

Nota da Reunião de 02 de março de 2023

O CENÁRIO GLOBAL DE INFLAÇÃO RENITENTE, A MANUTENÇÃO DAS POLÍTICAS MONETÁRIAS RESTRITIVAS DOS BANCOS CENTRAIS E OS EFEITOS NO MERCADO DE REAL ESTATE BRASILEIRO

Introito

O Comitê de Mercado do NRE-Poli iniciou o seu ciclo anual de reuniões com a apresentação da Economista Chefe do Banco Santander, Ana Paula Vescovi, que expôs as principais expectativas do banco quanto ao comportamento da inflação e da atividade produtiva nas principais economias no âmbito internacional e no ambiente doméstico.

As perspectivas foram apresentadas tendo em vista as Políticas Monetárias em curso nos principais países, firmemente direcionadas para lidar com os persistentes processos inflacionários, cujo principais fatores originam-se no aquecimento do mercado de trabalho americano, no aumento dos preços de energia, principalmente na Europa, e no forte conteúdo inercial que fomenta o incremento de preços em países da América Latina. Destaca-se que, assim como no ano passado, o conflito Rússia versus Ucrânia ainda é um evento que turva a formulação de cenários de recuperação da economia global

Os principais temas tratados na reunião compreenderam os seguintes tópicos: (i) as principais causas da resiliente inflação global, com a conseqüente manutenção do aperto monetário global e os movimentos de alta das taxas de juros promovidos pelo FED; (ii) a esperada desaceleração da economia americana e a reabertura na China; (iii) a política de juros de curto prazo do Banco Central e a ancoragem das expectativas quanto às projeções de inflação e os riscos adiante; (iv) o entendimento da questão fiscal como sendo o centro da formulação das expectativas e da percepção de riscos; (v) o discurso político e a desancoragem das expectativas; (vi) a trajetória da dívida e a inflação; (vii) o incremento de juros e inflação e os choques negativos no setor produtivo; (viii) o patamar da taxa referencial de juros e os impactos no funding do setor de real estate; (ix) impactos da freada da atividade nos segmentos de imóveis econômicos e de média/alta renda; (x) a inflação setorial da construção civil – perspectivas, e; (xi) o desempenho do varejo em geral e da indústria de shopping centers em 2022.

A Resiliente Inflação Global

Com a pandemia sob controle desde o ano passado, a expectativa dos formuladores das Políticas Monetárias nas maiores economias era de que o processo inflacionário desencadeado pela desorganização das cadeias produtivas durante o isolamento social poderia ser revertido com velocidade, por meio da adoção de Políticas mais restritivas caracterizadas pelo incremento das taxas de juros básicas.

Contudo, o que se verifica é uma persistente tendência de crescimento de preços nas grandes economias, cujas causas são diversas. Nos Estados Unidos, que tem apresentado índices de inflação na casa dos 8,0% ao ano, o que não acontecia há cerca de 20 anos, atribui-se a causa dessa renitente inflação ao forte aquecimento do mercado de trabalho. A taxa de desemprego encontra-se no patamar de 3,5%, abaixo do que se considera como taxa neutra, de 4 a 4,5% de desocupação, como sendo aquela cuja relação entre oferta e demanda não pressiona o crescimento dos salários médios. O que se verifica hoje na economia americana é a massa salarial crescendo em média 5% acima da inflação, o que deverá resultar em pressões inflacionárias adiante.

Na Europa, em alguns países os índices alcançam os maiores níveis em 40 anos, no entorno de 10% ao ano, a inflação persiste devido ao choque de preços de fornecimento de energia derivado da guerra entre Rússia e Ucrânia. Apesar de identificar alguma acomodação nos preços da energia, o crescimento experimentado provocou incremento no custo de produção dos bens transacionados localmente e exportados para outros países.

Na América Latina, incluindo o Brasil, o principal fator impulsionador dos preços médios tem sido a inércia inflacionária que sempre caracterizou o fenômeno na região, devido principalmente aos mecanismos de indexação presentes na economia, além do aquecimento do mercado de trabalho. No Brasil, os salários nominais têm crescido e a taxa de desemprego encontra-se situada em 8,5%, abaixo dos 10% estimados como taxa neutra, o que tem dificultado uma resposta contundente na acomodação dos preços diante da estratégia de aperto monetário adotada pelo Banco Central.

