

FIIs de Papel e Logística: Diferentes Dinâmicas, Perspectivas Convergentes



O mercado de Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) é tradicionalmente acompanhado por métricas como o Dividend Yield (DY) e o Preço sobre Valor Patrimonial (P/VP). No entanto, essas métricas podem apresentar **distorções** significativas em **cenários de alta volatilidade nas taxas de juros**, como o atual. Para tentar capturar de forma mais precisa o retorno total dos FIIs e oferecer uma visão de longo prazo mais estruturada, **propomos uma métrica alternativa de acompanhamento**: a **TIR Patrimonial**. Esse indicador **consolida** tanto os **dividendos** distribuídos ao longo do tempo, quanto a **evolução do valor patrimonial** por cota, **minimizando os efeitos da oscilação dos preços de mercado**.

Contexto atual das métricas tradicionais

O mercado de capitais tem passado por um período de forte volatilidade no período recente. Em apenas **3 meses**, de Nov/24 a Jan/25, as **taxas de juros nominais futuras¹** passaram de uma média de negociação de 13,34% a.a. para 15,30% a.a. nos vértices de 2 anos das curvas de juros – o mais correlacionado com as principais métricas de retorno dos FIIs de papel – com um **aumento de quase 2 p.p.** As **taxas de juros reais futuras²** saltaram de 6,74% a.a. para 7,61% a.a. no mesmo período (aproximadamente **+ 1 p.p.**), para os vértices de 10 anos – os mais correlacionados com os principais indicadores de retorno dos FIIs de Logística. Esse aumento das taxas de juros futuras provocou **forte impacto nas medidas mais tradicionais acompanhadas pelo mercado de FIIs**.

Preço sobre Valor Patrimonial (P/VP) – evidencia os FIIs ainda mais descontados, com P/VP abaixo de 1, refletindo um cenário de deterioração desde o início do novo ciclo contracionista da política monetária.

Dividend Yield (DY) - continua em tendência de alta, mas principalmente devido ao efeito preço, e não ao aumento efetivo na distribuição de dividendos.

Gráfico 1 - P/VP

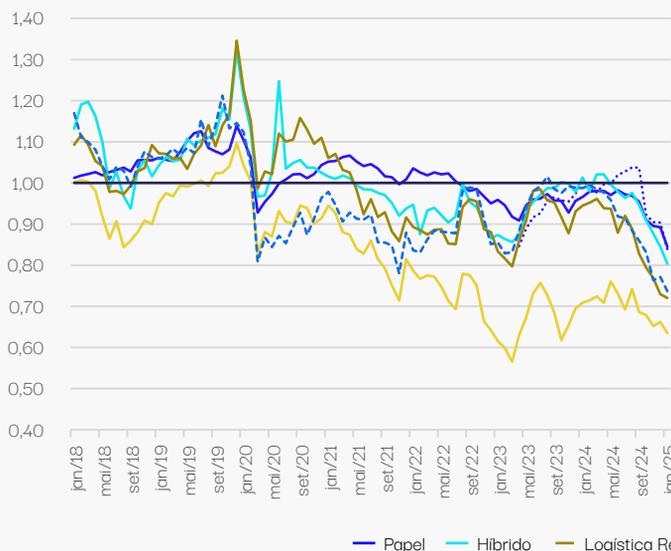
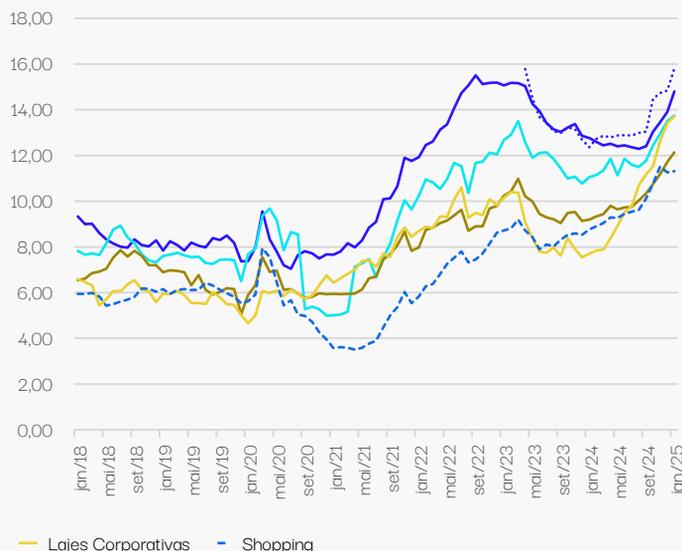


