

Nota da Reunião de 27 de fevereiro de 2025

**AS MUDANÇAS DA POLÍTICA ECONÔMICA DO GOVERNO TRUMP E OS RISCOS GLOBAIS DE ESTAGFLAÇÃO: IMPACTOS NA ECONOMIA BRASILEIRA E NO REAL ESTATE RESIDENCIAL**

**Introito**

O Comitê de Mercado do NRE-Poli iniciou 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 quanto ao cenário macroeconômico no futuro próximo, sobretudo no que se refere à inflação e à atividade produtiva nas principais economias no âmbito internacional, bem como no ambiente doméstico, para debatermos sobre os choques esperados no mercado de real estate brasileiro.

O horizonte de análise discutido com mais ênfase foi o de 2025 a 2026, que envolve o corrente ciclo político brasileiro, e os principais temas tratados na reunião compreenderam os seguintes tópicos:

- [i] – a mudança na política econômica americana, e as repercussões na economia internacional. A postergação do afrouxamento monetário e a manutenção de um patamar ainda elevado das taxas de juros promovido pelo Federal Reserve (FED). O protecionismo e as pressões inflacionárias;
- [ii] – a desaceleração esperada para a economia brasileira em 2025; a super utilização da capacidade instalada e os reflexos na inflação, taxa de juros e nos preços dos ativos;
- [iii] – o emprego em alta e os impulsos na economia. A escassez de mão de obra;
- [iv] – o aperto monetário e o resistente crescimento do crédito no Brasil;
- [v] – a política fiscal e a trajetória da dívida. O tema do controle das contas públicas, seus reflexos na política monetária, inflação e atividade econômica. A dominância fiscal e seus riscos;
- [vi] – a complexidade da economia política e as expectativas em relação ao atual governo;
- [vii] – as novas fontes de funding setorial e a resiliência do mercado imobiliário.

## **A Economia Americana Acelerada e a Questão Geopolítica**

Os quatro pontos cruciais que determinarão a dinâmica da economia americana neste início do governo Trump, com intensos desdobramentos na global, são: a política tarifária para as exportações de produtos e serviços destinados ao mercado norte americano; o controle mais rigoroso da imigração; uma maior desregulação do mercado de trabalho que, se por um lado favorece a criação de empregos, por outro, embute mais riscos, e, por fim; a tentativa de redução de impostos.

Desde 2017, no primeiro governo Trump, o patamar do denominado imposto corporativo caiu de 34% para 21%, que deverá ser mantido neste nível até o final de 2025, quando a lei que o originou deverá ser reeditada, ou, conforme promessa de campanha, a nova administração pretende aprovar uma nova lei que o reduza ainda mais ou, no limite, manter o atual patamar.

Uma redução mais acentuada de impostos poderá acarretar repercussões negativas para toda a economia global, pois piorará o equilíbrio das contas públicas e aumentará o estoque da dívida pública americana como proporção do PIB, incentivando a elevação de taxas de juros em todo o globo. De outro lado, uma redução de impostos mais aguda estimulará a migração e a instalação de empresas multinacionais no território americano, o que aconteceu de modo expressivo quando da sua implantação em 2017, repercutindo negativamente no crescimento e no nível de emprego em outras economias.

Para além desses pontos, percebe-se uma leve aceleração da economia americana, que pode ser um fenômeno predominantemente sazonal, mas que aponta para o aquecimento do mercado de trabalho e pressões nos preços dos insumos, já em crescimento, em que pese a produtividade da mão de obra americana. Diante de um patamar de produtividade elevado, estima-se que o potencial de crescimento da economia americana situe-se no intervalo de 2,5% a 3,0%, mais do que os 2,0% que seriam os esperados sem o ganho de produtividade cogitado.

Ademais, esse crescimento tende a ser inflacionário porque pressiona o custo unitário do trabalho, visto que, em tese, o crescimento está acelerando acima do seu potencial. A taxa de desemprego ainda está muito baixa (4,0%) e os salários estão acelerando na margem.