Em síntese, os Bancos Centrais vêm subindo as taxas referenciais de juros nas respectivas economias porque a inflação global tem se mostrado mais resiliente do que se esperava após a normalização dos fluxos de comércio.

O crescimento da economia americana ainda não foi afetado pela Política Monetária do Federal Reserve, de modo que, o esperado pelos analistas é que o FED vai continuar subindo os juros para além do que o mercado estava arbitrando como teto, cerca de 5,0% ao ano; as expectativas agora apontam para o patamar de 5,25-5,5%, ou

mesmo 6,0% ao ano para algumas instituições. Esse nível de taxa de juros sugere que uma recessão tem grande probabilidade de ocorrência na economia americana, e que eventualmente, os efeitos deletérios na economia global poderiam ser compensados com a reabertura da China.

Destaca-se também os estímulos que o governo chinês tem promovido na economia Russa, por meio da compra de *commodities* e investimentos em infraestrutura. Algumas transações de *commodities* da China com seus parceiros do Norte da África e com a Índia têm sido liquidadas em *Yuans*, o que abre a perspectiva de a moeda chinesa assumir posição de moeda global paralela do USD, utilizada para lastrear algumas transações internacionais.

O movimento de aperto monetário global dos Bancos Centrais, principalmente a postura do FED de eventualmente elevar as taxas básicas nos EUA para 6% ao ano, trará grandes desafios para o BC brasileiro reduzir a SELIC.

O papel do Banco Central na fixação dos juros de curto prazo e a ancoragem das expectativas

A fixação da taxa básica de juros de curto prazo pelo BC serve a dois claros propósitos:

- [i] - a SELIC com posicionamento relativamente mais alto tende a provocar redução da atividade e, conseqüentemente, busca colocar a taxa de inflação dentro da meta estipulada, que hoje tem o centro fixado em 3,25% e banda de flutuação de 1,5% acima e abaixo do centro.
- [ii] - a emissão dos comunicados após as reuniões do COPOM (Comissão de Política Monetária), que ocorrem a cada 45 dias, almeja também ancorar as expectativas do mercado quanto ao comportamento da inflação futura, ou seja o BC, por meio de suas decisões e sinalizações, atua como protagonista na condução da formação de expectativas quanto à inflação.

Para o enquadramento da taxa de inflação dentro da meta, o Banco Central do Brasil, e de outros países, utiliza modelos econométricos cujo manejo orienta o estabelecimento do piso da taxa referencial de juros. De acordo com os resultados produzidos pelos modelos utilizados pelo BC, a atual Política deve ao longo dos próximos 18 meses promover a desinflação esperada de modo a posicionar o IPCA próximo do centro da meta. Importa assinalar que os principais Bancos Centrais do mundo têm aplicado estratégias e métodos para controle inflacionário similares.

Os comunicados também tratam da questão fiscal, porque o risco de desequilíbrio das contas públicas sempre é contemplado na formação das expectativas do mercado, no

que diz respeito ao comportamento da inflação e à curva de juros de longo prazo. O que se verifica no momento, e desde o final da eleição do ano passado, é uma deterioração das expectativas com relação à Política Fiscal.

A chamada PEC da eleição, ou da transição, que envolveu a redução de impostos de energia, de combustíveis e ampliou os benefícios do auxílio Brasil e do bolsa família, entre outras medidas, teve papel fundamental na desancoragem das expectativas relativas ao tema Fiscal, ou do controle das contas públicas.

De fato, a deterioração das expectativas em relação à evolução do equilíbrio das contas públicas acaba por afetar a inflação no presente, porque os empresários, ao perceberem a pressão inflacionária adiante, decorrente do desequilíbrio das contas públicas, adotam, se possível, políticas de precificação de seus produtos com base nessas expectativas de cenário deteriorado, reajustando preços de comercialização no presente, quando viável, na tentativa de preservar resultados do fluxo de caixa futuro.

As perspectivas negativas quanto à evolução da dívida pública poderiam ser mitigadas a partir da adoção de regras e diretrizes para formulação da Política Fiscal¹ pelo Governo, de modo a permitir aos agentes traçar cenários mais seguros de evolução da dívida pública, e por conseguinte, da inflação e da taxa de juros.

