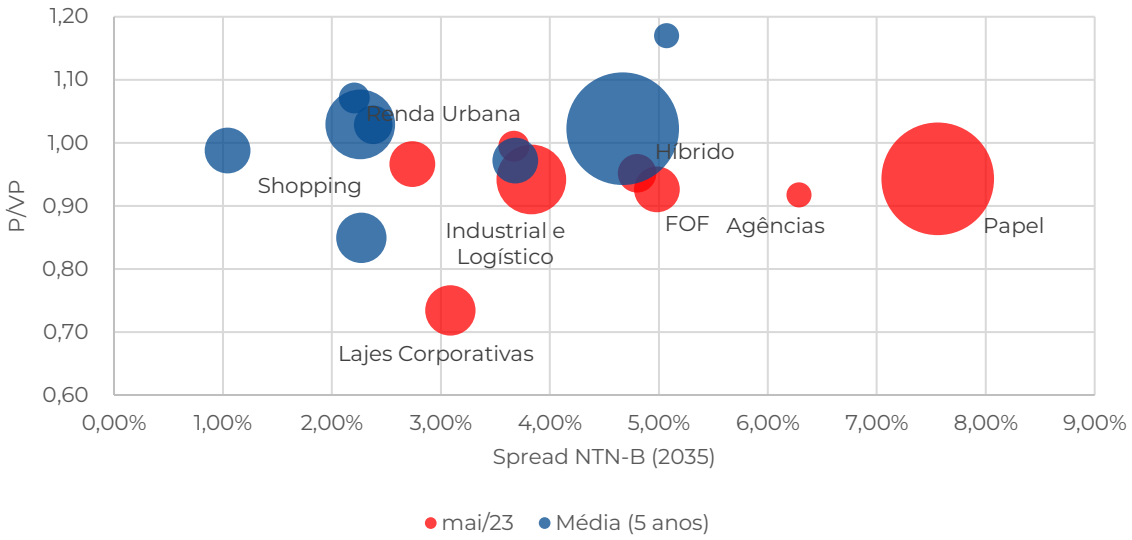
Dito isso, acreditamos que os fundos de investimento imobiliário apresentem hoje um grande potencial para o investidor que deseja expor-se ao mercado de *Real Estate*, principalmente quando analisamos o preço equivalente de aquisição do metro quadrado via FIIs em comparação com os valores transacionados no mercado real.

c) P/VP vs. *spread* NTN-B

Ainda sobre o nível de desconto atual, comparamos – por meio do seguinte gráfico (próxima página) – a relação entre o P/VP e o *spread* sobre os juros pagos pelos títulos do Tesouro Direto indexados ao IPCA de vencimento equivalente, segmentados por setor de atuação dos fundos, nos últimos cinco anos e no final de maio de 2023.

A análise suporta a linha de raciocínio apresentada ao longo do material: hoje, os fundos de investimento imobiliário são negociados a múltiplos historicamente muito descontados, com potencial de retorno real bastante superior às médias históricas para todas as categorias desses ativos.

Spread sobre a NTN-B (2025) e P/VP



Fonte: Quantum Axis

	Spread NTN-B (2035)		P/VP	
	mai/23	Média (5 anos)	mai/23	Média (5 anos)
Lajes corporativas	3,09%	2,27%	0,73	0,85
Shopping	2,74%	1,04%	0,97	0,99
Industrial e logístico	3,83%	2,26%	0,94	1,03
Renda urbana	3,67%	2,21%	0,99	1,07
Papel	7,56%	4,67%	0,94	1,02
FOF	4,98%	3,68%	0,93	0,97
Híbrido	4,80%	2,38%	0,95	1,03
Agências	6,29%	5,07%	0,92	1,17

Sobre os dados apresentados na tabela acima, destacamos a grande atratividade do segmento de fundos de fundos (FoFs) devido ao patamar elevado do atual *dividend yield* ante um potencial bastante expressivo de retorno na valorização. Esse potencial se deve ao fato de o valor patrimonial dos FoFs ser marcado diariamente pelo valor de mercado dos ativos investidos por eles. Assim, é possível fazer uma análise simplificada sobre o potencial de *upside* desses ativos por meio do que chamamos de "desconto duplo".

Calculando a média ponderada dos indicadores de P/VP (da tabela acima), chega-se a um valor de 0,89 para o P/VP médio atual do índice IFIX, ou 11% de desconto – o que resultaria em um *upside* de aproximadamente 12,40% na cota patrimonial dos FoFs caso os ativos investidos fossem negociados ao seu valor justo atual. Quando consideramos o P/VP para o segmento de FoFs hoje (0,93), encontramos uma segunda camada de desconto, isto é, sobre o valor já descontado – em 11%, em média, sobre os valores investidos –, conforme indicamos.

Assim, infere-se um desconto total de aproximadamente 17,60% (em média) sobre os valores investidos pelos FoFs, o que resultaria em um potencial de *upside* total de cerca de 21,40%, além da renda mensal elevada em função desses descontos.

	R$	Desconto	*Upside*
Cota potencial (base)	112,4	-	0%
Cota patrimonial	100,0	-11%	12,4%
Cota mercado	92,6	-18%	21,4%

Devemos deixar claro que a simulação acima tem viés teórico e que, para ela, consideramos valores e ponderações atuais por segmentos do índice IFIX. Ademais, cada fundo de fundos tem a sua própria carteira, com diferentes concentrações para cada segmento. No entanto, acreditamos que seja válido destacar o alto potencial de retorno – muitas vezes despercebido – dessa classe de ativos no contexto atual.

Além dos FoFs, destacamos o patamar elevado de *dividend yield* para os fundos de CRIs, que hoje remuneram surpreendentes 7,56% acima da taxa indicativa do Tesouro Direto indexado ao IPCA (em comparação com uma média histórica de 4,67% para os últimos cinco anos). Além disso, vale ressaltar que esses fundos sofrem um efeito semelhante em seu valor patrimonial devido à marcação dos ativos investidos. Portanto, infere-se um desconto real maior que os 8% indicados na tabela acima em um cenário de persistência na compressão das curvas de juros futuros.

d) Alavancagem em fundos de tijolo

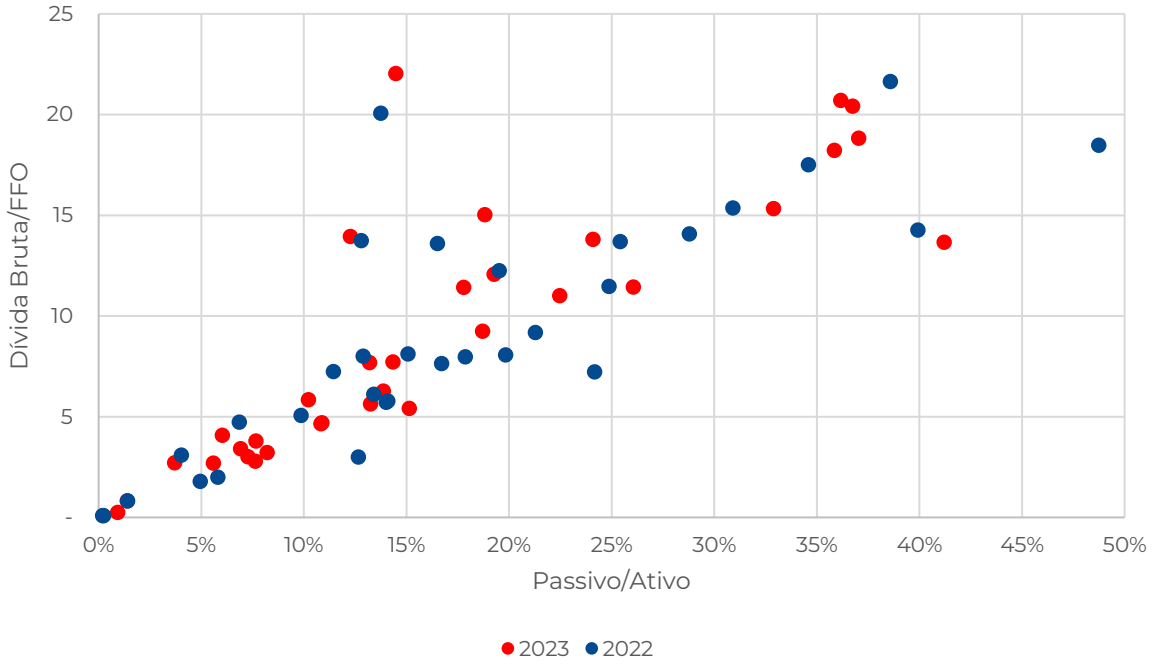
Por fim, consideramos relevante tratar da alavancagem em fundos de tijolo, tema que se tornou bastante frequente com a ausência de janela para novas captações e a tendência de baixa dessa classe de ativos ao longo dos últimos meses. Tal contexto resultou no aumento no número de aquisições com pagamento a prazo ou financiadas por meio da securitização de recebíveis.

