

Nota da Reunião de 25 de fevereiro de 2021

AS EXPECTATIVAS PARA A EVOLUÇÃO DO CENÁRIO ECONÔMICO DIANTE DA CRISE SANITÁRIA E AS REPERCUSSÕES NO REAL ESTATE BRASILEIRO

Introito

O Comitê de Mercado do NRE-Poli abriu o seu ciclo anual de reuniões com a apresentação da Diretora de Macroeconomia do Banco Santander, Ana Paula Vescovi, que balizou as principais expectativas do banco para a economia global e brasileira, considerando os desdobramentos de caráter político e econômico que podem advir das diretrizes de gestão em curso, nas esferas pública e privada, diante do atribulado ambiente econômico resultante da primeira e segunda ondas da Pandemia de Covid-19.

As expectativas econômicas apresentadas, profundamente vinculadas à velocidade segundo a qual o arrefecimento dos indicadores da gravidade da crise sanitária possa decorrer, envolveram o horizonte de médio prazo, principalmente o biênio 2021 e 2022.

Os assuntos centrais discutidos na reunião foram: (i) o receio do mercado em relação à manutenção do teto de gastos em função do auxílio emergencial; (ii) a janela de oportunidades para a pauta de reformas, perdida no último trimestre de 2020; (iii) o cenário político das reformas e a gestão da política econômica ante a persistência da crise sanitária; (iv) a pressão inflacionária decorrente dos desarranjos nas cadeias globais de produção; (v) o quadro político e os impactos inflacionários no Brasil; (vi) a conjuntura e a dicotomia no mercado imobiliário; (vii) os impactos das restrições de mobilidade na indústria de shopping centers; (viii) a apreciação dos ativos derivada do excesso de liquidez e da precariedade das análises de riscos, e; (ix) repasses de incrementos de custos para os preços de imóveis em comercialização.

O teto e o enfretamento da pandemia

A Diretora Ana Paula abriu a sua fala destacando que ao longo da pandemia a construção de cenários pelo mercado foi marcada por constantes alterações. Em 2020, a discussão que permeou o ano inteiro, alimentada pela deterioração da atividade e

perda de renda, era se o governo iria propor uma reestruturação mais profunda dos programas sociais, preservando o teto de gastos, ou admitir uma flexibilização no teto de modo a viabilizar a expansão dos programas de garantia de renda para amenizar os efeitos da pandemia.

Dentre as possibilidades aventadas, a proposta do ingresso de 70 bilhões em um novo programa de assistência social mais condizente com a realidade atual, o equivalente a dobrar o programa do bolsa família, implicaria no descontrole permanente da dívida pública, com a consequente perda da âncora fiscal, que em última instância impactaria negativamente na construção das expectativas e na formação dos preços dos principais ativos da economia. Na exposição, foi assinalado que o enfrentamento da pandemia em 2020 custou 525 bilhões de reais às contas públicas fazendo com que o déficit nominal de 2020 alcançasse 10% do PIB e a dívida pública saltasse de 76% para 90% do PIB.

Não obstante, na passagem no terceiro para o quarto trimestre de 2020 a leitura que passou a prevalecer no mercado foi a de que a ameaça ao teto de gastos fora suprimida, a partir da decisão do governo em optar por reforçar o programa bolsa família e abandonar a proposta de reformular o conjunto dos programas sociais em vigência no país.

Com isso, a bomba fiscal foi desarmada, momentaneamente, tendo em vista que a taxa de juros neutra no Brasil tem sido superior à taxa de crescimento do PIB, o que tem sustentado a trajetória ascendente da dívida pública, além dos déficits correntes estruturais.

A janela perdida para implementar reformas

O cenário de risco mais acentuado de perda da âncora fiscal desanuviava ao final de setembro de 2020, também devido à melhoria geral nos indicadores de evolução da pandemia e à possibilidade de rápida recuperação econômica.

Contudo, do ponto de vista do momento presente, a partir de uma análise ex post, é possível perceber que foi perdida uma janela de oportunidades para avanços com reformas essenciais, que visavam garantir que os gastos públicos se mantivessem abaixo do teto com uma certa folga. As reformas seriam propostas ao congresso por meio do que se denominou de PEC emergencial, envolvendo alguns temas importantes da reforma tributária, de questões relativas ao PIS/Cofins, do encaminhamento da privatização da Eletrobrás, do estabelecimento da autonomia do

Banco Central, entre outras¹.

A aprovação da PEC, tal qual apresentada pelo governo, àquela altura traria uma sinalização bastante positiva para a construção de expectativas bem como mitigaria sobremaneira o risco fiscal, com repercussões favoráveis à apreciação do câmbio (fortalecimento do Real).

