

CASO 1

Este Caso se presta à elucidação de como montar fluxos financeiros (custos e receitas), considerando diferentes expectativas de inflação para as contas dos empreendimentos. Usamos a imagem de um empreendimento residencial, cuja decisão de investimento está sendo tomada em dez-17, no mercado de São Paulo, bairro de classe média alta. O objetivo de usar uma data no passado é mostrar como fundamentar cenário referencial para os parâmetros da economia na qual o empreendimento está inserido e fazer a verificação ao final de como os movimentos vieram a acontecer.

- O orçamento de custos de implantação do empreendimento, tomado na base zero (dez-17) está mostrado no quadro seguinte, bem como os prazos de pagamento das contas.

orçamento para implantação do empreendimento				desembolso	
tomado em moeda da "base-zero" de análise (R\$ mil)				do mês	até
	área (m ²) ou indicador	parâmetro	orçamento		
terreno	1.500	7,500 /m ²	11.250	1	6
estruturação do empreendimento	12,00% x CC		2.385	2	6
construção - CC, pela área equivalente de construção	7.950	2,500 /m ²	19.875	10	22
gerenciamento da construção	8,00% x CC		1.590	10	22
contribuição para o custeio das contas gerais da administração	11,00% contas acima		3.861	1	24
total do custo orçado			38.961		
		/m ² Aprivativa	6,494		

- O preço de venda esperado e as contas conexas (pp&m, corretagem e impostos) estão listados no quadro seguinte. Notar que o empreendimento está em SPE-LP, fora do RET, de modo que os impostos (Pis+Cofins+IRenda+CSocial) correspondem a 6,73% sobre a receita de vendas e são cobrados mensalmente, na curva do encaixe da receita.

Nesse mesmo quadro está calculado o resultado e as margens, tomando os

valores orçados. Esta prática, bastante comum, é perigosa, porque a arbitragem implícita ao se calcular resultado pelos orçamentos, sem levar em conta os impactos inflacionários, é que todas as contas se movem no mesmo patamar de inflação, custos, preços e receitas, o que, em poucas situações virá a ocorrer.

orçamento para implantação do empreendimento				desembolso ou encaixe	
tomado em moeda da "base-zero" de análise (R\$ mil)				do mês	até
	área (m ²) ou indicador	parâmetro	orçamento		
preço de venda (área privativa)-PV	6.000	9,000 /m ²	54.000		
contas de pp&m	3,20% x PV		(1.728)	5	9
corretagem	4,50% x PV		(2.430)	7	9
impostos fora do RET	6,73% x PV		(3.635)		
receitas no período de vendas		5.400		7	9
receitas até as chaves		10.800		10	22
receitas nas chaves		37.800		23	24
total da receita líquida orçada			46.207		
		/m ² Aprivativa	7,702		

- Para as contas contratadas e aquelas que deve ter sua evolução inflacionária arbitrada, o cenário referencial da análise está no quadro seguinte. Importante notar que, em ambiente inflacionário e no mercado brasileiro, dadas as características do sistema de financiamento (SFH), ocorrem várias "moedas" no desenvolvimento dos empreendimentos residenciais:
 - i. custos de construção têm inflação própria, que, nos cenários se ajusta ao Incc-fgv, com ou sem descolamento;
 - ii. preços são comandados pelos movimentos de mercado, sendo que a prática de ajustá-los automaticamente pelo mesmo índice de custos de construção significa uma arbitragem, não um prognóstico;
 - iii. a renda do público alvo evolui fora das curvas de custos de construção e têm influência nos preços e na capacidade de ajuste da receita, especialmente da parte a ser financiada (70 a 80% do preço). [A questão dos distratos!];

iv. os financiamentos do SFH para produção têm saldo devedor andando a TR (taxa referencial de juros) e são liberados na moeda nominal da data da contratação, sem reajuste;

v. algumas contas de orçamento podem andar "nominal", ou seja, não recebem impacto inflacionário no horizonte do empreendimento, ou podem andar em índice geral de preços, como o Ipca-ibge.

