

Passando do pico da primeira onda, buscando evitar as próximas...

Na situação atual, é extremamente útil – para não dizer inescapável – que a análise econômica e de mercados venha precedida de uma atualização do que sabemos até agora em relação ao Covid-19. Vamos tratar nessa primeira parte do texto dois pontos: a patofisiologia, que é o estudo do mecanismo fisiológico das doenças, e a epidemiologia, estudo da dinâmica saúde-doença na população. Antes de passar às considerações econômicas, faremos também algumas ilações sobre o que possivelmente nos aguarda.

Antes de avançarmos, cabe ressaltar que o quadro é de bastante incerteza, e que o Covid-19 tem se caracterizado por destruir – ou no mínimo questionar – uma série de teses e visões iniciais tanto no campo da doença em si, como no campo do enfrentamento dela. Apenas para citarmos alguns mitos que foram derrubados: (i) a doença não é transmitida de humano para humano (OMS, no começo de janeiro); (ii) máscaras não devem ser usadas pela população em geral, mas somente pelos profissionais de saúde (OMS); (iii) o calor é uma barreira ao vírus; (iv) a vacina BCG pode ser um fator que impede a seriedade ou propagação do vírus; (v) trata-se de doença respiratória; (vi) *Lockdowns* são, necessariamente, a melhor resposta para o problema.

No lado biológico da coisa, há evidências crescentes de que o Covid-19 parece provocar uma doença sistêmica de fundo hematológico, que reduz de forma progressiva e não linear o O₂ transportado aos órgãos pelo sangue, e não uma simples doença respiratória. Isso vai danificando os órgãos do corpo e a corda arrebenta no lado mais fraco, nos pacientes mais idosos tipicamente no pulmão, e nos mais novos (com bons pulmões) em AVC ou inflamações no coração. Papers e artigos científicos ([link para o artigo](#)) vão trazendo luz para a questão

da hipóxia (privação de oxigênio), o que leva a coagulação e explica os sintomas acima em pacientes mais jovens. Nesse sentido, já há relatos de casos onde os médicos estão tratando a doença de maneira bem-sucedida com anticoagulantes.

Aliás, do ponto de vista de tratamento há dois caminhos principais que estão sendo percorridos simultaneamente por diversas equipes multidisciplinares pelo mundo. Recentemente houve bastante debate em relação ao antiviral Remdesivir da empresa Gilead Science, que teria passado de fase nos testes clínicos da autoridade americana. Por ora, há papers com visões antagônicas sobre esse remédio. O mesmo se aplica ao controverso hidróxido de cloroquina. Recentemente tivemos bons resultados relatados por estudo da brasileira Prevent Senior bem como por paper de médicos chineses ([link para o estudo](#)) que informa que em sua amostra a mortalidade de pacientes graves tratados com HCQ foi de 19% contra 46% tratados sem HCQ. Há, porém, dúvidas quanto à robustez dos estudos sobre a HCQ no meio científico.

Até agora o que é razoável afirmar é que tanto o Remdesivir quanto o coquetel HCQ/AZ/SZ têm chance de ser melhores do que o placebo, mas ainda sem estudos que respeitem o protocolo completo para que se possa afirmar haver evidência estatística clara de sua eficácia. Em todo caso, mesmo que estudos posteriores validem a eficácia de tais medicamentos, o que temos são tentativas de formulação de coquetéis que aliviarão um pouco o quadro de tratamento da doença, com menos tempo de internação e redução de número de pacientes necessitando de UTI, mas não um tratamento que diminua de maneira relevante o sofrimento e a mortalidade, algo que torne a convivência com a doença administrável, como ocorreu com a AIDS por exemplo.

Já em relação a uma possível vacina o processo de desenvolvimento é sabidamente de protocolo mais demorado, e provavelmente não teremos essa solução antes de meados de 2021.