Vale pontuar que existe um paradoxo entre os momentos mais oportunos para adquirir empreendimentos imobiliários e aqueles em que há uma janela maior para captação de recursos nos fundos de investimento imobiliário. Em cenários de juros altos, existe uma atratividade maior para a aquisição de ativos imobiliários, uma vez que as transações tendem a apresentar um *cap rate* mais elevado devido ao retorno maior exigido para o investimento na classe, potencializando assim o retorno do comprador.

Nesse mesmo contexto, os ativos de renda variável – e, principalmente, os fundos de tijolo em geral – tendem a negociar com deságio, considerando a remuneração atrativa dos títulos de renda fixa. Logo, a possibilidade de realizar novas emissões fica mais restrita.

Uma alternativa para esse momento de mercado é a alavancagem, com a realização da captação de capital por meio da emissão de uma dívida (securitização) ou compra a prazo em parcelas futuras, aproveitando o momento propício para aquisição de ativos a preços atrativos. Esse tipo de transação pode gerar valor significativo para o fundo com o eventual corte de juros e a compressão dos *cap rates* nas transações futuras, além de um "carrego" mais elevado com a aquisição dos ativos a preços mais baixos.

Apesar de válida, a estratégia – se mal estruturada – também pode gerar perdas consideráveis e, portanto, acarreta um aumento no risco dos fundos que optam por segui-la. Realizamos o levantamento dos dados de dívida bruta/FFO e passivo/ativo para os fundos que tinham obrigações no encerramento do primeiro trimestre de 2022 e no mesmo período de 2023.



Fonte: Quantum Axis

Nota: *os fundos XPPR11 e RELG11 foram ocultados a fim de não prejudicar a análise gráfica.*

O número de fundos que se encontravam com obrigações em 1T22 aumentou de 34 para 35 em 2023, com a contratação de obrigações financeiras por parte do HSLG11. Na contramão, a média do nível de alavancagem reduziu de 18,45% para 17,74% no período de 12 meses, ao passo que a média da dívida bruta/FFO aumentou de 12,07x para 12,35x – devido, principalmente, ao aumento expressivo no valor financeiro das obrigações por securitização dos fundos KNRI11 e HSML11.

Acreditamos que, com a valorização dos ativos devido ao potencial corte de juros no segundo semestre de 2023 e a equalização dos preços no mercado secundário ante o valor patrimonial dos ativos, poderemos observar um número expressivo de captações ser realizado na classe de fundos de tijolo com foco na desalavancagem, visando a estruturas de capital mais confortáveis.

6. Fundos de crédito

O início de 2023 foi marcado por eventos de crédito relevantes, que fizeram subir o nível de desconfiança e a aversão ao risco dos investidores, principalmente com as questões relacionadas à Americanas e à Light. Nesse contexto, os fundos de investimento imobiliário não se mantiveram inatingidos: ao longo do primeiro trimestre, presenciamos a sinalização de inadimplência em carteiras de recebíveis imobiliários de determinados FIIs de CRIs pelas gestoras.

Ainda no segundo semestre de 2022, a equipe de gestão da Suno Asset já vinha sinalizando a necessidade de um acompanhamento mais criterioso dos títulos de crédito privado, principalmente devido à elevação expressiva no patamar das taxas de juros e, consequentemente, no serviço da dívida para os devedores. Nesta seção, trataremos mais especificamente do cenário de crédito e de financiamento imobiliário, assim como os impactos nos fundos de investimento imobiliário de Certificados de Recebíveis Imobiliários.

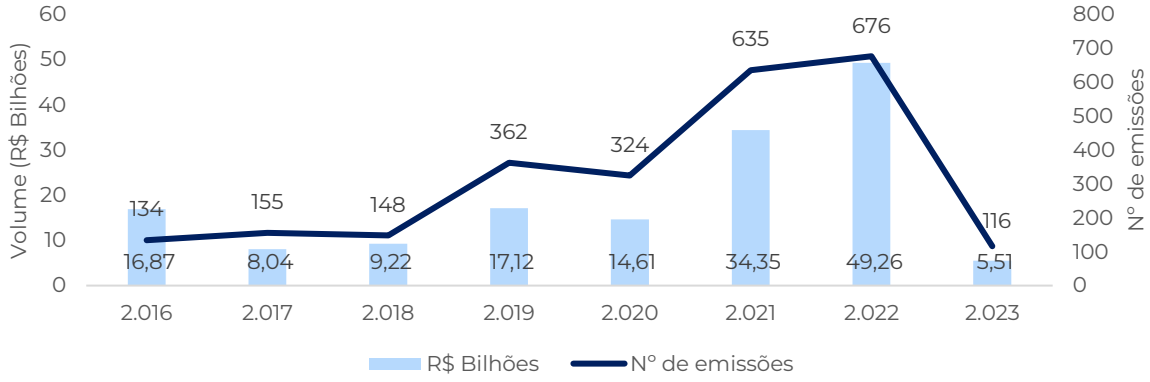
a) Emissões

Ao longo de 2021 e 2022, observamos um crescimento expressivo no número e no volume de emissões de CRIs. Atribuímos esse crescimento a dois pontos principais:

I. início da política monetária contracionista iniciada pelo Banco Central em 2021 por meio da elevação da taxa Selic. É natural que, com a elevação das taxas de juros, os ativos de renda fixa ganhem atratividade com o aumento da remuneração, principalmente após um período de Selic em 2%;
II. aumento expressivo no interesse dos investidores sobre os FIIs ao longo dos últimos anos.

Conforme apontamos na seção 3, o número e o volume financeiro de emissões de FIIs cresceram expressivamente ao longo desses anos. Devido aos altos níveis de retorno nominal, os fundos de CRIs ganharam a simpatia dos investidores. Essa combinação de fatores resultou em uma maior demanda por esses títulos, como indica o gráfico abaixo:

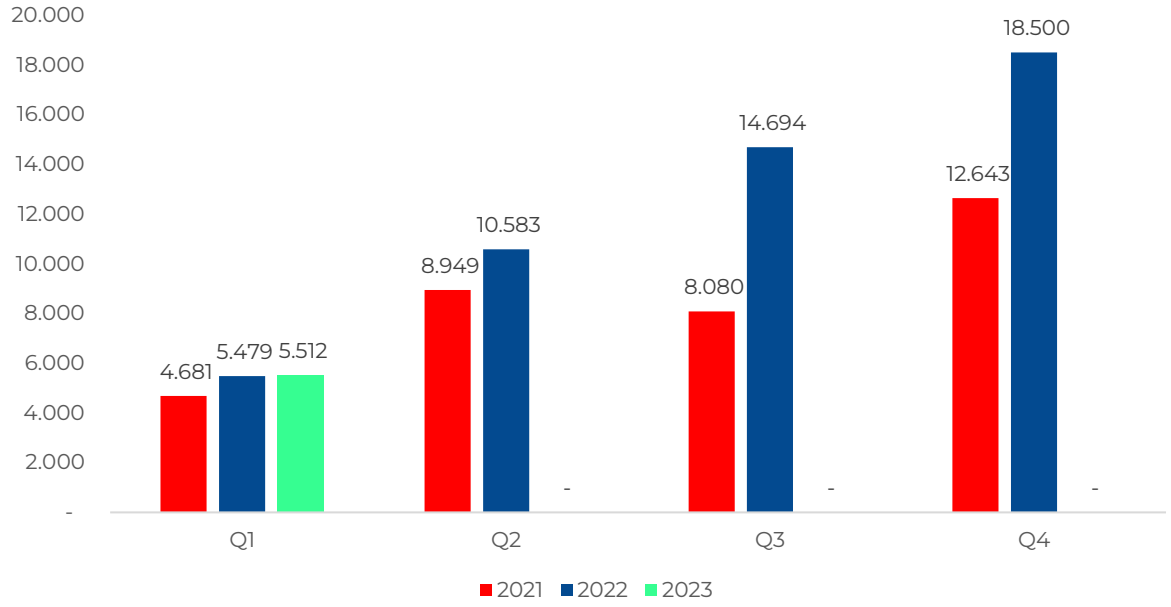
Emissões de CRIs



Fonte: Anbima

Analisando esses dados na comparação trimestral, até então o volume de emissões para o primeiro trimestre de 2023 está em nível próximo ao dos últimos dois anos (gráfico abaixo), mesmo com uma maior aversão ao risco por parte do mercado.

CRIs: volume de emissões (R$ milhões)



Fonte: Anbima

Acreditamos que, mesmo em um potencial cenário de cortes nas taxas de juros, a procura por FIIs de CRIs permanecerá, principalmente devido aos *spreads* de créditos atrativos das carteiras atuais em relação aos títulos com risco soberano. A valorização dos preços no mercado secundário deverá acarretar um número maior de emissões e, consequentemente, uma demanda maior por CRIs.

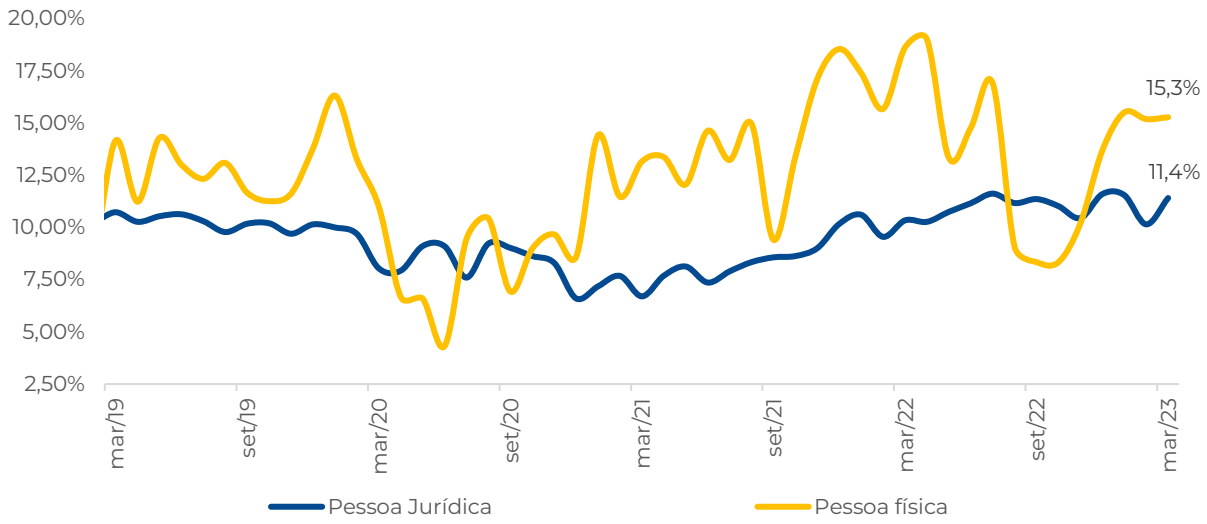
Também acreditamos que, mesmo diante dos pontos abordados, exista uma grande avenida de crescimento e desenvolvimento da indústria de fundos de investimento imobiliários e dos próprios Certificados de Recebíveis Imobiliários, conferindo ao mercado de capitais um papel cada vez mais relevante no financiamento imobiliário – fator que julgamos extremamente positivo para o desenvolvimento desse mercado no país.

b) Risco de crédito

Apesar dos altos níveis de juros e inflação resultarem em um rendimento nominal mais elevado para o investidor de títulos de crédito – assim como na necessidade de taxas mais elevadas para que exista o *spread* de crédito –, sempre ressaltamos a necessidade de ter em mente a existência da figura do devedor, que arca com o custo da dívida mais alto. Custos mais elevados para o devedor implicam, naturalmente, um risco maior de calote.

Nos gráficos abaixo, podemos identificar o aumento no custo do financiamento imobiliário para pessoas física e jurídica – tanto para o crédito direcionado como em relação às taxas de mercado para pessoa física.

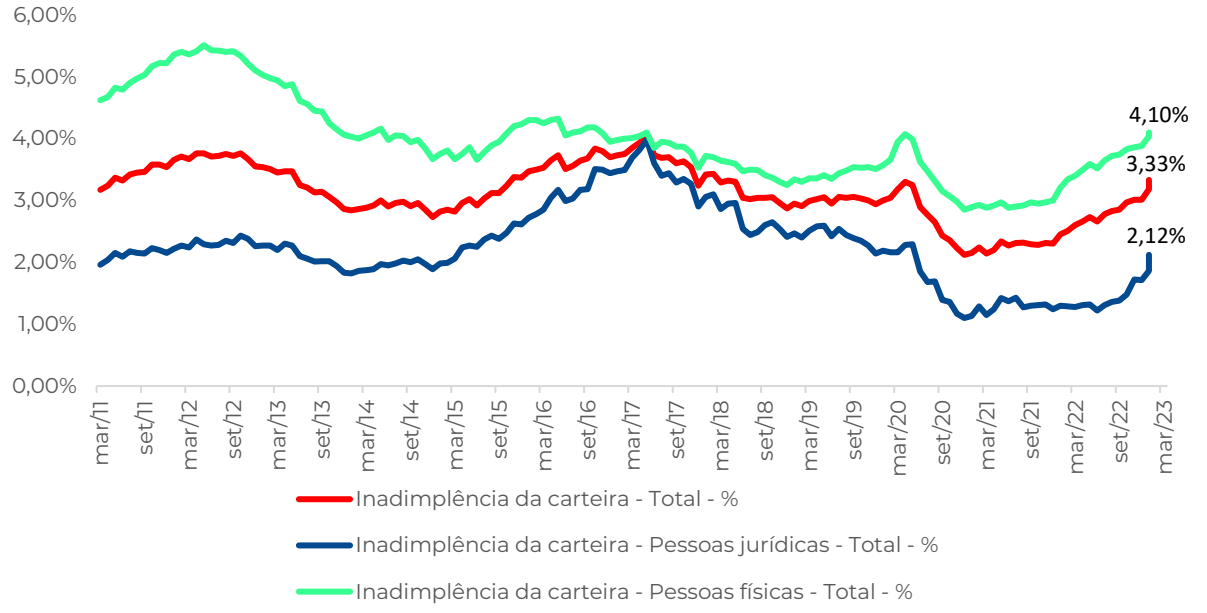
Taxa média de juros para operações de financiamento imobiliário com recursos direcionados (% a.a.)



Fonte: BCB

Mesmo com o aumento do custo do crédito, os níveis de inadimplência ainda se encontram em patamares controlados. Em geral, conforme ilustra o gráfico abaixo, o risco de calote das empresas naturalmente tende a ser mais baixo em comparação ao das pessoas físicas.