Adicionalmente às pressões inflacionárias decorrentes do aquecimento do mercado de trabalho, a política tarifária altista das transações comerciais com outras economias tem sido outro formidável fator na construção de expectativas deterioradas quanto à

expansão dos preços (alta da inflação)<sup>1</sup>.

Fato este que já vem mobilizando o FED no sentido de implementar uma política monetária mais apertada, uma vez que os formuladores das políticas dos Bancos Centrais movem-se, acertadamente, mais pelas expectativas de comportamento da inflação adiante, do que propriamente do seu comportamento na conjuntura do momento.

Aceita-se que o FED terá dificuldades em dar continuidade à redução dos juros que vinha em marcha: do patamar de 5,5% em dezembro de 2022 caíram para 4,5%, em dezembro de 2024. Contudo, a depender dos índices de inflação que se verificarem ao longo do ano, não será surpresa uma interrupção nos cortes. A prevalência das opiniões dos analistas das casas no mercado sugere que a taxa básica americana vai estar posicionada entre 4,0% e 4,5% ao ano, até o final de 2025, ou em meados de 2026.

A síntese das perspectivas quanto à economia americana e, os impactos no resto do mundo compreendem: uma visão de crescimento da dívida pública e dos custos de rolagem, originada principalmente na redução de impostos e no aumento dos gastos militares; expectativas de aumento da inflação provocada sobretudo pelo incremento das tarifas de importação e no aquecimento do mercado de trabalho, que deverá reverberar como ondas inflacionárias nas principais economias que mantem fluxos comerciais com os EUA; aumento dos juros e retração dos principais mercados, com o incremento da percepção de risco de estagflação global.

No que se refere à Europa, as preocupações voltam-se não somente para as questões tarifárias, mas também a assuntos acerca de confrontos militares na região e ao tema da transição energética, que estão em franco processo de reposicionamento pelo atual governo Trump. À China preocupa sobremaneira os impactos que a elevação tarifária terá no seu PIB. As primeiras análises abalizam para um decréscimo de 1,0% nas estimativas de expansão.

### **A Desaceleração da Economia Brasileira em 2025**

Em relação à economia brasileira, o primeiro aspecto assinalado na exposição diz respeito à atual condição de utilização da capacidade instalada no limite, ou seja, a economia brasileira está operando quase sem capacidade ociosa. Tal conjuntura, no jargão dos economistas, “é inflação na veia”, e induz a adoção de uma Política

---

<sup>1</sup> Há robustas evidências na economia Americana, de que a elevação de tarifas de importação provoca pressões nos preços.

Monetária mais restritiva, com elevação da taxa básica de juros no afã de conter o espraiamento do processo inflacionário, por meio de uma retração forçada da atividade produtiva.

O segundo ponto relevante destacado refere-se à eventual retração global e os efeitos nos preços das commodities, encetado inclusive pela redução das importações chinesas, que estão estagnadas, no mesmo nível, há dois anos. O que se espera, com efeito, é um processo de acomodação nos preços das commodities e uma estabilização nas cotações do Petróleo, inclusive emulada pelo aumento da produção de *Shale Gas* (Gás de Xisto) nos EUA e, possivelmente com o advento do arrefecimento da economia global.

Do ponto de vista da economia brasileira, a acomodação dos preços no mercado internacional não deverá provocar maiores impactos nas transações. Uma boa notícia vem da grande safra agrícola que se espera para 2025, com um crescimento de 8 a 10% no ano. É esperado que a pujante safra afete positivamente a taxa de crescimento do PIB em 2025, de acordo com as projeções do banco, cerca de 1,8%, contra uma expansão de 3,5% ocorrida em 2024.

Outro aspecto positivo vigente na economia brasileira é o crescimento da renda<sup>2</sup> e as altas taxas de emprego, variáveis que tem catalisado sobremaneira os impulsos de expansão econômica, muito lastreada no consumo ainda em alta, ainda que se tenha verificado crescimento próximo de zero no último trimestre de 2024.

