



Safari Capital

Carta Macro
Junho 2020

A Volta

A terrível Covid-19 foi um choque brutal sobre toda a economia global. O vírus ganhou escala no ocidente no fim de fevereiro, causando um stress nos sistemas de saúde muito maior do que se viu na Ásia. Na Itália, Espanha e França as taxas de mortalidade estão até hoje entre 11% e 16% - em Hubei, o epicentro inicial da pandemia, essa taxa ficou em 6,6%. Com a percepção de que o risco era maior, os países subitamente adotaram duras regras de distanciamento social. O *lockdown* na Itália foi decidido em 09 de março; logo na sequência boa parte da Europa, EUA e em seguida muitos emergentes foram na mesma direção. Em SP a quarentena começou no dia 27 de março. Isso sincronizou uma queda abrupta de atividade em boa parte do países do Ocidente.

A grande parada global gerou um risco inesperado sobre as atividades das empresas e, portanto, uma enorme demanda por liquidez provocando a venda intensa de todos os ativos financeiros. Investidores e empresas buscaram caixa, de preferência em dólar, deixando os mercados disfuncionais.

Saímos de uma história sólida de recuperação para uma depressão econômica em poucas semanas.

A boa notícia é que a reação de política econômica também foi rápida. A expansão fiscal supera os 10% do PIB nos países ricos. Ainda mais importante, a reação dos Bancos Centrais globais – FED especialmente – tem sido também extraordinária. Os principais BCs do mundo passaram a intervir provendo liquidez e, no caso do FED, atuando diretamente na compra de ativos privados reduzindo também os riscos de crédito. Essa ação normalizou os mercados e explica boa parte do seu bom desempenho de abril.

Se os mercados não estão mais disfuncionais como no fim de março, a performance dos ativos daqui pra frente vai depender da volta da economia. A expansão da liquidez global reduz os riscos para baixo, muda as probabilidades dos cenários, mas

para que os preços dos ativos sigam apreciando, vamos ter que ver uma volta do crescimento.

Nesses pontos, a mecânica da volta vai ser similar entre países. Depende basicamente da saída das medidas de isolamento social. Mas a competência para combater as consequências da pandemia e seus efeitos de mais longo prazo sobre os balanços dos governos serão diferentes entre países. Com resultados diversos sobre os riscos na volta e sobre os preços dos ativos.

No Caminho da Volta 1: China, BCs e Commodities

Alguns países já contornaram boa parte da curva epidemiológica. Na Ásia, em particular, e na China especialmente, não há praticamente casos novos e as economias vão voltando ao normal. A combinação de testes em escala com o monitoramento dos infectados levou a um controle maior da pandemia, o que reduz os riscos de segunda onda e permite uma recuperação mais consistente.

Na China, a atividade industrial já está próxima do nível pré-crise e a reação de *policy* tem sido maior no fiscal, especialmente no estímulo ao investimento em infraestrutura. A volta aqui passa, portanto, pela demanda crescente por *commodities*.

Além disso, a ação dos principais BCs globais não deixa dúvida de que eles querem evitar qualquer risco de equilíbrio deflacionário. A consequência desejada da política “BCs compram tudo” é um brutal aumento da liquidez o que, conforme as condições de demanda vão normalizando, tende a colocar para cima os preços de bens e ativos. O objetivo é gerar inflação.

A recuperação da China e a expansão da liquidez vão impulsionar a recuperação dos preços das *commodities* ao longo deste ano. Vale, Petrobras, Siderurgia, Frigoríficos são empresa/setores que

vão se beneficiar desse ambiente. Temos essas teses na nossa carteira.

No Caminho da Volta 2: EUA e a normalização da atividade

A pandemia ainda cresce nos EUA e em menor grau na Europa. Mas os dados também mostram que o pior (pelo menos por enquanto) ficou para trás. Nesses países o *lockdown* foi uma prática mais generalizada, dizimando a atividade econômica desde o fim de março. Essa política deu resultados e, nas últimas semanas, a redução na quantidade de pacientes infectados e a melhora nas condições dos sistemas de saúde permitiram que Europa, primeiro, e EUA, mais recentemente, começassem a sair gradativamente do isolamento.

Quando marcamos o ciclo econômico, este é um ponto importante. Mesmo que gradual, a saída do *lockdown* significa a inflexão da atividade econômica. Afinal, parte relevante da queda ocorreu porque as atividades ficaram restritas. São choques simultâneos de oferta e demanda e, com a volta gradual das atividades, o componente oferta vai se normalizando. As lojas quando abrirem não venderão nem perto do que vendiam no início do ano, mas vão vender na média muito mais do que em abril. Ainda há muita dúvida, claro, sobre a velocidade da volta; mas se houver percalços, há espaço para mais estímulos fiscal e monetário. O balanço de riscos fica pró-crescimento nos países ricos.

