

Nota da Reunião de 10 de março de 2022

## **O CENÁRIO GLOBAL DE INFLAÇÃO ALTA E A POLÍTICA MONETÁRIA RESTRITIVA DO FED: QUE CHOQUES PODEMOS ESPERAR NO AMBIENTE DO REAL ESTATE BRASILEIRO?**

### **Preâmbulo**

O Comitê de Mercado do NRE-Poli abriu 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 para a economia global e brasileira. As perspectivas foram delineadas à luz das Políticas Monetárias em curso nos principais países, ultimamente direcionadas não somente para lidar com pressões inflacionárias internas, mas também com os movimentos de alta dos juros americanos promovidos pelo Federal Reserve (FED), no sentido de evitar uma maior depreciação cambial frente ao Dólar e, sustentar uma recuperação econômica mais célere com a pandemia já sob controle. Destaque especial foi dado ao conflito Rússia versus Ucrânia cujas possíveis repercussões de curto e médio prazos turvam enormemente a formulação de cenários de recuperação da economia global.

Os temas centrais discutidos na reunião consistiram nos seguintes tópicos: (i) as mudanças da política monetária global e os movimentos defensivos de antecipação da altas de juros do FED; (ii) a aceleração de estímulos ao investimento da China; (iii) a melhoria da conjuntura da economia brasileira no primeiro semestre de 2022, as projeções de inflação e os riscos adiante; (iv) os possíveis impactos advindos do conflito Rússia-Ucrânia; (v) o quadro político brasileiro e as repercussões na economia; (vi) o biênio surpreendentemente positivo (2020-2021) para o real estate residencial e a retração da atividade a partir do quarto trimestre de 2021; (vii) o incremento de juros e inflação e os choques negativos no setor de real estate.; (viii) as possibilidades de ocorrerem repasses de incrementos de custos para os preços de imóveis em comercialização; (ix) o patamar da taxa referencial de juros e o funding setorial; (x) os impactos da suspensão das restrições de mobilidade na indústria de shopping centers; (xi) a recuperação paulatina em curso do setor hoteleiro; (xii) a baixa atratividade percebida no mercado de edifícios corporativos, e; (xiii) a conjuntura de juros e inflação alta e o desempenho das empresas que atuam no segmento de baixa renda.

**Importa destacar que os assuntos envolvendo a macroeconomia brasileira e internacional buscaram refletir nesta Nota a fala da Ana Paula Vescolvi. Os tópicos que versam sobre o real estate no Brasil resultaram dos debates e colocações dos membros do Comitê.**

### **Mudança na política monetária global: mercados anteciparão as altas do Fed**

Os dois polos gravitacionais da economia global, Estados Unidos e China, estão implementando Políticas Econômicas divergentes como rescaldo do pós pandemia. Enquanto nos EUA o aperto monetário é intensificado, na China, os estímulos ao consumo e à atividade estão em franca expansão.

A partir de março de 2022 verificou-se uma mudança no discurso do Federal Reserve (FED – o Banco Central Americano) em relação ao tema e à forma de combater a inflação americana. À medida em que a pandemia arrefecia e o retorno à normalidade da livre movimentação das pessoas permitiu a volta do funcionamento natural da economia, a primeira leitura do forte processo inflacionário que se espalhou na economia americana era de que se tratava de evento transitório e devido fundamentalmente à quebra das cadeias produtivas e às disfunções no mercado de trabalho, acarretadas pelas políticas de isolamento social e de auxílio financeiro governamental que restringiram a oferta de trabalho, resultando em desequilíbrios em vários setores.

A expectativa dos formuladores de políticas e analistas do mercado era de que a situação das cadeias produtivas e do mercado de trabalho se normalizaria com alguma velocidade. Isto não aconteceu, pior, a conjuntura inflacionária se aprofundou. O núcleo da cesta de insumos considerado no cômputo CPI (consumer price index) foi impactado fortemente pelos desarranjos logísticos e de produção, e ainda mais afetados com o advento do conflito na Europa Oriental.