Passemos então à discussão epidemiológica. Consideraremos o número de mortes diárias como proxy da evolução da doença, já que a baixa testagem e sua falta de uniformidade entre os países tornam o número de casos confirmados informação menos relevante – o número de mortes não está livre de distorções, como as produzidas pela contabilização discreta de mortes fora do ambiente hospitalar, mas a falta de uniformidade é claramente inferior à da informação sobre o número de casos.

Tomando então as mortes como termômetro, boa parte dos países atingiu o pico da doença e a fase agora é de decisão sobre como e quando realizar a abertura gradual da economia. O gráfico global de novos óbitos por dia mostra alguns dias fora da curva – em geral por conta dos mencionados ajustes para contabilização de mortes fora dos hospitais – mas olhando-se a média móvel de 7 dias o ápice já ocorreu e a trajetória é de queda.

O Brasil, infelizmente, ainda não faz parte deste grupo de países. Como se vê no gráfico acima a curva por aqui é ainda ascendente. Modelos preditivos

com boa aderência indicam o pico de óbitos no Brasil nos primeiros 10 dias de maio. Restrições à mobilidade e funcionamento de diversos setores da economia devem se manter até o fim de maio, pelo menos nas capitais, já que em diversas delas a

ocupação das UTIs se encontra em nível crítico, e em alguns casos esgotada na rede pública.

Nos países onde o cronograma de abertura e regras do que é permitido e do que não é estão sendo agora debatidos, as evidências são de

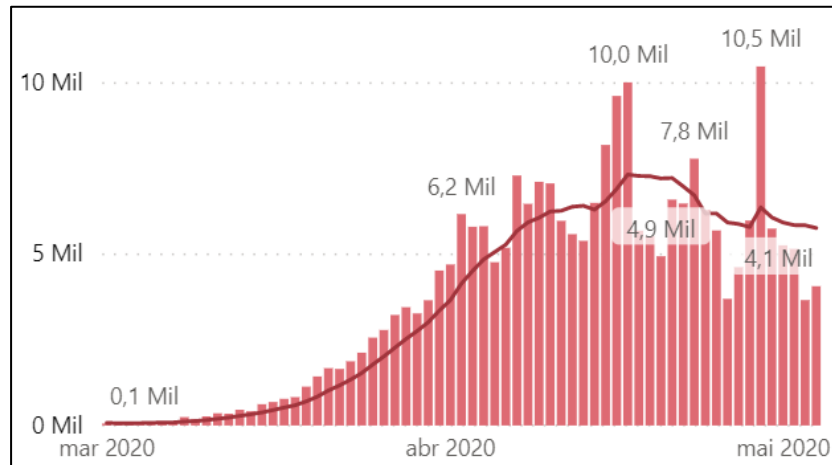
que a reabertura será bastante cautelosa.

Tome-se o caso alemão, país que vem testando número relevante de cidadãos, recolhendo assim informações sobre o percentual da população em cada região que já possui anticorpos da doença, gerando assim imunidade, mesmo que temporária.

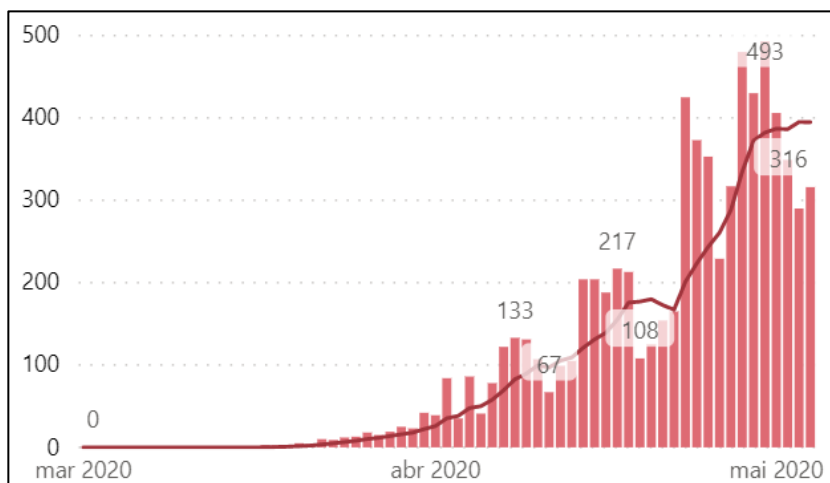
A estratégia já anunciada é ir abrindo a economia lentamente sempre que o R0 (número médio de pessoas