No nosso portfólio temos carregado posição no S&P e no EEM (o MSCI de mercados emergentes). Nos últimos dias trocamos parte da posição em ambos por ETFs de *Industrials* e *Financials*. São setores sensíveis a retomada de crescimento americano e global.

Talvez o risco principal aqui seja o de uma segunda onda na pandemia. Afinal, a tal imunidade de rebanho está ainda distante. Mas se os prognósticos para uma vacina estão corretos – há perspectivas, para pelo menos duas delas, de finalização dos testes clínicos e começo da produção em escala

industrial no fim deste ano – os riscos de uma eventual segunda onda para o ciclo econômico são mais restritos.

No Caminho da Volta 3: a parte difícil da história (e os maiores prêmios)

Não é difícil de adivinhar que um dos casos mais complexos nessa volta é, lamentavelmente, o Brasil. Mas, talvez por isso mesmo, estão aqui também os maiores prêmios. O IBOVESA ainda está 25% abaixo do nível do imediato pré-crise, enquanto o S&P e o MSCI de Emergentes estão, respectivamente, apenas 11% e 16% abaixo daquele ponto.

Estamos para trás porque a pandemia bateu forte aqui, o que coloca dúvidas sobre a volta do ciclo. Além disso, no caminho arrumamos uma crise política e, mais importante, aumentamos os riscos de descontrole fiscal. Somos mais construtivos nas perspectivas sobre a virada do ciclo, mas nem tanto para o risco fiscal.

Começando pelos riscos, o combate à pandemia está exigindo uma forte expansão de gastos públicos. Ela é necessária para amenizar os efeitos da parada da economia. O déficit primário deve terminar o ano perto de 8% do PIB com o endividamento público batendo em 92% do PIB. Com uma dívida maior e uma economia significativamente reduzida, teremos que aumentar o esforço fiscal no pós-pandemia para estabilizar o endividamento. O controle dos gastos será mais importante daqui para a frente do que há 1 ano porque voltamos a flertar com trajetórias explosivas da dívida pública.

O problema é que hoje, em Brasília, essa agenda de consolidação fiscal está em segundo plano. E não falamos apenas da agenda de curto prazo, tomada, com razão, pelas medidas de combate a pandemia. O que preocupa é que o arranjo que permitiu a aprovação da reforma da previdência no ano passado não existe mais. Esse arranjo tinha duas bases: no governo, Paulo Guedes definia a agenda

e, no Congresso, o Centrão se aliou aos partidos programaticamente favoráveis à reforma.

O que trouxe o Centrão para o apoio às reformas foi um misto de medo e senso de sobrevivência. Medo pelo risco de uma crise econômica cair em seu colo, caso a previdência não fosse aprovada, e sobrevivência porque Bolsonaro queria, no início, distância do Centrão. Para se manter próximo ao orçamento (sobreviver), o Centrão trabalhou para trazer o orçamento para a órbita do Congresso (lembram do orçamento impositivo?) e, para ter mais espaço nos gastos discricionários (onde estão as emendas dos parlamentares), o Centrão apoiou a agenda de redução dos gastos obrigatórios dos partidos mais reformistas. Era um alinhamento precário, mas pró-reformas.

Hoje a situação mudou. A atual fragilidade do governo o fez abrir suas portas para o Centrão, mudando a relação com o Congresso. Isso não ocorre em torno de uma agenda, mas da necessidade de se proteger contra um pedido de *impeachment*. Agora dentro do governo, a tendência do Centrão é muito mais para expandir os gastos do que controlá-los. Além disso, o receio de que o abandono da agenda de consolidação fiscal colocaria uma crise econômica em seu colo é hoje bem menor. Afinal, se a economia piorar mais a conta deve ir para o governo o que aumentaria as chances de um *impeachment*. E o *impeachment* embaralha de novo o jogo. Nessas condições o Centrão volta a ser o Centrão de sempre. Se for bem atendido, ele ajuda a carregar o governo, mas desde que a agenda não seja politicamente custosa. Se o governo piorar, ele muda de lado. Assim fica difícil aprovar reformas.

