

São Paulo, 2 de abril de 2020

## UNKNOWN UNKNOWN

*“There are known knowns. These are things we know that we know. There are known unknowns. That is to say, there are things that we know we don't know. But there are also unknown unknowns. There are things we don't know we don't know.” – Donald Rumsfeld*

Uma década de tomada de risco agressiva, alimentada em boa parte pelos bancos centrais, terminou. O momento de ajuste era esperado há muito tempo, mas ocorreu de forma chocante. A debandada nos mercados foi desencadeada pela escalada da crise de saúde no Ocidente e pela guerra de preços do petróleo.

Inicialmente, o Covid-19 parecia ser apenas um problema de gerenciamento de risco. É uma doença de alto contágio, que ameaça vidas e, portanto, a resposta – distanciamento social, fechamento dos negócios etc. tinha como objetivo mitigar esse risco. Entretanto, a pandemia global não é um risco, mas sim uma incerteza. Logo após a Gripe Espanhola (janeiro 1918 – dezembro 1920), o economista Frank Night fez a distinção entre risco e incerteza. O futuro é incerto; o risco é mensurável. Risco pode ser estimado com base em dados, desde que situações similares tenham acontecido no passado. Mas o que aconteceu naquele período não parece muito instrutivo. Tudo é diferente: o vírus, o mundo e os sistemas de saúde.

A incerteza lida com consequências que não podemos prever. Não há como especular a respeito de como será a recuperação da atividade, porque esta crise é de saúde. Desta vez, a recessão econômica é parte da cura, não consequência. Administrar a incerteza na sociedade significa quarentena; nos mercados, ter recursos em caixa. Embora a grande maioria dos investidores considere caixa uma alternativa cara, caixa tem algo que as pessoas não apreciam por completo: a sua “opcionalidade”, i.e., o direito de comprar ativos a preços baratos.

A meta é sair de incerteza para risco, o que demanda tempo e dados. Enquanto os estímulos fiscais e monetários tendem a aliviar os danos econômicos, o que realmente importa são números melhores sobre a trajetória da pandemia. E se, nos próximos dias ou semanas a corrida para descobrir ou produzir um remédio seguro que cure e, talvez mais à frente, uma vacina que imunize, vamos todos voltar às ruas e a recuperação será no formato que desejamos - V. Esse é o milagre que todos esperamos.

Enquanto isso,

- . Quais são as reais taxas de hospitalização e mortes? Quão realmente contagioso é o Covid-19? Quantas pessoas morreram do coronavírus e não chegaram aos hospitais e nunca foram testados? Quando teremos testes mais precisos? Quantos pacientes assintomáticos estão fora da quarentena? Como o vírus afeta os jovens? Como os fatores de riscos variam entre países? Haverá outro(s) ciclo(s)? Se sim, como será(ão)?
- . Quando aparecerá uma droga segura, de fácil acesso, que permita a cura e/ou uma vacina que possa ser aplicada em massa e garanta a imunidade?
- . Qual será a duração das quarentenas e seus efeitos sobre a economia? Como será a saída da quarentena? Será feita de forma coordenada entre governos e empresas?
- . Qual será o cenário que nações e empresas encontrarão após a pandemia? Haverá mudanças profundas nas economias e no sistema financeiro?
- . A desglobalização e desregionalização acelerará e redefinirá as cadeias globais de produção e consumo?
- . Será que os setores que atualmente estão sentindo mais os efeitos do choque pandêmico sobre a economia terão seus modelos de negócios afetados negativamente no longo prazo? Quem serão os vencedores e os grandes perdedores? Os efeitos, especialmente sobre os hábitos e comportamento do consumidor serão de curto prazo, duradouros, permanentes?
- . Os estímulos fiscais e o suporte dos bancos centrais serão eficazes, suficientes? Está correto gastar primeiro e perguntar depois, mas o aumento da dívida/PIB dos países, entre 10 e 20 pontos percentuais, será considerado pelos investidores como “acessível”? No médio/longo prazo, isso poderá causar crises de dívida pública e posterior aumento da inflação?

. O prêmio de risco vai aumentar de forma generalizada, mas especialmente para aquelas nações cujos governos não se provaram bem preparados para combater um choque externo?

Nos últimos dias de março, os suportes dos bancos centrais e as promessas de gastos fiscais sem precedentes em era de paz fizeram com que as bolsas no mundo inteiro tivessem uma forte recuperação. Alguns acreditam que com as ajudas, o pior ficou para trás. Mas todos esses esforços nos levam para uma nova e incerta era.