Além disso, há o diagnóstico de que muito da força de trabalho americana não retornará às antigas posições, pois houve muitos pedidos de aposentadoria e ainda há o resqúcio de muita ajuda governamental. Ou seja, as pressões inflacionárias continuarão presentes por um prazo bem mais longo do que se supunha à primeira vista, o que levou o FED a mudar o tom da sua política monetária, acelerando o incremento dos juros dos títulos do tesouro. As expectativas eram de que a elevação seria mais suave do que os 250 pontos que está sendo previsto ao longo de um ano.

### **A China acelera estímulos para manter patamar de crescimento**

A Política Econômica adotada pelo governo chinês vai no sentido contrário ao da

americana. É entendimento do governo que o país precisa de estímulos fiscais e monetários para manter um ritmo de crescimento 5,5% ao ano.

Durante vários anos o crescimento econômico chinês esteve intimamente vinculado à dinâmica do seu mercado imobiliário e, após uma vigorosa e continuada expansão, grandes empresas do setor têm apresentado reveses financeiros e recorrido a auxílios governamentais para poderem continuar em operação, ainda que em menor escala. Diante de um quadro conturbado no mercado imobiliário, a estratégia de ativação da economia chinesa tem passado por fortes estímulos ao consumo das famílias, que já alcançou um patamar 25% superior ao anterior à pandemia.

O antagonismo das Políticas Econômicas de Estados Unidos e China, contracionista e expansionista respectivamente, aliado à continuidade do conflito da Rússia e Ucrânia tende a aprofundar as incertezas quanto à velocidade da recuperação das economias no mundo.

O cenário esperado é o de mais inflação, mais aperto monetário, com exceção da China, e menor crescimento nos variados blocos econômicos. Tal conjuntura é caudatária do fortalecimento do dólar e do crescimento dos preços de commodities agrícolas e metálicas.

De outro lado, a opinião prevalente nos mercados é que a 3ª onda da variante omicron levou à imunidade de rebanho demudando a pandemia em endemia, e já permitindo uma nova precificação dos ativos ante este cenário.

### **Os movimentos antagonistas e as repercussões na economia brasileira**

Já há alguns anos o setor externo brasileiro encontra-se ajustado, sobretudo nos últimos dois anos com os preços das commodities da nossa pauta de exportação em alta, especialmente minério de ferro e milho. Desde o início da pandemia os termos de troca das transações comerciais com os nossos mais importantes parceiros têm melhorado, em função do descolamento positivo dos preços dos produtos exportados em relação aos que predominam nas importações brasileiras, o que tem repercutido na apreciação do Real frente ao Dólar e no enriquecimento relativo do país.

