

Nota da Reunião de 09 de março de 2017

O CENÁRIO DE RECUPERAÇÃO DA ATIVIDADE ECONÔMICA NO BIÊNIO 2017-2018 E AS REPERCUSSÕES NO REAL ESTATE

Introdução

O Comitê de Mercado abre o ciclo anual de reuniões com a exposição do economista chefe do Banco Santander, Mauricio Molon, delineando os principais eventos e tendências que podem conformar o desenvolvimento da economia brasileira no futuro próximo.

Nesta reunião, o horizonte da análise envolveu o ano de 2017 e 2018 e os principais temas explorados foram: (i) a expectativa da retomada do crescimento com a estabilização e queda da inflação e com o retorno da confiança de investidores e consumidores; (ii) os riscos oriundos da instabilidade que se avizinha no ambiente internacional e da vulnerabilidade fiscal; (iii) os problemas de natureza política e as eleições de 2018; (iv) o amadurecimento do sistema de crédito imobiliário brasileiro e; (v) as empresas de real estate diante de um novo ciclo de mercado.

Os pontos mais relevantes do debate estão a seguir detalhados.

O início de um círculo virtuoso com a volta do modelo liberal

Destaca-se a rápida mudança nas expectativas e uma retomada cautelosa da confiança na economia brasileira após a troca de governo. Antes do impedimento havia um temor no mercado quanto à vulnerabilidade da economia brasileira, com riscos de enveredar pelos caminhos da Grécia ou mesmo da Venezuela.

Ao assumir, o novo governo consegue com relativa velocidade reverter a deterioração das expectativas ao adotar diretrizes de corte liberal para a política econômica, caracterizadas pela busca de um ajuste fiscal baseado numa agenda de reformas alinhada com modelo liberal de gestão da economia.

Já no terceiro trimestre de 2016 identificou-se uma mudança no patamar de confiança na economia, que, se não foi suficiente para emular o crescimento, foi adequado para evitar um colapso, tendo em vista as projeções correntes para a evolução das contas públicas.

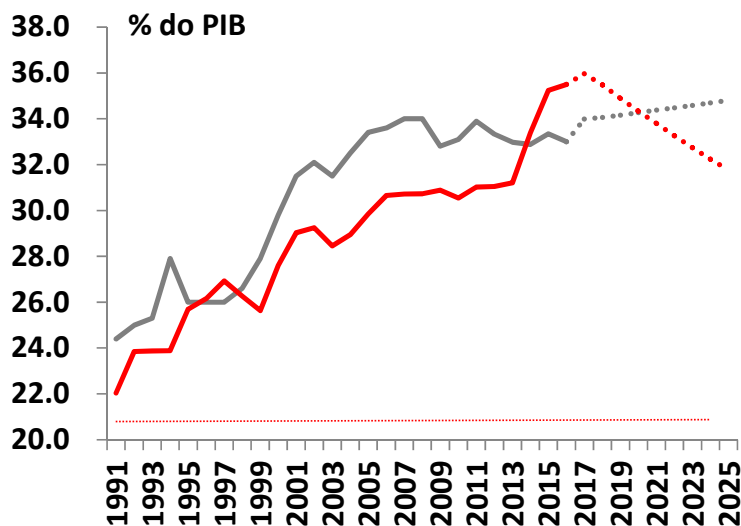
A agenda de reformas proposta: (i) o teto dos gastos, (ii) a trabalhista (já aprovadas)

COMITÊ DE MERCADO
reunião de 09 de março de 2017

2

e (iii) a da previdência (em tramitação) que, junto com as políticas de controle da inflação do Banco Central (que começam afinal a render resultados) foi exitosa em ancorar as expectativas em relação ao trajeto dos gastos públicos e sua relação com as receitas e com a capacidade de solvência do estado brasileiro.

