

Com pouca surpresa, abril foi o mês de repique: depois de ter acumulado queda de pouco mais de 35% nos dois meses antecedentes, os principais índices de ações no Brasil subiram pouco mais de 10%. O mesmo movimento também ocorreu em outros mercados. Acabou a crise ou o preço dos ativos responderam aos estímulos sem precedentes dados por governos e bancos centrais de todo o mundo? O peso moral em tempos de interconectividade imediata de cidadãos e governos com pouco reconhecimento para liderança não deixaram outra alternativa: inunda-se o mundo com mecanismos de resgate. A conta fica para depois.

Esta foi a agenda positiva do mês. A cada dia tivemos os mecanismos de ajuda humanitária sendo escalados para tratar as vítimas da pandemia. Mais importante, as vítimas do fechamento da economia, globalmente, como em nenhum outro momento da humanidade. Usando *diché* dos mais lidos e ouvidos, o mundo sairá diferente da pandemia de quando entrou. E isso vale para o mercado de ações.

Não obstante a recuperação, acreditamos que será um momento em que se separará o joio do trigo.

Vale começar pelo imenso desafio da volta da economia. Segundo especialistas, não resta solução senão o isolamento para o achatamento das curvas de contaminação pelo Covid-19, mas não se consegue prever, ou com a timidez que convém, qual o ritmo de retomada da economia. Alguns analistas já apontam para o Brasil mais de 5% de retração do PIB: (i) os serviços não prestados não se recuperam; (ii) os negócios que dependem do contato humano ou do transporte, como turismo, lazer ou restaurantes, seguem sob o estrangulamento presente e futuro; (iii) os pequenos negócios sem o fôlego financeiro fadados ao fechamento; e (iv) o receio da socialização que restará inerte nos grupos de risco, como os mais idosos que, em economia como a brasileira, são importantes centro de dinamismo econômico – pensionistas e aposentados não correm o risco do desemprego – teoricamente.

Os recentes balanços divulgados pelos dois maiores bancos brasileiros já dão conta da necessidade de provisionamento para a inadimplência em suas carteiras de crédito. Mais aqueles que ainda serão contratados sob o esforço de manter viva a economia sem a apresentação de garantias e com prazos incertos de pagamento.

A resposta dos governos e dos bancos centrais geram um paradoxo: por um lado criam o bem-estar da rede de proteção. É notório que desde a crise de 2008 os balanços do FED, do Banco Central do Japão ou do ECB vinham em expansão, lutando contra a inanição do crescimento mundial. Ganham impulso rápido em menos de 60 dias. E mais, com o pânico do desconhecido e as quedas generalizadas das ações, trouxeram os níveis de prêmio de *equity* para os picos de 2008. Não é, pois, de se espantar a busca pelas ações. Os juros soberanos negativos e o grande desconto continuarão a atrair recursos para a Bolsa.

A controvérsia fica para a capacidade de endividamento, ou o consenso que permitiu uma maior heterodoxia nas contas públicas dado o evento de força maior. Em nações que emitem dívida em suas próprias moedas e com um serviço da dívida nulo, este momento de relaxamento temporário pode enfrentar poucas resistências. Já para aquelas que não gozam do mesmo privilégio, entre outros motivos justamente pela falta de disciplina com as contas públicas no passado, é necessária especial atenção.

Neste quesito, o governo brasileiro já fez permissivas que ultrapassam a R\$ 1,1 trilhão. O efeito já está contratado e colocará o endividamento público brasileiro em mais de 90% do PIB com o receio de que a maior participação do setor público deficitário como fonte de recursos poderá em algum momento encarar a sua própria capacidade de refinanciamento. É crucial a credibilidade do governo.

E aqui vale a ressalva de que o governo federal poderá enfrentar em maio dos rescaldos da saída ruidosa do ex-ministro Sérgio Moro nos últimos dias de abril. Não pela figura do ministro *per se*, mas pela sinalização de que poderá crescer o flerte com modelos que não sustentarão a credibilidade necessária e que foi tratada no parágrafo anterior.