Os impactos esperados com a elevação dos juros no mercado de trabalho são avaliados como leves, segundo a visão do banco, cerca de um acréscimo de 1,0% na taxa atual de desemprego.

No ambiente da Construção Civil, as expectativas estão mais estabilizadas, com alguma queda nos índices de confiança devido ao ciclo de aperto monetário. Também se verifica a estabilização da inflação nos custos de matérias primas, mas em um patamar relativamente alto<sup>3</sup>, e com incremento da escassez de mão de obra, que aliada à alta utilização da capacidade instalada impulsiona a inflação setorial.

Conclui-se que não somente o setor da construção civil, mas a economia brasileira no seu todo enfrenta uma inflação de demanda, tonificada pelo crescimento da renda (do consumo) e estabilização da oferta, ou pela retração em alguns setores.

Há evidências claras de que a oferta estabilizada não está sendo capaz de atender o

---

<sup>2</sup> Cresceu 7% no ano passado e espera-se um crescimento de 4 a 4,5% em 2025.

<sup>3</sup> O INCC vem girando no patamar de aproximadamente 7,5% equivalente ano.

---

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 27 de fevereiro de 2025

---

5

crescimento da demanda interna por produtos e serviços, como por exemplo, o crescimento de 10% das importações, ancorado em grande parte nos produtos chineses e em serviços. A contratação de Bets e Streaming são exemplos claros de que, para uma taxa de crescimento de 3,5% da economia e 7,1% da renda, o crescimento “vazou” para outras economias, devido à falta de investimento na expansão da oferta interna.

Como já comentado, os índices de confiança no setor da construção civil apresentam sutil oscilação para baixo, puxados pela política monetária apertada desde 2022, que ainda não se revelam nos níveis de atividade setorial.

Na visão do Banco, o que se experimenta atualmente ainda é um rescaldo das ocorrências dos últimos 10 anos, envolvendo a crise no biênio 2015-2016 e a pandemia 2020-2021, que resultaram em excesso de capacidade<sup>4</sup>, que vem sendo ocupada com o crescimento econômico dos últimos anos.

Doravante, sem expansão da oferta concomitante e em nível com a demanda, o crescimento necessariamente será inflacionário, especialmente se considerarmos os incentivos ao crédito que o atual governo vem promovendo, haja vista que para um crescimento de 3,5% da economia, houve um empuxo de crédito de 5%. A despeito disso, não se detecta crescimento da inadimplência.

Um fenômeno relevante observado em alguns setores nos últimos 3 anos, incluindo o mercado de crédito, é o ganho de produtividade, que apesar de tímido e muito ancorado em avanço tecnológico, pode explicar aparentes contradições entre o ciclo monetário de aperto, no qual se pratica taxas efetivas de juros de 6% equivalente ano, acima do ipca desde 2022, que induziria uma retração mais forte da economia, bem como das expectativas dos agentes, e a expansão do volume de crédito e inadimplência sob controle.

Outro fator que marca a atual conjuntura econômica brasileira é o nível de alavancagem médio das empresas, bem inferior ao verificado no horizonte de até 10 anos atrás e vem apresentando taxas de retorno médias satisfatórias para seus projetos, acima do custo de capital, e mais robustas do que as anotadas nas médias históricas no período de retração, de acordo com os estudos do banco.

Desse modo, é possível inferir que, a despeito de uma possível retração nos próximos

---

<sup>4</sup> Na terminologia técnica, o denominado Hiato do Produto, que vige quando não há capacidade ociosa, que é o que está em curso no Brasil e, ao contrário, diz –se que há um Hiato negativo quando a economia apresenta mais capacidade sistêmica de produzir do que entrega de produção, que vigeu no passado recente.