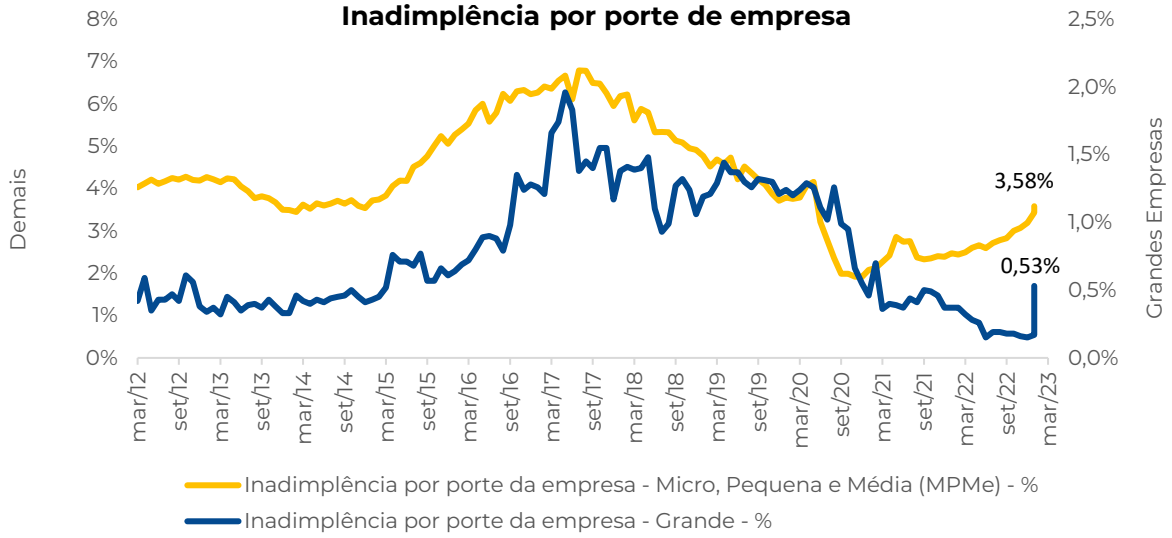
Inadimplência



Fonte: BCB

Em cenários de crédito estressados (como o atual), avaliamos a opção por créditos de menor risco, atrelados a carteiras de recebíveis lastreadas em operações robustas de empresas com balanços sólidos e alta capacidade de pagamento, como algo mais prudente que operações lastreadas em recebíveis de pessoas físicas. Esta segunda opção é comum em FIIs para operações de incorporação de projetos multipropriedade, por exemplo.

Ainda sobre operações de financiamento, mesmo entre as companhias é necessário analisar caso a caso quem é o devedor na ponta final, bem como sua capacidade de pagamento. Conforme demonstra o gráfico abaixo, empresas de maior porte, com operações mais consolidadas, tendem a dispor de maior capacidade de pagamento e níveis de inadimplência consideravelmente menores.



Fonte: BCB

Por ora, acreditamos que os patamares de inadimplência ainda estejam em níveis controlados. Contudo, é notável a aceleração nesses níveis ao longo do início de 2023, e, portanto, uma monitoração cuidadosa dos níveis de inadimplência nos fluxos de recebíveis dos ativos de crédito é necessária – principalmente para títulos emitidos com taxas prefixadas acima da média.

Apresentados os dados, conforme já apontamos, acreditamos que o momento atual seja de prudência e de aproveitar o desconto em ativos cujos portfólios consistam majoritariamente em operações robustas, com fluxos previsíveis. Considerando o risco de calote mais alto, a opção por contratos com garantias robustas – de alto valor em relação ao saldo devedor da operação (LTV), liquidez real e fácil execução – nos parece mais atrativa em comparação com títulos lastreados em operações e balanços mais frágeis.

Por fim, a aquisição de portfólios diversificados e com equipes experientes fazendo gestão de risco e acompanhamento próximo das operações nos parece a melhor forma de expor-se aos ativos de crédito hoje.

7. FIIs de tijolo: propriedades e construção civil

Nesta seção, analisaremos pontos relevantes sobre os setores de construção civil e de administração de propriedades, os quais estão diretamente relacionados ao desempenho dos fundos imobiliários que desenvolvem e administram imóveis com foco em renda. Para tanto, trataremos principalmente dos setores de Lajes Corporativas e de Industrial e Logístico, devido à maior disponibilidade de dados.

a) Financiamento e desenvolvimento

Conforme descrevemos na última seção, é natural que, com um custo de crédito mais elevado, exista uma desaceleração do setor de construção civil, afinal o financiamento (tanto para o incorporador como para o comprador final, na outra ponta) fica mais caro. Este é um dos principais motivos de o nível de atividade e o desempenho no setor de construção civil serem altamente correlacionados com o patamar das taxas de juros no país.

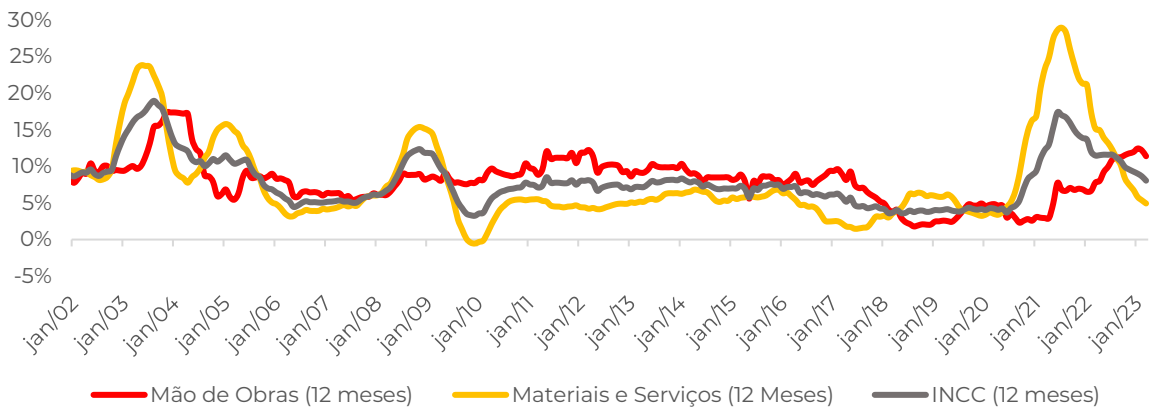
Com a elevação nas taxas de juros e o financiamento mais caro, as incorporadoras reduzem o número de novos projetos, concentrando-se na venda e entrega dos empreendimentos já em obra. Nesse contexto, o aumento no estoque de áreas tende a ser menor em relação a cenários de expansão econômica.

Analisando os custos de construção por meio do INCC (Índice Nacional de Custo de Construção), notamos o impacto ao longo dos últimos meses, principalmente no custo de materiais e serviços. Essa fração do índice teve um descolamento expressivo em relação às médias históricas – assim como o IGP-M –, devido principalmente a um aumento nos custos de matérias e *commodities* resultante da depreciação do real ante o dólar.

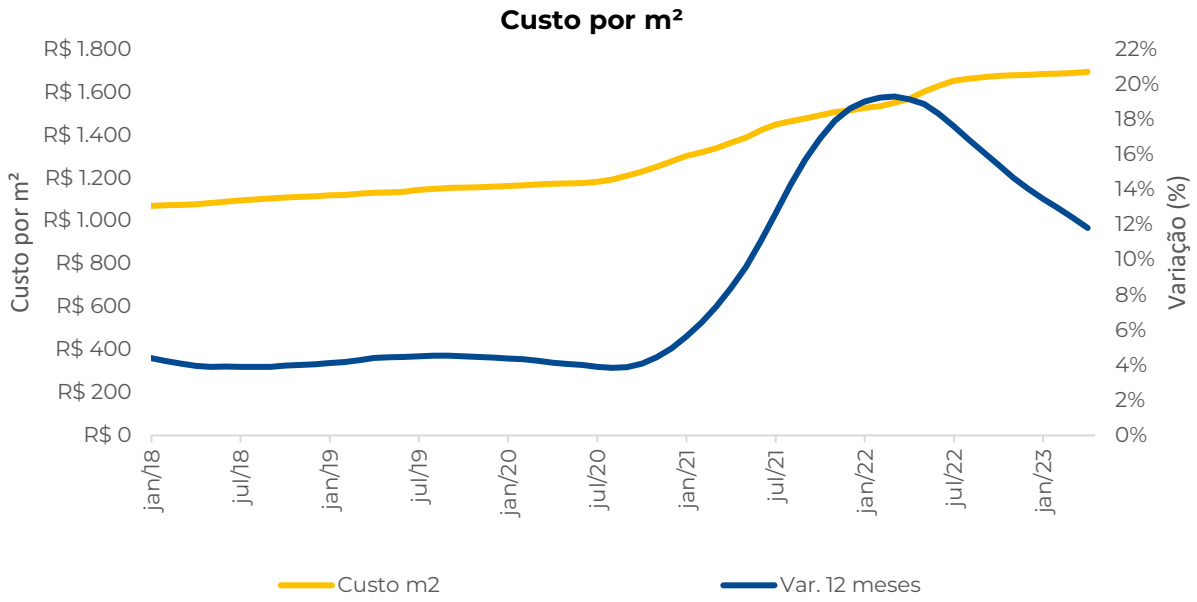
Com o repasse da inflação nos preços, é natural que o custo da mão de obra também seja maior, tendo alta considerável – mesmo que inferior ao nível repassado nos preços das matérias-primas. Esses fatores, assim como o custo de financiamento, impactam diretamente o custo de incorporação e, consequentemente, a atividade construtiva de novos empreendimentos, o que tende a gerar um número reduzido de novos projetos.

