

Nota da Reunião de 14 de fevereiro de 2019

## **AS PERSPECTIVAS DAS REFORMAS E AS REPERCUSSÕES NO REAL ESTATE**

### **Introdução**

O Comitê de Mercado do NRE-Poli abriu o seu ciclo anual de reuniões com uma apresentação 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.

As expectativas econômicas tratadas, fortemente vinculadas ao desenrolar da pauta política, envolveram o horizonte de médio prazo, principalmente o biênio 2019 e 2020. Os tópicos centrais discutidos na reunião foram: (i) o crescimento menos substantivo da economia global devido à normalização das políticas monetárias nas economias desenvolvidas; (ii) a urgência de um robusto ajuste fiscal para contenção do crescimento da dívida bruta do setor público; (iii) a reforma da previdência como condição necessária, mas não suficiente, para o ajuste fiscal; (iv) a expectativa da retomada do crescimento com a ancoragem da inflação e da queda da taxa de juros básica efetiva e; (v) os impactos das reformas no amadurecimento do sistema de crédito imobiliário brasileiro.

### **Condições globais menos favoráveis**

A despeito da melhoria da confiança na retomada do crescimento, os indicadores ainda não refletem qualquer avanço mais acentuado no nível de atividade nos dois primeiros meses do ano. Em que pese o fato de que as expectativas internas sejam favoráveis, há que se considerar a deterioração que se verifica no ambiente externo e os impactos negativos que podem trazer à economia brasileira, especialmente no que tange à volatilidade do câmbio.

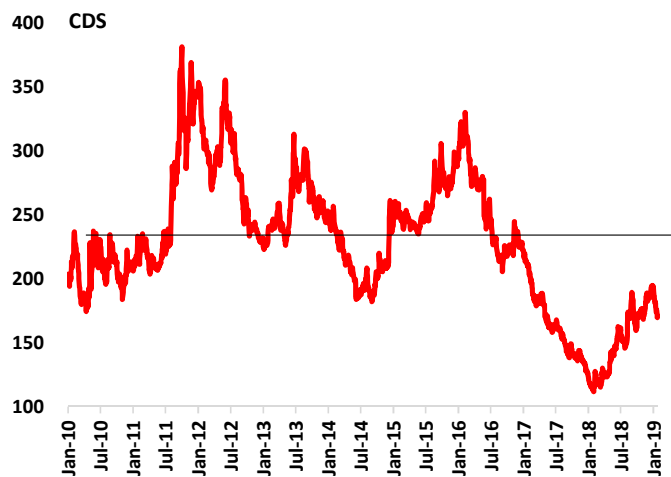
Os bancos centrais das economias desenvolvidas vêm paulatinamente aplicando políticas monetárias contracionistas, para reduzir a expansão da liquidez. Esta normalização das políticas monetárias das economias desenvolvidas já vem afetando a aversão ao risco em relação às economias emergentes, como o Brasil, e o consequente incremento do prêmio exigido pelos investidores estrangeiros nos mercados emergentes.

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 14 de fevereiro de 2019

2

A tendência de consolidação da conjuntura internacional adversa quanto à aversão ao risco pode ser visualizada no gráfico 1 que segue. Nele são representados o comportamento da média (de janeiro de 2010 a janeiro de 2019) do indicador *Credit Default Swap* (CDS) para 24 economias emergentes, no qual a linha de tendência a partir de 2018 configura um recrudescimento da aversão do mercado às economias emergentes.

gráfico 1- prêmio de risco para 24 economias emergentes



Fontes: Bloomberg e Banco Santander

O CDS como indicador de risco, por meio do prêmio de risco arbitrado pelo mercado sobre a referência da oportunidade de investimento “isenta de risco”, tem duas componentes, a de risco comum aos mercados emergentes e a idiossincrática, que está fortemente vinculada ao estado atual e às perspectivas de evolução da dívida pública específica do país.

Por exemplo, o prêmio de risco para o Brasil está situado no entorno de 170 bps (*basis points*) e o do Chile, outra economia emergente, está no patamar de 60 bps, ou seja, a componente idiossincrática da economia brasileira ainda é elevada. Isto se deve principalmente às projeções de crescimento da dívida bruta do setor público brasileiro.

Quanto à primeira componente, comum às economias emergentes, houve uma melhora da percepção de risco entre 2015 e 2018.

Além disso, percebe-se que o crescimento do PIB e do comércio global está perdendo tração, sobretudo na China, nos EUA e na zona do Euro, o que afeta o crescimento do PIB brasileiro e pressiona a depreciação do câmbio.