O gráfico que segue ilustra dois modelos de estado quanto ao manejo da política fiscal. O modelo do estado forte, fiscalmente sustentado, caracterizado pelas curvas contínuas, preta (arrecadação) e vermelha (gastos públicos), que mostram um crescimento do gasto público proporcional ao crescimento da arrecadação, realidade brasileira de 2000 a 2010, entrando em colapso após 2013. O que se espera é a retomada do modelo liberal fiscalmente sustentado, marcado pela contenção dos gastos públicos de acordo com a capacidade de arrecadação do estado, representado no gráfico pelas projeções das linhas pontilhadas, preta e vermelha, com reequilíbrio entre 2019 e 2020.



Fonte: Projeções Banco Santander

O anúncio da agenda de reformas, *per se*, trouxe repercussões positivas no ânimo dos empresários e investidores brasileiros, além da mesma estar bem alinhada com a visão prevalente no ambiente internacional, no que diz respeito às condições necessárias para haver indução sustentável do fluxo de capitais internacionais para os mercados emergentes, incluindo o Brasil.

O mercado aparenta convicção na aprovação das reformas devido, especialmente, à

vontade política do governo na sua implantação, à sua capacidade de montar os arranjos e a maioria política para aprová-las na câmara e por fim, à qualidade técnica da equipe econômica, responsável pelo planejamento e pela implementação das políticas fiscal e monetária do novo governo, amplamente reconhecida pelo mercado.

O questionamento que ainda reside no inconsciente coletivo é se, de acordo com as perspectivas eleitorais para 2018, haverá continuidade das reformas.

De todo modo, mesmo com o fantasma da possibilidade da eleição de um governo populista em 2018, prevalece a visão no mercado de que o modelo de austeridade fiscal e de redução do tamanho do estado se estabelecerá, contendo as pressões por gastos eleitorais, porque a estratégia adotada para aprovação e implantação do teto dos gastos trouxe elementos que dificultariam a sua reversão sem custos políticos elevados, implicando inclusive na obrigatoriedade da desvinculação do reajuste do salário mínimo das contas previdenciárias.

Para além da questão política, a retomada da confiança está assentada também em indicadores da realidade econômica, especialmente quando se observa os índices de confiança de empresários e consumidores relativos ao primeiro trimestre de 2017, destacando-se como principal *driver* dessa retomada a efetiva queda dos índices de inflação, que avaliada corretamente, abre espaço para uma perspectiva de redução sustentável da taxa de juros básica. As análises especializadas projetam índices de inflação no patamar de 4% ao ano já em meados de 2017 e juros básicos de um dígito até o final do ano.

Embora se reconheça que as perdas foram imensas com a intensa estagnação e queda do produto nos últimos dois anos, estimando-se que a renda per capita média verificada em 2013 somente será alcançada novamente em 2025, as perspectivas de recuperação são otimistas.

Com a queda da inflação e uma melhoria momentânea do câmbio, uma série de eventos tem reforçado a tese de que no horizonte de um ano a situação econômica brasileira estará muito mais confortável.

Os primeiros sinais de melhora decorrentes da queda inflação se farão sentir na diminuição no nível de endividamento das famílias e empresas, propiciado pela redução das taxas médias de juros, que tende a seguir convergente com a queda da inflação, e que, aliado a uma percepção de estabilização do poder compra, que se verifica quando a inflação arrefece, se transforma num indutor do consumo e uma retomada nos investimentos das empresas.

De outro lado, a posição do câmbio e a queda da inflação têm ajudado o fortalecimento e o crescimento do setor agrícola, favorecendo a estabilidade dos preços de alimentos no mercado interno e impulsionando exportações de commodities. Em decorrência do crescimento da área plantada e da manutenção do nível de produtividade no setor, os prognósticos apontam para um crescimento de 14% da produção de grãos e do valor bruto do setor de 528 bilhões para 545 bilhões de reais em 2017.

Para as classes de renda mais baixas, a redução, ou mesmo a interrupção do processo de crescimento das despesas com alimentação provoca um impacto poderoso no consumo na economia.

A taxa de câmbio também tem fomentado o crescimento da exportação de produtos manufaturados. No primeiro trimestre de 2017 verificou-se um crescimento do setor industrial brasileiro, devido principalmente à atividade exportadora, uma vez que o mercado interno ainda encontra-se bastante deprimido.