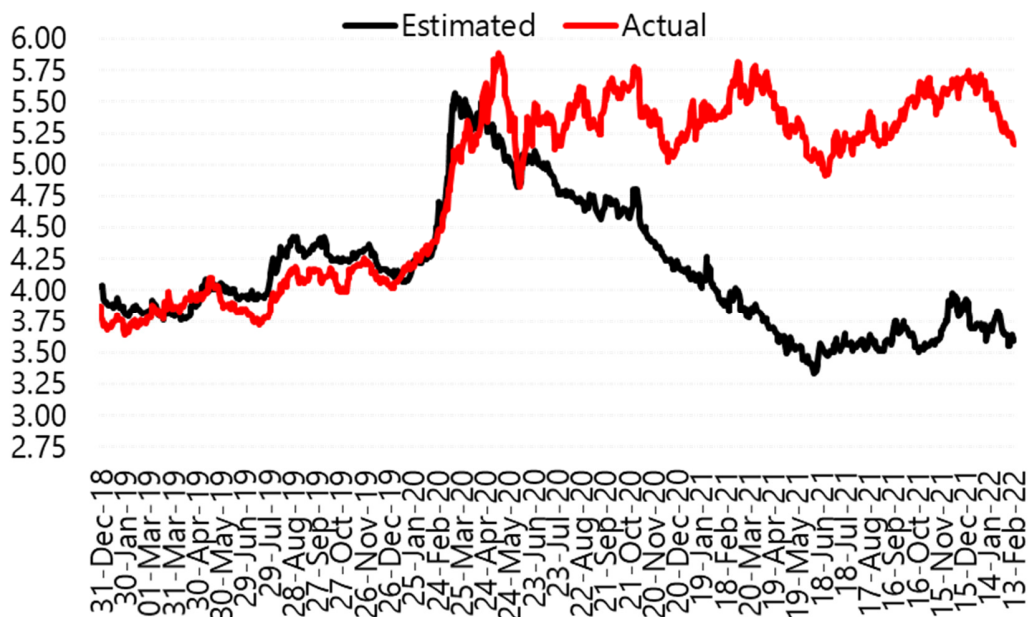
O movimento de investidores mais agressivos ingressando na bolsa brasileira, motivado pela mudança de discurso do FED e com base na visão que os ativos brasileiros estavam depreciados e com boas perspectivas de valorização, também foi indutor da apreciação cambial verificada ao longo do ano de 2022, ainda que marcada por uma alta volatilidade das cotações decorrente das percepções de riscos associados aos fundamentos econômicos e idiossincráticos conexos à pauta e polarização política

que se desenrola no país.

O descolamento da taxa de câmbio real do que deveria ser a sua posição de acordo com os fundamentos que a condicionam, principalmente o diferencial entre as taxas de inflação e de juros no Brasil e nos EUA e os preços das commodities exportadas é explicado pelo risco idiossincrático do Brasil percebido pelos investidores estrangeiros e relacionado ao potencial desequilíbrio fiscal proveniente de discursos políticos de matiz heterodoxa.

Ao longo do ano de 2019 o descolamento da taxa de câmbio da posição prognosticada a partir dos seus fundamentos era desprezível. A chegada da pandemia provocou um crescimento da percepção do risco idiossincrático distanciando a taxa de câmbio dos seus fundamentos, ainda que a tendência projetada com base nos fundamentos apontasse uma apreciação do Real, ver gráfico abaixo

USD x BRL – Fatores externos vs influências domésticas



Fonte: Bloomberg, Banco Santander

A expectativa do Banco é que uma sinalização do governo da adoção, ou manutenção, de um Política Econômica apropriada deverá reduzir a percepção do risco idiossincrático, de sorte que no curto prazo a tendência é de apreciação do Real, mesmo porque os fundamentos, em particular o diferencial de juros e os preços das

commodities no mercado internacional favorecem a apreciação.

Não obstante, para o médio prazo, o Banco avalia que haverá uma depreciação do Real, ainda que seja esperada uma redução do risco idiossincrático, devido ao incremento dos fatores fundamentais que embasam o comportamento do câmbio, de maneira especial a taxa de juros arbitrada pelo FED.

A aproximação da taxa de câmbio dos seus fundamentos deverá propiciar oportunidades para a recuperação da atividade no Brasil. Segundo a visão do Banco, há no panorama alguns outros eventos que deverão estimular algum crescimento econômico no primeiro semestre de 2022, em seguida assinalados:

- Categorias profissionais mais organizadas obterão reajustes salariais no nível do IPCA-ibge dos últimos 12 meses, o que poderá resultar em ganhos efetivos contra uma projeção de 7,5% até o final de 2022.
- Forte recuperação do setor de serviços depois da pandemia.
- Recuperação do nível e da qualidade de emprego com repercussão positiva no nível de consumo das famílias, entende-se, inclusive, que a renitência do patamar do IPCA-ibge ante o aperto monetário decorre do aumento do consumo interno.
- Retomada de setores essenciais que foram profundamente afetados pelo isolamento social como educação, saúde, varejo e entretenimento.
- Perspectivas de altos investimentos no setor de infraestrutura, pois, várias concessões de rodovias, aeroportos e na área de saneamento pós-novo marco entram em vigor ao longo do ano.
- Pacotes de obras e gastos governamentais motivados pelas eleições de outubro.