Podemos visualizar essas informações nos seguintes gráficos:

Índice Nacional de Custo de Construção (INCC)



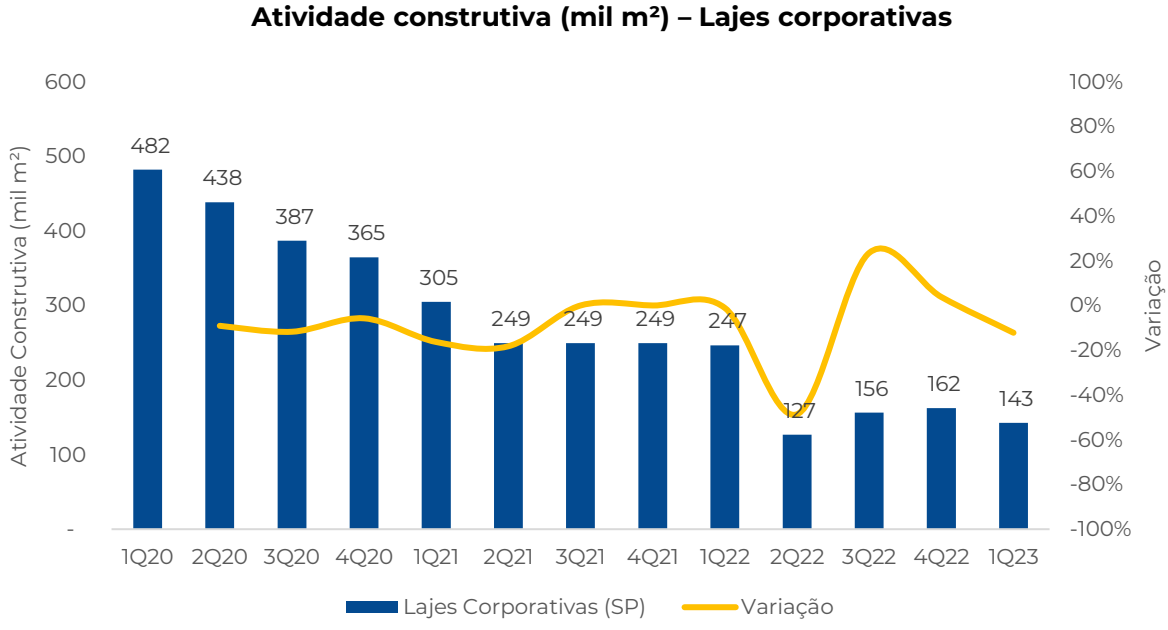
Fonte: FGV



Fonte: SINAPI/IBGE

Sobre a atividade construtiva para o segmento de edifícios comerciais, notamos uma retração considerável no volume de ABL (m²) em construção ao longo dos últimos trimestres, com estagnação (conforme se esperava, justamente devido aos fatores elencados).

Vale ressaltar que a demanda pela locação de lajes corporativas e salas comerciais ainda passa por uma recuperação lenta. Acreditamos que isso se deva – em parte – à manutenção da flexibilidade sobre o ambiente de trabalho por meio dos modelos híbrido e *home office*, o que contribui para um menor incentivo ao desenvolvimento de novos projetos.

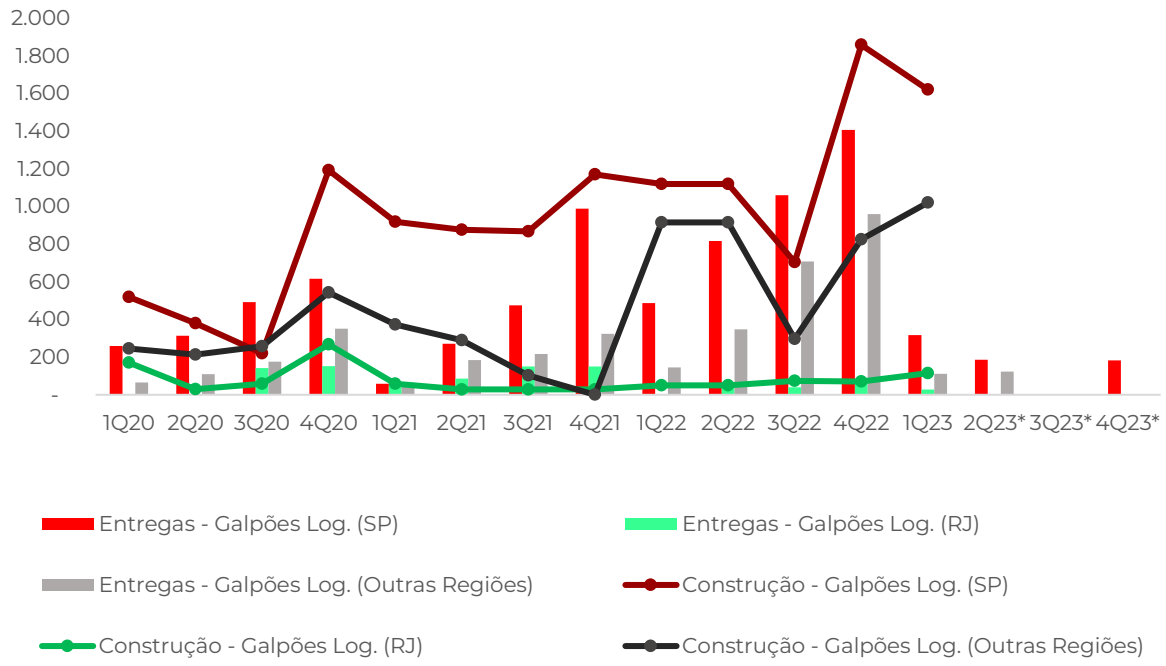


Fonte: Cushman & Wakefield

Por outro lado, diante do crescimento expressivo do *e-commerce* no país, também consequência da pandemia da Covid-19, a atividade construtiva para empreendimentos logísticos foi notável, principalmente para atender à demanda por ativos *last-mile* em regiões metropolitanas primárias, como São Paulo.

Ao longo de 2023, de acordo com dados da Cushman & Wakefield, ainda existe expectativa no segmento logístico para a entrega de aproximadamente 369 mil m² de ABL em projetos de grande relevância em São Paulo, acrescidos de 123 mil m² em outras regiões.