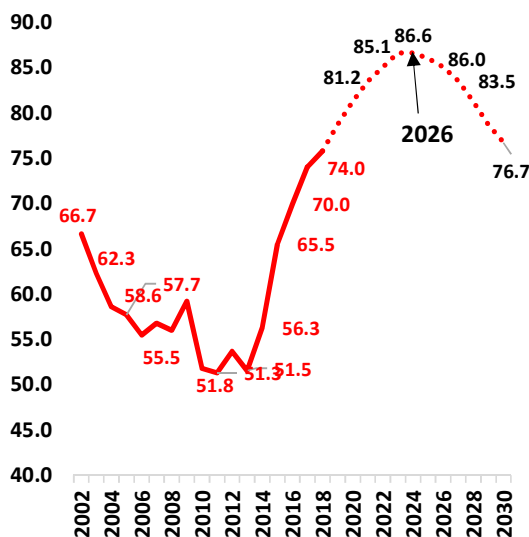
## O fim da complacência com as contas públicas

De acordo com os dados apresentados no gráfico 2 abaixo, a dívida bruta do setor público brasileiro vem crescendo muito acima do crescimento do PIB nacional desde 2013, partindo de 51,3% do PIB e alcançando 74% do PIB no final de 2018.

A dimensão atual da dívida e a projeção da sua trajetória de evolução indicam, segundo analistas, uma conformação insustentável, a menos que, em alguma medida, se contenha o crescimento dos gastos com a Previdência, revertendo por meio dessa reforma, o crescimento da dívida pública.

Atualmente, os gastos com a Previdência crescem, sem reforma alguma, o equivalente a 0,4% do PIB ao ano, ou R\$ 30 bilhões por ano, o que resultaria, em 2050, num gasto total das despesas previdenciárias de cerca de 19% do PIB (ver o gráfico 3 na página 5).

gráfico 2 – dívida bruta do setor público



Fontes: BCB e Tesouro Nacional, estimativas Banco Santander

A reversão dos gastos com a Previdência no médio prazo permitiria a alocação de mais recursos públicos em educação, saúde e infraestrutura. No curto prazo, os benefícios da reversão dos gastos seriam bem mais modestos, mas sinalizariam que o atual Governo teria força política para administrar a dinâmica da dívida no médio e no longo prazo.

Contudo, as análises das instituições de mercado e do próprio Governo apontam que a reforma da Previdência é condição necessária para o encaminhamento do problema fiscal brasileiro, mas não é suficiente.

A saúde e a sustentabilidade de longo prazo das contas públicas demandam outras reformas e aperfeiçoamentos no aparelho do Estado, como por exemplo: (i) a promoção de reformas específicas que permitam ganhos de eficiência no sistema tributário; (ii) o enxugamento da administração pública, em particular na reestruturação de carreira no funcionalismo; (iii) numa maior abertura da economia brasileira e a integração com blocos econômicos mais desenvolvidos, e em uma perspectiva de curto prazo para o equacionamento das contas públicas (iv) a privatização de estatais e a realização de concessões na área de infraestrutura<sup>1</sup>.

### **Reforma da Previdência, privatização e ajustes**

Há um firme consenso entre os analistas econômicos de que alguma reforma vai ser implementada pelo atual Governo. A hipótese de manutenção da curva de crescimento dos gastos com a Previdência é de tal sorte deletéria para a economia brasileira que a conjuntura deverá forçar a formação de uma coalizão política para aprovar no congresso alguma versão de reforma.

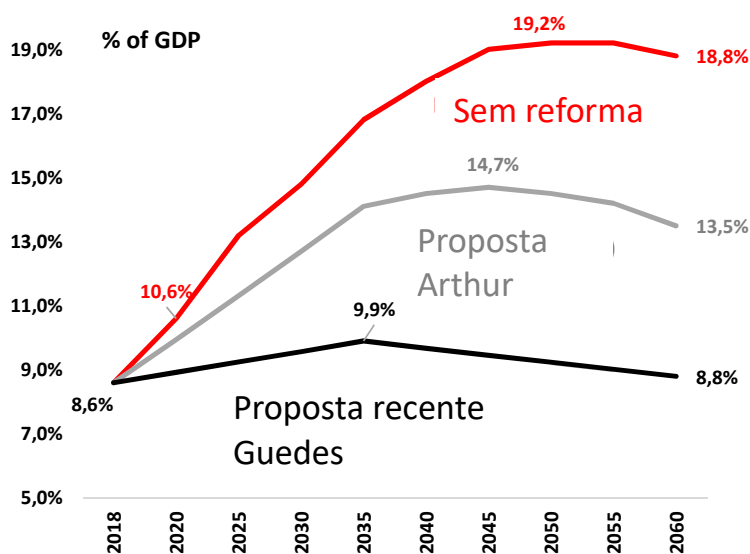
Os cenários elaborados pelos analistas para evolução dos gastos com a Previdência envolvem duas principais hipóteses, conforme o que for aprovado no Congresso, além da hipótese de nada aprovar (gráfico 3 na página seguinte). O cenário mais favorável para redução dos gastos previdenciários e do déficit das contas públicas é o que contempla a aprovação da reforma tal qual formulada pelo Ministro Paulo Guedes. Se aprovada nos termos em que foi elaborada, essa proposta permitiria uma economia para os cofres públicos de cerca de R\$ 1 trilhão em dez anos. Tal montante, na avaliação de grande parte dos analistas, reduz sensivelmente a percepção de risco dos investidores quanto à insolvência do Estado brasileiro e permitiria uma retomada mais pujante dos investimentos.