As projeções sinalizam um crescimento de 0,7% do PIB em 2022, mas concentrado no primeiro semestre. A expectativa é de que ao final do ano a economia brasileira inicie um processo de recessão que poderá durar até meados de 2023. Ao longo de 2022 espera-se um crescimento do setor agrícola da ordem de 6%, impulsionado principalmente pelas super safras de milho e de 2% de crescimento no setor da construção civil.

A recessão contratada no segundo semestre é fruto do incremento da taxa referencial de juros estimada para alcançar ao final do ano 13,25%, conforme opiniões verificadas no último Boletim Focus do BC. A manutenção do viés de alta da SELIC deriva da austeridade com que o Banco Central tem administrado a política monetária,

considerando a inércia inflacionária de longa data presente na economia brasileira.

A preocupação dos administradores também recai sobre a conjuntura inflacionária no patamar de dois dígitos que pode resultar em um quadro de inflação crônica adiante, em que pese o fato de que a inflação mais alta favorece o equilíbrio das contas públicas no curto prazo. Neste caso, os riscos residem na leniência governamental com o problema, diante do conforto fiscal de curto prazo, da trajetória ascendente da dívida pública no longo prazo em função do financiamento público se tornar mais caro com juros e inflação para cima, além da dificuldade adicional do teto de gastos não ancorar mais a política fiscal.

O cenário inflacionário se mostra ainda mais inquietante porque as pressões globais que sustentam preços de commodities e petróleo em alta continuam firmes no horizonte e fomentadas pela persistência da guerra e incertezas daí decorrentes.

### **O desempenho recente do real estate residencial e as perspectivas de curto e médio prazos**

A situação macroeconômica desafiadora dos dois últimos anos surpreendentemente restou positiva para importantes indicadores do setor residencial. O volume geral de vendas (VGV) de unidades residenciais alcançou nos mercados brasileiros o montante de 50 bilhões de Reais em 2020 e 86 bilhões de Reais em 2021, recordes históricos. Em São Paulo a cifra em 2021 foi de cerca de 47 bilhões de Reais. Até o 3º trimestre de 2021 o indicador de velocidade média de comercialização (VSO – vendas sobre oferta) situou-se em 50% anual e, já no último trimestre de 2021 notou-se uma piora no indicador.

O vigoroso desempenho em vendas e nos lançamentos que se verificou no último biênio não está se sustentando no primeiro trimestre de 2022. O mercado perdeu tração com queda nos lançamentos e VSO mais baixo. Em relação ao incremento de custos de empreender (construção, terreno, outorga, financeiro, etc.) assentimos que algum repasse aos preços de comercialização foi viável até o ano passado; a questão debatida hoje no setor é se daqui em diante será possível recompor margens repassando incremento de custos aos preços, seja das unidades em estoque ou nos futuros lançamentos. Em outras palavras, em 2022 o setor conviverá com menos margem ou com menos lançamentos?

A apreciação prevalente é que teremos um volume menor em 2022, tanto em vendas quanto em lançamentos, até porque a recomposição de margens só é viável em alguns nichos do mercado.

De outro lado, pelo fato de que o volume de lançamentos em 2020 e 2021 foi muito expressivo teremos um grande volume de obras em andamento e muitas entregas ao longo de 2022 e 2023.

Houve na reunião do Comitê também a opinião que os projetos a serem entregues em 2022 estão bem vendidos, com reduzido número de unidades ainda em estoque, especulou-se em cerca de 10%, e que o risco de distratos está minorado porque em grande parte dos projetos uma parcela mais substancial do preço está sendo paga durante a implantação do empreendimento, de 40 a 45% ante os 30% habituais. Há um entendimento de que a safra é saudável e a conversão em repasse não vai ser problemática.

