

PERDEDORES

"We are now increasingly in a lose-lose-lose situation for central banks. You lose if you try to undo what you've been doing... you lose if you try to do more (and that's what markets are pushing for)... and you also lose if you don't do anything because of the massive disconnect between markets and reality." – Mohammed El-Erian

O sentimento dos investidores encontra-se encurralado entre o aumento do ritmo de casos de Covid-19 em alguns países, como Hong Kong, Índia, Espanha, e em algumas regiões dos EUA, que devem limitar a recuperação da atividade, e as expectativas de mais estímulos monetários e fiscais. A última reunião do FOMC não trouxe novidades. O Fed não lançou novos programas, tão pouco houve mudanças nos planos de compra de ativos, na taxa de juros ou na atualização no guidance. Mesmo assim, no dia, as bolsas subiram, pois o entendimento do mercado é que as autoridades monetárias estão comprometidas em manter a política por um longo período, independentemente do que aconteça na economia real.

O círculo (vicioso) das dúvidas sobre a retomada da economia, especialmente nos EUA, e das perspectivas do alívio das políticas de ações devem reforçar as tendências recentes nos mercados: queda nas taxas dos títulos soberanos, dólar em baixa e ouro em alta. Um parêntesis em relação ao dólar: nota-se grande parte de sua fraqueza foi especificamente contra o euro. E em relação ao euro, parece que estamos em um raro momento onde espera-se que o crescimento europeu, embora baixo, seja superior ao americano. Entre a forma mais eficaz de combate à pandemia e avanços em tratar as questões fiscais, após muito tempo, a Europa voltou a se tornar um local atraente aos investidores.

Com a dominância do noticiário sobre o Covid-19, seus efeitos negativos sobre a atividade e as consequências políticas de ação de governos e bancos centrais, a deterioração da relação entre EUA e China ficou em segundo plano. As tensões aumentaram com o fechamento de consulados em ambos os países. Certamente, será tema de debate da disputa presidencial nos EUA, cujas chances de vitória do candidato democrata ainda não estão precificadas.

As bolsas devem enfrentar um teste em algum momento. Preços de ativos em alta e fundamentos econômicos não ficarão desconectados para sempre. Há o risco de que essa divergência seja reconciliada por queda nos preços dos ativos e não pela recuperação da atividade.

Isso reforça a importância da mensagem que as empresas darão sobre as expectativas de seus negócios para os próximos trimestres. A partir de quedas sem precedentes na atividade, investidores correm o risco de extrapolar um salto na economia no 2T20 para uma rápida recuperação em formato V.

Ainda parece cedo para fazer um julgamento definitivo do formato da recuperação econômica, pois há evidências de que a reabertura das economias vem acompanhada do aumento dos casos de Covid-19.

E, mesmo que o pior da pandemia já tenha se tornado passado, não se sabe se a pandemia causará efeitos profundos e duradouros sobre consumidores e negócios mesmo quando o vírus estiver sobre controle. Torna-se necessário também considerar o pacote de ajuda financeira e a dificuldade de competidores menores e/ou em situação financeira frágil.

Para as empresas que excederem as expectativas, investidores devem se perguntar o quanto a surpresa não ocorreu em função de (i) guidance extremamente conservador, (ii) aumento de vendas e/ou queda nas despesas que não serão sustentáveis, e (iii) mix de vendas pior e margens mais baixas. Como recuperar as margens com o novo comportamento do consumidor?

No Brasil, os focos de atenção nos próximos meses serão a reforma tributária e a trajetória da dívida pública. A reforma tributária é complexa e urgente. A proposta do governo, foi considerada tímida e questionada por muitos analistas, virá em quatro etapas. A primeira, entregue pelo Governo ao Congresso há duas semanas, consiste na unificação do PIS e do Cofins, via projeto de lei ordinária que cria um imposto de valor adicionado, batizado de Contribuição sobre Bens e Serviços (CBS). A maior mudança será para as empresas do setor de serviços, com a exceção das enquadradas no Simples. De forma resumida, o setor de serviços sairá de 3,65% de PIS/Cofins para 12% no CBS.

A segunda etapa consiste na desoneração da folha, o maior custo do setor de serviços. A terceira, na zeragem do IPI vários produtos por decreto do Governo, e a quarta, da unificação do CBS com o ICMS e ISS pelo Congresso.

Analistas e imprensa têm cada vez mais chamado atenção para a trajetória da dívida pública. A reação à crise sanitária através de despesas para o combate à pandemia e de transferências para suavizar o impacto

sobre a renda familiar, aliado à perda de arrecadação em função da brutal desaceleração da atividade, deverá causar o aumento da dívida pública/PIB, que era estimada no início do ano em 78% tanto para 2020 quanto para 2021, para cerca de 93% para o final deste ano e 94% no próximo.

Isso não seria um problema, se o desequilíbrio fosse temporário. Mas expectativas são de recuperação econômica lenta e as propostas no Congresso são de ampliação dos gastos na esteira do “coronavoucher”. Cresce a expectativa de que a trajetória de crescimento da dívida pública/PIB não pode ser mais revertida sem aumento de carga tributária.

A saída do MDB e do DEM do “Centrão” foi uma grande surpresa. Ainda não estão claras quais serão as consequências da divisão do bloco que lhe garantia apoio no Congresso para o Presidente Bolsonaro, mas espera-se acirramento na sucessão à Presidência da Câmara e definição das disputas políticas no Congresso na segunda metade do mandato presidencial.