Do lado do governo, a necessidade em gerar crescimento é maior do que nunca. Já havia uma ansiedade porque a previdência foi aprovada em meados do ano passado e o crescimento ainda era modesto, mesmo no pré-pandemia. Se Bolsonaro quiser ter chances na próxima eleição, ou mesmo para se proteger de um *impeachment* na transição, a volta da economia é fundamental. Essa urgência tem feito o governo se aproximar de outras agendas. O programa “pró-Brasil”, que Guedes até

agora conseguiu evitar, é um exemplo de que a agenda de diminuição do Estado e consolidação fiscal não é mais tão central. Muita gente no governo quer aumentar os investimentos públicos e tornar algumas despesas do período da pandemia permanentes. E isso é música para o Centrão.

Pois bem, os riscos não são triviais e o longo prazo ficou estranho. Mas temos que lembrar também que estamos no momento mais agudo de uma forte recessão. Os ativos domésticos estão muito baratos se há a perspectiva de a economia melhorar. Essa volta, no primeiro momento depende muito mais da dinâmica da pandemia e das medidas de afastamento social do que dos riscos pelo lado fiscal. O fiscal vai determinar a longevidade desse ciclo, mas a virada será marcada, aqui também, pela saída das medidas de distanciamento social.

Nesse ponto há notícias melhores. Aos poucos, os governos regionais começam a flexibilizar as quarentenas. Em muitos estados, a menor escala da pandemia justifica a flexibilização, o que parece ser o caso de RS, MG, PR e os estados do centro-oeste. Em SP, apesar dos números ainda elevados, o crescimento da infra-estrutura hospitalar permite uma flexibilização seletiva. Já na maior parte dos estados das regiões norte e nordeste, além, claro, do RJ; a situação segue grave. Mesmo assim, muitos lugares que foram para o *lockdown*, agora procuram alternativas mais suaves.

A volta, portanto, será heterogênea e gradual, com riscos relevantes de recrudescimento em alguns locais. Mas é o começo da normalização. No lado econômico, isso não é pouca coisa. Estimamos que cada mês de parada adicional retira de 2 a 4% de crescimento do PIB neste ano. Ou seja, se a atividade não iniciar uma volta em junho, a queda do PIB deve ficar mais próxima a 10% e, quanto maior a queda, pior o efeito sobre os balanços das empresas e famílias, com a quebra e o desemprego desorganizando a economia. Os preços das ações das empresas brasileiras refletem esse risco. A flexibilização gradual das medidas de distanciamento é a marca de que o pior momento do ciclo econômico ficou para trás, o que coloca uma perspectiva positiva para os lucros futuros e

favorece o balanço de riscos. Por isso o efeito sobre preços é tão relevante. Nesse aspecto, não somos diferentes das demais economias, mas com prêmios e riscos maiores na recuperação.

A volta da economia aqui e lá fora deve ser a grande tese desses próximos meses. Um ambiente de muita liquidez, taxas de juros reais negativas e com a pandemia marcando a volta do ciclo nos deixa positivos com o mercado de ações aqui e lá fora. O mecanismo da volta é parecido porque todos os países sofreram o mesmo choque simultaneamente. A dissipação dos efeitos da Covid19 sincroniza a volta, mas apesar de um início parecido, os riscos envolvidos e os efeitos de longo prazo diferem bem.

A história global parece mais segura. *Commodities* ganham com a política expansionista dos BCs globais e a pandemia já permite a flexibilização da política de *lockdown*, o que traz mais segurança à recuperação dessas economias. Os países ricos não tem as dificuldades estruturais do Brasil. Será um ciclo mais longo e, por enquanto, com riscos menores.

Por outro lado, os prêmios mais gordos estão no mercado local. Apesar de tudo, no atual patamar de preços, a volta da economia brasileira é uma ótima história. Claro que os riscos de uma segunda onda (que é maior aqui do que nos países ricos) nos torna seletivos no que comprar. *Stock picking* nessas circunstâncias faz muita diferença. Gostamos do varejo on-line, das concessionárias de rodovias e, com a normalização gradual das atividades, do setor financeiro, dentre outros. São setores em que o preço nos dá uma margem de segurança e são menos vulneráveis a um eventual recrudescimento da pandemia. Outras posições domésticas são mais táticas.

Se o retorno esperado dessas histórias domésticas é grande, os sinais de que a agenda de equilíbrio fiscal está perdendo centralidade não podem ser desprezados. Em um primeiro momento isso pode pesar menos, mas na melhor das hipóteses, encurta nosso ciclo. Além disso, quando a agenda está em disputa dentro do governo, podemos ter mudanças

abruptas, deixando o mercado vulnerável do dia para noite. Para isso, carregamos uma proteção das posições domésticas via opções de dólar. É um seguro, mas é importante para mantermos posições expressivas para capturar a volta no mercado doméstico, mesmo com uma história de longo prazo mais quadrada.