



## Nota da Reunião de 21 de Fevereiro de 2013

O comportamento do setor de Real Estate Residencial no Brasil em 2013-2014.

### **Diante do ambiente econômico global e das decisões de política econômica no horizonte 2013 a 2014**

#### **Introdução**

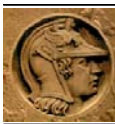
Nesta reunião, contando com a participação do economista chefe do Banco Santander Mauricio Kedhi Molan, que apresentou um panorama da economia mundial e tratou dos principais fatores que devem condicionar o desempenho da economia brasileira neste biênio, o Comitê discutiu influências desta conjuntura no mercado de real estate residencial ao longo do ano de 2013 e as potenciais repercussões para 2014.

No cenário econômico brasileiro vive-se o impasse entre (a) manter as políticas de transferência de renda por meio dos incentivos que favorecem o crescimento de salários acima dos ganhos de produtividade, com repercussão direta na compressão das margens de resultado das empresas, cujo efeito se verifica no freio de investimentos privados, e (b) alterar essas políticas promovendo ajustes no mercado de trabalho já que, no longo prazo, esta configuração não é sustentável. No segundo caso, o ajuste implicaria na desaceleração da economia, ou na depreciação da taxa de câmbio, o que significaria aceitar níveis sistemicamente mais altos de inflação na economia brasileira.

No setor de real estate residencial se observa uma conjuntura que ainda compreende estoques elevados e menores volumes de lançamentos, mas não se percebem distorções capazes de alterar significativamente os patamares de preços (13 meses de estoques na cidade de São Paulo é razoável e funciona como fator regulador). Os comentários nos tópicos a seguir buscam identificar: como as tendências na economia mundial têm potencial de repercussão sobre a) a economia brasileira; b) as questões internas que impactam no setor de real estate residencial; c) aquelas que estimulam ou não o fluxo de recursos de investimento; d) as que têm induzido compras e provocado ou não alterações no perfil e no volume da demanda.

#### **Panorama Econômico Mundial**

A percepção do mercado em relação à economia global é de que houve uma melhoria substancial no risco de ruptura na zona do Euro, o que até pouco tempo era o principal fator de instabilidade da economia global. O índice (VIX) que reflete a intensidade de aversão global ao risco tem caído recorrentemente, tendo atingido o seu máximo (cerca de 80 pontos) no final de 2008, altos picos em 2010 e 2011 (na



## **COMITÊ DE MERCADO**

reunião de 21 de fevereiro de 2013

2

faixa de 40 pontos) e hoje se encontra no patamar de 10 pontos. Considera-se como normalidade a faixa entre 10 e 20 pontos. Outro indicador da percepção de risco pelos investidores - a remuneração dos títulos públicos de longo prazo (10 anos) - também tem se reduzido nos últimos trimestres. O da Espanha, por exemplo, que já alcançou quase 8% ao ano, hoje está posicionado em 5,5%, 150 bp acima do Brasil.

Contudo, a avaliação mais disseminada entre os analistas é que a retomada do crescimento econômico global ainda é complexa. Espera-se um crescimento médio global para os próximos anos de 2,5 a 3% ao ano, bem abaixo da média global da última década, de cerca de 5% ao ano. A Europa tem dificuldades de sair da recessão e a expectativa para o desempenho econômico dos Estados Unidos é de baixo crescimento. Em ambos os casos, a necessidade de ajuste fiscal (redução do déficit público) é um fator de enorme importância na contenção do crescimento. Na China não se espera a manutenção dos patamares de crescimento anteriores, devido principalmente à redução da confiança dos empresários, às condições do mercado imobiliário e ao excesso de investimentos.

Em seguida detalhamos um pouco mais este diagnóstico geral.

### ▪ Economia Norte-Americana

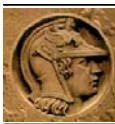
Há a necessidade de ajuste fiscal, redução do déficit e da dívida pública, além da elevação do nível de poupança das famílias. Para a dívida pública projeta-se uma estabilização a partir de 2014, em cerca de 76% do PIB e, em relação ao déficit, as projeções apontam para uma firme redução de 2013 a 2015. Também é favorável o cenário de crescimento moderado da poupança das famílias. O mercado imobiliário já se encontra ajustado e apresentando crescimento moderado, com os indicadores de preços e oferta reagindo. Estima-se um crescimento do PIB de 1,8% e 2,7% em 2013 e 2014 respectivamente.