infectadas por cada indivíduo portador do vírus e ainda não imune) ficar abaixo de 1, seguindo nesse processo até que a chamada Imunidade do Rebanho alcance 80% da população. No meio do caminho, as autoridades frearão o processo de abertura caso o R0 exceda o valor unitário, denotando aceleração da infecção, ou tornarão o processo mais rápido se R0 cair materialmente abaixo de 1. Dado que a história

ÓBITOS NO MUNDO



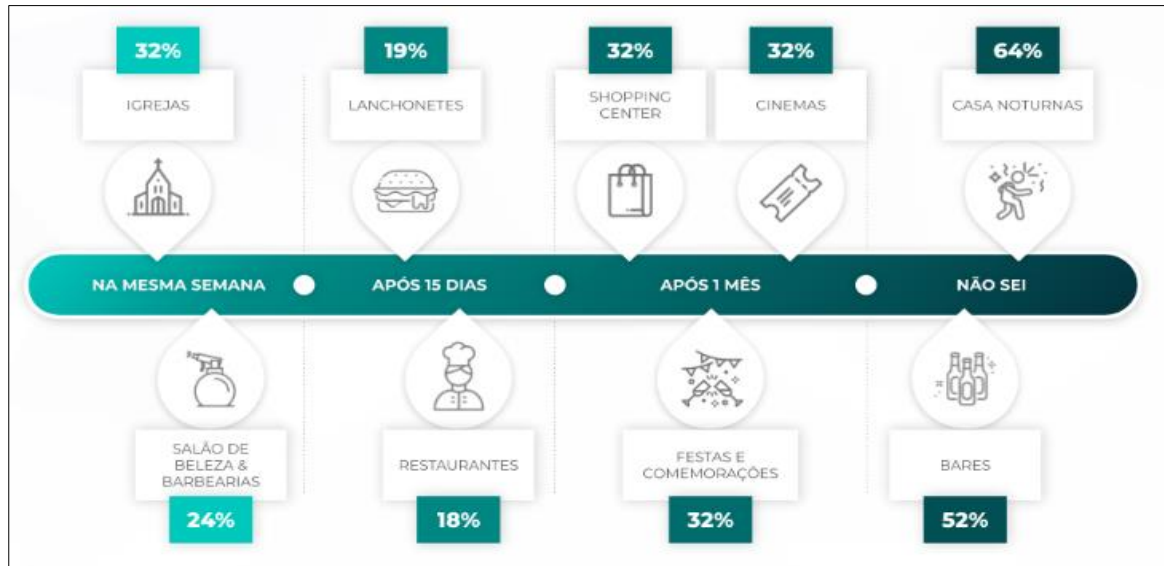
ÓBITOS NO BRASIL



das pandemias mostra ser comum o aparecimento de segundas e terceiras ondas, essa situação de relaxamento ou aperto de acordo com as condições é na verdade o caminho provável até a volta ao normal.

...e tentando medir performances relativas

O choque exógeno de saúde acima descrito é tal que nenhum país escapará de seus efeitos, e a resposta da imensa maioria dos governos – limitações de



Na ausência de um tratamento realmente eficaz ou da descoberta de uma vacina, estratégias com tamanha cautela sugerem que ao longo de 2020 viveremos uma espécie de economia de “baixa voltagem”, com marchas e contramarchas. Uma economia onde restaurantes, casas de show, aviões, lojas, enfim, atividades que demandem aglomeração mandatoriamente trabalharão com menor ocupação por questões sanitárias, seja por determinação das autoridades, seja pelo próprio temor das pessoas de contraírem uma doença ainda sem tratamento ou vacinação.