No entanto, o debate que tem sido vocalizado pelo Governo vai no sentido inverso. O ruído provocado pelo discurso público do Governo, via de regra, tem encetado uma deterioração das expectativas em relação à evolução do déficit público e, mais grave, estimula a leitura de que o Banco Central não será capaz de implementar políticas eficientes para lidar com a inflação, ou antes, de liderar a formação de expectativas que dizem respeito ao comportamento futuro dos juros e de inflação.

O cenário de deterioração formulado pelo mercado está refletido no patamar das taxas praticadas na curva de juros futuros, perto de 8,0% em termos efetivos, com uma inflação implícita de 7,0%, e nas praticadas nos leilões de NTN-B, IPCA + 6,0%, equivalente-ano, ou seja, o prêmio de risco cobrado pelos investidores está alto.

O discurso voluntarioso dos líderes do Governo pleiteando a redução peremptória da taxa básica encontra respaldo em juízos de ilustres economistas de matiz heterodoxa, que sustentam que o crescimento da dívida pública denominada em Reais não é necessariamente indutora de juros ascendentes, uma vez que o BC poderia entrar

¹ **Grifo do relator desta Nota** - na data da reunião do Comitê de Mercado os detalhes do denominado “Arcabouço Fiscal” ainda não haviam sido divulgados pelo Governo. Vários analistas vinculados a instituições do mercado financeiro avaliaram que a gestão fiscal pretendida só seria viável com o aumento da arrecadação tributária.

comprando títulos utilizando suas reservas para tanto e, em tese, conter a cobrança pelo mercado de um prêmio maior para investir nos títulos públicos diante de uma percepção de risco mais acentuada.

O problema com essa tese é que o BC entrando no mercado comprando títulos com suas reservas solapa a adequada leitura de risco dos investidores, comprometendo sobremaneira o ajuste da precificação dos títulos, porque o binômio risco-retorno associado se torna incógnito, induzindo forte migração de recursos em direção ao Dólar buscando proteção. De outro lado, se a taxa de juros estivesse desajustada, para cima, em relação ao necessário para ancorar a inflação estaríamos presenciando um forte afluxo de capitais especulativos estrangeiros.

Em suma, não há espaço para voluntarismo nesta questão. A redução artificial da taxa básica, nesse momento, seria contraproducente, repercutindo em depreciação cambial e mais inflação, com retomada de juros mais altos adiante, e configurando uma estratégia equivocada de fomento do crescimento que resultaria em mais incerteza.

A redução consistente dos índices e inflação e das taxas de juros passa pela aprovação das reformas em pauta, administrativa e tributária, e do aperfeiçoamento de marcos regulatórios para possibilitar a retomada do crescimento econômico e de ganhos de produtividade, permitindo, deste modo, o arrefecimento das incertezas e dos correlatos prêmios associados à percepção de riscos mais contidos.

Outros temas destacados no encontro foram a própria dinâmica de evolução da dívida bruta e o equilíbrio das contas por meio da indexação da arrecadação e das receitas do Estado.

Em relação à dinâmica de evolução da dívida foi informado que o superávit de 1,3% do PIB verificado em 2022 ocorreu devido ao incremento inflacionário das receitas, à antecipação de dividendos recebidos, à contenção de despesas e algumas receitas extraordinárias, assim, ao final de 2022, a dívida bruta do governo alcançou 72% do PIB.

Para 2023 é esperado um déficit de 1,2% do PIB, apesar do orçamento aprovado pelo congresso autorizar um déficit até 2,3% ou 232 bilhões de reais, inclusive para acomodar as despesas contempladas na PEC da transição. Diante desse contexto, é válido mencionar que em 2022 as contas dos Estados estavam superavitárias, mas que agora estão deteriorando-se rapidamente.

Um dos aspectos políticos importantes de se ressaltar no tema da inflação alta diz respeito ao incentivo que a indexação das receitas tributárias oferece ao gestor

público. Ter uma postura leniente com a inflação acaba por favorecer o fechamento das contas, porque a indexação das receitas não é necessariamente acompanhada pela das despesas, ou seja, o equilíbrio orçamentário muitas vezes é dependente da inflação. Tal mecanismo ajuda os governos a resolver conflitos sem apresentar reformas necessárias e impopulares.

No âmbito Federal, a indexação da receita ajuda a manter a dívida como proporção do PIB em um certo patamar. Todavia, esta estratégia de equacionamento das contas públicas desancora as expectativas e coloca o mercado em uma posição defensiva em relação aos riscos do financiamento do governo, como ocorrido no período 2012 a 2015.