O cenário político das reformas diante da persistência da crise sanitária

O ano de 2021 inicia sem a aprovação de importantes reformas, com o recrudescimento da crise sanitária, além das discussões sobre as eleições das mesas diretoras do congresso, ou seja, se avizinhava um panorama político e econômico mais deteriorado do que o percebido ao longo do quarto trimestre de 2020.

Este quadro inicial sugeriu aos analistas econômicos a construção de cenários para o curto e médio prazo, em certo grau convergente e com o seguinte teor:

- A persistência e o agravamento da crise sanitária postergarão a recuperação da economia, ainda que a percepção de risco fiscal pelo mercado não esteja afastada, não se acredita em grandes retrocessos, ou seja, avalia-se que os riscos estejam posicionados em padrões moderados, menores do que os do início da pandemia e anteriores à aprovação da PEC emergencial.
- As negociações acerca de reformas mais amplas estão mais desafiadoras e, portanto, deverão avançar em ritmo mais lento, principalmente devido à fricção política ocasionada com as eleições das presidências do Senado e da Câmara, com o embate para aprovação da PEC emergencial e com a antecipação da disputa presidencial de 2022.
- As condições financeiras gerais da economia brasileira encontram-se mais deterioradas. Primeiro, aguardava-se uma desvalorização do Dólar em função da valorização das commodities e do posicionamento das expectativas de crescimento e de juros nas demais economias em relação à americana. Segundo, a apreciação cambial aguardada no ano passado não ocorreu também porque a percepção de risco dos ativos brasileiros no

¹ No dia 12 de março, após a reunião do Comitê de Mercado, portanto, uma versão mais desidratada da PEC emergencial original foi promulgada pela Câmara. A PEC aprovada viabilizou a edição da medida provisória do novo auxílio emergencial para o enfrentamento da segunda onda da pandemia. A autonomia do Banco Central também já foi aprovada.

ambiente internacional não melhorou como era esperado.

- Ademais, o pacote de estímulos fiscais de mais 1,6 trilhões de dólares do governo Biden é tido como o catalizador de uma política monetária mais apertada adiante devido às pressões inflacionárias na economia norte americana originadas do conjunto de incentivos à atividade contido no pacote. Com efeito, já se percebe uma tendência de alta na curva de juros longos pagos pelo Federal Reserve, o que reforça a diminuição de espaço para perda de valor do Dólar.
- Em síntese, no que tange às expectativas quanto ao comportamento do câmbio, em dezembro de 2020, as projeções apontavam para uma taxa de 4,56 Reais por Dólar, em dezembro de 2021 e, 4,13 Reais por Dólar, em dezembro de 2022, ancoradas, conforme já relatado, na valorização das commodities e no crescimento e no patamar de juros das economias emergentes. Como já anotado também, as expectativas deterioraram-se rapidamente de tal sorte que já em fevereiro de 2021 a reversão sinalizava para patamares de 5,20 e 5,40 Reais por Dólar em dezembro de 2021 e dezembro de 2022, respectivamente, e com picos de alta ao longo do ano motivados pelas incertezas políticas e econômicas.

A pressão inflacionária e as cadeias globais de produção

No que diz respeito à inflação, o cenário é de continuidade do choque deflagrado ao final de 2020, cujos principais vetores causais foram a injeção de recursos por meio do auxílio emergencial, a alta dos preços das commodities no mercado internacional e a veloz redução das taxas de juros, o que tem levado ao aperto da política monetária mais cedo do que o mercado avaliava em 2020².

Todavia, a persistência do choque inflacionário ao longo do ano provavelmente originar-se-á em outro lugar, as pressões decorrentes da injeção de recursos na economia e da leniência com os juros deverá se dissipar. As pressões ainda terão o conteúdo dos preços das commodities, mas a valorização do Dólar e os aspectos psicológicos diluídos no mercado, derivados do perceber patamares de inflação mais elevados, e que acabam por fomentar o processo inflacionário, terão papel de destaque, sobretudo nos setores industriais e de alimentos.

² Entre a realização da reunião do Comitê e a elaboração desta Nota, o Banco Central elevou a taxa Selic de 2% equivalente anual para 2,75%.

Destacou-se que um importante foco de inflação global tem sido o desarranjo que o fechamento das economias e a imposição de severas restrições de mobilidade provocaram nas cadeias globais de produção, principalmente aquelas atreladas à oferta de insumos básicos para indústria, tais como, aço, vidro, papel e etc. Muitos setores industriais interromperam longamente o funcionamento de suas plantas e logística de produção causando desequilíbrios na relação com a demanda e um complexo desalinhamento de preços.

Com a volta à normalidade de mobilidade e a abertura paulatina das economias retornando estima-se que o realinhamento dos preços globais aos padrões anteriores à pandemia possa ocorrer ao longo de 6 meses.

