

São Paulo, 1º de junho de 2020

SHOULD I STAY OR SHOULD I GO?

*Should I stay or should I go now?
Should I stay or should I go now?
If I go there will be trouble
And if I stay it will be double
So come on and let me know¹*

Otimismo em relação à recuperação da atividade com a liberação das restrições em vários países, esperanças renovadas de descoberta de uma vacina, e as expectativas de um fundo de recuperação da União Europeia alimentaram o apetite de risco dos investidores. Dólar mais fraco, e commodities e bolsas em alta foram as histórias que dominaram os últimos dias de maio. Se essa tendência é sustentável, é um tópico de debate.

A lista de preocupações começa com uma segunda rodada potencial de efeitos da quarentena – fraqueza contínua do mercado de trabalho, aumentos das falências e inadimplências. As taxas dos títulos de governos continuam próximas aos menores níveis históricos, sinal de que investidores antecipam uma recuperação econômica difícil e anos de estímulos monetários agressivos. Outros riscos incluem (i) as tensões comerciais entre EUA e China, que se exacerbaram com as novas leis de segurança mais restritas sobre Hong Kong, (ii) a desvalorização do Yuan, e (iii) mais à frente, as eleições presidenciais americanas.

A primeira lição que a história mostra é que as contrações econômicas passam um tempo até revelarem a total extensão de seu estrago financeiro. Atrasos de pagamentos, inadimplências e falências, redução da renda e do consumo, e recuperação do emprego levam um tempo para ocorrer.

A segunda é que, sim, ações e crédito começam a recuperar bem antes que os dados econômicos mostrem melhoras. E o argumento, desta vez, é que a recuperação da atividade será rápida, pois vem acompanhada de montantes recordes de estímulos monetários e fiscais. Certamente, bancos centrais e tesouros têm prevenido um congelamento nos mercados; as questões de liquidez foram abordadas, mas a crise criou problemas de solvência. Há incertezas sobre a futura viabilidade de uma série de negócios. Cuidado para não confundir liquidez com solvência.

¹ *Headon, Topper, Jones, Mitch, Simonon, Paul, Strummer, Joe*
The Clash, "Combat Rock", 10/06/82
<https://www.youtube.com/watch?v=leQ3zAZCTAU>
<https://open.spotify.com/track/5oVd20ddRap5yenSA0E6u1>

E a terceira é que experimentos monetários e práticas de investimentos que parecem ser amigáveis no curto prazo têm uma tendência horrível de serem destrutivas no longo prazo. Embora seja verdadeiro dizer que as políticas de ações têm estabilizado os mercados, elas não oferecem clareza em relação às perspectivas econômicas nem curam pandemias.

Quão ruim os investidores acham que a situação se tornou para que os principais bancos centrais do mundo anunciem, praticamente em conjunto, estímulos monetários sem precedentes até que vejam melhoras na economia? Bancos centrais estão muito preocupados. Investidores deveriam ficar também.

Temos decisões difíceis à frente à medida que caminhamos para proteger pessoas e, ao mesmo tempo, sermos pragmáticos com a necessidade de reabrir a economia para também manter as pessoas saudáveis.

E o que está à espera das empresas na reabertura dos negócios? Na reabertura da economia, várias empresas se darão conta da nova realidade econômica na era do Covid-19. Estar aberto talvez seja tão difícil quanto estar fechado. Aumento do desemprego, preocupação com segurança e limites nos números de clientes que são permitidos em um estabelecimento são alguns limitadores de vendas, que poderão ficar deprimidos por um período considerável de tempo. Enquanto isso, manter colaboradores, adotar novos protocolos de segurança para fornecedores, colaboradores e clientes, e enfrentar quebras na cadeia de suprimento devem aumentar os custos. As empresas navegarão um caminho mais estreito para a rentabilidade.

Para as grandes empresas, os custos podem se “limitar” a despesas extraordinárias de salários e benefícios, limpeza mais frequentes, material de proteção para seus colaboradores e tornar o atendimento mais digital. Mas as dificuldades serão muito maiores para as médias, pequenas e micro empresas, que geralmente operam com pequena margem de lucro e baixa reserva de caixa.

O objetivo principal da maioria das empresas é a sobrevivência. Preservação de caixa se tornou imperativo em tempos de Covid-19. Isso deve acontecer principalmente via corte de investimentos e aqueles negócios que estão mais abaixo na cadeia de suprimentos são os que deverão sofrer mais.

Um negócio é um conjunto de relacionamentos, entre pessoal e fornecedores, ativos físicos e intelectuais, e a base regular de clientes. Desta forma, mesmo em setores que não são próximos a restaurantes, companhias aéreas e entretenimento, os mais atingidos pela pandemia, os efeitos também poderão ser duradouros.

Para investimentos, as consequências são o favoritismo de (i) histórias de crescimento, (ii) distribuidoras de dividendos estáveis, ambas cada vez mais escassas, e (iii) empresas com balanços fortes.



Com a temporada de resultados do 1T20 praticamente concluída, o impacto da pandemia sobre os lucros começou a ficar mais claro. Com a economia ainda praticamente fechada na maioria do país, é de se esperar que os resultados piorarão antes de melhorarem. Empresas que têm mostrado resistência nos negócios são as de consumo não discricionário e as que têm crescentemente se utilizado de multicanalidade. Mas, por ora, apenas o e-commerce não garante a sobrevivência da grande maioria das empresas.

Algumas empresas costumam publicar ajustes nos resultados na tentativa de melhorar os níveis de alavancagem financeira. Com a pandemia, podem dar mais um passo nessa direção. Pode ser preocupante caso o uso de definições “frouxas” torne-se norma para permitir que empresas relaxem os termos de *covenants* para um número maior de eventos desfavoráveis e, principalmente usem para captação de mais empréstimos.

O Presidente Bolsonaro sancionou o projeto de ajuda a estados e municípios e, por um momento, presidente e governadores chegaram a fazer as pazes. O veto ao reajuste dos servidores públicos, foi considerado como prestígio do Ministro Paulo Guedes e acalmou os mercados.

Entretanto, os ânimos entre o Executivo e governadores voltaram a se acirrar com divulgação do vídeo da reunião ministerial do dia 22 de abril, que também revelou queixas sobre a atuação do STF.

Com a premissa de queda do PIB de 4,7% neste ano, a nova estimativa da equipe econômica é de que a dívida bruta/PIB aumentará para 93,5%. Para que as dificuldades em se cumprir o teto de gastos não deteriore as perspectivas para a dívida pública, o governo precisará se preparar para implementar reformas fiscais e ajustes macroeconômicas.

A postura da equipe econômica tem sido a de reforçar a importância do teto de gastos. Analistas consideram essa questão essencial para manutenção das taxas básicas de juros em patamar baixo e a permanência de Paulo Guedes no cargo. Contudo, a aliança com o Centrão aponta para mudança de orientação do modelo de ajuste fiscal adotado até agora, e a pressão para aumentar as políticas expansionistas adotadas para combater a pandemia deve ganhar força com a deterioração do emprego nos próximos meses.

Embora investidores não tenham dúvidas sobre os esforços da equipe econômica, tanto monetário quanto fiscal, o crescente ruído político aumenta as dúvidas sobre como ficará a agenda fiscal.