Gráfico 2 - DY



Fonte: Economatica - FIIs que fazem parte do IFIX em cada um dos períodos analisados. Elaboração: **cy search**

DY e Spread por foco de atuação - enquanto o Spread entre FIIs de Logística e os juros reais futuros (IDkA IPCA de 10 anos) está acima da média histórica, o Spread dos FIIs de Papel em relação aos juros nominais futuros (IDkA Pré de 2 anos) segue abaixo da média.

Gráfico 3 - DY e Spread - FIIs Logística

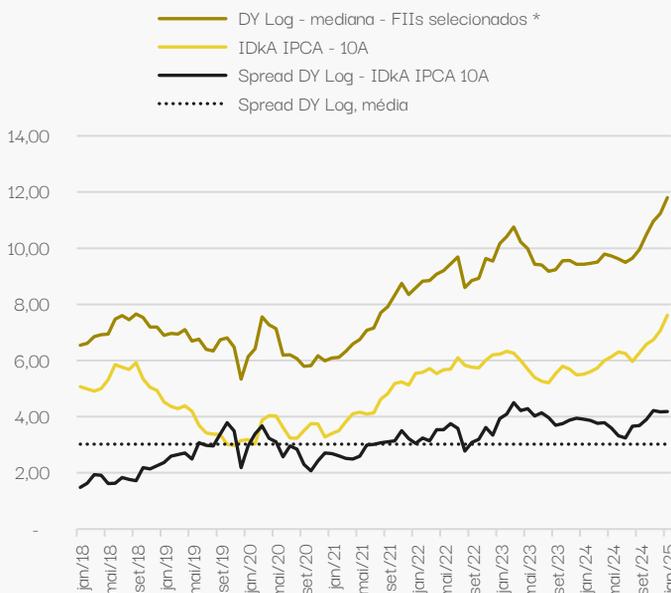
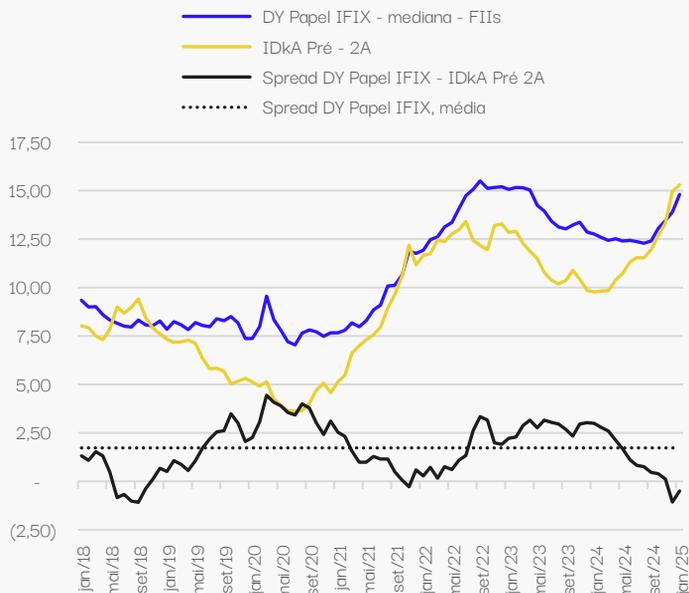


Gráfico 4 - DY e Spread - FIIs Papel



Fonte: Economatica e ANBIMA. Para os FIIs de Logística, exclui fundos com mandato de desenvolvimento. Elaboração: **cy search**

Métrica alternativa proposta - TIR Patrimonial

A TIR (Taxa Interna de Retorno) Patrimonial mede o retorno total das cotas ao longo de 12 meses. Para isso, assume o fluxo descrito no Gráfico 5 em que o investidor compra a cota no instante 0 pelo valor patrimonial (VP 0) e vende a cota no instante 12 pelo valor patrimonial atualizado (VP 12), acumulando os dividendos (div) ao longo do período.