De todo modo, também é predominante a opinião de que a probabilidade de aprovação na íntegra do texto a ser enviado é menor do que a de haver cortes em alguns dos itens da proposta, como idade mínima, a não inclusão de algumas categorias profissionais, entre outros. A visão prevalente é que o texto a ser aprovado deverá estar situado, em termos de potencial de redução de gastos com a Previdência, entre a proposta do atual Ministro (cerca de R\$ 1 trilhão em dez anos) e aquela formulada pelo

<sup>1</sup> A estimativa é que o programa de concessões de rodovias, aeroportos e cessão onerosa de áreas de petróleo gere R\$ 120 bilhões nos próximos dois anos.

Deputado Arthur Maia, durante o governo Temer que, se fosse aprovada, permitiria uma economia de aproximadamente R\$ 600 bilhões em 10 anos, conforme pode ser visualizado no gráfico 3 em seguida apresentado.

gráfico 3 – gastos com previdência (% do PIB)



Fontes: Ministério das Finanças e estimativas Banco Santander

A maior parte dos analistas do mercado está convencida de que a reforma passará no Congresso, mas qual? A mais próxima da proposta do Paulo Guedes ou a do Arthur Maia? A opinião vigente é que quanto mais próxima estiver a proposta efetivamente aprovada da que tem o potencial de economizar R\$ 1 trilhão em 10 anos, mais firme politicamente estará a coalizão reformista para aprovar as outras reformas necessárias e, portanto, mais rapidamente poderá ocorrer a recuperação econômica.

O juízo majoritário é que o embate político está acirrado e que a aprovação de um texto capaz de endereçar a redução do déficit está apertada. Na Câmara, estima-se que o governo tenha 368 votos de apoio consistente e condicionado, sendo necessários 308 para aprovar a proposta. No Senado, os números seriam de 64 de apoio (consistente e condicionado) e de 49 exigidos para aprovação.

### **Inflação e juros baixos como impulsionadores**

Do ponto de vista dos investidores estrangeiros, o ingresso de novos recursos na economia brasileira se mantém em compasso de espera. O volume de novos aportes

também será dependente da profundidade da reforma aprovada. A perspectivas desse ponto de vista são bastante positivas. Os resultados de uma enquete realizada pelo Banco Santander junto a investidores estrangeiros apontam que, dentre os países latino americanos, o Brasil deverá apresentar o melhor desempenho, tendo como premissa a aprovação da reforma.

O estado atual dos indicadores, taxa de inflação, de juros, câmbio e contas externas é bastante confortável, especialmente a fortaleza das contas externas como âncora que impede movimentos mais fortes da taxa de câmbio. A eventual ocorrência de uma depreciação cambial mais expressiva seria mais devida à conjuntura externa e ao reduzido diferencial das taxas de juros domésticas e externas do que a desarranjos internos.

Quanto aos juros, a aprovação da Reforma seria muito positiva. Os prognósticos são de que com a inflação solidamente ancorada no patamar de 3,5% a 4% nos próximos dois anos, e a reforma aprovada, o Banco Central (BC) estaria incentivado a levar a SELIC ao patamar de 5,5% ou mesmo de 5% ao ano, o que resultaria numa taxa efetiva básica de juros de menos de 2% ao ano.

Por outro lado, a não aprovação da reforma implicará numa forte depreciação do câmbio, no incremento da inflação, e a consequente resposta do BC aumentando a taxa básica de juros, o que provavelmente resultaria numa corrida dos investidores para ativos reais, principalmente real estate e moedas fortes. Nesse cenário, o ajuste fiscal seria promovido com grande custo para a sociedade por meio da erosão da dívida provocada pela elevada inflação que passaria a vigorar no Brasil.

Com a aprovação da reforma da Previdência, a expectativa é que o mercado vai pressionar o Governo para dar continuidade às outras reformas necessárias (programa de privatizações, reforma tributária, etc.).

### **Impactos da reforma da Previdência no crédito imobiliário**

Em sintonia com a opinião prevalente no mercado, alguns membros do Comitê concordam que a reforma a ser aprovada deverá estar situada entre as duas propostas, a do atual Governo e a do Arthur Maia, o que produzirá efeitos benéficos para o crédito imobiliário, tanto em decorrência do aumento de confiança, quanto na provável redução das taxas de juros daí advindas.

