

São Paulo, 1o de maio de 2020

UNKNOWN UNKNOWNNS II

“These days everyone has the same data regarding the present and the same ignorance regarding the future.”¹

A dinâmica da forte recuperação dos preços dos ativos, especialmente das bolsas, é resultado das políticas agressivas dos bancos centrais, que têm sido bem-sucedidas em limitar tensões no sistema financeiro, e da desaceleração generalizada, ao redor do mundo, das taxas de infecções e mortes decorrentes da pandemia.

Todas as expectativas agora se voltam para a reabertura das economias e a recuperação que se seguirá. Talvez a China seja um bom guia para saber sobre o futuro próximo. As infecções recuaram o suficiente para que os negócios reabrissem e as pessoas saíssem de casa, mas somente após semanas de isolamento forçado. A volta ao cotidiano lá ainda não é total; os gastos de consumo não estão próximos aos que eram antes da pandemia e, talvez, permanecerão assim até que uma vacina em massa esteja disponível.

Nas próximas semanas, vamos conhecer o que acontecerá, pois outros países começam a reabrir suas economias. Mas poderão fazer sem hospitalizações e aumentos de mortes? Há o risco de ter que apertar novamente as medidas de distanciamento social se a reabertura não funcionar?

A trajetória da atividade é incerta, mas somente no sentido em que não sabemos quão negativo será. A escala do choque de demanda que atinge a economia global se torna evidente através dos preços das *commodities* em geral. E o que dizer dos preços negativos do petróleo e, mais recentemente, da eletricidade na Europa? A despeito dos fatores técnicos e da capacidade de estocagem em Oklahoma no caso do petróleo, ambos têm a mesma combinação – enquanto o corte da produção tem custo elevado, a demanda não é muito sensível a preços. Os preços negativos são meras ilustrações da destruição da demanda na economia.

Mas, o que todos querem saber é quando a economia reabrirá. Talvez esta não seja a pergunta correta, pois a economia não está “fechada”. Muitos negócios essenciais permanecem abertos e pessoas continuam comprando e vendendo. A pergunta correta não seria: Quando a atividade normal, anterior à pandemia, voltará?

¹ Marks, Howard, “Calibrating”, *Memos from the Chairman*, 06/04/20

Colocar motoristas novamente nas ruas, reabrir lojas; é mais fácil falar do que fazer. Qual é o nível de tolerância para novas grandes ondas de infecções que podem inundar o sistema de saúde? Para as discussões sobre problemas de demanda ou oferta sobre o sistema de saúde e

modelos de achatamento da curva, que se tornaram tão comuns, o relato de Curt Monash talvez ajude: *“I was standing with Ken Arrow by a bank of elevators on the ground floor of William James Hall at Harvard. Three elevators passed us on our way to the basement. I foolishly said ‘I wonder why everybody in the basement wants to go upstairs.’ He responded, almost instantly: ‘You’re confusing supply with demand.’”*

Provavelmente, uma estratégia gradual de saúde significa sair do vermelho para vários tons de amarelo e verde nos próximos meses com a finalidade de minimizar próximas ondas de infecções. Porém, e mesmo quando as restrições forem removidas, você se sentirá confortável de ir a um restaurante, cinema, estádio de futebol? Como você reagirá se alguém ao seu lado tossir, espirrar? Levará algum tempo para que a vida retorne ao normal.

Qual é o vão entre a recuperação econômica que o mercado espera e a realidade após a pandemia? As projeções atuais podem subestimar a severidade do fechamento da economia global, ignorar um processo confuso de reabertura em várias nações importantes e, assim, uma possível segunda onda de infecções. Normalmente, analistas são capazes de projetar dados de acordo com uma interpretação livre da Primeira Lei de Newton².

As consequências da crise são diversas: mudanças do comportamento do consumidor, reticência dos negócios em reabrir, ausência de visibilidade dos lucros, perspectivas mais difíceis/nebulosas de lucros, maior endividamento das empresas e dos governos, maior dispersão entre vencedores e perdedores, o maior envolvimento do governo nas atividades do setor privado, aversão a risco duradoura, grande número de falências e mudanças no comportamento do consumidor.

O significativo aumento do desemprego, cortes de salários e incertezas em relação ao futuro, devem encorajar famílias a serem mais cautelosas com gastos. Uma vez que se espera que a crise econômica será maior que a de 1929, seria precipitado, exagerado, considerar um comportamento permanente de frugalidade que parte da sociedade experimentou após a Grande Depressão?

² *Lei da Inércia: “Todo corpo continua em seu estado de repouso ou de movimento uniforme em uma linha reta, a menos que seja forçado a mudar aquele estado por forças aplicadas sobre ele.”*

A pandemia demandou gastos de emergências e a consequência certa é um mundo (muito) mais endividado. Haverá aumento de dois dígitos na relação dívida/PIB de vários países, inclusive o Brasil. Mais à frente, os governos optarão pelo caminho politicamente mais difícil, que consiste em austeridade, aumento de impostos, e no caso do Brasil também por reformas estruturais e privatização? Ou pela alternativa mais fácil, de depender dos bancos centrais, uma receita para a inflação?