Áreas Entregues e Em Construção (mil m²) – logístico e industrial



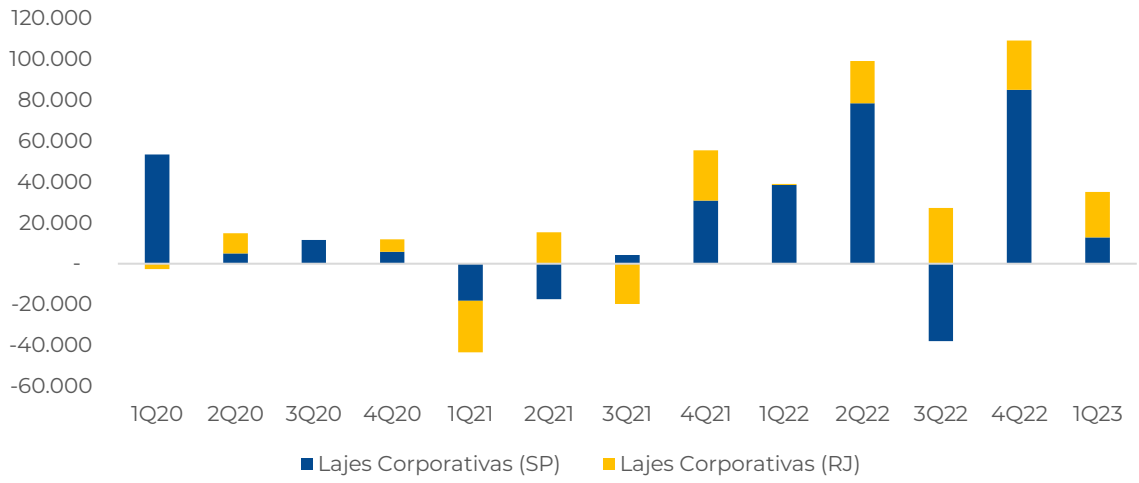
Fonte: Cushman & Wakefield

b) Estoque e vacância

Em linha com o que expusemos na subseção anterior, a demanda por áreas nas regiões tem relação direta com o desenvolvimento de novos projetos. A vacância nos prédios comerciais ainda é consideravelmente alta, principalmente devido ao alto número de entregas de projetos ao longo dos últimos anos, atrelado a uma retomada mais lenta do trabalho presencial. Esse contexto faz a absorção líquida nos últimos trimestres manter-se modesta em relação ao estoque vago.

Por outro lado, o saldo da absorção líquida ao longo dos últimos trimestres tem sido positivo, em linha com a retomada gradual (mesmo que lenta) da obrigatoriedade do trabalho presencial por parte das empresas. Esses fatores podem indicar um cenário mais otimista, com uma recuperação progressiva para o segmento nos próximos trimestres.

Absorção líquida (m²) – lajes corporativas



Fonte: Cushman & Wakefield

Ademais, de acordo com dados da Cushman & Wakefield, analisando os últimos 12 meses, mesmo com a entrega de projetos e o aumento do estoque nas capitais de São Paulo (79 mil m²) e Rio de Janeiro (1,5 mil m²), a vacância em ambas as cidades foi reduzida.

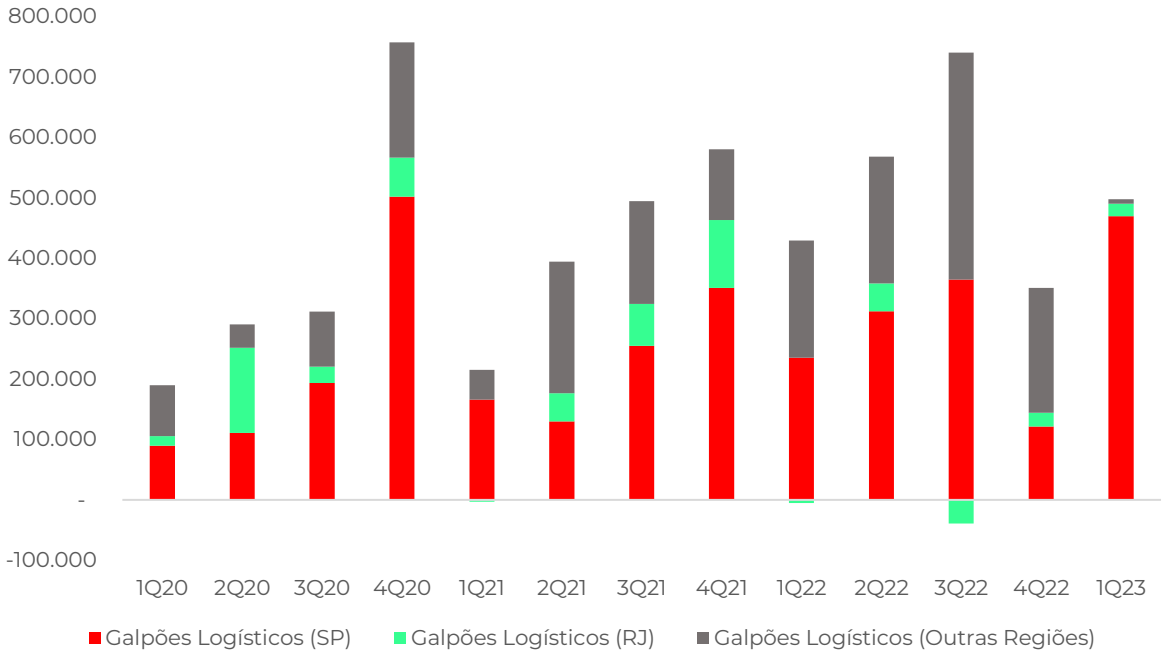
Apesar de, em termos percentuais, a redução na vacância do Rio de Janeiro (RJ) ter sido maior, o novo estoque da cidade foi bastante inferior ao de São Paulo (SP). Todavia, em números absolutos, a atividade de locação em São Paulo foi bastante semelhante, conforme indica a tabela abaixo:

	Lajes corporativas (SP)	Lajes corporativas (RJ)
Estoque 1Q22 (m2)	3.532.576	1.543.513
Estoque 1Q23 (m²)	3.611.802	1.545.016
Delta (m²)	79.226	1.503
Área vaga 1Q22 (m²)	859.777	551.226
Área vaga 1Q23 (m²)	809.521	425.196
Delta total (m²)	129.482	127.533
Vacância 1Q22 (%)	24,34%	35,71%
Vacância 1Q23 (%)	22,41%	27,52%
Delta (%)	-1,93%	-8,19%

Fonte: Cushman & Wakefield

Para os empreendimentos logísticos e industriais, conforme já apontamos, o cenário foi mais positivo. Mesmo com o custo mais alto de financiamento, é notável a atividade de desenvolvimento e locação desse tipo de ativo, principalmente em regiões mais demandadas, como os arredores da Região Metropolitana de São Paulo (RMSP). Os dados da Cushman & Wakefield, no seguinte gráfico, demonstram bem como a demanda de locação para esse tipo de ativo segue em alta:

Absorção líquida (m²) – logístico e industrial



Fonte: Cushman & Wakefield

Avaliando os números da tabela abaixo, também com dados da Cushman & Wakefield, podemos identificar um crescimento expressivo no estoque disponível em áreas de ativos logísticos e industriais, com 12% de crescimento da área total no estado de São Paulo, 8,5% no estado de Rio de Janeiro e 35,9% no estoque de outras regiões.

	Industrial e logístico (SP)	Industrial e logístico (RJ)	Industrial e logístico (outras regiões)
Estoque 1Q22 (m2)	10.898.618	2.381.559	3.903.710
Estoque 1Q23 (m²)	12.210.779	2.583.994	5.305.711
Delta (m²)	1.312.161	202.435	1.402.001
Delta (%)	12%	8,5%	35,9%
Área vaga 1Q22 (m²)	1.353.882	380.024	204.080
Área vaga 1Q23 (m²)	1.325.401	492.532	339.595
Delta total (m²)	1.340.642	89.927	1.266.486
Vacância 1Q22 (%)	12,4%	16%	5,2%
Vacância 1Q23 (%)	10,9%	19,1%	6,4%
Delta (%)	-1,6%	3,1%	1,2%