O quadro seguinte mostra como se formatou o cenário referencial para inflação.

cenário para a economia e impactos no empreendimento		
taxas - % ano equivalente		
	tendência de 4 anos	cenário referencial
inflação pelo IPCA	7,2%	7,0%
inflação pelo INCC	7,2%	8,5%
inflação de preços pelo Fipe-Zap	4,0%	4,0%
tendência com acomodação	1,6%	
evolução arbitrada, ou contratada das contas		cenário referencial
terreno		nominal
estruturação do empreendimento		nominal
construção		INCC
gerenciamento da construção		IPCA
contribuição para o custeio das contas gerais da administração		IPCA
preço de venda		INCC
contas de pp&m		nominal
receitas até as chaves		INCC
receitas nas chaves		INCC

Na análise para decisão de investimento, os valores devem ser harmonizados para um parâmetro de moeda - trabalha-se com o poder de compra das transações em uma determinada base, com ajuste por meio de um indicador único de inflação. A melhor recomendação é harmonizar em Ipca-ibge, eventualmente Incc-fgv. Não é recomendável buscar valores nominais em reais

na harmonização, porque a arbitragem de índices de inflação é muito aberta. Quando se harmoniza em um determinado indicador de inflação, o risco da arbitragem está nos descolamentos entre índices.

- O que se discute neste Caso:
 - i. buscar o comportamento dos índices inflacionários nos quatro anos passados, traçar linhas de tendência e, daí, arbitrar o cenário referencial;
 - ii. montar o orçamento em moeda da base zero (dez-17), pelo Ipeca-ibge.

CASO 2

Este Caso se presta ao entendimento de decisão sob risco. Usamos o empreendimento do Caso 1 e traçamos cenários estressados. Medimos dois indicadores [resultado / receita] e [resultado / custos], para partindo de parâmetros que o empreendedor aceita como atrativos, levando em conta os seus negócios já concluídos, para entender qual a dependência que o empreendimento apresenta de comportamento de mercado sem stress. Com o resultado de comportamento sob cenários estressados, debateremos o que compreende decidir sob risco, quais os riscos não mitigáveis e como teria sido o desenvolvimento desse empreendimento no ciclo [2018 | 2019], frente às expectativas ancoradas no cenário referencial.

O quadro seguinte mostra a conformação dos cenários estressados, frente ao referencial. Notar que o stress está colocado somente no comportamento dos preços e da receita. Preços pela competitividade e receita pela capacidade de pagamento do público alvo (distratos nas chaves), que são riscos cujo impacto não pode ser mitigado.

Quando se analisam empreendimentos, é necessário entender riscos de custos e prazos, o que será discutido quando estivermos mais avançados nos fundamentos sobre análise de investimentos em real estate.

CASOS – segundo ciclo de 2020

5

cenário para a economia e impactos no empreendimento					
taxas - % ano equivalente					
	tendência de 4 anos	cenário referencial	cenários estressados		
inflação pelo IPCA	7,2%	7,0%	ajustes de preços a mercado serão feitos pela taxa anual equivalente de 1,6%, calculada por imposição de uma linha de tendência amortecida, na curva de evolução de preços		
inflação pelo INCC	7,2%	8,5%			
inflação de preços pelo Fipe-Zap	4,0%	4,0%			
tendência com acomodação	1,6%				
evolução arbitrada, ou contratada das contas		cenário referencial	cenários estressados		
			1	2	3
terreno		nominal	nominal		
estruturação do empreendimento		nominal	nominal		
construção		INCC	INCC		
gerenciamento da construção		IPCA	IPCA		
contribuição para o custeio das contas gerais da administração		IPCA	IPCA		
preço de venda		INCC	mercado	mercado	nominal
contas de pp&m		nominal	nominal		
receitas até as chaves		INCC	INCC	mercado	nominal
receitas nas chaves		INCC	INCC	mercado	nominal