As mudanças na cesta de consumo é outro fator que impactou a medida da inflação, uma vez que para as faixas de renda mais altas o consumo de serviços caiu abruptamente, viagens, educação e lazer, principalmente, e o de bens duráveis se intensificou. A composição da cesta deverá se reposicionar de acordo com os padrões anteriores à medida que a mobilidade se normalizar.

Importa ressaltar que o realinhamento dos preços com a reorganização da oferta e da demanda contém riscos derivados da formação de expectativas dos agentes, em outras palavras, o quanto de ver o processo inflacionário se desenrolar, tende a provocar reações no mercado que podem retroalimentá-lo, conforme já comentado nesta Nota.

Os impactos inflacionários no Brasil

Especificamente quanto à conjuntura inflacionária no Brasil, os principais pontos colocados na reunião referiram-se ao repasse do incremento de custos, derivados da desvalorização cambial, aos preços nos principais setores industriais com o intuito de preservar ou mesmo recompor margens.

Havia um represamento do repasse do incremento de custos aos preços no ano passado porque ainda vigia a expectativa de apreciação do Real frente ao Dólar, além do fato de que a disputa competitiva não recomendava repasses de crescimento de custos aos preços.

Outro ponto importante da realidade brasileira diz respeito aos patamares dos juros efetivos que passaram a vigorar na economia brasileira a partir do afrouxamento da política monetária. Com a redução paulatina da taxa básica ao longo do ano e o avanço inflacionado dos preços médios na economia, estamos convivendo há algum tempo com taxas de juros nominais inferiores às taxas e inflação.

A visão prevalente é que essa conjuntura de juros efetivos negativos não é mais sustentável, portanto, medidas de aperto monetário, que já estão em curso, serão intensificadas de modo que a partir do final do ano deflagre-se uma reversão desta conjuntura.

Os prognósticos situam-se no intervalo de 4,5% a 5,0% equivalente ano para o IPCA para o final do ano, com um pico no entorno de 6,5% equivalente ano no segundo trimestre de 2021, e de 3,5% equivalente ano ao final de 2022, lembrando que o centro da meta do Banco Central atualmente é de 3,75% ao ano como uma banda de flutuação de 1,25 pontos percentuais, para baixo e para cima do centro da meta. Para a Selic, as predições também se situam no patamar de 4,5% a 5,0% equivalente anual, em dezembro de 2021.

Em suma, o quadro geral traçado indica que uma certa normalidade, ou mesmo crescimento, também para o nível da atividade econômica só deverá acontecer no segundo semestre³ com a reabertura da economia e uma maior mobilidade⁴, quando os efeitos da vacinação em massa deverão ser mais intensamente profícuos na imunização da população. Não obstante, o que se espera é um segundo trimestre bastante conturbado, em termos políticos e econômicos, decorrentes da piora da crise sanitária.

A dicotomia no mercado imobiliário

À primeira vista, a conjuntura econômica resultante do espraiamento da crise sanitária deveria trazer impactos deletérios às atividades de produção e vendas no mercado imobiliário.

No real estate, confiança no crescimento econômico, expectativas positivas para o controle da inflação e dos juros futuros, na manutenção da renda e do emprego são fatores determinantes para que haja harmonia no mercado. Fatores que evidentemente não se fazem presentes desde o início da crise, entretanto, o que se verificou em variados segmentos do real estate, residencial e comercial, foi o incremento de vendas e valorização de ativos, com exceção dos 2 ou 3 primeiros meses da pandemia nos quais os stands de venda estiveram fechados.

³ Os prognósticos de diversas entidades do mercado apontam para um crescimento de cerca de 3% no ano.

⁴ Por óbvio, a correlação entre mobilidade das pessoas e atividade no setor de serviços é extremamente alta.

O dinamismo do mercado durante a crise encontra respaldo explicativo entre analistas no patamar das taxas de juros básicos, nominais e efetivos, que passou a vigorar na economia ao longo de 2020, com um IPCA de 4,5% anual contra uma Selic de 2%, em dezembro de 2020.

A queda dos juros nominais emulou a queda das taxas dos financiamentos à aquisição dos imóveis, o que ampliou o acesso ao crédito, incrementando o volume de novos financiamentos e de vendas.

Os juros efetivos negativos é fortíssimo indutor da migração de recursos alocados em instrumentos financeiros para ativos reais como os produtos do real estate para renda. Ainda que haja a clara visão no mercado de que os juros futuros de médio e longo prazo sigam tendências de alta, os patamares girando em torno de 6,5% e 8,0% equivalente ano, nominal, não são capazes de reverter a tendência do ingresso de mais recursos no setor de real estate comercial.