Não obstante os indicadores de melhora na agricultura e na indústria ainda não se percebem quaisquer evidências de reaquecimento da demanda. Emprego, renda, e vendas no varejo continuam sem empuxo.

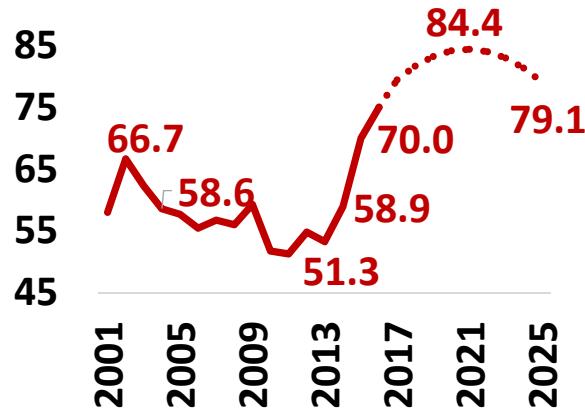
Os riscos – a vulnerabilidade fiscal e o ambiente global

Em relação aos fatores de risco que ameaçam a consolidação de um novo ciclo virtuoso foram destacados na reunião: (i) a vulnerabilidade fiscal e (ii) alteração dos fluxos de capitais para economias em desenvolvimento, como resultado de potencial enxugamento da liquidez global.

O maior receio em relação à questão fiscal diz respeito não só ao esforço de longo prazo necessário e, desde que as reformas e o ajuste fiscal ocorram, para que a dívida bruta do setor público, como proporção do PIB, retorne ao patamar aceitável para economias emergentes com grau de investimento, mas reside também na possibilidade de que o quadro político reavive os fatores que induziram a escalada da dívida bruta a partir de 2013, conforme pode ser observado no gráfico em seguida, tais como, renúncias fiscais, aportes do tesouro no caixa do BNDES, indexação do salário mínimo ao crescimento do PIB e à inflação, queda da arrecadação, enrijecimento de certas contas, entre outros.

Neste particular, as expectativas em torno da eleição de 2018, e a possibilidade da vitória de um governo com viés populista, denotam os riscos da recomposição das contas públicas e da trajetória da dívida no longo prazo.

Dívida Bruta do Setor Público (% do PIB)



No setor externo, a percepção dos riscos para a entrada da economia brasileira em um ciclo virtuoso de crescimento origina-se no aumento da instabilidade dos fluxos de capitais, aguçado em primeiro lugar pela promessa de estímulos fiscais nos Estados Unidos, que potencializaria pressões inflacionárias, e, em decorrência, aceleraria uma política monetária mais restritiva, com a elevação dos juros pelo FED.

Em outras economias desenvolvidas, como Japão e Alemanha, por exemplo, a tendência também é de normalização da política monetária, com elevação das taxas de juros domésticas, os juros futuros das respectivas economias já apontam essa tendência. Ademais, uma onda de protecionismo nas economias avançadas poderá fortalecer as respectivas moedas.

Outro foco de instabilidade global vem da economia chinesa. A grande preocupação nos mercados está voltada para possibilidade de remoção dos estímulos fiscais e monetários que podem reduzir o crescimento com grandes impactos no comércio internacional de commodities. Além do potencial redirecionamento da política monetária chinesa, mais preocupada com a qualidade do crédito do que com a indução do crescimento, ou seja, é esperada uma redução das taxas médias de crescimento da economia chinesa.

Diante desse contexto internacional, o prognóstico de maior consenso é o de enfraquecimento do real no mercado internacional, o que, se de um lado pode ser um indutor do ingresso de capitais estrangeiros e da pauta das exportações brasileiras, de outro traz dificuldades à contenção inflacionária.