Esse cálculo é realizado a cada final de mês para todos os FIIs que atualmente compõem o IFIX, permitindo uma avaliação contínua do desempenho deles. A métrica por foco de atuação (Papel e Logística) analisada neste relatório é calculada usando a mediana do retorno total dos FIIs que compõem cada um desses grupos.

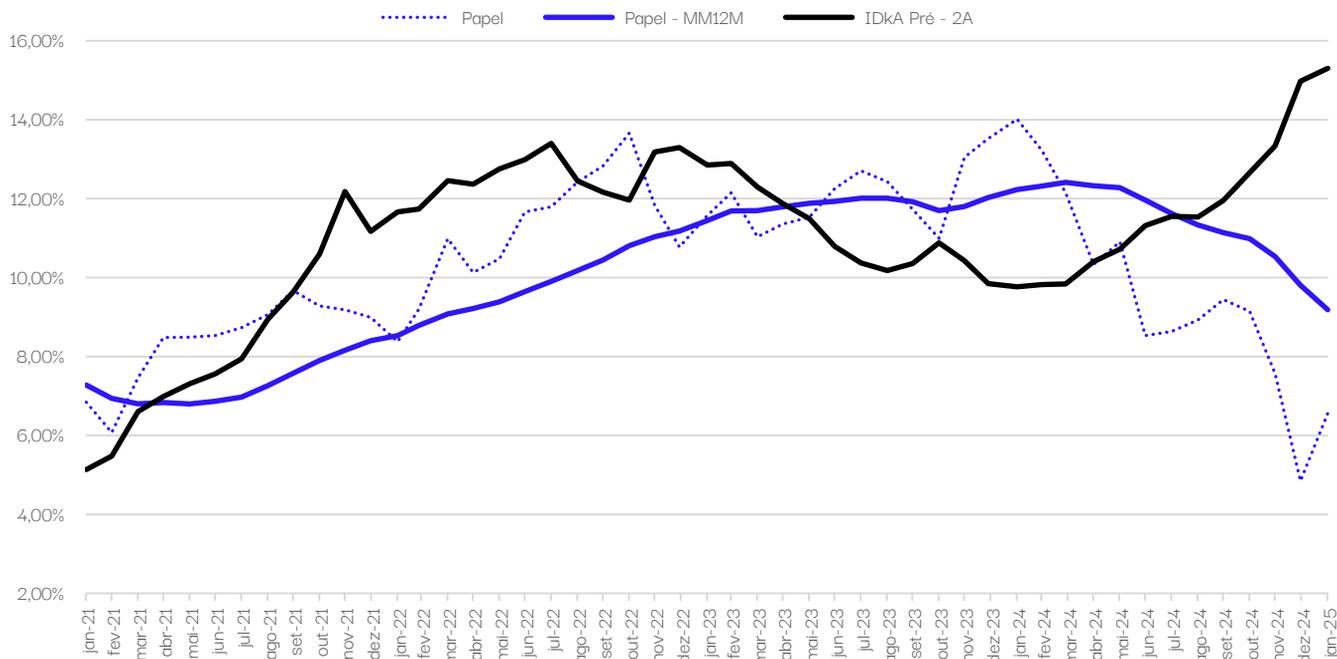
Análise dos Resultados - TIR Patrimonial

FIIs de Papel x Taxas Prefixadas Futuras

No Gráfico 6 é possível observar que desde janeiro de 2021 a TIR Patrimonial dos FIIs de Papel acompanhou a escalada das taxas prefixadas futuras, conforme esperado. No entanto, nos últimos meses, observamos um descolamento: enquanto as taxas futuras continuaram subindo de forma abrupta, a TIR Patrimonial desses FIIs caiu. Isso pode ser explicado pela [marcação a mercado do valor patrimonial](#), que ocorre de forma quase imediata nos FIIs de papel.