O mercado atravessa um momento crucial na formação de suas expectativas em relação à Política Fiscal, e à espera de regras que sejam mais rigorosas com o controle das despesas, além de uma reforma tributária que propicie mais racionalidade e eficiência. Em relação ao setor externo, a boa notícia é que continuam entrando recursos, seja por meio da geração de superávits em transações correntes (exportações – importações) ou a partir dos investimentos diretos dos estrangeiros.

De qualquer modo, a perspectiva é que a retração econômica esperada em 2023 provocará a desinflação que o BC espera, como resultado de uma Política Monetária mais restritiva, mas não sem gerar acirrados debates na seara política vinculados a qual seria a dimensão da desaceleração econômica que se promoverá.

A desaceleração econômica em 2023

A desaceleração da economia brasileira é iminente. O aprofundamento da retração ainda não se consolidou devido ao crescimento das exportações de *commodities*, mas o setor da Construção Civil, que vinha crescendo 6% no ano, já apresentou no último trimestre de 2022 crescimento negativo. O setor de serviços e os que envolvem atividades cíclicas também estão desacelerando. As projeções apontam uma taxa de desemprego de 10% no final de 2023.

Há também a visão de analistas de que o aperto monetário resultará em problemas de solvência para empresas não saudáveis ou com altos índices de endividamento, e que caracterizaria os ciclos econômicos de extinção e criação de novas empresas mais produtivas e inovadoras. Para as famílias, a percepção é de um crescente endividamento.

Impactos na Construção e no Mercado Imobiliário

Em relação às principais fontes de funding para o segmento de empreendimentos

COMITÊ DE MERCADO
reunião de 02 de março de 2023

7

imobiliários residenciais, o FGTS e a caderneta de poupança², já se percebe um incremento nos saques da caderneta, motivados principalmente pelo descolamento das taxas de remuneração que é possível alcançar em outros instrumentos de renda fixa atrelados ao CDI, ou à SELIC.

Espera-se uma ampliação na concessão de subsídios utilizando-se recursos do FGTS e do Orçamento da União para as famílias de menor faixa de renda no âmbito do programa Minha Casa Minha Vida (McMv). A meta estipulada pelo Governo é produzir 2,0 milhões de unidades no quadriênio 2023-2026.

Neste segmento econômico, o entendimento é que o McMv está funcionando adequadamente bem para as faixas de renda familiar mensal (RFM) de 4 a 8 mil reais, enquanto que na faixa mais baixa, de 0 a 4 mil reais de RFM, o programa é bastante deficiente, porque as famílias têm dificuldade em acessar os financiamentos, e as empresas enfrentam problemas com margens comprimidas.

As expectativas quanto ao crescimento do PIB setorial estão apontando para um crescimento de 2% em 2023, que foi de 7% em 2022 e 12% em 2021.

Em se tratando dos segmentos de mercado, de média e alta renda, atendidos com funding do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), desenha-se uma redução do crédito, tanto para produção quanto para aquisição de imóveis, devido ao encarecimento das fontes de recursos e ao maior endividamento das famílias de classe média, ainda que à primeira vista poderia se arrazoar que o setor teria alguma proteção e garantia por ter acesso a crédito direcionado mais barato. No entanto, o que se verifica historicamente é que quando a taxa básica de juros sobe, resulta em diminuição das carteiras imobiliárias dos bancos integrantes do SBPE, mesmo porque é crescente o uso de veículos de captação voltados para o mercado de capitais, cujos custos são positivamente correlacionados à taxa básica.

Com efeito, há uma expectativa no meio empresarial de uma significativa redução do nível de atividade no segmento de média e alta renda na cidade de São Paulo. Já se verifica, nos últimos 2 meses, uma forte redução na venda de unidades para esse público alvo.

Para esse perfil de adquirente, juros mais altos inibem e postergam a compra do imóvel, porque esse tipo de comprador potencial tem nível de informação e conhecimento para perceber que pode comprar adiante a preços nominais equivalentes e a taxas

² De 2019 a 2022, os recursos da poupança e do FGTS utilizados para o crédito imobiliário foram de cerca de 900 bilhões de reais.

menores.

Além disso, em São Paulo as regras do Plano Diretor em voga inflacionaram os preços de terrenos nas regiões mais vocacionadas para lançamentos de empreendimentos voltados para o público de renda média e alta, resultando-lhes em perda de poder de compra relativo.