### ▪ Economia Europeia

Na zona do Euro o ajuste das contas públicas é o principal fator de retração do crescimento dos países. É desejável que a melhoria das condições de solvência e de aversão ao risco dos investidores em relação, principalmente, à Grécia, Itália, Espanha, Irlanda e Portugal possa, num horizonte não muito largo, possibilitar alguma retomada de crescimento, tendo em vista que se verifica um desempenho um pouco melhor no último ano, mas ainda no terreno negativo.

### ▪ Economia Chinesa

Na China, a perspectiva de crescimento também é menor do que nos últimos anos. Considerando que durante longo período o país cresceu baseado (i) nas exportações, (ii) em um modelo concentrado em investimentos (aproximadamente 45% do PIB) e (iii) na migração do campo para as cidades, e que estas três vertentes apresentam sinais claros de esgotamento, não será possível manter os mesmos índices de crescimento das décadas passadas. O excesso de investimentos provocou



## COMITÊ DE MERCADO

reunião de 21 de fevereiro de 2013

3

uma saturação no mercado imobiliário, que não apresenta mais espaço para crescimento, marcados por retornos insatisfatórios; os mercados importadores mundiais, em função do baixo crescimento, reduziram suas compras de fornecedores chineses e, como as migrações do campo para cidade têm diminuído, as demandas salariais decorrentes pressionaram a inflação. As demandas forçaram o governo a tomar medidas de contenção, hoje bem sucedidas, e que tem aberto espaço para ações de estímulo, embora ainda insuficientes para sustentar a hipótese de crescimento nos mesmos níveis históricos.

### ▪ Crescimento Mundial

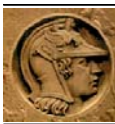
Em síntese, as projeções indicam um crescimento médio global para os próximos 5 anos de 2,5 a 3% ao ano, com a seguinte configuração: países emergentes 5% ao ano; economias avançadas 1% ao ano e China 7%. Observar que o Brasil está incluído em países emergentes e que, de acordo com as expectativas de crescimento para 2013 de 3%, resulta daí que, para alcançar o desempenho médio esperado para o seu grupo o país terá que crescer nos anos subsequentes a taxas superiores a 5% ano. Em relação aos choques externos, a expectativa dos agentes é de que estes tenderão a ser de intensidade mais moderada em relação a 2008, mas de duração mais longa.

Como esta conjuntura internacional repercute no desempenho das commodities, de importância estratégica na pauta de geração de divisas para o Brasil? Primeiro, o baixo crescimento mundial encerra o super ciclo de crescimento dos preços das commodities no mercado internacional. Segundo, há elevados estoques e um crescimento da liquidez. Também há a questão do risco geopolítico vinculado ao petróleo, sempre presente, mesmo que em função do baixo crescimento e da grande produção não se vislumbre um crescimento acentuado nos preços.

### **Panorama Econômico Brasileiro**

Desde 2008 o mercado de trabalho vem sendo marcado pelo aumento dos salários nominais acima da inflação e dos salários reais acima dos ganhos de produtividade do setor industrial, com grande evidência no real estate.

Este desequilíbrio, resultante da indexação do salário mínimo e das baixas taxas de desemprego (hoje na casa de 5,5%) impulsiona o consumo das famílias em detrimento do investimento das empresas. A compressão das margens pela via do crescimento dos custos de produção, sem espaço para reajustes equivalentes nos preços, especialmente para os produtos *tradable* (aqueles que sofrem concorrência externa via importação - essencialmente os manufaturados) induz baixa atratividade para novos investimentos. Nos *non tradable* (o setor de serviços e construção civil), o impacto é menor, porque sem a concorrência externa é factível o repasse do incremento de custos para os preços de comercialização sem comprometimento da



**COMITÊ DE MERCADO**

reunião de 21 de fevereiro de 2013

4

competitividade no mercado.

