

Nota da 42a Reunião de 28 de fevereiro de 2018

Tema Debatido:

O CENÁRIO DE RECUPERAÇÃO DA ECONOMIA E AS REPERCUSSÕES NO REAL ESTATE

Na primeira reunião trimestral de cada ano o Comitê de Mercado do NRE-Poli conta com a exposição do economista chefe do Banco Santander, Mauricio Molon, para debater sobre expectativas do cenário macroeconômico no futuro próximo e principais impactos esperados no mercado de real estate.

O horizonte de análise discutido com mais ênfase foi de 2018 a 2020 e os temas explorados nessa reunião foram: [i] cenário externo e principais impactos na economia brasileira; [ii] efeito eleições; [iii] crescimento econômico e seus reflexos na taxa básica de juros, inflação, massa salarial e, conseqüentemente, consumo das famílias; e [iv] perspectivas para o crédito imobiliário e mercado de real estate.

Cenário externo, efeito das eleições e reflexos na Economia Brasileira

Os últimos anos foram de liquidez excessiva na economia. Com a compra de títulos públicos por três grandes bancos federais (FED, Banco do Japão e ECB-European Central Bank), houve a injeção de 1,38 trilhão de USD na economia em 2017. Essa liquidez vai reduzir significativamente em 2018, passando para 412 bilhões de USD. Com menor disponibilidade de recursos, a tendência é de alta nos juros.

Além disso, juros históricos baixos por longo período nos USA pode ter levado à desvalorização de ativos, com expectativa de pressões inflacionárias derivadas da política fiscal e do crescimento dos salários e câmbio, reforçando ainda mais a expectativa de crescimento dos juros.

Outro fator externo relevante é a redução do crescimento da China, com desaceleração do crédito, redução dos incentivos fiscais, redução dos investimentos em infraestrutura e excesso de capacidade do setor industrial. A desaceleração do crescimento da China impacta na demanda por commodities, com reflexos na balança comercial e moeda brasileiras.

No ambiente interno, o encaminhamento do ajuste fiscal é condição necessária para superação da crise econômica que, mesmo com as reformas propostas, continuará em situação fiscal difícil, mas possível de recuperação no longo prazo.

Há poucos meses das eleições presidenciais, a expectativa é que a trajetória de ajuste fiscal continue independente do candidato eleito. Os candidatos tendem a mostrar um projeto reformista para se aproximar dos mercados e eleitores. Como consequência da

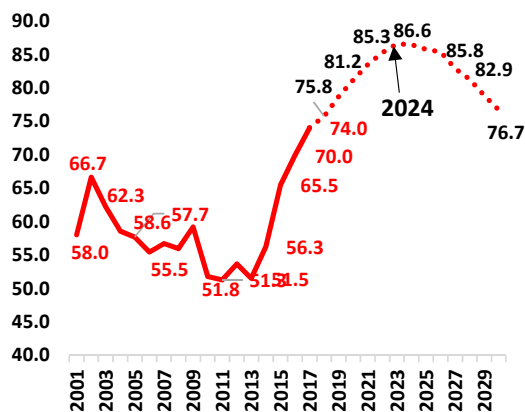
COMITÊ DE MERCADO
reunião de 28 de fevereiro de 2018

2

própria recuperação do crescimento do PIB e controle da inflação nos últimos meses, o discurso de ajuste fiscal deve ser mantido pelos candidatos. Dessa forma, as eleições não tendem a ser um problema, mas podem gerar volatilidade nos mercados, caso haja quebra da esperança da trajetória das reformas fiscais.

A posição fiscal ficará mais crítica, com aumento da dívida bruta de 74% do PIB (2018) para 80% nos próximos dois anos. Essa expectativa relaciona-se com os fatores de risco externo mencionados, que acaba depreciando o câmbio, com reflexos na inflação e, por consequência, na elevação da taxa de juros. Essa alta da taxa de juros afetará a situação fiscal do País, que estará mais endividado e pagando juros mais elevados, retornando para uma condição menos favorável em 2020.

Gráfico 1 – Dívida Bruta (% do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil (material disponibilizado pelo Santander)

Para 2018 e 2019 as perspectivas são favoráveis, com crescimento global e aceleração do consumo e investimentos. A antecipação dos fatores de riscos (elevação da taxa de juros, liquidez reduzida, desaceleração da China) pode antecipar o cenário desfavorável esperado para 2020 com a aceleração da depreciação do câmbio, com expectativa e alta já para 2018 (atingindo 3,5 BRL/1 USD no final do período).