### **Perspectivas para o crédito imobiliário**

Quanto ao crédito imobiliário, os números de 2020 e 2021 também são imponentes. Em 2021, o volume de crédito concedido para a aquisição foi de 164 R\$ bilhões e, para compor o funding da construção, foi tomado pelas empresas aproximadamente 56 R\$ bilhões, totalizando 220 bilhões de Reais em crédito concedido ao setor. Em 2020 o total concedido foi de 93 Bilhões de Reais.

Com base nos volumes contratados no quarto trimestre de 2021 e no primeiro de 2022, a expectativa para 2022 é de queda nas concessões. Estima-se o intervalo de 90 a 120 bilhões de Reais em liberações, envolvendo crédito à Pessoa Física e às Companhias durante o ano de 2022.

Outro assunto em pauta na reunião relacionado com o crédito imobiliário foi o do comportamento ascendente da taxa de juros. Foi comentado que taxa de juros nominais inferiores a 10% ao ano, no Brasil, não são inibidoras a tomadores pessoas físicas.

As taxas médias do financiamento à aquisição, cuja fonte de funding é a caderneta de poupança<sup>1</sup>, atualmente cobradas pelos bancos situam-se em cerca de 9,5% ao ano e, de aproximadamente 7,0% anual nos últimos dois anos. Historicamente no mercado brasileiro, raramente os juros do financiamento estiveram abaixo dos 10%, razão pela qual o mercado foi exuberante em 2020 e 2021<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Já o custo do financiamento à produção está atrelado ao patamar da taxa referencial (SELIC) ou ao CDI devido às fontes do funding

<sup>2</sup> Há alguma evidência que taxas de juros do financiamento para comercialização de 1 dígito resultam em prestações de monta equivalente a valores de aluguéis médios nos principais mercados, o que tende a induzir contratações de financiamento para compra em

A remuneração nominal da caderneta de poupança é vinculada em 70% da taxa SELIC + TR (taxa referencial de juros), com teto fixado em 6,17% equivalente ano + TR. Deste modo, foi comentado que há uma baixa probabilidade de que as taxas médias dos financiamentos à aquisição superem os dois dígitos, considerando as expectativas vigentes no mercado em relação aos patamares que pode alcançar a taxa SELIC.

Todavia, há que se observar a tendência de transferência de recursos pelos investidores da poupança para outras oportunidades do mercado financeiro quando a SELIC nominal ultrapassa 10% equivalente ano, incrementado o risco de oferta de funding para o setor. Como consequência, os Bancos passam a ser mais seletivos na concessão de crédito. O risco do funding habitacional na conjuntura vigente no Brasil reside no prolongamento do patamar atual de inflação, ou seja, o saldo da caderneta de poupança poderá ficar em níveis críticos para o setor caso a inflação não retroceda.

### **A persistente inflação setorial**

A percepção dos agentes é de que a inflação setorial, espelhada no INCC-fgv, já se encontra há mais de um ano em patamares muito elevados, ao ponto de conturbar a harmonia não só dos empreendimentos em implantação e comercialização como também a validação dos futuros lançamentos.

Grosso modo, nos empreendimentos em implantação percebe-se a grande dificuldade de embarcar no preço o incremento de custos associados aos principais insumos de construção, seja porque as parcelas de pagamento do preço recebidas durante a obra são reajustadas pelo INCC-fgv, que não captura os reajustes que os serviços terceirizados e as equipes próprias, que muitas vezes trabalham no modelo de execução de tarefas e ganham bônus de produtividade, conseguem negociar com as empresas, seja porque a estrutura de ponderação do índice, que faz uma leitura macroeconômica, não tem como refletir a dinâmica de custos incorridos de um empreendimento em particular.