Sob uma perspectiva macroeconômica e analisando a movimentação da renda gerada, o que vem ocorrendo na economia brasileira nos últimos anos é uma transferência de renda das empresas para as famílias.

A continuar esta configuração do mercado de trabalho na qual prevalecem os aumentos salariais acima dos ganhos de produtividade, os crescentes custos de mão de obra constituirão importante barreira à expansão da competitividade da indústria brasileira no mercado internacional, fato que impedirá uma recuperação mais substancial dos investimentos. Esse fator, aliado a outros estruturais que afetam a competitividade, tais como o Sistema Tributário (seja pela carga propriamente dita, seja pelo dispêndio de energia no preparo e pagamento dos impostos) e os gargalos de infraestrutura, (mais expressivos no Brasil que nos demais BRICs) acabam por bloquear o crescimento.

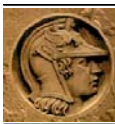
O crescimento dos investimentos no Brasil de 2004 a 2008 foi de 10% ao ano em média, de 2008 a 2010 de 4% em média. Já em 2012 o país apresentou uma retração de 5% nos investimentos enquanto o consumo cresceu 3% com o PIB crescendo modestos 0,87%. Caso emblemático no período foi a Petrobrás que, sozinha, representa 10% de todo o investimento no Brasil, a qual desde 2008 estabilizou o seu volume de investimentos (aproximadamente R\$ 80 bilhões anuais), enquanto de 2004 a 2008 cresciam a taxas anuais de cerca de 20%.

Há que se destacar, ainda, as incertezas quanto à oferta de energia elétrica, que poderá ser um problema mais adiante para novos investimentos.

Diante deste quadro, argumentou-se na reunião que é fator vital para um desenvolvimento mais sustentável da economia a ocorrência de um reequilíbrio dos fatores de produtividade e atratividade para novos investimentos frente ao crescimento da renda da população. Antes de discutirmos as alternativas que se colocam aos gestores da política econômica para lidar com o dilema entre incentivar o investimento e preservar a transferência de renda das empresas para as famílias, na reunião do Comitê ainda debateu-se o endividamento da população.

Sobre isso, concluiu-se que o período de excesso de consumo via endividamento já está superado. Depois do que se chamou no mercado financeiro de a “tempestade perfeita” com a redução da oferta e dos volumes de crédito, a compressão dos spreads e a alta inadimplência, está se verificando uma melhoria na dinâmica de crédito. O comprometimento da renda com o pagamento de dívidas tem se reduzido, devido principalmente à redução dos custos e alargamento dos prazos médios, o que significa tendência de recuo dos indicadores de inadimplência.

Ressalte-se que o endividamento das famílias brasileiras não é excessivo, quando comparado internacionalmente (no Brasil equivale a 44% da renda anual, 63% no Chile, 110% nos EUA e 125% na Espanha), mas o comprometimento da sua renda mensal com o pagamento de empréstimos segue uma raiz inversa (no Brasil equivale



**COMITÊ DE MERCADO**

reunião de 21 de fevereiro de 2013

5

a 22%, contra 11% no Chile, 14% nos EUA e 15% na Espanha).

No que se refere à expansão do crédito às famílias, o patamar de segurança recomendado é de até 18% anual, tendo em vista o crescimento da renda nominal, da redução das taxas e do alongamento dos prazos médios. Ao longo de 2004 a 2010 o crédito se expandiu a taxas médias de 25% ao ano, para uma expansão média no consumo de 6% anual, o que contribuiu no período para a ocorrência de taxas médias de crescimento do PIB de 4,5% ao ano. A expansão mais moderada do crédito impedirá uma aceleração mais forte no consumo, sendo fator redutor do PIB.

Reconhece-se que a adoção de políticas que contemplem um reequilíbrio da relação entre a continuidade dos ganhos salariais, patrocinada pelo aperto das margens do setor produtivo e do setor financeiro, deverá levar em conta o calendário eleitoral, a despeito do fato de que este desequilíbrio não é sustentável no longo prazo, pois poderá resultar num ambiente econômico hostil, sem atratividade para investimentos e com inflação em alta.