A pesquisa feita pela consultoria Ideia Big Data (imagem acima) que perguntou em quanto tempo a pessoa iria voltar a frequentar determinados locais, mesmo após serem liberados, mostram que se o isolamento social terminasse hoje a disposição em consumir atividades com aglomerações seria baixa. Por isso não vemos como crível uma recuperação em “V” da economia global, mas uma recuperação certamente mais demorada (em “U”) e possivelmente acidentada (com o risco de transformar-se em “W”).

mobilidade e atividade em grandes proporções – levará a choque econômico de natureza semelhante em todo o mundo: forte perda de produto inicial por restrição de oferta, cujo impacto sobre receitas das empresas e renda/emprego dos indivíduos leva à intensificação das perdas de produção por conta de insuficiência de demanda – seja pelos problemas de renda, seja pelo aumento da propensão precaucional a poupar.

Mas a intensidade da perda de produto e a trajetória da volta durante o período mais agudo da crise podem apresentar diferenças de país para país. Nesse sentido, relacionamos abaixo quatro aspectos que nos parecem relevantes para essa discussão:

1. A participação do setor serviços no PIB de cada país, dada a colossal perda de PIB que esse setor sofre na recessão atual, muito acima do que ocorreu em ciclos passados, por conta do distanciamento social e de seus efeitos nos serviços que necessitam de prestação presencial.

2. A importância da manufatura e a exposição do país às cadeias de produção internacionais, que sofrem interrupção e atrasos por conta da pandemia.
3. A intensidade observada das restrições à produção e mobilidade, que tem impacto direto no tamanho da perda de produto inicial.
4. O tamanho do pacote de medidas de política fiscal – aumento de gasto ou de transferências – visando mitigar os efeitos do choque do Covid-19.

No contexto desses aspectos, buscaremos situar o Brasil – que tipicamente representa 60% do risco alocado em nosso fundo – vis a vis alguns outros mercados emergentes que competem com ele por recursos de investimento: África do Sul, México e Rússia. Dessa comparação sairá um quadro que poderá nos dar algumas pistas sobre possível performance relativa durante esse período central da pandemia.

No que se refere à participação do setor serviços, a Rússia se destaca por contar com um percentual menor de seu produto interno derivado de tais atividades – em boa parte pelo destaque que têm em sua economia as atividades extrativas. Já os demais apresentam participação dos serviços significativamente maior e semelhante, com o Brasil ainda pouco acima de México e África do Sul.

Já quando passamos à avaliação da exposição de cada um às cadeias de produção internacionais, quem tem uma posição mais bem defendida é o Brasil, com sua baixa corrente de comércio e participação da manufatura que em sua tendência de redução já encontra-se inferior a 10% do PIB. Assim, como se constata a cada crise em que a demanda externa é golpeada, o protecionismo e a baixa competitividade da indústria brasileira – obstáculos claros à eficiência e ao crescimento da renda per capita do país em tempos normais – protegem o Brasil de efeitos mais duros da retração da demanda externa quando comparado com países mais abertos. Nesse aspecto, o México está claramente mais exposto que o Brasil, mas também quando comparado aos demais, especialmente pela

enorme abertura de sua economia, que tem ainda como um de seus efeitos a participação relevante da manufatura em seu PIB.

A tabela a seguir ilustra os pontos discutidos nos dois parágrafos anteriores, com as cores variando do verde ao laranja sugerindo os pontos de menor ou maior vulnerabilidade aos aspectos apresentados nos itens (1) e (2) acima.