Fonte: Cushman & Wakefield

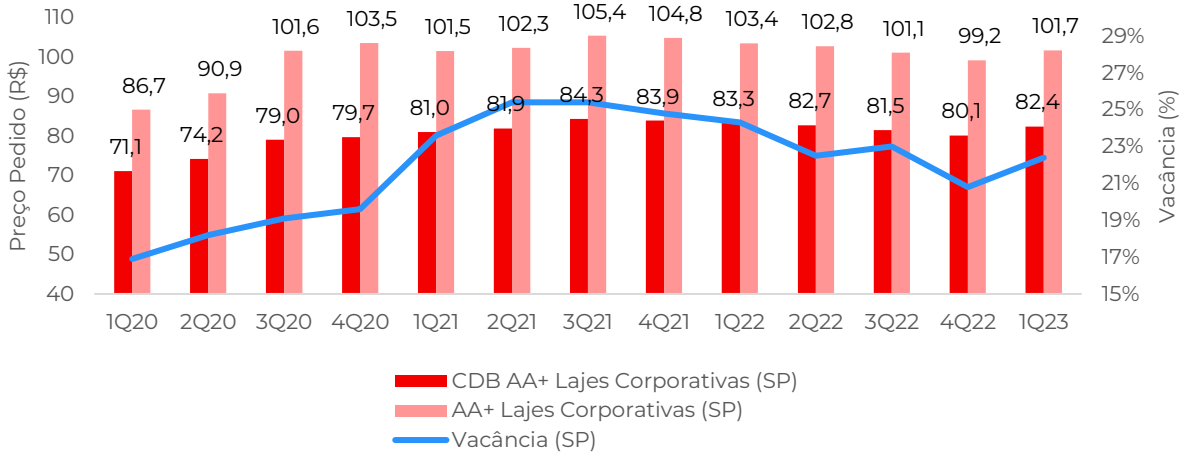
Mesmo com este crescimento expressivo no estoque disponível, a variação dos níveis de vacância nos últimos 12 meses ficou próxima a zero, evidenciando a forte demanda por esse tipo de ativo nos últimos meses – potencializada, principalmente, pelo crescimento expressivo do setor de *e-commerce*.

c) Preços de locação e vacância

É natural que os preços de locação dos ativos sejam intimamente relacionados à vacância das regiões e à capacidade de absorção das áreas já disponíveis, bem como de novas entregas.

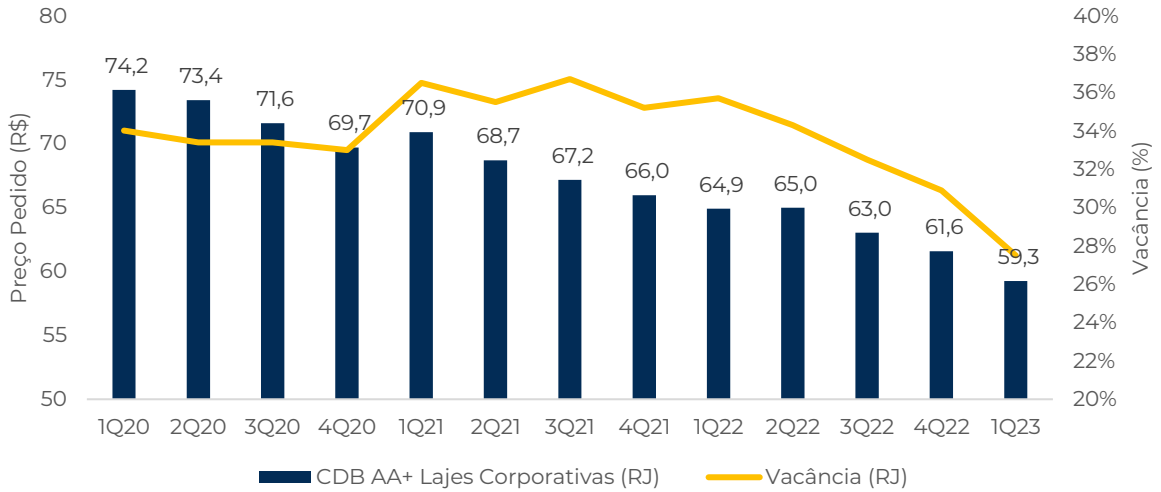
Com a recuperação desacelerada do segmento de lajes e a dificuldade de locar áreas vagas – diante do grande volume de entregas ao longo dos últimos anos –, identificamos a compressão nos preços pedidos tanto nos ativos de classe A ou superior como na média geral, considerando todas as classificações. Os gráficos abaixo indicam essas conclusões:

Preço pedido e vacância (São Paulo)



Fonte: Cushman & Wakefield

Preço pedido e vacância (Rio de Janeiro)



Fonte: Cushman & Wakefield

Para ambos os mercados de São Paulo e Rio de Janeiro, é notável a compressão nos preços desde o fim de 2021, principalmente devido a entregas de novas áreas (conforme relatado na seção anterior) e à atividade de locação reduzida, ainda por reflexo da crise sanitária.

Entretanto, vale ressaltar que a variação total nos preços de locação para o mercado corporativo de São Paulo ainda é positiva quando consideramos o horizonte pré-pandemia, ao passo que o cenário é mais otimista em comparação com o mercado de lajes corporativas do Rio de Janeiro. Este conta com níveis de vacância bastante expressivos e um estoque de qualidade inferior em geral, conforme demonstra a tabela abaixo:

Preço pedido	1Q20	1Q21	1Q22	1Q23	Variação 1Q23/1Q22	Variação total
Lajes Corporativas CDB AA+ (SP)	71,10	80,97	83,89	82,42	-1,8%	15,9%
Lajes Corporativas CDB AA+ (RJ)	74,20	70,9	65,96	59,26	-10,2%	-20,1%
Lajes Corporativas AA+ (SP)	86,66	101,5	103,43	101,66	-1,7%	17,3%
Lajes Corporativas AA+ (RJ)	94,70	92,2	88,78	84,73	-4,6%	-10,5%

Fonte: Cushman & Wakefield

Com o número de entregas mais reduzido previsto para os próximos trimestres e diante da absorção gradual das áreas vagas (com a recuperação no setor de lajes), esperamos uma diminuição na vacância nas principais regiões ao longo dos próximos meses. Isso deve possibilitar que os preços pedidos voltem a subir no médio e longo prazos para os empreendimentos corporativos.

Devemos pontuar que existe uma defasagem temporal natural nessa relação de causa e consequência, sendo a redução da vacância precedente ao aumento dos preços pedidos para locação. No primeiro trimestre de 2023, os níveis de preços pedidos para a região de São Paulo aumentaram pela primeira vez desde o terceiro trimestre de 2021.

Para o mercado de São Paulo, acreditamos que a melhoria no segmento virá primeiro em regiões mais próximas aos principais polos comerciais, principalmente com maior proximidade da região da Av. Brigadeiro Faria Lima – tendo em vista o baixo nível de vacância, atrelado ao preço pedido elevado.

Regiões como Vila Olímpia e Pinheiros, que apresentam preços mais comprimidos em locais com volumes relevantes de áreas e empreendimentos de padrão elevado, devem sofrer gradualmente o efeito de “transbordo”, dado o baixo poder de barganha para inquilino potencial na região da Av. Brigadeiro Faria Lima e a pouca disponibilidade de áreas.

Acreditamos que esse efeito também impactará positivamente a região da Chucri Zaidan. No entanto, a recuperação nos preços de locação deverá ser mais lenta, mesmo com o alto volume de estoque de edifícios de alto padrão, devido ao aumento expressivo na disponibilidade de áreas gerado pelo alto volume de entregas na região nos últimos anos. Por outro lado, áreas que hoje são menos demandadas, com estoque de qualidade inferior e vacância estrutural mais alta – como Santo Amaro, Av. Paulista e Chácara Santo Antônio –, deverão ter desafios maiores para o médio e longo prazos.

Vale pontuar que, apesar de a vacância na região do Itaim ter ficado em 17,90% ao final do primeiro trimestre de 2023, esse valor está acima da vacância média estrutural na região. Em nossa visão, isso ocorre devido a um volume de devolução atípico; assim, acreditamos na redução desse nível de vacância já no curto prazo.

Por fim, dados os níveis de descontos nos fundos imobiliários de lajes corporativas e salas comerciais, acreditamos que exista um grande potencial de retorno em vista da gradual recuperação desse mercado. Contudo, o investidor que priorizar portfólios com maior exposição nas regiões *prime*, de maior resiliência ou com perspectivas melhores sobre o potencial de destravar valor no curto e médio prazo deverá ter um retorno mais atrativo.