A transferência que vem sendo mantida até o momento só foi possível porque, no período de 2004 a 2010 ocorreram ganhos de produtividade, por meio dos investimentos das empresas e, de renda, por meio da incorporação de mão de obra ao mercado de trabalho e dos reajustes salariais acima da inflação.

Vislumbram-se, então, dois caminhos possíveis para equilibrar a economia adiante: o das reformas estruturais, de mais longo prazo ou, sem reformas, com o equilíbrio baseado nos instrumentos de política monetária e cambial. O segundo caminho se desdobra em duas soluções, a primeira ajustando o mercado de trabalho por meio da desaceleração da economia, significando mais desemprego, e a outra, por meio da depreciação da taxa de câmbio, o que tende a provocar pressões inflacionárias.

A opinião que mais prevalece no mercado é que o governo buscará uma solução híbrida, que contempla um leve aumento de juros para contenção da inflação, já próxima da fronteira superior da banda, mas sem comprometer a expectativa de crescimento do PIB de 3% em 2013, com depreciação cambial para incentivar a competitividade da indústria e as contas externas.

O estímulo ao investimento empregando controle tarifário de serviços públicos e desonerações às empresas deverá ser mantido, pois dentro do horizonte considerado, até o segundo semestre de 2014, os impactos fiscais de tais medidas não comprometeriam a solvência do governo (o superávit poderia cair de 2,5% para 1,5% do PIB). Assim, a transferência de renda para as famílias é partilhada entre bancos, empresas e contas públicas.

O Comitê debateu a questão de quanto a perda de competitividade se deve ao câmbio e quanto é próprio da baixa produtividade da nossa indústria em relação aos competidores internacionais. Concluiu-se que, tendo em vista que o setor de serviços representa 60% do PIB e que em termos relativos a indústria nacional exporta pouco, os impactos das medidas no crescimento seriam menos expressivos



## COMITÊ DE MERCADO

reunião de 21 de fevereiro de 2013

6

do que se imaginaria, e que a adoção das políticas cambiais mais protecionistas decorreriam mais do aspecto politicamente negativo que a visão da desindustrialização provoca.

A solução aventada para a condução da economia embute riscos, dentre os quais o mais claro é o de o comportamento da inflação se descolar da meta. Também se acentua a forte participação dos bancos públicos (Caixa e BNDES) no volume crédito ofertado como sendo um fator crucial na capacidade governamental de promover realocações da renda gerada na economia e que as capitalizações do tesouro nos bancos públicos têm crescido.

### Impactos no Setor de Real Estate Residencial

Do panorama econômico brasileiro, o Comitê derivou a discussão para os impactos no setor de real estate residencial à luz de três vertentes: crédito imobiliário, renda e confiança do mercado e respostas das empresas à conjuntura.

- O crédito imobiliário deve continuar se expandindo, ainda que o funding esteja encarecendo devido a uma redução do spread operacional. A expansão do crédito imobiliário no ambiente dos bancos privados atualmente é motivada pelo interesse evidenciado de se implementar estratégias de crédito que privilegiem carteiras que, mesmo operando com margens menores, sejam de perfil longo e vestidas por garantias de maior qualidade, tipicamente o perfil do financiamento de ativos de alto valor como os imóveis.

Outro fator que vai direcionar uma maior alocação dos recursos para o financiamento imobiliário é a redução observada na *duration* das aplicações dos bancos, que envolve um novo ciclo de esforço de recolocação de seus produtos no mercado. Neste contexto, operações de longo prazo como os financiamentos imobiliários à pessoa física, ou mesmo às empresas para produção dos empreendimentos, são mais desejáveis por alongarem a *duration*.

- A diminuição do comprometimento da renda com crédito, anteriormente comentada, também é impulsionadora do incremento do crédito imobiliário dos bancos privados. Nestes, ao contrário da tendência para os bancos públicos, o volume de crédito imobiliário para pessoas físicas deverá aumentar em relação a outros produtos bancários.

De outro lado, do lado da demanda, com o crescimento dos salários num ritmo menos acentuado e com um consumo mais moderado, a euforia na busca de crédito tenderá a ser menor.

