

Nota da Reunião de 07 de março de 2024

AS EXPECTATIVAS QUANTO AO INÍCIO DO CICLO DE REDUÇÃO DOS JUROS NOS EUA: IMPACTOS NA POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL E NOS MERCADOS DE REAL ESTATE RESIDENCIAL NO BRASIL

Preâmbulo

A primeira reunião de cada ano do Comitê de Mercado do NRE-Poli conta com a exposição da Economista Chefe do Banco Santander, Ana Paula Vescovi, para debatermos sobre expectativas acerca do cenário macroeconômico no futuro próximo e os principais choques esperados no mercado de real estate brasileiro.

O horizonte de análise discutido com mais ênfase foi de 2024 a 2025 e os principais temas tratados na reunião compreenderam os seguintes tópicos: [i] as principais causas da resiliência da economia americana, com a consequente postergação do afrouxamento monetário e a manutenção de um patamar ainda elevado das taxas de juros promovido pelo Federal Reserve (Fed); [ii] o *soft landing* esperado para a economia brasileira em 2024 e o controle da inflação; [iii] o tema do controle das contas públicas, seus reflexos na taxa básica de juros, inflação, atividade econômica e, por conseguinte, no funding setorial; [iv] a safra atual de empreendimentos residenciais e a estabilidade das relações entre demanda e oferta nos variados segmentos, e; [v] as novas fontes de funding e o papel do crédito subsidiado.

A Resiliência da Economia Americana

O evento mais relevante no panorama internacional que tem afetado o desenho das políticas monetárias nas grandes economias, incluindo o Brasil, é o reaquecimento acima do esperado da economia americana, em que pese a manutenção do aperto monetário do Fed.

O crescimento do PIB americano foi considerado muito forte no **último trimestre de 2023, cerca de 3,1%**, e os indicadores ainda apontam para forte atividade no primeiro trimestre de 2024.

Com efeito, o mercado de trabalho segue aquecido e acelerando novas contratações. A forte geração de empregos novos tem posicionado o mercado de trabalho operando em patamares de ocupação acima do que se considera como nível “neutro”, aquele que não emularia pressões para elevação dos salários, ou

inversamente, quando o nível de desocupação supera a padrão de neutralidade geram-se pressões redutoras nos valores médios dos salários.

Outro fator importante que tem sustentado o nível de consumo, além do alto emprego, é o excesso de poupança das famílias, acumulado durante a pandemia.

Diante deste cenário de aquecimento econômico, com pressões inflacionárias agudas, o Fed tem encontrado grandes desafios em promover redução na taxa básica de juros. O núcleo da inflação, medida por meio do CPI (*Consumer Price Index*)¹, tem se acomodado nos últimos meses, mas ainda **gira no patamar de 2,9% equivalente ano**, acima da meta estabelecida (2,5% equivalente ano).

Há uma percepção no mercado de que as comunicações um tanto quanto erráticas do Fed acerca do direcionamento a ser implementado revelam uma certa tibieza da sua política, que sinaliza alguma insegurança na efetiva adoção de um afrouxamento monetário no curto prazo.

As expectativas predominantes no mercado balizam que a partir de maio-24 poderá se deflagrar o arrefecimento da atividade e dos principais indicadores da economia americana, de modo que o ciclo de redução da taxa básica teria início a partir de julho-24.

Entende-se que a postergação do início do ciclo de redução dos juros resultará em um reposicionamento nos preços dos títulos privados americanos, com repercussões negativas no afrouxamento das políticas monetárias nos demais países, além da valorização do dólar.

A Desaceleração da Economia Brasileira em 2024

Em relação à economia brasileira, o primeiro aspecto assinalado na exposição diz respeito à desaceleração cíclica que deve marcar o ano de 2024², como resultado de uma política monetária contracionista que despontou na frente ante as demais economias, ainda na fase pandêmica, e que produziu uma consistente desinflação no ambiente econômico brasileiro – saindo de um IPCA marcado em cerca de 12% equivalente ano, no início do ciclo de alta da Selic, alcançando 4,6% ao final de 2023 e encontrando-se atualmente abaixo de 4% ao ano.

Um segundo ponto importante para a economia brasileira em 2024 é o desempenho esperado para o Agronegócio. Os prognósticos apontam para uma redução da ordem

¹ Equivalente ao nosso IPCA.

² Já detectada nos primeiros meses do ano.

de 8% na produção setorial, decorrente dos efeitos climáticos do El Niño, e com repercussões deletérias nas projeções do PIB durante o ano.