Com efeito, membros do Comitê relatam que em 2021 os custos de obras cresceram em média 8% acima do INCC-fgv. Ademais, a estratificação por tipologia de produto, se voltados para públicos de baixa ou média-alta renda, apresenta crescimento de custos apurados em 2021 distintos, sendo de 2 a 3% acima do INCC-fgv para os primeiros e, de 5 a 15% acima do índice setorial para os empreendimentos destinados às rendas mais altas.

---

detrimento à opção da locação.



Em relação aos futuros lançamentos, a percepção mais ou menos generalizada é a crescente dificuldade de validar novos investimentos, no jargão do mercado “a conta não fecha”. A percepção da piora dos indicadores da qualidade do investimento dos empreendimentos tem origem nos altos preços pedidos na comercialização de terrenos, com baixa probabilidade de se conseguir descontos, na imagem de uma classe média que perdeu poder de compra relativo nos principais centros urbanos porque a evolução das rendas não está conseguindo acompanhar os reajustes de preços, no encarecimento do crédito imobiliário, e por fim, mas não menos importante, o receio dos empreendedores quanto ao comportamento da inflação setorial e a sensação de impossibilidade de repasse aos preços.

#### **A recuperação da indústria de shopping centers**

No setor de shopping centers, o arrefecimento da pandemia produziu um grande otimismo entre os agentes, principalmente nos grandes e mais bem consolidados empreendimentos, e não se espera um retrocesso no cenário pós pandemia, porém, não há movimentos na direção do desenvolvimento de novos empreendimentos.

O retrospecto mostra que o desempenho do 4º trimestre de 2021 foi muito bom, entretanto, com a chegada da omicron as vendas caíram no primeiro trimestre de 2022, com uma boa recuperação em março. A visão de uma retomada mais consistente tem sido enevoadada pelos acontecimentos no panorama internacional, de todo modo há um bom nível de confiança vigendo no setor, motivado em particular pela sinergia que se consolida entre o varejo físico e o digital. Nesse sentido, os grandes grupos de empreendedores têm adotado iniciativas para promover uma maior integração entre o varejo físico e o digital para que o omnichannel seja de fato explorado em sua mais ampla potencialidade.

Particularmente, impressiona os empreendedores o desempenho no estado de São Paulo, cujo PIB cresceu mais do que o nacional em 2021 (5,7%), favorecendo as operações de varejo e os empreendimentos localizados no estado.

#### **A recuperação no setor hoteleiro**

Em relação à pandemia, o setor também avalia que os seus impactos já foram superados. Nos EUA o nível de ocupações e valores de tarifas estão em recuperação nos principais mercados, em decorrência da paulatina volta das companhias ao trabalho presencial e do retorno à realização de convenções. O turismo de lazer é outro segmento que restaura ocupações e diárias nos EUA. Na América Central, Resorts já operam em patamares equivalente aos anteriores à pandemia.

Na América do Sul, e em particular no Brasil, o quadro é mais delicado, pois além de ter sofrido impactos mais intensos da pandemia, o setor convivia em um ambiente de excesso de oferta, como resultante ainda dos incentivos à expansão oriundos da realização dos grandes eventos esportivos da década (Copa e Olimpíada), e da retração da demanda provocada pela crise econômica de 2015-16<sup>3</sup>.

O setor vinha apresentando uma leve recuperação no ano de 2019 quando adveio a pandemia, freando bruscamente a atividade que, novamente, ensaiou uma melhoria ao final de 2020 e, abortada no primeiro trimestre de 2021, com o recrudescimento da COVID.

No Brasil, há o desafio adicional de lidar com as altas taxas de inflação, com estreita possibilidade de acomodar no valor das tarifas os incrementos de custos, tendo em vista a perda de poder de compra das famílias. A boa notícia neste contexto foi a busca e o ganho de eficiência operacional alcançado pelas companhias hoteleiras no cenário pandêmico.