Ainda, a perspectiva de elevação dos juros também é fomentador de transações no mercado habitacional devido à percepção do público da perda de oportunidade de uma aquisição vantajosa hoje, quando comparada com uma futura com taxas de financiamento mais elevadas.

Os impactos das restrições de mobilidade na indústria de shopping centers

Demos destaque na reunião à indústria de shopping centers por ser uma das mais afetadas pela Pandemia.

Este segmento do real estate apresentou nos últimos meses de 2020 uma rápida recuperação com a redução das restrições de mobilidade, principalmente nos ativos bem posicionados e com inserção consolidada, de modo que as perspectivas para 2021 eram similares às que se construíram ao final de 2019 para 2020, ou seja, de expansão satisfatória acompanhando a recuperação geral do varejo e do consumo, a despeito do fato de que os shoppings com fluxos menos regulares e afetados pelas restrições do trabalho presencial ainda não apresentassem uma recuperação mais robusta.

Notou-se um mês de janeiro mais fraco em vendas, seguido de uma segunda quinzena de fevereiro com bom desempenho, mas que foi abortado abruptamente com o surgimento da variante mais agressiva do vírus.

As expectativas dos empresários do setor agora voltam-se para a velocidade da vacinação de modo a permitir em algum momento a reabertura e a normalização paulatina da circulação. Um ponto de destaque que foi comentado na reunião refere-

se ao crescimento da poupança das classes mais altas durante a pandemia que poderão resultar em incremento de consumo adiante. A expectativa do setor é que no segundo semestre as atividades no ambiente dos shopping centers sejam retomadas com mais flego.

A apreciação dos ativos derivada do excesso de liquidez

Já comentamos anteriormente que na reunião foi discutido que o patamar da taxa de juros tem impulsionado sobremaneira a busca por ativos de real estate para investimentos em larga escala, seja por pequenos investidores no ambiente dos Fundos Imobiliários quanto os de maior capacidade com o intuito de preservação de riqueza considerando as oportunidades mais comuns presentes no mercado financeiro.

As consequências deste movimento têm se traduzido fortemente no valor dos ativos disponíveis no mercado. A busca intensa por aquisições nos variados segmentos tem forçado para cima os preços dos ativos de maior qualidade, sobretudo edifícios corporativos, galpões logísticos e produtos residenciais de alto padrão, tendo em vista a escassez de novos projetos.

A onda de valorização tem sido reforçada também pelo viés que o mercado tem em realizar análises que privilegiam o curto prazo em detrimento de uma perspectiva de longo prazo que deveria suportar as decisões de investimento no real estate, além da dificuldade em realizar análises de riscos mais adequadas, ou seja, muitas decisões têm sido tomadas com base em expectativas de remuneração formadas com base na visão de curto prazo, de difícil sustentação no longo, inclusive em ofertas de investimento na área de infraestrutura.

O fluxo de recursos no setor, muitas vezes não especialistas, tem levado inclusive a colocação de veículos de investimento na fase de desenvolvimento de empreendimentos, principalmente naqueles segmentos onde a falta de ativos é mais flagrante, sem qualquer análise crítica mais robusta acerca dos valores de saída do investimento com a entrega do empreendimento pronto.

Incremento de custos com repasse para os preços dos imóveis para recomposição de margens

Encerramos a reunião discutindo a questão do incremento inflacionário e os impactos no mercado residencial.

Os preços dos principais insumos da construção civil que compõem a cesta do INCC têm sido pressionados com o desequilíbrio entre oferta e demanda provocado pelo recesso da produção com a parada das fábricas e siderúrgicas na fase aguda da pandemia sem a compensação da retração da demanda, uma vez que as obras não foram interrompidas e os novos lançamentos retomados com a reabertura dos stands, com destaque para o aço e para o cimento. O aço inclusive sendo pressionado pelo reaquecimento demanda internacional capitaneado pela China.

Com os incentivos econômicos em curso nas grandes economias as pressões nos preços das commodities devem continuar.

Diante deste cenário, discutimos as possibilidades de repasses do incremento de custos aos preços de comercialização de imóveis residenciais. Se no mercado de média e alta renda é em princípio viável, devido ao mecanismo de reajustes dos preços estar atrelado ao INCC, *com a ressalva de que para as classes de renda média o emprego do reajuste implica em majoração do risco de distratos (grifo do relator)*, no âmbito do programa Casa Verde Amarela para a baixa renda não é viável porque os preços não admitem reajuste, ao menos para a faixa 1,5, caracterizando a compressão de margens no segmento.

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; Luiz Antônio Nogueira de França; 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; 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; Luiz Antônio Nogueira de França; Paola Torneri Porto; 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.