



# Vícios públicos, privadas virtudes



**ISCTE  
BUSINESS  
SCHOOL**

RUI ALPALHÃO

→ O título pode sugerir um artigo sobre as insuficiências da gestão pública quando comparada com a sua homóloga privada, na linha da inspiradíssima frase de Adam Smith “I have never know much good done by those who affected to trade for the public good” (Riqueza das Nações, 1776), mas não é o caso. Mais prosaicamente, o texto de hoje é dedicado à conjuntura que se vive no mercado de activos imobiliários e às suas implicações para a gestão destes activos nos próximos tempos.

Nas escolas de gestão é habitual ensinar que os mercados imobiliários, para efeitos de análise, se podem, e devem, decompor em quatro, distinguindo mercados de activos (nos quais se adquire a propriedade e se define o preço desta) de mercados de espaço (nos quais se adquirem direitos de utilização e se definem rendas) e o curto prazo do longo prazo. Esta dupla distinção permite criar conceptualmente quatro mercados, combinando naturezas e dimensões temporais. Graficamente, esta construção foi elegantemente representada pelos americanos William Wheaton, do MIT e Denise DiPasquale, ex-professora da Universidade de Chicago, em quatro quadrantes justapostos, dando origem ao dito modelo “dos quatro quadrantes”.

John Maynard Keynes definiu, em tempos mais duros, o longo prazo como aquele horizonte temporal em que todos estaremos mortos. Se, escolhendo um só dos quadrantes de Wheaton e DiPasquale, nos concentrarmos em horizontes mais imediatos (“carpe diem”) e olharmos para o mercado de activos imobiliários, deparamo-nos com uma situação marcadamente contrastante com a dos últimos cinco anos. Nestes, o desempenho destes activos foi excepcional. O recente (de Janeiro) relatório do ING “Real Estate Global Vision” reporta, para os cinco anos encerrados em 2006, antes do vendaval do “subprime”, rentabilidades anualizadas de 13,4% (em veículos privados) e de 22,8% (nos REIT) para o imobiliário norte-americano, de 13% (em veículos privados) e de 18,4% (nos PUT, também ditos A-REIT) para o imobiliário australiano e de 15,1% (em veículos privados) e de 19,4% (nas “property companies” cotadas) para o imobiliário britânico. Quer nos Estados Unidos quer na Grã-Bretanha, a rentabilidade do imobiliário (quer através de veículos privados quer de veículos públicos) excedeu, entre 2002 e 2006, a das acções, não obstante o facto de a relação em termos de risco

ser a inversa. O desempenho recente, no entanto, tem sido bem diverso; se considerarmos o ano de 2007, e devido a um segundo semestre desastroso, os REIT americanos caíram 0,9% e as sociedades imobiliárias inglesas (na sua maioria, em processo de transformação na versão britânica dos REIT) depreciaram uns estonteantes 20,4%. Para contraste, é difícil pensar em melhor. Os veículos privados aguentaram-se melhor: os britânicos só caíram 1,9% e os americanos fecharam o ano folgadoamente positivos.

Os sinais de fumo que se vislumbram no horizonte do mercado sugerem que os números finais de 2008 vão ser melhores do que os de 2007, mas bem piores do que os do quinquénio 2002-2006. Os mercados públicos, crescentemente populados pelos REIT americanos e seus satélites europeus e asiáticos, não parecem ser aqueles onde os investidores irão atribuir valores mais pujantes aos activos imobiliários. O efeito sistémico, pouco favorável a prémios de risco parcimoniosos, atinge todos os sectores, sem excepções para o imobiliário. Pelo contrário, este efeito sistémico é de bem menor intensidade nos veículos privados, não cotados e constituídos com maturidades definidas e, usualmente, não muito curtas. Os gestores destes veículos só têm contas a prestar a prazo, e não trimestre a trimestre, e estão em condições de olhar para os prémios de risco praticados nos mercados públicos como excessivos. Muitos não resistirão a veículos públicos a transaccionar a descontos para os seus valores de avaliação de 20 a 30%, situações fáceis de encontrar nos mercados públicos americanos, europeus continentais e britânicos. O “take over” (uma operação de US\$39 bilhões) de um REIT, o “Equity Office”, por um veículo de “private equity” da Blackstone, no mercado americano no final do ano passado, não será a única operação do tipo nos próximos tempos. No imobiliário, os tempos são de vícios públicos, que desencadearão certamente privadas virtudes.

”

Os sinais de fumo que se vislumbram no horizonte do mercado sugerem que os números finais de 2008 vão ser melhores do que os de 2007, mas bem piores do que os do quinquénio 2002-2006.