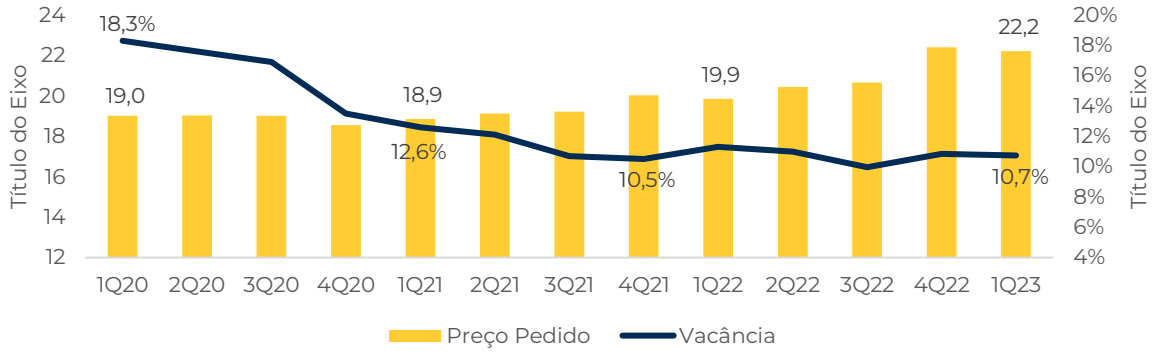
Regiões com maiores desafios para diminuição de vacância e repasse de preços ainda deverão ter uma recuperação consideravelmente lenta, mesmo diante da diminuição da atividade construtiva para o setor.

Vacância	1Q20	1Q21	1Q22	1Q23	Variação 1Q23/1Q22	Variação total
Berrini	16,20%	23,60%	28%	21,80%	-6,20%	5,60%
Chác. Sto. Antônio	41,20%	32,70%	26,50%	18%	-8,50%	-23,20%
Chucri Zaidan	14,60%	34,50%	34,20%	34,10%	-0,10%	19,50%
Faria Lima	9,70%	17,90%	16,90%	6,30%	-10,60%	-3,40%
Itaim	2%	1,30%	3,70%	17,90%	14,20%	15,90%
JK	1,10%	3,10%	3,30%	5,60%	2,30%	4,50%
Marginal Pinheiros	38,30%	33,10%	44,20%	41,40%	-2,80%	3,10%
Paulista	11,90%	15,60%	18,80%	27,40%	8,60%	15,50%
Pinheiros	8,40%	19,60%	13,50%	9,60%	-3,90%	1,20%
Santo Amaro	61,40%	61,90%	66,30%	70,30%	4%	8,90%
Vila Olímpia	13,40%	10,70%	13,70%	11,80%	-1,90%	-1,60%
Total	16,90%	23,60%	24,30%	22,40%	-1,90%	5,50%

Fonte: Cushman & Wakefield

No segmento logístico e industrial, notamos uma diminuição considerável do nível de vacância consolidada para o país, mesmo com o volume relevante de áreas entregues e o alto nível de atividade construtiva nos últimos trimestres.

Preço pedido e vacância – logístico e industrial



Fonte: Cushman & Wakefield

Em paralelo, com exceção do mercado logístico e industrial do Rio de Janeiro, o preço pedido para locação vem aumentando ao longo dos últimos trimestres – conforme demonstram as tabelas abaixo:

Preço pedido	1Q20	1Q21	1Q22	1Q23	Variação 1Q23/1Q22	Variação total
Galpões Logísticos (SP)	18,72	18,55	20,11	23,3	15,9%	24,5%
Galpões Logísticos (RJ)	21,73	20,29	21,12	20,69	-2%	-4,8%
Galpões Logísticos (outras regiões)	17,67	18,48	17,4	19,85	14,1%	12,3%
Galpões Logísticos (Brasil)	19,01	18,85	19,85	22,21	11,9%	16,8%

Fonte: Cushman & Wakefield

Vacância	1Q20	1Q21	1Q22	1Q23	Variação total
São Paulo	18,3%	10,4%	12,4%	10,9%	-7,5%
Rio de Janeiro	22,7%	19,2%	16%	19,1%	-3,6%
Outras regiões	15,4%	14,2%	5,2%	6,4%	-9%
Brasil	18,3%	12,6%	11,3%	10,7%	-7,6%

Fonte: Cushman & Wakefield

Apesar de o segmento ter desempenhado muito bem nos últimos trimestres, será necessário avaliar, nos próximos meses, se a demanda por locações desses ativos ainda será tão pujante, principalmente por meio do nível de absorção dos projetos a serem entregues e do estoque vago já existente. Vale ressaltar que grandes operadoras do segmento logístico e de *e-commerce* vêm sinalizando um apetite menor por novas áreas em comparação com 2021 e 2022, o que pode vir a desacelerar o número de áreas locadas.

Caso um aumento muito superior na oferta de ABL em relação à demanda por locações seja identificado, existe a possibilidade de se formar um cenário semelhante ao do segmento de lajes corporativas, com excesso de áreas vagas ante a demanda. Proprietários de determinadas regiões com maior estoque disponível podem ter mais dificuldade de aumentar os preços de locação dos inquilinos em comparação com o que vem ocorrendo nos últimos períodos. Considerando esse fator, acreditamos que fundos com ativos de maior qualidade, difícil replicabilidade e essenciais para as operações dos inquilinos terão um bom desempenho.

Além disso, as regiões com menor disponibilidade de terrenos para desenvolvimento de novos projetos – como a Região Metropolitana de São Paulo – continuarão performando bem. Afinal, o poder de barganha dos proprietários e a oferta limitada de empreendimentos tendem a seguir impactando positivamente os preços de locação.

8. Considerações finais

Ao longo dos últimos meses, o horizonte para o cenário macroeconômico, que ainda sofre com sequelas da pandemia, nos parece mais otimista – ainda que tenhamos desafios a serem endereçados no país.

A desaceleração dos núcleos de inflação, que começam a apontar uma desaceleração da atividade econômica – atrelada à divulgação de uma âncora fiscal –, teve um impacto relevante sobre as expectativas dos investidores e instituições financeiras do mercado brasileiro. Isso se refletiu fortemente nas curvas de juros futuros, as quais vinham bastante estressadas desde o segundo turno das eleições presidenciais de 2022.

Acreditamos que, com a melhoria das expectativas, o momento de mais pessimismo para os FIIs (e ativos de renda variável em geral) já tenha sido superado. Pudemos notar isso já a partir de abril, com a valorização dessa classe de ativos.

Em contrapartida, apesar de a taxa de juros reais pagos pelos títulos do Tesouro Direto indexados ao IPCA ter caído expressivamente ao longo de abril e maio, acreditamos que as cotações dos FIIs não acompanharam em magnitude que reflita o nível de queda no prêmio desses títulos. Conforme pontuamos na seção de indicadores, por mais que os preços tenham subido em relação ao primeiro trimestre do ano, os *spreads* sobre o ativo livre de risco se mantêm nos patamares elevados de quando os descontos eram maiores.

Vale lembrar que a melhoria para o segmento não vem apenas em forma de valorização nas cotações. Em um cenário com expectativas melhores, o mercado imobiliário real tende a ser fortemente beneficiado, o que deve trazer perspectivas melhores para os portfólios investidos. Aumento do número de locações e transações; redução na vacância e recuperação nos preços de locação; desalavancagem dos fundos; performance melhor dos inquilinos; e menor risco de crédito são alguns fatores que deverão beneficiar a classe de fundos de investimento imobiliário já no segundo semestre de 2023.

Em suma, podemos estar em um ponto de inflexão importante para a indústria de FIIs e *Real Estate*. Acreditamos que o investidor que souber aproveitar o momento atual, posicionando-se em ativos com portfólios resilientes, bem localizados, com qualidade e preços atrativos, poderá se beneficiar fortemente tanto de um potencial mercado de alta (ao longo dos próximos meses) como da geração de renda passiva (para o longo prazo).

Autorregulação
ANBIMA
Gestão de Recursos
SUNO
ASSET
suno.com.br/asset