No que tange aos custos de produção, entende-se que um arrefecimento mais agudo do INCC é complexo, tendo em vista o grande volume de obras em curso, principalmente no que se refere à mão de obra. Os preços dos insumos, que vinham em forte trajetória de ascensão desde 2020, se acomodaram a partir do segundo semestre de 2021 e tem mostrado estabilização nos últimos 5 meses, seguindo a tendência da queda dos preços internacionais das *commodities*. A queda dos preços de materiais no mercado interno só não é maior por causa da demanda ainda aquecida. As pressões de crescimento de custos de produção devem se amenizar com a redução paulatina da demanda, provocada por uma esperada redução de novos lançamentos ao longo do ano.

Desse modo, não se espera manter a dimensão de 80 mil unidades lançadas por ano, nos últimos anos na cidade de São Paulo. As restrições de crédito devem repercutir negativamente no volume de lançamentos para a classe média, que poderá ser eventualmente compensado com o incremento do McMv, mas mesmo nesse caso, deverá se observar uma queda no VGV geral do mercado na cidade.

A recuperação da indústria de shopping centers e o varejo

No setor de shopping centers, as companhias mais bem estruturadas e os empreendimentos mais bem posicionados já apresentam desempenho superior ao que vinham tendo antes da pandemia, principalmente os voltados para o público de alta renda e que dispõem em seus mix lojas de marcas e grifes internacionais.

Entretanto, os empreendedores iniciam o ano observando com cautela. Não somente devido à deterioração das expectativas quanto à performance econômica em geral, mas também ao evento Lojas Americanas, que tem potencial de afetar boa parte dos empreendimentos uma vez que sua presença no varejo é maciça.

O retrospecto mostra que o desempenho de vendas nos dois primeiros meses de 2023 foi moderado, entretanto, distintos nas faixas de renda alta e baixa. Uma das causas de desempenho mais fraco na baixa renda é o alto endividamento das famílias, o que não se verifica nas famílias de renda mais alta, mas, ao contrário, tiveram sua capacidade de compra fortemente favorecida porque conseguiram se proteger de

modo eficiente da inflação, inclusive obtendo ganhos expressivos ao desfrutar de taxas de juros efetivas bastante atraentes em suas aplicações financeiras. Constata-se, assim, um aumento substantivo no faturamento do varejo para alta renda.

A consolidação entre o varejo físico e o digital continua em evolução. Não se vislumbra o desenvolvimento de novos empreendimentos de grande porte na cidade de São Paulo porque as regras do Plano Diretor praticamente inviabilizam novos desenvolvimentos.

São membros do Comitê de Mercado do NRE-Poli:

Alessandro Olzon Vedrossi; Carlos Eduardo Terepins; Carolina Gregório; Celso Luiz Petrucci; Cláudio Bruni; Claudio Tavares de Alencar; Daniel Citron; Eliane Monetti; Ely Flávio Wertheim; Fernando Bontorim Amato; Gilberto Duarte de Abreu Filho; João da Rocha Lima Jr.; José Paulo Marzagão; José Roberto Machado; José Romeu Ferraz Neto; Leonardo Lido; Luiz Antônio Nogueira de França; Marcelo Vespoli Takaoka; Mario Rocha Neto; Paola Torneri Porto; Pedro Lodovici; Roberto Aflalo Filho; Roberto Sampaio; Ronaldo Cury; Walter Luiz Teixeira e Wilson Saburo Honda e,

sendo esta Nota firmada por

Alessandro Olzon Vedrossi; Carolina Gregório; Celso Luiz Petrucci; Cláudio Bruni; Claudio Tavares de Alencar; Daniel Citron; Eliane Monetti; Ely Flávio Wertheim; Fernando Bontorim Amato; Gilberto Duarte de Abreu Filho; João da Rocha Lima Jr.; José Paulo Marzagão; José Roberto Machado; José Romeu Ferraz Neto; Leonardo Lido; Luiz Antônio Nogueira de França; Paola Torneri Porto; Pedro Lodovici; Roberto Aflalo Filho; Roberto Sampaio; Walter Luiz Teixeira e Wilson Saburo Honda, na sessão secretariada por Claudio Tavares de Alencar, que se encarregou de consolidar, na redação desta nota, o tema tal como foi debatido.