No que tange aos juros, comentou-se que no mercado há duas teses concorrentes: (i) admitindo que o crescimento econômico só vá ocorrer mais adiante, não há limite para a redução dos juros pelo BC. De acordo com essa formulação acredita-se que os juros poderiam chegar ao patamar de 6%, equivalente ano, nominal; (ii) a segunda tese defende que o limite da queda dos juros é dado pelo câmbio: se a queda for muito intensa provocar-se-ia uma desvalorização cambial que fomentaria a inflação. Para essa corrente, as taxas de juros se estabilizariam no patamar de aproximadamente 8%, equivalente ano, nominal.

Debateu-se também qual seria a taxa de juros neutra no Brasil, aquele limite abaixo do qual a inflação recrudesce. Historicamente este limite situou-se no nível de 5% a 6%, anual, efetivo, ou seja, quando as taxas de juros alcançavam patamares menores do que estes, relativamente à taxa inflação, surgiam pressões inflacionárias derivadas do aquecimento da demanda e/ou da depreciação cambial, forçada pela redução do fluxo de investimentos estrangeiros.

Na conjuntura atual, reconhecemos que a taxa de juros neutra é de difícil balizamento, mas que há bastante espaço para redução dos juros pelo BC sem provocar pressões inflacionárias porque há uma grande capacidade ociosa na economia. Entendemos que uma taxa de juros efetiva de 4% ao ano, ou até um pouco menos, não seria indutora de inflação no horizonte de 2017 a 2018, do ponto de vista da demanda interna. Já quanto às pressões inflacionárias decorrentes da depreciação cambial, o balizamento da taxa de juros neutra envolveria a discussão sobre a percepção de riscos diversos dos investidores estrangeiros acerca da economia brasileira.

Todavia, ressaltamos novamente que este prognóstico é refém da continuidade do modelo de gestão macroeconômica liberal do atual governo. Um retrocesso populista nas eleições de 2018 compromete indelevelmente a predição.

Repercussões no real estate

Num cenário de juros baixos, o primeiro impacto no real estate incide na fonte tradicional de funding do setor no Brasil - a caderneta de poupança. Com a redução, estima-se uma recomposição paulatina dos saldos de poupança, de modo que o que se perdeu na crise seria retornado até o final de 2017. De fato, a queda de janeiro de 2017 já foi menor do que a queda de 2016, 1,6 bilhões contra 6,6 bilhões reais, respectivamente. Avalia-se que a taxa Selic num patamar de 9 % nominal viabiliza uma maior atratividade da poupança, podendo alcançar depósitos de tal monta que seria viável direcionar ao crédito imobiliário valores da ordem de 45 a 50 bilhões de

reais anualmente.

Nestes patamares de taxas de juros, os mecanismos de captação de mercado poderiam ser viabilizados, independentemente da poupança, como funding para o setor habitacional. Há uma percepção de que alguns empreendedores já começam a pensar em novos projetos, diante da perspectiva de redução das taxas de juros, e que encontrariam funding adequado junto aos bancos.

Entretanto, há questionamentos quanto à capacidade da poupança em atender às demandas de crédito habitacional, tendo em vista a questão da liquidez e do perfil dos investidores em poupança. No Brasil, mais de 65% do saldo da poupança está em contas cujos titulares detêm mais de 30 mil reais investidos, representando somente 3,2% do total dos clientes. Os outros 35% é formado por uma massa de pequenos poupadores, que só sacam em momentos de crise.

Os investidores mais agressivos, que respondem por 65% dos depósitos, teriam vocação para desestabilizar o sistema, uma vez que flutuações de alta nas taxas de juros induziriam retiradas em busca de uma melhor alocação.

De qualquer modo, entendemos que a poupança tem limitações no volume de crédito que pode ser oferecido ao mercado, não se admitindo como viável atender mais do que 50 bilhões de reais a partir dessa fonte. Se o mercado brasileiro crescer para além dessa fronteira, um novo sistema com outras fontes precisará ser construído.