Contudo, não se vislumbra pressões inflacionárias devido à redução da oferta de commodities em 2024 porque, mesmo com a redução, esta será a segunda maior safra agrícola no Brasil, além do incremento da produção de grãos e outros itens em países do Hemisfério Sul, como Argentina e Paraguai.

Outro ponto de atenção mencionado refere-se ao comportamento dos preços de petróleo. As perspectivas estão mais alinhadas com um viés de baixa dos preços do que de alta. A OPEP sinalizou uma redução na produção que acabou não se concretizando, ao menos na dimensão (-4%) em que foi anunciada, por outro lado, o nível da produção americana foi mantido, inclusive com o incremento da exploração e produção de *Shale Gas* (Gás de Xisto), a despeito dos desincentivos na exploração de combustíveis fósseis.

O que se tem verificado nos últimos anos no mercado internacional é um descolamento positivo entre os preços relativos dos principais produtos da pauta de exportações brasileiras, sobretudo as commodities agrícolas e metálicas, decorrente principalmente da guerra da Rússia-Ucrânia e da pandemia, e aqueles de maior expressão na composição das importações, em geral produtos acabados com elevado conteúdo tecnológico.

No terreno das oportunidades adiante, destacam-se as tendências de ganhos nos termos de troca da economia brasileira, em função da sustentação da demanda global por alimentos, petróleo e metais, configurando uma dinâmica favorável para a balança comercial e, tendo como contrapartida, uma redução nos preços de produtos eletrônicos no mercado internacional.

Diante deste cenário, em que se consolidariam os termos de troca favoráveis para a economia brasileira, no longo prazo poderíamos esperar uma conjuntura de maior estabilidade com redução da volatilidade macroeconômica. Ou seja, o setor externo poderá funcionar como estabilizador da economia brasileira, quase como um amortecedor de eventuais desequilíbrios fiscais na seara das contas no ambiente interno da economia.

O Tema Fiscal, Estabilidade do Câmbio, Inflação e a Trajetória dos Juros

Contudo, a perspectiva de maior estabilidade macroeconômica, no longo prazo, em função das tendências de valorização relativa da pauta de exportações brasileira, não autoriza leniência com o problema do equilíbrio fiscal.

COMITÊ DE MERCADO
reunião de 07 de março de 2024

4

A estimativa do banco para o déficit primário em **2024 é de 0,8% do PIB (ante 2,3% em 2023)**, caracterizando como elemento chave no arranjo desse déficit a geração de receitas. No curto prazo, a leitura é de crescimento da arrecadação, mas ainda insuficiente para alcance do resultado esperado previsto no orçamento de 2024, fato que reforça a necessidade de rigor com a matéria.

Em relação à evolução da dívida bruta, a perspectiva é de alta, **no patamar de 77% do PIB³**, inclusive como resultante das projeções para a dimensão do PIB nominal que se alcançará ao longo do ano, diante de variados cenários de comportamento.

Quanto ao câmbio, a perspectiva anterior do banco era de grande volatilidade, mas que foi alterada para uma percepção no sentido inverso, de maior estabilidade da taxa de câmbio⁴, sustentada pelo desempenho do Agronegócio e pela contribuição na geração de superávits comerciais que daí decorrem, ainda que se perceba em paralelo uma redução dos investimentos diretos no Brasil.

A retomada mais consistente do ingresso de capitais, investimento direto e em bolsa, ocorrerá de acordo as expectativas dos investidores em relação à evolução do déficit fiscal brasileiro e observando a curva de redução dos juros na economia americana.

Aparentemente, o tema do déficit perdeu importância relativa entre os agentes de mercado, desse modo, não se esperam grandes impactos na precificação dos ativos em se verificando posições deficitárias ao longo do ano – os agentes já trabalham, e aceitam, algum nível de desequilíbrio fiscal (ler nota de rodapé nº 4). Em diversas economias estrangeiras se constata situação semelhante.

No que tange à inflação, as expectativas apresentadas na reunião apontam para continuidade do processo de desinflação. O cenário delineado é o de preços mais baixos em reais das commodities agrícolas e industriais ao longo do ano, tornando-se o fator mais importante no processo de desaceleração da inflação de bens comercializáveis. Do mesmo modo, o enfraquecimento da economia chinesa tem provocado deflação em várias categorias de bens industriais.

A inflação de serviços ainda é um elemento de preocupação, apesar de se esperar uma

³ Em 2023 situou-se em 74,3% do PIB.