A depressão pode causar mais incertezas políticas? A crise financeira de 2008 provocou profunda paralisia política e o surgimento de líderes populistas ao redor do mundo. A crise do coronavírus pode levar a rupturas mais extremas?

Os *valuations* atuais refletem a profunda incerteza sobre a trajetória do vírus e o tempo que a economia global irá ficar fechada? Quantos trimestres de lucros serão perdidos? Quão rápido será a recuperação quando vier? A pandemia deixa investidores com falta de empresas de qualidade e/ou que continuam com vendas resilientes. Para várias empresas, o fluxo de caixa foi perdido ou destruído, os problemas de capital de giro e de alavancagem financeira podem ser grandes, e as sequelas duradouras.

A experiência simultânea de crise de saúde e crise econômica mudará como as empresas equilibram risco e resiliência. Negócios deverão repensar suas cadeias globais de valores, antes modelados para maximizar eficiência e lucros. Tudo isso significa um teste para o capitalismo de *stakeholders*. Quando a pandemia estiver finalmente no retrovisor, espera-se que as empresas sejam julgadas por o que fizeram durante a crise: como trataram seus empregados, fornecedores e clientes; se dividiram ou apenas acumularam.

Ainda não sabemos exatamente para onde esta crise nos levará.

- . A economia global poderá ser bastante diferente do que tem sido nas últimas décadas?
- . Como o mundo passará a fazer negócios?
- . Os conflitos comerciais e tecnológicos entre EUA e China podem reacender?
- . Haverá maior retração na globalização? Mudança para blocos regionais de comércio? Os países adotaram maior protecionismo?
- . Países vão repensar o quanto dependem uns dos outros? E especialmente da China?
- . Os choques que as cadeias globais de suprimentos têm experimentado continuarão a repercutir? Empresas diversificarão suas bases de suprimento? Geografia? Produtores? Terão estoques mais altos? Que países poderão se beneficiar se isso se tornar uma tendência?



. Como se tornará a complexa rede de interconexões da economia? Parte se romperá e as conexões serão desfeitas?

. A relação entre estado e setor privado aumentou dramaticamente. Como será a saída do estado e quanto demorará? A presença do estado pode limitar o dinamismo privado?

. Aquisições de pequenas empresas por grandes? Fusões entre empresas menores?

. Quais companhias vão operar com liquidez mínima, cadeias de suprimento apertadas e planos de contingências?

Se as políticas monetárias ajudam problemas de liquidez de curto prazo e estresses de mercado, não evitam defaults soberanos e/ou corporativos, nem acham a cura para o Covid-19, nem viabilizam uma rápida e segura reabertura da economia.

A recuperação das bolsas parece desconectado das dificuldades à frente. Se, por um lado, alguns podem argumentar que o desempenho das bolsas não tem correlação com crescimento do PIB, o que é correto, por outro, não há evidência histórica de que os mercados possam subir de forma sustentada enquanto os lucros caem.

Obviamente, pode-se imaginar cenários mais otimistas. Com testes em massa é possível isolar quem está doente e voltar ao trabalho. Mas exatamente como e quando a pandemia acabará depende em parte dos avanços para a descoberta de um remédio que cure e/ou de uma vacina que imunize, que torcemos para que seja em breve. No interim, também depende de como nos comportamos e da coordenação dos governos.

No Brasil, as ajudas financeiras em resposta à crise do Coronavírus devem ser próximas a R\$300 bilhões, equivalente a mais de 4% do PIB. Com a provável queda na arrecadação por conta da queda na atividade, a projeção para a dívida/PIB cresce de 78% (estimativa mediana no início do ano) para algo em torno de 90%. Adicionalmente, a expectativa de estabilizar a dívida/PIB passa de entre 2022 e 2024 para entre 2027 e 2030.

Passada a crise, espera-se que o Governo se empenhe na austeridade dos gastos, na aprovação das reformas e na aceleração do programa de privatização. Este é o caminho político mais difícil e, apesar da recente aliança com o Centrão, as chances do Governo talvez não sejam tão grandes para a aprovação das medidas. As discussões com os governadores por conta da pandemia e outras crises causaram ao Governo perda de capital político. E o “Centrão” é fisiológico; mais que reformas, vai querer gastar para continuar no poder. O caminho mais fácil seria aumento de impostos ou deixar a dívida/PIB crescente, o que traria novamente o fantasma da dominância fiscal.



Com a saída de Luiz Henrique Mandetta e de Sergio Moro em um espaço de duas semanas, cogitou-se novas defecções do Governo, especialmente a de Paulo Guedes. O Presidente, para agradar seu Ministro da Economia congelou (mas não cancelou) o Pró-Brasil, um avanço da Casa Civil sobre a política fiscal liberal da equipe econômica, e garantiu que ele “manda”. Os mercados, por ora, voltaram a respirar aliviados.



rua hungria 664
tel +5511 3010.3234 cep 01455-904
são paulo sp brasil
www.garininvestimentos.com.br