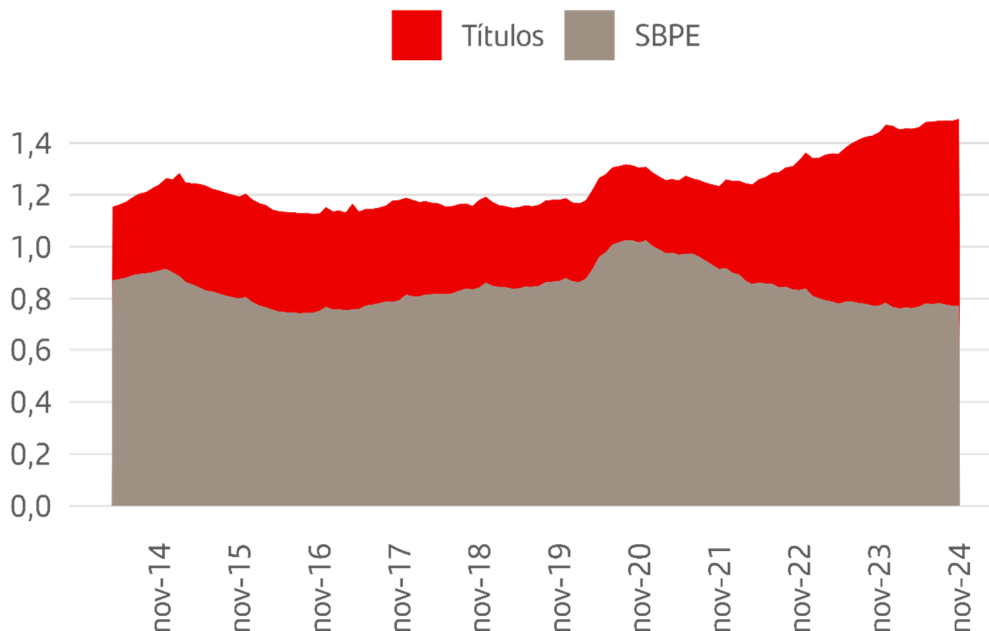
dois anos, a economia privada está mais resiliente e capaz de suportar as eventuais adversidades com mais vigor, diferentemente do ocorrido no passado, 2014 a 2017.

Outro elemento que tem ajudado o equilíbrio no setor privado é o crescimento do mercado de capitais. Hoje o mercado é cerca de 4 vezes maior do que era em 2015, com alta diversificação de produtos para atender às demandas de recursos de variadas tipologias de projetos.

Com o crescimento, diversificação e amadurecimento do mercado de capitais a precificação, a arbitragem de taxas, o balizamento de riscos, e a construção de mecanismos de mitigação eficazes, sofisticou-se no Brasil.

Um exemplo claro desse avanço se percebe nas mudanças de posição nas carteiras de investimento quando da subida Selic, e o conseqüente fechamento dos Spreads de títulos públicos e privados, como resposta à elevação da risk free rate, e como mecanismo de mitigação contra a perda de atratividade pelos investidores e da percepção de riscos de tomadores.

### Fontes de Financiamento da Construção



Fonte; Banco Santander, BCB

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 27 de fevereiro de 2025

---

7

As companhias, por sua vez, aproveitaram oportunidades de refinanciamento a custos menores, principalmente durante a pandemia, permitindo uma gestão de caixa mais eficiente, inclusive as de real estate. Por outro lado, na conjuntura atual de juros altos já se percebe dificuldade de captação que, em última instância, era de se esperar como sendo o resultado planejado no bojo da Política Monetária vigente.