Em relação ao desenvolvimento de novos hotéis, o diagnóstico é de fraca atividade, inclusive aponta-se o fechamento de algumas operações e/ou de mudança de uso<sup>4</sup>. De outro lado, o setor vê com entusiasmo o aperfeiçoamento de legislações urbanas que favorecem renovações de prédios antigos para funcionarem sob diferentes usos nos centros das grandes cidades brasileiras.

### **O mercado corporativo e de galpões**

O mercado de edifícios corporativos no Rio de Janeiro continua bastante precário. A taxa de vacância média verificada na cidade em edifícios de alto padrão gira em torno de 30%, sendo que na Região do Porto está próxima dos 100% e com valores de locação muito baixos. Tanto a produção de novos empreendimentos quanto a ativação da demanda encontram-se deprimidas.

Em São Paulo, apesar da melhoria em alguns indicadores de desempenho do mercado, fruto de um certo reaquecimento da demanda, algumas regiões continuam com taxas de vacância elevadas.

Apesar de ter ocorrido grandes transações de aquisição envolvendo importantes

---

<sup>3</sup> Em momentos de crise o corte de custos com viagens, nas empresas e das famílias, são os primeiros a acontecer no orçamento.

<sup>4</sup> Como exemplo os tradicionais Hotel Glória e Hotel Novo Mundo, ambos no Rio de Janeiro, recentemente foram retrofitados para abrigarem unidades residenciais e moradia estudantil.

portfólios de edifícios padrão AAA na cidade, os valores de locação ainda se encontram em patamares incapazes de validar novos investimentos, tendo em vista a dimensão do custo de reposição de novos edifícios na cidade de São Paulo. Os parâmetros vigentes no mercado paulistano não permitem alcançar remunerações de 8 a 9%, equivalente ano, acima do IPCA, que historicamente é percebido como referencial médio de atratividade para esta classe de ativos. O diagnóstico, portanto, sinaliza que uma nova safra de empreendimentos corporativos somente terá início quando a curva de aluguéis apresentar tendência de valorização positiva.

Panorama semelhante identificamos para o segmento de galpões de logística. Ainda que o crescimento das atividades de e-commerce tenha emulado a demanda por mais áreas em condomínios logísticos, o patamar médio de preços praticados nas locações permite alcançar remunerações pouco competitivas para os empreendimentos, em particular aqueles fora do raio de 60 quilômetros de distância da capital.

Em síntese, considerando as condições atuais no ambiente econômico e de mercado, prognosticamos uma nova oferta baixa para as variadas tipologias de empreendimentos do real estate no curto e no médio prazo.

### **O segmento da baixa renda**

Por fim, o último tópico de discussão na reunião envolveu o segmento de habitação para a baixa renda. O tema da relação entre preços estáveis e custos crescentes foi retomado e, por óbvio, a conclusão inescapável é que muitas empresas estão operando com margens bastante comprimidas, principalmente aquelas que atuam nas faixas 1 e 2 do programa Casa Verde Amarela, que são as que não sofreram reajustes nos preços de comercialização das unidades, grande parte devido às restrições orçamentárias e à redução de disponibilidade do FGTS.

As empresas que melhor conseguiram contornar a compressão de margens foram aquelas que migraram da atuação nas faixas inferiores do programa para as mais altas, nas quais algum reajuste de preços foi promovido. Um aspecto a ser destacado no segmento é o baixo risco demanda.

Como consequência da alta inflação setorial machucando os resultados das empresas verificou-se um esvaziamento da atuação nas faixas 1 e 2 com repercussões negativas no volume de contratações no período, além da perda expressiva de valor de mercado de empresas listadas.

### **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

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 10 de março de 2022

---

12

Wertheim; Eric Cozza; 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; Celso Luiz Petrucci; Cláudio Bruni; Claudio Tavares de Alencar; Daniel Citron; Eliane Monetti; Ely Flávio Wertheim; Eric Cozza; 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; Ronaldo Cury; 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.