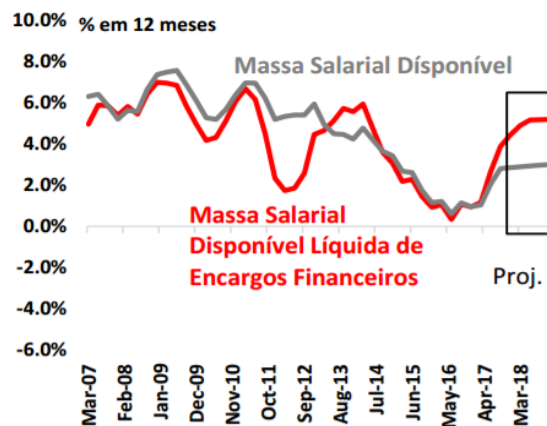
Ainda assim, essa situação não causará vulnerabilidade na economia brasileira no curto prazo. Essa blindagem de curto prazo é provocada, principalmente, pelo hiato do produto, atualmente em 3,2% para o PIB potencial de 2,3%, fruto dos anos de recessão que o Brasil tem passado desde 2014, resultando em ociosidade da capacidade potencial do País e altas taxas de desemprego (a taxa neutra de desemprego é de 9,5%, sem causar pressões inflacionárias, ou seja, 2,8% abaixo da taxa atual de desemprego de 12,3%). Sendo assim, a expectativa é de inflação dentro da meta, não sendo

necessário o Banco Central recorrer ao aumento da taxa de juros no curto prazo, que deve ficar em 6,5% em 2018, e abaixo de 8% até meados de 2019.

Expectativas para o crescimento econômico, taxa de juros e reflexos no consumo das famílias

A redução da taxa de juros tem um forte impacto na economia, porém com retardo de cerca de seis meses para se refletir no comprometimento de renda e consumo das famílias (esse retardo é menor para pessoas jurídicas). Já a redução do spread depende de outros fatores de risco, como: inadimplência, tributos, compulsórios, entre outros. O efeito da taxa de juros e crescimento econômico na massa salarial disponível pode ser observado no Gráfico 2. De julho de 2014 a maio de 2016, período marcado pela forte recessão e altas taxas de juros, a massa salarial disponível caiu quase 4%.

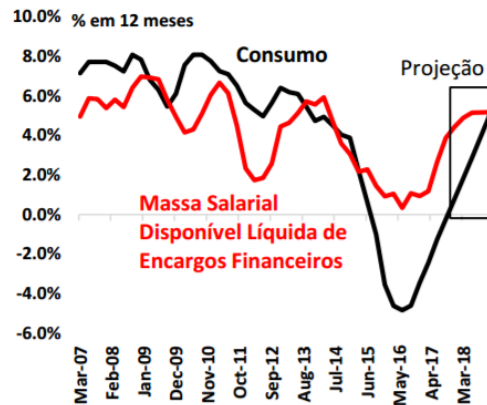
Gráfico 2 – Crescimento da Massa Salarial Disponível Total e Líquida de Encargos Financeiros (% em 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE e estimativas Santander.

Em relação ao comportamento do consumo das famílias é possível verificar pelo gráfico 3 a evidência de um consumo reprimido nos anos de recessão. Durante o ano de 2017, que fechou o ano com taxa de juros de ~7% e leve crescimento econômico (~1%), o consumo cresceu cerca de 6%.

Gráfico 3 – Crescimento da Massa Salarial Disponível Total e Líquida de Encargos Financeiros (% em 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE e estimativas Santander.

Para uma expectativa de crescimento do PIB em 2018 de 3,2%, a demanda doméstica privada deve crescer 4%, investimentos 7%, e consumo 5%. Caso o crescimento do PIB seja de 4% (0,8% acima do esperado), a demanda doméstica privada deve crescer 5%, refletindo em crescimento dos investimentos de 10% e do consumo de 6%.

Com esse crescimento, inicia-se o ciclo de pressão inflacionária e tendência de alta da taxa de juros. No entanto, enquanto a economia cresce até o potencial (utilizando sua ociosidade), o risco de inflação e aumento de juros estão controlados.

Com PIB potencial perto de 2,5%, o crescimento na ordem de 3,5% no PIB em 2018, significa uma recuperação de 1% por ano do que ficou represado nesses três últimos anos de forte recessão, representando ainda um crescimento moderado e sustentável. Importante ressaltar que no final de 2013 e início de 2014, quando a taxa de desemprego registrada foi a mais baixa, o PIB estava acima do potencial, e dificilmente o País voltará para aquele patamar até incorporar os fatores de produção.

Nesse contexto, a Selic deve ficar abaixo de 2 dígitos por mais tempo, com inflação anual perto de 4% e taxa de juros efetiva de 4% a 5% acima da inflação. Para uma taxa de juros abaixo desses níveis seriam necessários avanços institucionais para resolver o problema fiscal de superavit primário, teto de gastos públicos e alterações na regra de ouro.

Frente a esse cenário, há grande probabilidade de aumento dos impostos para equilibrar os gastos públicos e intensificação das privatizações, que trarão importante montante de recursos para os cofres públicos.