- Avaliando o comportamento do crédito imobiliário em 2012, relativamente a 2011, verifica-se que a combinação de uma expansão de 2% do crédito para a aquisição com a redução de 25% do plano empresário (crédito à produção), resultou numa expansão total nula em 2012. Para 2013 se projeta um volume de



## **COMITÊ DE MERCADO**

reunião de 21 de fevereiro de 2013

7

financiamento às empresas equivalente ao de 2012. Admitindo-se que o volume de lançamentos se manterá em 2013 análogo ao de 2012, a expansão resultará somente se os bancos expandirem o crédito para aquisição, inclusive intensificando a concessão de crédito para imóveis usados. De outro lado, não se vislumbra no curto prazo o esgotamento de funding no Sistema.

- No que diz respeito ao comportamento de preços no mercado imobiliário, entende o Comitê que a redução da oferta e a manutenção nos níveis de demanda nos principais mercados devem manter os preços em trajetória ascendente, mas a par da inflação.
- Há que se considerar a tendência do desenho de políticas governamentais observando o calendário eleitoral. Quando voltadas para o público de baixa renda, no real estate poderiam implicar em ênfase ao programa Minha Casa Minha Vida. A se confirmar alguma ênfase, estaria circunscrita ao biênio 2013 – 2014, mas adiante há que se considerar as dificuldades operacionais hoje identificadas, indutoras de padrões de risco elevados para a operação das companhias no programa.
- Há claras evidências da cristalização de um desalinhamento entre o nível sócio-cultural do mercado e a sua respectiva capacidade de pagar os imóveis. O preço dos produtos vem crescendo além da capacidade de pagar das famílias; conseqüentemente, para satisfação dos anseios dos diversos segmentos do mercado, há uma crescente inadequação de atributos como forma de encaixar os preços na capacidade de pagar das famílias.
- Existe a possibilidade de que este descolamento seja revertido em parte, com base em ganhos de produtividade nas empresas, o que já estaria em curso em função de um redirecionamento estratégico evidenciado no mercado, que enfatiza fazer melhor em vez de fazer mais.

A atual baixa produtividade setorial estaria refletida em um crescimento dos custos de produção da ordem de 4 a 5 % acima do INCC, mesmo admitindo-se as deficiências congênitas do índice em espelhar a evolução de custos de um empreendimento em particular, por se tratar de um índice setorial.

- A ênfase esperada no programa Minha Casa Minha Vida pode trazer resultados para as empresas, desde que analisado do ponto de vista da demanda existente no mercado, mas não, se avaliado de acordo com as margens de resultado potenciais, a menos que se consiga obter intensos ganhos de produtividade. Se nos segmentos do mercado para média e alta renda, os condicionantes de geração de resultado estão vinculados a atributos de localização e de formatação do produto, para os de baixa renda os drivers são produtividade elevada, controles de desempenho e prazos e capacidade de gerenciamento da interface com o agente financeiro (no caso particular Caixa e Banco do Brasil), significando que nos projetos para baixa renda as empresas podem se qualificar gerencialmente para melhorar seus resultados, enquanto que nos demais segmentos a resposta do mercado, em ambiente de



---

**COMITÊ DE MERCADO**

reunião de 21 de fevereiro de 2013

---

8

competitividade elevada, é que garante resultados adequados para os investimentos.

**São membros do Comitê de Mercado do NRE-Poli:** Alessandro Olzon Vedrossi, Alex Kenya Abiko, Carlos Terepins, Cláudio Bruni, Claudio Tavares de Alencar, Daniel Citron, Eliane Monetti, Eric Cozza, Fernando Bontorim Amato, João da Rocha Lima Jr., José Roberto Machado, José Romeu Ferraz Neto, Marcelo Vespoli Takaoka, Mario Rocha Neto, Pedro Cortez, Roberto Aflalo Filho, Roberto Sampaio, Sérgio Alfredo Rosa da Silva e Walter Luiz Teixeira.

**sendo essa Nota firmada por todos os seus membros,**

na sessão secretariada por Claudio Tavares de Alencar, que se encarregou de consolidar, na redação desta nota, o tema tal como foi debatido.