Já no ano passado se verificou um incremento do volume de crédito, tanto para produção quanto para aquisição, e considerando o cenário de aprovação da reforma, a expectativa do setor é que a expansão se intensifique em 2019 e adiante.

No âmbito do programa Minha Casa Minha Vida (McMv) o montante de empréstimos se manteve estável em 2018, em cerca de R\$ 60 bilhões, similar ao que foi concedido também em 2017. Na opinião dos especialistas, esse é o limite que as disponibilidades do FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço), fonte de funding do programa, permitem conceder ao setor. A entrada de novas e grandes empresas no programa, algumas de capital aberto, deverá acirrar a disputa pelos recursos limitados do programa.

Em relação ao SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos), cujo funding é a caderneta de poupança, em 2018 o sistema concedeu aproximadamente R\$ 50 bilhões em financiamento para produção e aquisição.

O pico de valores emprestados no ambiente deste sistema alcançou R\$ 110 bilhões/ano no biênio de 2013-2014. As estimativas sugerem que com a reforma aprovada, mesmo que em certa medida desidratada, o sistema será capaz de conceder com conforto R\$ 80 bilhões no próximo ano, como consequência do potencial de redução das taxas de juros de curto e longo prazos, pois, se de um lado, a redução das taxas de curto prazo incentiva os depósitos em caderneta de poupança, a redução das taxas de juros de longo prazo poderá viabilizar a redução das taxas de juros do financiamento imobiliário pelos bancos.

Analistas avaliam também que poderá haver no curto prazo um represamento dos recursos por falta de tomadores, ou seja, o sistema poderá atingir, num certo interregno, capacidade de financiamento superior à capacidade de absorção de recursos do setor de real estate residencial brasileiro, empresas e adquirentes de imóveis.

Outro impacto positivo para o sistema de crédito imobiliário que a aprovação da reforma propiciaria é o ganho de competitividade e a dimensão que a LIG (Letra Imobiliária Garantida) poderia alcançar no mercado. O novo veículo já está em circulação no mercado e as primeiras emissões totalizaram R\$ 2 bilhões, com remuneração de 0,94 do CDI para aplicações de 3 anos.

Os executivos dos bancos acreditam que há grande apetite no mercado para investimento nas LIGs, podendo as emissões rapidamente atingir volumes no patamar das dezenas de bilhões de reais por ano e a tendência é que, no médio prazo, substituam completamente as LCIs (Letras de Crédito Imobiliário), devido aos incentivos previstos na legislação.

A aceleração do uso mais intenso do novo instrumento de captação de funding para o setor imobiliário depende, entretanto, de alguns aperfeiçoamentos na legislação para ser possível fazer emissões diretamente no exterior, além da exigência da consolidação

---

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 14 de fevereiro de 2019

---

8

de um mercado secundário, tendo em vista os longos prazos de liquidez, de 3 a 10 anos, do instrumento.

As questões intrínsecas que ainda preocupam e que adiam a recuperação setorial dizem respeito à retração da decisão de compra, que resultam em baixas taxas de conversão nos stands, fruto ainda das incertezas quanto à manutenção do emprego, e aos altos níveis de estoques vigentes em algumas capitais, com destaque para o Rio e para o Nordeste.

A melhoria do *credit score* médio para aquisição e o estabelecimento de critérios para concessão de crédito pelos bancos, equivalentes aos que vigoravam antes da crise, em 2013 e 2014, ainda não foram capazes de estimular as contratações, o que é emblemático para assinalar a reticência da demanda.

De outro modo, a concessão de financiamento à produção está mais seletiva devido às dificuldades em que ora se encontram muitas empresas, de variados portes. A ABECIP (Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança) vem desenvolvendo uma plataforma a ser compartilhada pelos bancos e pelas companhias que permitirá o monitoramento mais rigoroso do uso dos recursos liberados para a produção dos empreendimentos, o que deverá agregar segurança ao sistema, particularmente importante a partir da modernização dos seus instrumentos de captação e após o arrefecimento da crise.

**São membros do Comitê de Mercado do NRE-Poli:**

Alessandro Olzon Vedrossi; Alex Kenya Abiko; Carolina Gregório; Carlos Terepíns; 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; Paola Torneri Porto; Patrick Mendes; Pedro Cortez; Roberto Aflalo Filho; Roberto Sampaio e Walter Luiz Teixeira e,

**sendo esta Nota firmada por**

Alessandro Olzon Vedrossi; Alex Kenya Abiko; Carolina Gregório; 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;; Mario Rocha Neto; Paola Torneri Porto; Patrick Mendes; 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.