As economias evoluídas possuem alto grau de endividamento, no entanto, podem se endividar pagando juros mais baixos. No Brasil, não há essa condição. Em 2020,

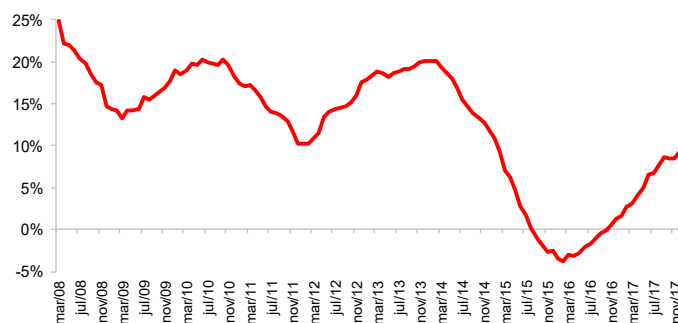
momento em que a situação deve estar mais difícil, essa condição vai se refletir na elevação da taxa de juros. Para que as taxas não voltem aos patamares de 10%-11%, será necessário que o Governo Federal mantenha a trajetória de ajuste fiscal e dos avanços institucionais.

Cenário atual do Crédito Imobiliário e expectativas para um modelo liberalista

Certos setores, como infraestrutura e agronegócio, já contam com um modelo liberalista de crédito, e não mais direcionado. Em ambos, as taxas de juros dos empréstimos aumentaram para acessar uma massa de recursos bem mais ampla, e não as fontes de créditos direcionados, com recursos subsidiados, que não favorecem o País.

No entanto, no setor de real estate, o crédito direcionado ainda continua sendo a expectativa dos incorporadores para sustentar, com recursos subsidiados, o crédito imobiliário. A redução da taxa de juros aumenta os depósitos em poupança (gráfico 4) e reforça a crença dos incorporadores em aguardar a retomada do SFH ou de um modelo semelhante. Essa resistência dos incorporadores é um dos fatores que tem atrasado a recuperação do mercado, com demanda reprimida e já sinais de recuperação (janeiro de 2018 foi um mês muito favorável para o setor).

Gráfico 4 – Saldo da Poupança (% YoY)



Fonte: Santander

Outra variável ainda aberta no tema crédito imobiliário refere-se à atuação da CEF, importante player do setor. Atualmente, a CEF que, por muitos anos, liderou a posição de maior financiador de crédito imobiliário no País (com 70% do mercado), atualmente está na quarta posição. O mercado tem preferido aguardar que o crédito se torne mais barato, evitando acessar as taxas mais altas hoje disponíveis. Com recursos limitados na CEF, o mercado continua engessado, à espera de crédito subsidiado.

A expectativa é de que recursos subsidiados e direcionados, como os do SFH, não estarão mais disponíveis em quantidade necessária para atender à demanda imobiliária.

Mesmo a taxa de juros caindo pela metade nos últimos dois anos, o crédito imobiliário ainda continua sendo ofertado com taxas próximas a 9,5%. Na hipótese de ser necessária a elevação da taxa de juros, os bancos correm o risco de descasamento no longo prazo, reforçando a necessidade de manutenção das taxas nesse patamar.

Já a redução na taxa de juros tem impacto direto no mercado imobiliário. Famílias de média e baixa renda necessitam do financiamento para a aquisição do imóvel e um aumento na taxa de juros não somente diminui a quantidade de compradores com condições de enquadramento, como também interfere na confiança dos mutuários para ingressar em um compromisso de longo prazo em um ambiente com elevação da taxa de juros.

Esse cenário de falta de crédito subsidiado e demanda reprimida abre espaço para a securitização. As LIGs estão em fase de aprovação nos órgãos reguladores. Importantes avanços já foram feitos porém, ainda está em processo de aprovação na CVM, com normatizações sendo definidas também no Banco Central, que podem interferir na atratividade desses títulos pelos emissores e investidores. As LIGs permitem acessar recursos ilimitados para atender à demanda do mercado imobiliário. No entanto, como mencionado, ainda existe uma forte expectativa do setor que recursos de poupança e do FGTS serão disponíveis em dimensão suficiente para atender o setor.

Enquanto com outros veículos de investimento os bancos podem competir na captação de recursos de investidores poupadores, oferecendo diferenciais de taxas e liquidez, os recursos aplicados na poupança tendem a ter uma captação limitada, decorrente da própria estrutura do sistema e do tipo de investidor que se valhe desse instrumento.

Demais reflexos do mercado de real estate

Uma preocupação mencionada na reunião do Comitê foi em relação à ruína fiscal dos Estados e o colapso dos serviços públicos.

Essa situação, agravada pelo teto fiscal, tem levado a um aumento da criminalidade, que reflete negativamente no mercado, visto a condição de vulnerabilidade das cidades brasileiras em geral, com baixa expectativa de melhora.

Outro aspecto importante discutido diz respeito à perda da força do setor junto ao Congresso na deliberação sobre matérias importantes para o crescimento do mercado. Antes agindo de forma coesa, hoje se observa o setor financeiro demandando posições mais liberais na economia, enquanto parte expressiva do empresariado do setor ainda está na expectativa do emprego de recursos subsidiados para sua ação, dispersando sua

COMITÊ DE MERCADO
reunião de 28 de fevereiro de 2018

7

capacidade de pressão sobre os congressistas.

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; Carlos Terepíns; 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, na sessão secretariada por Carolina Gregório, que se encarregou de consolidar, na redação desta nota, o tema tal como foi debatido.