A trajetória ainda desconhecida das infecções e das mortes tem paralisado a atividade econômica. Os próximos dados econômicos prometem ser bastante negativos; empresas deverão revisar as estimativas de lucros e tentar preservar capital via redução ou postergação de investimentos e/ou dividendos, cortes ou suspensão dos programas de recompras de ações, e o peso da dívida, riscos de solvência podem limitar a produtividade e o crescimento de longo prazo.

O comportamento positivo das bolsas na semana passada demanda evidências de que uma expansão sustentada da atividade no longo prazo acontecerá quando a pandemia ficar para trás. E, dada a escala do choque econômico, alguns analistas estão preocupados sobre a trajetória da inflação no longo prazo. Em contraste, outros pensam que um mundo de grandes déficits governamentais, onde bancos centrais continuam a limitar os juros dos títulos de longo prazo, pode seguir o caminho do Japão nas últimas décadas, de inflação baixa e crescimento anêmico.

Os esforços dos formuladores de políticas são fundamentais para limitar o estrago econômico, mas este é um ambiente onde, ao invés de esperar por sinais positivos na economia, a única estatística que importa é a evidência de que a pandemia está próxima de atingir o pico. Somente quando a incerteza se tornar risco, investidores podem realmente começar a estimar que tipo de recuperação teremos e o qual será o valor justo dos preços dos ativos.

E a pergunta final: que taxa de desconto você aplicaria para os fluxos de caixa futuros se um governo prova ser menos resiliente a choques externos? Para investidores, enquanto os tempos são bons, torna-se fácil ignorar governos problemáticos - desde que não atrapalhem o crescimento econômico vai tudo bem. A pandemia do Covid-19 talvez tenha mudado isso. Repentinamente, abordagens polêmicas e/ou cômicas de alguns governantes perderam a graça. Respostas lentas pioram os custos, tanto humanos quanto financeiros.

O caminho a frente parece bastante acidentado e acertar o fundo do poço é uma tarefa difícil, mas para investidores com horizonte de longo prazo pode ser uma oportunidade de comprar. Observação: analistas de equities são, por natureza, animais otimistas. Se a mesma pergunta para os analistas de renda fixa, cujo foco é o retorno de capital, a resposta provavelmente será diferente.

E enquanto estamos de quarentena, autoridades governamentais, federais e locais, deveriam já articular um bom plano para reabrir a economia de forma relativamente segura. Precisam trabalhar com as empresas para encontrar uma combinação satisfatória de distância pessoal, isolamento, testes frequentes, regras de interação com clientes e assim por diante.

No Brasil, a reação inicial do Planalto à pandemia foi negativa, mas mais recentemente o Presidente parece ter ajustado o discurso ao reconhecer a gravidade do Covid-19 e a necessidade do distanciamento social. Em Brasília, a grata surpresa foi o Ministro da Saúde, que mostra conhecimento e passa credibilidade.

O BC agiu tempestivamente à crise, mas inicialmente de forma modesta. Formulou um pacote suficiente para dar sustentação aos mercados e especialmente aos bancos e aos mercados de crédito. Posteriormente anunciou nova linha de crédito para cobrir parte da folha de pagamento de micro e pequenas empresas.

As medidas para enfrentar os efeitos econômicos da pandemia têm demorado a sair, pois há grande preocupação do Ministério da Economia em deixar claro junto ao Congresso que os gastos extraordinários não se tornem permanentes a exemplo do que ocorreu em 2015. O pacote somará R\$750 bilhões, mas algumas medidas já haviam sido anunciadas – antecipação do 13º salário, liberação dos depósitos compulsórios pelo BC, e reforço do Bolsa Família. E parte não é dinheiro novo, mas sim adiantamentos.

O adiamento da declaração do IRPF para 30 de junho é uma ótima medida: quem tem que pagar retém o dinheiro e evita o endividamento. O adiamento de pagamento de tributos é uma medida correta que facilita a vida de empresas e famílias. E, hoje, o Governo edita três medidas provisórias que autorizam o pacote que inclui R\$600/mês por três meses para trabalhadores informais, a manutenção de empregos via complementação de salários que serão reduzidos e o socorro para estados e municípios. Na próxima semana espera-se a ampliação do Bolsa Família. São medidas corretas para a sustentação do emprego e da renda.