Cresceu no mês passado, embaçada nas medidas de ajuda ofertada para o salvamento da economia, a participação da ala militar dos ministérios. Lembremos apenas de invocar o jornalista Ruy Castro que, já em novembro de 2018, cita o pensamento cujo autor da formulação original pode ter se perdido de que *"nunca contrate quem você não pode demitir"*.

O mês de abril inaugurou oficialmente possíveis mudanças de paradigma: relações pessoais e profissionais, cadeias de suprimento, políticas fiscais e monetárias e isso tem orientado o desempenho de alguns setores muito diferentemente de outros. Um exemplo interessante é que, ao mesmo tempo em que esperamos uma aceleração na adoção de tecnologias nas relações pessoais e profissionais e nos hábitos de consumo, com maior aceitação de distâncias maiores, começa-se a desenhar um cenário diametralmente oposto em relação às cadeias de suprimento - com resistência às distâncias entre os diferentes elos da cadeia. Uníssona é a busca pelo que se chama do consumo *frictionless* – com menor fricção e maior autosserviço na experiência de compra, com foco no ambiente virtual.

**Tabela 1. Exposição Setorial da Carteira\***

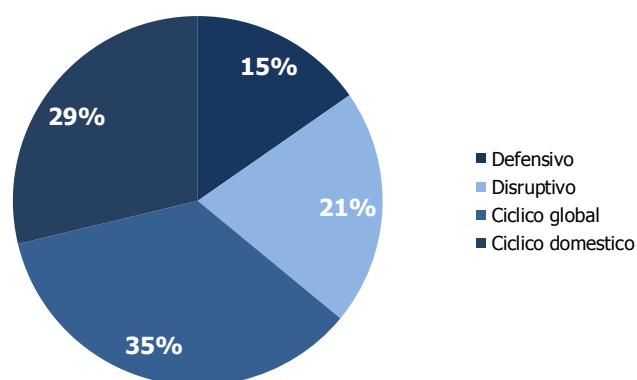
Setores	-	neutro	+
serviços financeiros	●		
bancos	●		
alimentos	●		
energia elétrica e saneamento	●		
petróleo e gás	●		
saúde	●		
mineração e siderurgia		●	
papel e celulose		●	
bens de capital		●	
consumo			●
tecnologia			●

\*a tabela mostra as posições de menor (-), maior (+) ou igual concentração da carteira em relação às respectivas concentrações do benchmark - IBRX

Este tem sido um dos pilares na composição da carteira, com crescente peso das empresas com desenvolvidos canais de e-commerce ou ambiente *market-place*, que oferecem uma alternativa de consumo com resiliência das vendas. Destaque para B2W, Magazine Luiza, Lojas Americanas e Via Varejo, Centauro. São os exemplos brasileiros que espelham o desempenho dissonante das gigantes do mundo virtual nas bolsas americanas, as chamadas FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix e Google).

Aqui no Brasil o BC promoveu um corte maior do que o consenso e trouxe as taxas básicas para 3% a.a., com viés para mais cortes. O corte pode ser inócuo enquanto ferramenta de indução ao consumo ou investimento neste momento de pandemia. Por outro lado, terá certamente seu efeito na cotação do Real que já está entre as moedas de maior desvalorização frente ao dólar em 2020. Câmbio muito volátil pode exponencializar o risco Brasil em meio às turbulências políticas que não cessam. Enxergamos a taxa de câmbio com viés de desvalorização e, por isso, temos reforçado as nossas posições em empresas expostas positivamente ao dólar americano – empresas exportadoras.

**Gráfico 1. Distribuição da Carteira por Ciclos de Negócios**



Em resumo, a carteira cresceu sua exposição no que chamamos setores disruptivos e defensivos, com a busca ainda por opções que tenham estrutura de capital que lhes permitirá as atividades fracas por ainda alguns meses, sem comprometer sua estrutura de capital.