⁴ Nos últimos dias (esta Nota foi escrita cerca de um mês após a realização da reunião do Comitê) se experimenta uma intensificação da volatilidade cambial como resultado de fatores externos, como a guerra no oriente médio e a política monetária americana. Ademais, no front interno, a assunção efetiva da geração de déficit por meio da alteração da meta fiscal para 2025 é outro fator causador da volatilidade que se presencia.

desaceleração, conquanto inferior à do IPCA. Contudo, essa desaceleração poderá ser atenuada como consequência do mercado de trabalho apertado, com taxas de desemprego em patamares historicamente baixos.

As projeções do banco para o **IPCA de 2024 é de 3,4%** (uma pequena redução em relação ao cenário anterior de 3,9%) **e de 4% para 2025**.

Por fim, foram apresentadas as expectativas relativas ao comportamento das taxas referenciais de juros no Brasil. Com base no entendimento de que o nível a partir do qual o diferencial entre as taxas de juros efetivas americana e brasileira torna-se um risco para o câmbio é de 300 bps, ou seja 3 pontos percentuais entre a Selic e os Fed Funds⁵, e que esse diferencial não será atingido antes do final de 2025, havendo, portanto, razoável margem para cortes na taxa.

Os prognósticos do Santander para a taxa Selic estão no patamar de **8,5% e 7,5% ao final de 2024 e ao longo de 2025**, respectivamente.

A continuidade da redução da taxa Selic deverá mitigar uma desaceleração cíclica mais intensa na economia brasileira. O resultado esperado para o crescimento do **PIB ao final de 2024 é de 1,5%**, com acréscimo de 0,6% no primeiro trimestre, ainda como rescaldo do ano de 2023, 0,0% no segundo trimestre e uma recuperação de aproximadamente 0,4% e 0,5% nos dois últimos trimestres, caracterizando o *soft landing* da economia com a possibilidade de uma recuperação adiante a partir da bem-sucedida política monetária que foi capaz de entregar contenção inflacionária, abrindo espaço para redução dos juros adiante.

Impactos no Funding da Construção e do Mercado Imobiliário

Uma primeira questão acerca do funding setorial colocada na reunião foi a possibilidade de uma recomposição mais robusta dos saldos da caderneta de poupança como consequência da esperada redução da Selic.

Uma contraposição a esta perspectiva foi levantada admitindo-se a hipótese de que já é possível constatar um amadurecimento dos investidores, mesmo os pequenos, que os levaria avaliar com mais atenção outras oportunidades de investimento para além da simples realocação na caderneta de poupança, quando a taxa básica de juros cai, como historicamente esse movimento tem se registrado.

Um segundo ponto comentado foi a expectativa em relação às NTN-B, que também é uma referência que orienta os investimentos no real estate. Na data da reunião do

⁵ Atualmente esse diferencial é de cerca de **4,2%, ou 420 basis points**.

COMITÊ DE MERCADO
reunião de 07 de março de 2024

6

Comitê, os títulos mais curtos estavam sendo negociados no patamar de IPCA + 5,2 e os mais longos (2035), acima de IPCA + 5,5 %. A expectativa enunciada é que a partir do equilíbrio externo e da acomodação fiscal projetada, as taxas das NTN-B poderão se posicionar no médio prazo entre 4,5% e 5,0%, efetivas em IPCA.

Em seguida, o debate trouxe opiniões acerca das principais tendências associadas às fontes de funding para o crédito imobiliário no mercado brasileiro. As discussões estiveram centradas no papel que as fontes provenientes do mercado de capitais, desprovidas de qualquer incentivo ou subsídio, como as fontes tradicionais do SFH, caderneta de poupança e FGTS, teriam em um horizonte de médio prazo.

Destacaram-se as seguintes considerações:

- Os subsídios e os direcionamentos de recursos regrados no âmbito do SFH tiveram importância histórica no crescimento e consolidação do mercado de crédito para produção e comercialização de imóveis no Brasil;
- Por outro lado, é lícito constatar que há um trade-off intrínseco em um sistema de funding baseado em uma estrutura de subsídios, vinculado à volatilidade da disponibilidade de recursos no sistema quando o ciclo monetário é de alta, fazendo o subsídio crescer relativamente resultando em esvaziamento no sistema. A volatilidade de recursos no sistema poderia ser amenizada com o ingresso de capital estrangeiro, algo que nunca ocorreu de modo significativo para o sistema de crédito imobiliário brasileiro;
- Há diagnósticos de atores do setor de real estate de que é necessário evoluir do sistema baseado em captações dos recursos que giram com juros subsidiados, FGTS e caderneta de poupança, em operação desde a década de 60, para um sistema com presença predominante de recursos oriundos do mercado de capitais. Inclusive foi mencionado que o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro, e as derivações para o real estate, é caudatário da contração do mercado de crédito subsidiado;
- Foi relatado que nos últimos 2 anos o perfil das fontes de funding para o financiamento imobiliário vem se alterando substancialmente. Em 2022 a composição de recursos para o funding do mercado imobiliário era da ordem de 1,8 trilhões de Reais, com participação relativa do SBPE + FGTS de 70%. No início do ano corrente a estrutura de funding para o setor perfaz cerca de 2,3 trilhões, com a participação relativa das fontes tradicionais situando-se em cerca de 59% do total, e o remanescente composto em proporções variadas com CRI, LCI, LIG e Fundos Imobiliários;