A instantaneidade ocorre porque [os CRIs não negociados a mercado](#) (que são os que normalmente compõem as carteiras dos FIIs de Papel) [são precificados considerando o spread sobre o título equivalente do Tesouro Direto no momento da emissão](#). Se um CRI foi emitido a IPCA + 8%, e o Tesouro na mesma data oferecia um título equivalente a IPCA + 6%, o spread era de 2 p.p.. Se a taxa do Tesouro sobe para IPCA + 7% após um ano, o CRI será precificado a IPCA + 9%. Esse método é amplamente utilizado no mercado³ e [explica a rápida correção no valor patrimonial dos FIIs de papel quando as taxas de juros sobem de forma abrupta](#) – como ocorrido no período mais recente. Lembrando que essa correção rápida do valor patrimonial ocorre majoritariamente sobre os CRIs indexados ao IPCA (que representaram 49% dos CRIs emitidos, integralizados e em carteiras de FIIs em 2024). Os CRIs indexados ao DI sofrem menos dessa marcação, já que os seus ativos também estão atrelados a essa mesma taxa.

Gráfico 6 – TIR Patrimonial (últimos 12 meses) – Mediana FIIs de Papel



Premissas: investidor entra no instante 0, recebe 12 meses de dividendos, e sai no instante 12, a Valor Patrimonial por cota nas respectivas datas de entrada e saída. Amostra: FIIs que fazem parte do IFIX na última observação da amostra.

Fonte de dados primários: Economatica e ANBIMA. Desenvolvimento: **cy capital**

Precificação de CRIs

A precificação de um Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) segue a mesma lógica de um título de renda fixa, sendo baseada no valor presente dos fluxos de caixa futuros.

A fórmula geral de precificação de um título privado como um CRI pode ser expressa como:

$$P_{CRI} = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1 + r_t)^t}$$

Onde:

P_{CRI} = preço do CRI hoje

F_t = fluxo de caixa no período t (inclui pagamentos de juros e amortizações)

r_t = taxa de desconto aplicável ao período t (costuma ser baseada na curva de juros + spread de crédito do emissor)

