

Falar de crise neste momento será lugar comum. Todos vivemos seus efeitos confinados e com a sensibilidade à flor da pele. Propomos então um exercício para vislumbrar alguns meses adiante, quando a pandemia tiver arrefecido.

Inegável que a crise da saúde virou crise econômica e pode se agravar em financeira. Exagero de medidas de isolamento social? Tempestade perfeita? Oportunismo geopolítico? Assuntos como esses serão temas de estudiosos por décadas. Por hoje, vimos as portas da ortodoxia monetária e do liberalismo econômico caírem e, mais uma vez, o fora de moda e combatido economista John M. Keynes ser chamado a salvar seu algoz. Às medidas de salvamento de vidas não cabem regras de endividamento público, de responsabilidade fiscal ou do teto das casas legislativas. É desumano.

No início de 2020 já trouxemos neste relatório: só restava uma saída para fomento da atividade no mundo – políticas fiscais expansionistas. Desconsiderada a celeuma se aumento de despesas para gastos sociais ou investimentos são ambos ou não indutores de crescimento, somos curvados a concordar com a análise de que, diante das taxas de juros zeradas ou negativas, apenas os gastos poderiam, ao menos, conservar a economia.

Mas não se contava em que circunstâncias. Ao invés de planos elaborados de investimentos ou modernizações, a avalanche da necessidade de *vouchers* para garantir a sobrevivência física da população. Com essas medidas, está se garantindo a continuidade mínima da economia.

Qualquer exercício de valoração que se faça para as ações deixará a impressão de que tem muito de fígado e pouco de cérebro na desvalorização de quase 30% em março. É um marco histórico. Fios grisalhos têm dado testemunho de que talvez o momento global de fechamento concomitante das economias, ameaça de desemprego e mortes

somente se comparam às longínquas grandes guerras do início do século passado.

Para o Ibovespa, diversos estrategistas respeitados arriscam uma recuperação nos próximos meses da ordem de 30%, que não chegaria ao cenário de partida da queda do de quase 120 mil pontos do Ibovespa.

Abstraindo-se do efeito mais recente de terra arrasada, preferimos arriscar numa análise construtiva para as empresas, em especial as mais fortes.

O mundo corporativo está diante de um novo paradigma de racionalização de custos. Com as quedas abruptas de receitas nessas últimas semanas e o isolamento compulsório, (i) a necessidade de cortes nos custos fará emergir cadeias produtivas muito mais eficientes. Para as empresas sobreviventes, as maiores, sem dúvida, margens ascendentes poderão ser alcançadas: a força de trabalho estará mais enxuta em termos de custos e encargos, mais flexíveis à demanda e com possibilidades de acesso remoto mais desenvolvida. (ii) Além disso, desse período vão se sobressair aquelas mais desenvolvidas em suas ferramentas digitais, sejam de vendas, de interação com o público ou com seus parceiros corporativos. (iii) Agendas de flexibilização e diminuição dos encargos fiscais também poderão perdurar. (iv) Finalmente, aos mais fortes serão ofertadas oportunidades para aquisições de concorrentes.

Mas o choque não é somente de oferta. A demanda foi atingida fortemente e poderá demorar longos meses para se recompor. Não há que se prever senão o cenário de aumento do desemprego.

Aqui no Brasil, estávamos mal saindo para a concretização de um primeiro ano de crescimento mais sustentável, que poderia ser da ordem de 2% e com o conforto do avanço de mais reformas estruturais. Todo o trabalho foi em vão. Sem o preciosismo ou radicalismo dos números, sabemos que grande parte das economias da arrastada e dolorosa reforma da previdência foi pelo ralo de poucas medidas de auxílio social. O BNDES de ares reformista da primeira ministra M. Thatcher

rapidamente se deixa levar pelos ventos cepalinos?

-2%? -5%? As estimativas revisadas para o PIB brasileiro não deixam dúvida de que, depois do COVID-19 teremos pela frente a contaminação da recessão. E a crise, política, que já emergiu.

Em fevereiro os primeiros ares deste cenário já foram traduzidos quando demos mais importância às posições em empresas grandes e ligadas aos ciclos globais. Vale, Petrobrás, Gerdau e Suzano tomaram a dianteira da nossa carteira. Este movimento foi consolidado em março.

Tabela 1. Exposição Setorial da Carteira*

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

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

A crise mundial levou o Real a uma forte desvalorização de forma que as empresas exportadoras, ainda que sofram com quedas na demanda ou nos preços das *commodities*, têm um componente diferente de preservação de receita, pelo menos em moeda local. Além disso, os ciclos globais podem contar com as bazucas expansionistas de várias regiões do mundo e não estão restritas ao microcosmo brasileiro. Programas

de investimentos na Europa, China, Estados Unidos, medidas de liquidez globais ou curvas diferentes de saída da pandemia nos levaram a posições ainda mais importantes em ciclos globais.

A demanda doméstica ainda precisará de semanas para contar os danos. E não se sabe dos efeitos nos canais de irrigação financeira da economia. O recorde de juros baixos fomentava o consumo com crédito. Ainda que a Selic corrobore este cenário de curto prazo, as curvas mais longas ainda têm que mostrar o quanto suportarão da nova trajetória ascendente de endividamento do setor público, agravada pelos estados inadimplentes ou pela queda do denominador da fração, a própria retração do PIB.

Antes entusiastas do mercado local, adotamos uma postura mais diversificada para nossa carteira de ações com alguns pilares: (i) mercados globais; (ii) produtos essenciais; (iii) menor alavancagem financeira; e (iv) demanda inelástica e ciclicidade defensiva.

Gráfico 1. Distribuição da Carteira por Ciclos de Negócios