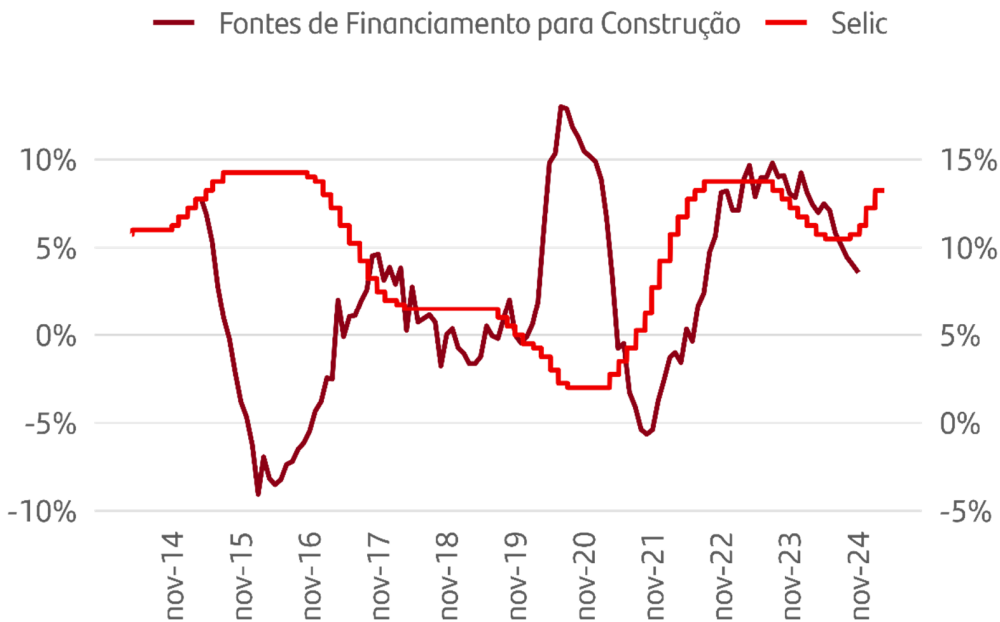
Todavia, resta evidente que as fontes de financiamento continuam crescendo majoritariamente devido à performance dos títulos associados a empreendimentos (LCI, CRI, LH, LIG), enquanto o SBPE está mais próximo da estabilização na margem.

O desenvolvimento do mercado de capitais local assegurou uma posição de funding mais interessante para o setor imobiliário, conforme pode ser observado no gráfico anterior, no qual claramente se visualiza uma maior participação de fontes originárias no mercado de capitais.

O segundo gráfico a seguir ilustra que conforme a relevância dos títulos aumenta, vai se criando uma correlação mais clara com a Selic.

Quanto ao câmbio, a conjuntura vigente é caracterizada pela alta volatilidade, em que pese o fato de que as contas externas brasileiras não apresentem problemas de financiamento há muitos anos e o saldo as transações comerciais seja positivo. Não se vislumbra a estabilização em um patamar acima dos 6 reais, devido à robustez das contas externas, com acento nas exportações, que funciona como âncora de estabilidade aos estresses advindos da política externa norte americana.

### Fontes de Financiamento da Construção e Selic (à direita)



Fonte; Banco Santander, BCB

### A Questão da Política Fiscal, a Trajetória da dívida, Inflação e Juros

Na visão do banco, o calcanhar de Aquiles da economia brasileira ainda reside na questão fiscal. O quadro é semelhante ao da crise fiscal de 2015, com a diferença de que há 10 anos a dívida bruta encontrava-se no patamar de 60 a 65% do PIB. Atualmente está em 75% do PIB e em crescimento, com projeção para alcançar cerca de 85% ao final de 2025 e, com prognósticos de até 90% em 2026. O diagnóstico manifesto é que a economia brasileira convive com déficit fiscal há 10 anos, daí a dificuldade em reduzir o estoque da dívida como proporção do PIB.

O problema para uma economia emergente como a brasileira em operar com esse nível de dívida que, em realidade é inferior ao de economias desenvolvidas, como a dos Estados Unidos, Alemanha e Japão, decorre fundamentalmente do descolamento entre a sua taxa de juros neutra, estimada pelo BC em cerca de 5%, e a taxa de crescimento potencial consistente do PIB, balizada no intervalo de 2 a 2,5% ao ano, aproximadamente.