t = período do fluxo de caixa

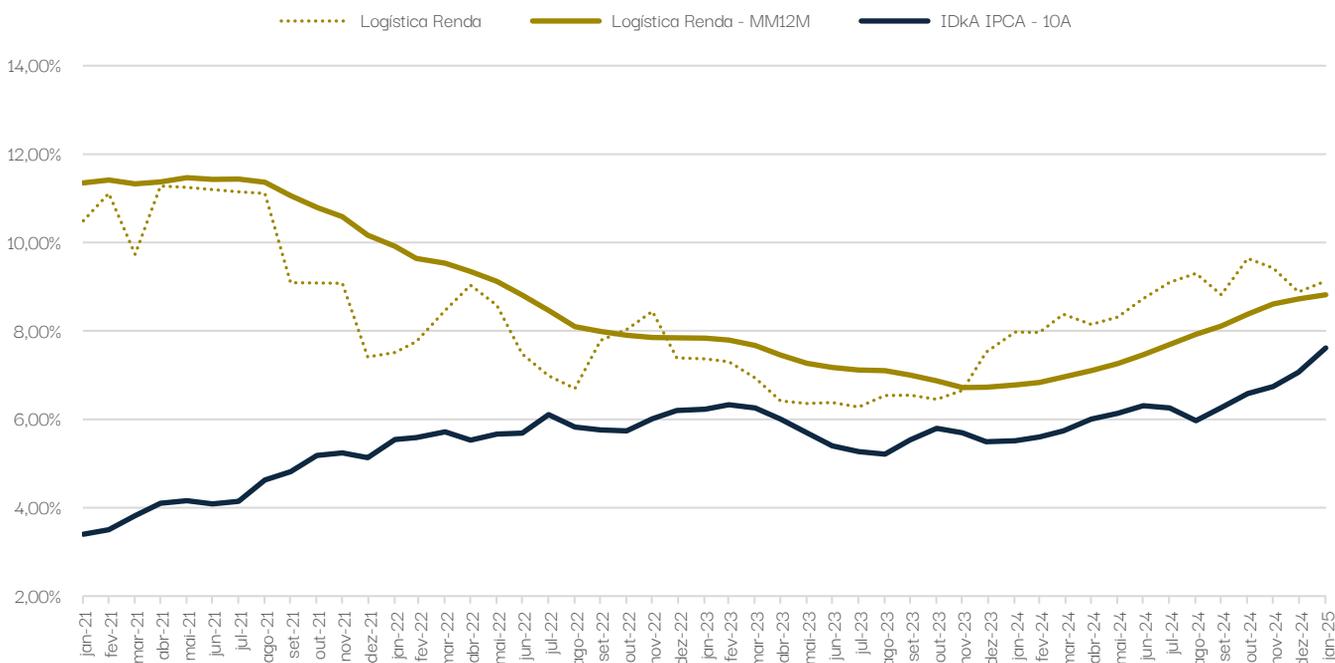
n = prazo total do CRI

Por estar no denominador, quanto maior é a taxa de desconto aplicável no período t, menor é o preço do CRI. Assim, a forma mais comum de atualizar o valor patrimonial dos CRIs que compõem a carteira dos FIIs de Papel faz com que estes tenham o seu Valor Patrimonial penalizado de forma quase imediata quando observamos aumentos nas taxas de juros futuras.

FII de Logística x Taxas Reais Futuras

Os **FII de Logística Renda** apresentam um comportamento distinto dos FII de Papel. Historicamente, o aumento das taxas de juros reais futuras é acompanhado pela queda da TIR Patrimonial. No entanto, **mesmo com a retomada da alta dos juros, a TIR Patrimonial desses fundos continuou subindo.**

Gráfico 7 – TIR Patrimonial (últimos 12 meses) – Mediana FII de Logística Renda



Premissas: investidor entra no instante 0, recebe 12 meses de dividendos, e sai no instante 12, a Valor Patrimonial por cota nas respectivas datas de entrada e saída. Amostra: FII que fazem parte do IFIX na última observação da amostra.

Fonte de dados primários: Economática e ANBIMA. Desenvolvimento: **cy capital**

Essa **discrepância entre a alta dos juros, e o aumento da TIR Patrimonial dos FII de Logística**, pode estar relacionada a:

- **Marcação mais lenta dos ativos reais**, que são reavaliados por avaliadores em intervalos mais espaçados – normalmente uma vez por ano;
- **Resiliência da atividade econômica**, sustentada pela divergência entre políticas fiscal e monetária.

Além disso, dentro dos FII de tijolo, identificamos uma divergência relevante entre os segmentos de Logística, Shoppings e Lajes Corporativas. Até 2022, as TIRs Patrimoniais desses segmentos apresentavam comportamentos similares, mas a partir de então, observou-se uma forte valorização dos FII de Shoppings, impulsionados pelo aumento do consumo, enquanto os FII de Lajes Corporativas parecem ter continuado pressionados pelo modelo híbrido de trabalho e a menor necessidade por espaços físicos.

¹ Considerando a média do IDkA Pré 2 anos – um indicador calculado pela ANBIMA, que acompanha o retorno dos títulos sintéticos de duração constante prefixados.

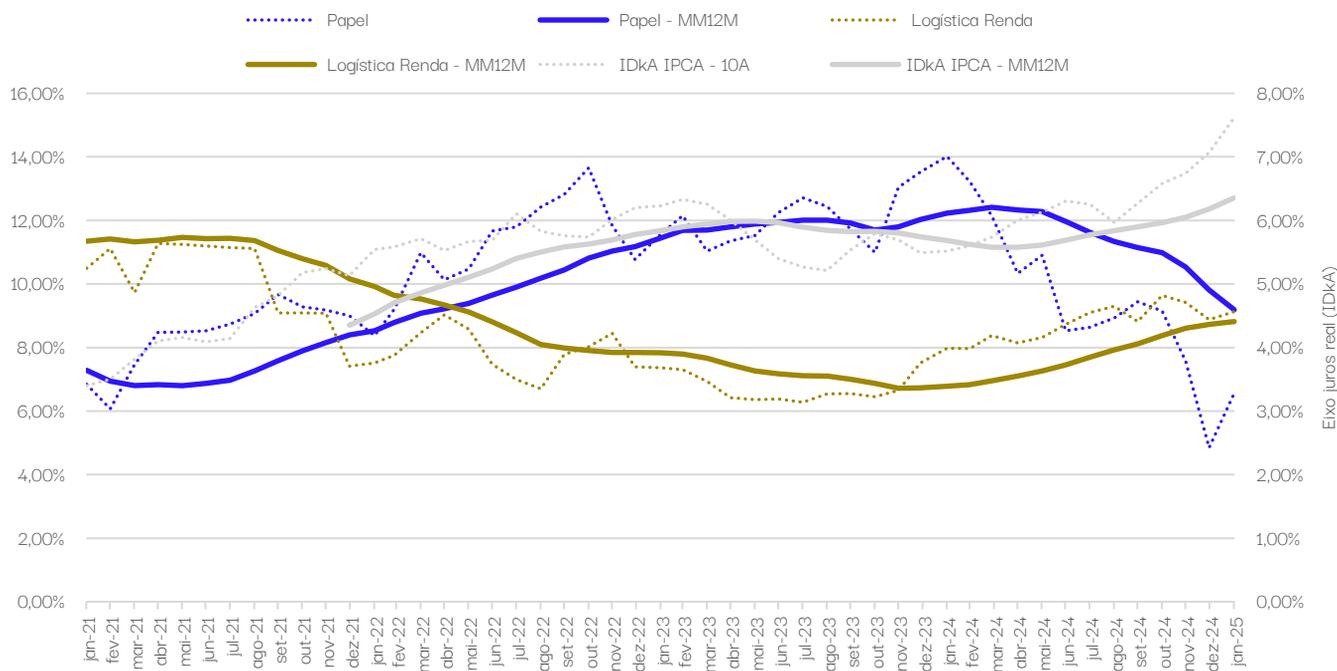
² Considerando a média do IDkA IPCA 10 anos – também calculado pela ANBIMA, e que acompanha o retorno dos títulos sintéticos de duração constante indexados ao IPCA.