A questão da inadimplência

Discutimos também o crescimento da inadimplência dos compradores de imóveis com o acirramento da crise. Concluímos pelo reconhecimento da solidez do sistema de crédito imobiliário brasileiro. A proporção de imóveis devolvidos, ou retomados, é inexpressiva diante da carteira dos bancos comerciais, ainda que a recolocação dos imóveis no mercado seja mais complexa no que se refere a prazos e a valores de comercialização, podendo ocorrer perdas em alguns casos. Com exceção da faixa 1, que apresenta altos índices de inadimplência, a realidade das outras faixas do programa Minha Casa Minha Vida não foi contemplada no debate.

Mesmo que deva se considerar na retomada do ciclo de crescimento do mercado imobiliário os estoques das empresas e dos imóveis retomados e recolocados no mercado pelos bancos como um óbice, é possível concluir que houve um bom aprendizado com a crise no que concerne à concessão de crédito imobiliário.

Entretanto, alguns aperfeiçoamentos na legislação, particularmente no que diz

respeito ao patrimônio de afetação e da alienação fiduciária, são necessários. A legislação do patrimônio de afetação, por exemplo, permite interpretações diversas na forma de gerenciar e transferir recursos das SPEs para outros fins do originador, fragilizando assim a suposta proteção aos financiadores que a regra traz.

O principal problema em relação à alienação fiduciária é que já ocorreram decisões judiciais alinhando o instrumento à configuração de garantia hipotecária, o que pode quebrar a confiabilidade do sistema.

Finalizamos a reunião com um breve debate sobre algumas tendências setoriais no pós-crise, enfocando aspectos relacionados com mudanças culturais e da conjuntura competitiva que poderá se estabelecer no real estate residencial.

Em relação às mudanças culturais no consumo, provocadas por alteração de valores da sociedade (uso do automóvel, por exemplo) e por uma maior digitalização da economia, concluímos que no Brasil os hábitos de consumo tradicionais ainda tem muito que se consolidar, principalmente nas faixas de renda mais baixas, tendo em vista os padrões médios de consumo per capita dos países mais desenvolvidos.

Discutimos também se há capacidade das empresas que sobreviverão aos anos de crise em embarcar num novo ciclo de crescimento do setor. A questão que se impõe é: considerando os altos estoques e custo da dívida que boa parte do setor ainda rola, haverá fôlego financeiro para atender a demanda que paulatinamente vai se recompor com a volta do crescimento econômico?

Assentimos que provavelmente haverá uma grande renovação no quadro competitivo com a entrada de novas empresas no segmento, porém destacamos que diante da maior crise econômica dos últimos 100 anos é espantosa a resiliência e a capacidade de sobrevivência das empresas brasileiras ante o estrago provocado por anos de políticas de governo deletérias.

São membros do Comitê de Mercado do NRE-Poli:

Alessandro Olzon Vedrossi; Alex Kenya Abiko; Carlos Terepins; Cláudio Bruni; Claudio Tavares de Alencar; Daniel Citron; Eliane Monetti; Eric Cozza; Fernando Bontorim Amato; Gilberto Duarte de Abreu Filho, João da Rocha Lima Jr.; José Roberto Machado, José Romeu Ferraz Neto; Marcelo Vespoli Takaoka; Mario Rocha Neto; Patrick Mendes; Pedro Cortez; Roberto Aflalo Filho; Roberto Sampaio e Walter Luiz Teixeira e,

sendo esta Nota firmada por

COMITÊ DE MERCADO
reunião de 09 de março de 2017

9

Alessandro Olzon Vedrossi; Alex Kenya Abiko; Carlos Terepins; Cláudio Bruni; Claudio Tavares de Alencar; Daniel Citron; Eliane Monetti; Eric Cozza; Fernando Bontorim Amato; Gilberto Duarte de Abreu Filho, João da Rocha Lima Jr.; José Roberto Machado, José Romeu Ferraz Neto; Marcelo Vespoli Takaoka; Mario Rocha Neto; Pedro Cortez; Roberto Aflalo Filho; Roberto Sampaio e Walter Luiz Teixeira, na sessão secretariada por Claudio Tavares de Alencar, que se encarregou de consolidar, na redação desta nota, o tema tal como foi debatido.