Desse modo, a mitigação do crescimento continuado da dívida passaria por um ajuste fiscal de 2,5% do PIB, contudo, considerando-se que 1% do déficit é estrutural, a



necessidade de ajuste para manter o nível da dívida equilibrado exigiria, segundo a visão do mercado, um ajuste fiscal da ordem de 3,5% do PIB.

A condição fiscal vigorante, e a perspectiva da trajetória de crescimento da dívida bruta, acabam por impor um alto custo de rolagem<sup>5</sup>, a arbitragem de taxas pós fixadas (atualmente cerca de metade da dívida é pós fixada) e com vencimentos relativamente mais curtos.

Em outras palavras, conforme o governo emitir sinais positivos em relação ao campo fiscal e execução orçamentária para o ano que vem poderá resultar em acomodação das expectativas em relação ao controle da dívida e com o conseqüentemente arrefecimento nos juros e, ao contrário, se verificará um maior estresse e incremento dos juros para o seu financiamento.

Diante desse contexto de desequilíbrio fiscal, o comportamento da inflação sofre grande pressão a partir de variados ângulos. Em especial, com a condição de ocupação total da capacidade de produção, os preços estão muito sensíveis a qualquer estímulo de consumo fomentado por políticas governamentais<sup>6</sup>.

A contenção da pressão inflacionária pressuporia um crescimento zero do PIB para que se viabilizasse uma certa expansão da oferta, enquanto a demanda se mantivesse estabilizada. Caso a dimensão dos impulsos seja exagerada, em ano eleitoral, a taxa de crescimento esperada de 1,8% para 2026 poderá alcançar 3,0% com efeitos deletérios na inflação; não seria impensável o ipca alcançando 10% em 2026, contra um ipca de perto de 6% em 2025, se os estímulos forem demasiados e com objetivos eleitoreiros.

Em relação ao posicionamento do COPOM, a leitura do mercado a partir dos comunicados é de que tem adotado uma postura mais “Dovish”, que na linguagem do mercado significa um tom mais brando relacionado ao relaxamento monetário. De acordo com a doutrina dos manuais de economia, a recomendação seria posicionar a Selic no patamar de 16 ou 17% para conter com eficácia a subida da inflação na atual conjuntura. A aposta do mercado é de que o BC mais “Dovish” vai elevar até 15,0% ao longo do ano e, a partir do começo de 2026 iniciará um ciclo de cortes.

Segundo a opinião do Banco, o risco de dominância fiscal neste momento está atenuado, o seu incremento é caudatário da dimensão dos incentivos, justamente,

<sup>5</sup> Que, em última instância, fomenta um circuito vicioso para o comportamento do déficit nominal.

<sup>6</sup> a expansão do crédito consignado privado e a isenção de imposto de renda para rendas até 5.000 reais por mês são exemplos emblemáticos de política de estímulo ao consumo e fomentador da inflação na conjuntura de ocupação da capacidade de produção atual.

fiscais que o governo poderá implementar a partir do segundo semestre do ano corrente.

### **A Economia Política e sua Complexidade**

Um tema correlato à questão do equilíbrio fiscal debatido na reunião foi a dimensão dos programas Bolsa Família e Benefício de Prestação Continuada (BPC) em vigor no País, que consome cerca de 2,5% a 3% do PIB (cerca de 300 bilhões de reais).

Foi relatado que diversas lideranças do setor imobiliário têm se mobilizado junto ao governo federal com o fito de construir estratégias de saída de beneficiários do programa, isto é, no sentido da promoção de alguns estratos para uma condição de renda que não mais demandaria estar no programa assistencial, não se tratando, portanto, de uma redução abrupta, mas paulatina, à medida que fossem acontecendo inclusões de participantes na economia formal.

Para o setor da construção civil o tema é bastante sensível, tendo em vista o atual nível de escassez de mão de obra e os desincentivos para potenciais beneficiários que a expansão do programa acarretaria nas contratações formais. Ademais, em última instância, o ajuste fiscal depende da redução dos programas.