³ Discussão das métricas de cálculo do valor patrimonial dos FII disponível em <https://borainvestir.b3.com.br/objetivos-financeiros/investir-melhor/fundos-imobiliarios-muito-alem-do-rendimento-por-que-voce-deve-olhar-o-valor-patrimonial/>.

Implicações e desdobramentos

Uma questão interessante a ser investigada é a [relação entre FIIs de Papel e FIIs de Logística](#). Como a TIR Patrimonial dos FIIs de Logística se manteve elevada, mesmo diante de juros mais altos, [pode ser que estejamos num momento particular, que não reflete os padrões históricos já observados](#) - que sugere um padrão cíclico entre as TIRs Patrimoniais.

Gráfico 8 – TIR Patrimonial (últimos 12 meses) – Mediana por foco de atuação



Premissas: investidor entra no instante 0, recebe 12 meses de dividendos, e sai no instante 12, a Valor Patrimonial por cota nas respectivas datas de entrada e saída. Amostra: FIIs que fazem parte do IFIX na última observação da amostra.

Fonte de dados primários: Economatica e ANBIMA. Desenvolvimento: **cy capital**

Algumas hipóteses que podem ajudar a explicar esse potencial padrão cíclico entre FIIs de Papel e Logística incluem:

- 1. Evolução estrutural do mercado de galpões logísticos** – desde 2021, o setor passa por um ciclo de crescimento impulsionado pela alta demanda por galpões logísticos, e-commerce e mudanças nas cadeias de suprimento. Isso pode ter sustentado a TIR Patrimonial desses fundos mesmo diante de um ambiente de juros elevados.
- 2. Cenário macroeconômico atual é atípico?** – normalmente, juros elevados pressionam FIIs de tijolo, mas a atividade econômica aquecida pode estar segurando os retornos dos FIIs de Logística. Seria esse movimento sustentável, ou há sinais de uma reversão futura?
- 3. Diferença metodológica na precificação do valor patrimonial** – enquanto os FIIs de Papel têm marcação a mercado praticamente imediata, os FIIs de tijolo são avaliados com menor frequência. Essa defasagem temporal na precificação dos ativos pode nos influenciar a fazer a leitura de um movimento cíclico que na verdade inexistente.

Essa discussão permanece em aberto e seguirá sendo acompanhada de perto. Os próximos meses serão fundamentais para entender como o mercado ajustará essas relações e quais oportunidades poderão surgir para os investidores.

cy.capital

Eliane Teixeira dos Santos
eliane.santos@cy.capital

Vinícius de Oliveira
vinicius.deoliveira@cy.capital

Gustavo Rassi de Andrade Vaz
gustavo.vaz@cy.capital

Danny Gampel
danny.gampel@cy.capital

João Vitor Risques
joao.risques@cy.capital

Caio Viana Silva
caio.viana@cy.capital