- Assinalou-se que variadas entidades representativas do setor, juntamente com o BACEN, já vislumbram que a participação relativa do SBPE na composição do funding deverá se reduzir continuamente, cedendo espaço para o ingresso mais expressivo de recursos do mercado de capitais;
- No curto prazo, o uso privilegiado dos recursos captados por meio dos depósitos em caderneta de poupança será para financiamento do comprador de imóveis; o Plano Empresário destinado a financiamento da produção, que também utiliza recursos da poupança, deverá minguar e somente algumas empresas de maior relevo no mercado deverão acessar a fonte;
- Foi pontuado também que não há expectativas de redução mais expressiva nas taxas de juros dos financiamentos à aquisição, hoje por volta de 10,5% a 11,0% anual, justamente como consequência da mudança paulatina das fontes que compõe a estrutura de funding, cujos custos estão firmemente relacionados com as taxas vigentes no mercado e não com as taxas subsidiadas da poupança e do FGTS;
- Outro aspecto comentado na Reunião referiu-se a alterações na legislação que regulamenta os títulos vinculados às operações imobiliárias. Entendeu-se como positiva a alteração na emissão de CRI, mais rigorosa no que se refere à tipologia do ativo que dá lastro à emissão, mas como negativa as mudanças em relação às LIGs, porque deverão tornar o título menos atrativo, devido às novas condições estabelecidas para garantias, prazos de resgate e a inclusão no mapa 4, principalmente quando comparado às LCIs.

Complementarmente foi esclarecido que os bancos não têm praticado taxa de juros mais baixas na concessão de financiamento a projetos que embarcam atributos de ESG, mas que admitem que uma melhor governança pode ser traduzida em leituras de riscos mais amenos.

Há Equilíbrio entre Oferta e Demanda no Mercado Residencial?

Espera-se um grande volume de entregas de novos empreendimentos ao longo de 2024 e com extensão para 2025, pelo fato de que o volume de lançamentos em 2020 a 2022 foi elevado, o que deverá absorver grande parte dos recursos do sistema para financiamento de aquisição.

Houve na reunião do Comitê também a opinião de que, em média, os projetos a serem entregues estão bem vendidos, com reduzido número de unidades ainda em estoque, e que o risco de distratos está minorado porque uma parcela mais substancial do preço

vem sendo paga durante a implantação do empreendimento, configurando uma LTV média abaixo de 65%.

Há um entendimento de que de modo geral a safra de novos empreendimentos é saudável, ainda que se perceba que em alguns segmentos, sobretudo em algumas regiões que concentram produtos compactos⁶, risco de excesso de oferta⁷.

Destacou-se adicionalmente que as regras contempladas na revisão do Plano de Diretor Estratégico (PDE) e as condições para aprovação de projetos são avaliados como potenciais óbices à dinâmica de expansão que se desenhou para o mercado na cidade de São Paulo.

Finalizamos a reunião discutindo sobre a legitimidade do uso recursos subsidiados, principalmente aqueles originados por via compulsória da renda dos trabalhadores para constituição do FGTS, no financiamento de habitação popular. Houve sustentações que ainda que no passado longínquo o modelo de funding baseado em subsídios foi importante e necessário, no presente, a sua manutenção é inadequada e não contribui para o amadurecimento setorial na direção de um mercado mais eficiente. É premente construir novos mecanismos de funding, inclusive para o mercado de baixa renda.

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; Carlos Eduardo Terepins; Carolina Gregório; Cláudio Bruni; Claudio Tavares de Alencar; Eliane Monetti; ; Fernando Bontorim Amato; Gilberto Duarte de Abreu Filho; João da Rocha Lima Jr.; José Roberto Machado; José Romeu Ferraz Neto; Paola Torneri Porto; Roberto Aflalo Filho; Roberto Sampaio;

⁶ Unidades de um dormitório e de até 38 metros quadrados.

⁷ Estima-se que ao longo do ano serão entregues na cidade de São Paulo 6.000 unidades compactas a mais do que a demanda comportaria.

COMITÊ DE MERCADO
reunião de 07 de março de 2024

9

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.