Para diversos analistas, urge conter a expansão pouco planejada de gastos assistenciais e investir na eficiência da alocação de recursos de modo a gerar resultados mais satisfatórios no que se refere à saída organizada e à promoção de um ajuste consistente.

Destacaram-se os enormes desafios políticos que se colocam diante de tal curso de ação, pois, vivencia-se um alto nível de complexidade na economia política, com grande polarização da sociedade que, aliada às cláusulas pétreas da nossa constituição e ao domínio da câmara de grande parte do orçamento tornam o ajuste necessário muito mais desafiador.

O Comitê do NRE-Poli acredita baixa probabilidade de implementação dessa estratégia de ajuste fiscal pelo atual governo. Comentou-se, adicionalmente, sobre o quadro de grande incerteza no processo de sucessão da Presidência, e que o cenário de possíveis candidaturas e viabilidades eleitorais, de um lado ao outro do espectro político, ainda está assaz aberto.

Ponderou-se que, tendo em vista o atual quadro político, os próximos dois anos da economia brasileira deverão ser difíceis, mas que poderão ter os riscos de ações deletérias levadas a termo pelo governo mitigados pela reação do mercado financeiro, que ultimamente vem assumindo um papel de destaque no contraponto às políticas de corte mais populista.

Um outro ponto de destaque no debate foi o entendimento de alguns de que se processa um certo amadurecimento na sociedade, ou ao menos em parte expressiva dela<sup>7</sup>, em direção a uma visão de maior autonomia dos indivíduos em relação ao Estado e suas políticas, que revelaria um importante distanciamento da ideia de um Estado provedor de benesses e promotor do enriquecimento da sociedade, mesmo porque, esta parte da sociedade tem sido testemunha do fracasso desse modelo.

### **O Funding da Construção e o Mercado Imobiliário**

O último tema de destaque da reunião versou sobre o comportamento pujante do mercado imobiliário a partir de 2017, com pequenas flutuações de ano a ano, e sobre as expectativas adiante. Foi relatado que na cidade de São Paulo atualmente se opera em um novo patamar de oferta, cerca de 100 mil unidades por ano, contra cerca de 40 mil a poucos anos. Em termos de volume de vendas anuais o mercado saltou de 35 para cerca de 55 bilhões, em moeda estabilizada. Admitiu-se também que os recursos do SBPE parecem ter alcançado o limite de utilização. No ano passado o volume de crédito alcançou 190 bilhões de reais e o esperado para este ano pela ABECIP é de cerca de 150 bilhões.

De outro lado, percebe-se o encarecimento generalizado do crédito para empresas e adquirentes, mas ainda não se nota arrefecimento nas vendas e nos lançamentos.

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.

Foi mencionado que com o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro, o uso privilegiado dos recursos captados por meio dos depósitos em caderneta de poupança será para financiamento do comprador de imóveis, e o financiamento da produção via mercado, em que pese as dificuldades atuais de captação em decorrência do nível da taxa básica de juros.

Finalizamos debatendo acerca dos riscos de distratos que poderão acontecer no futuro próximo em função do descasamento potencial entre o poder de compra no momento da aquisição (na planta) e a capacidade de endividamento do adquirente na entrega do empreendimento, em função do incremento das taxas de juros no período descolado do eventual crescimento da sua renda. A opinião majoritária no Comitê é que ainda

---

<sup>7</sup> Principalmente nas grandes cidades.

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 27 de fevereiro de 2025

---

12

não se evidencia esse descasamento na cidade de São Paulo.

**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; Celso Luiz Petrucci; Cláudio Bruni; Claudio Tavares de Alencar; Daniel Citron; Eliane Monetti; Ely Flávio Wertheim; Gilberto Duarte de Abreu Filho; João da Rocha Lima Jr.; José Paulo Marzagão; José Romeu Ferraz Neto; Paola Torneri Porto; Pedro Lodovici; Roberto Aflalo Filho; Roberto Sampaio; 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.