Participação percentual no PIB das diferentes atividades (2018)

	Serviços	Indústria de transformação	Corrente de comércio (Exportações + Importações de bens e serviços)
África do Sul	61.0	11.8	59.5
Brasil	62.6	9.7	29.1
México	60.1	17.3	80.4
Rússia	54.1	12.3	51.5

Fonte: CEIC Data e Kairós Capital

Ainda no campo das características estruturais das economias, cabe destacar que a queda inédita do preço do petróleo – um desenvolvimento facilitado pela fraqueza da demanda advinda da pandemia, mas com contornos específicos ao setor – é prejudicial ao México, através dos efeitos negativos sobre suas receitas fiscais, e também à Rússia, cuja dinâmica econômica é atualmente muito afetada pelo produto e toda sua cadeia produtiva.

Às características estruturais discutidas acima deve somar-se agora os aspectos próprios à crise atual. O primeiro deles, que tem impacto direto no choque inicial de perda de produto pelo lado da oferta, é o grau de paralização das atividades observado nos países.

Diversos relatórios das áreas de research dos bancos globais vêm apresentando índices de restrição à mobilidade e atividades que têm apontado as medidas de restrição e distanciamento social na África do Sul como mais rigorosas que nos três demais países aqui analisados. Embora a Rússia ainda apresente um rigor razoável em suas medidas, Brasil e México são apontados, em vários desses indicadores, como economias onde as restrições são claramente menores.

Sem entrar no mérito dos efeitos de maiores ou menores restrições sobre contenção da pandemia – até porque há países com níveis diferentes de rigor apresentando resultados semelhantes na contenção – o fato é que menos limitações significam em princípio menos perda de produto por restrição de oferta. Assim, Brasil e México deveriam sofrer menos perda de PIB no curto prazo se comparado à África do Sul e à Rússia.

Por fim, é fundamental considerar também os esforços de política econômica que têm sido feitos no sentido de contra restar os efeitos da Covid-19. A situação atual pode ser vista como bastante próxima ao que se convencionou chamar na literatura econômica de “armadilha da liquidez”, uma situação em que juro muito baixo e incerteza muito alta levarão indivíduos e empresas a entesourar/poupar a maior parte da liquidez a que tiverem acesso, amortecendo muito os efeitos da política monetária expansionista. Assim, a comparação dos esforços de expansão fiscal é a mais pertinente.

Nesse caso o Brasil e a Rússia têm mostrado uma disposição e uma rapidez maior na reação de política fiscal que África do Sul e México.

Embora os números finais ainda estejam em gestação por conta das últimas aprovações de medidas pendentes no Congresso, nossa estimativa é que no Brasil a expansão de despesa primária por aumento de gastos, transferências a indivíduos e transferências adicionais a governos regionais fique entre 3% e 4% do PIB em 2020. Governo e Congresso trabalharam rápido, inclusive, para aprovar normativos que contornam, durante estados de calamidade, as limitações ao aumento de gastos acima do teto em vigor desde aprovação de emenda constitucional de 2016.

Mais não será feito por conta da já elevada relação dívida/PIB do país, cuja trajetória de elevação havia sido recentemente revertida.

Com a informação que se tem até o momento, a Rússia aparentemente fará esforço fiscal um pouco menor que o Brasil, algo entre 1,0% e 1,5% do PIB, mas vale ressaltar que a rapidez da contaminação

pelo vírus aumentou muito na última semana, com endurecimento das medidas de distanciamento social. Isso deveria pressionar o governo por mais estímulo, especialmente em um país que, como se verá em gráfico apresentado mais adiante, tem de longe a situação de endividamento público mais favorável da amostra de países aqui analisados.

Ademais, a Rússia já havia começado a implantar um programa de investimentos e gastos sociais que gradualmente transformaria seu superávit fiscal em déficit no espaço de três anos. Nesse sentido, basta adiantar a execução de planos já existentes para que se acelere a expansão de gastos e o estímulo fiscal.

O mesmo não se observa na África do Sul. A forte deterioração fiscal nos últimos dois anos, combinada à situação crítica das finanças de sua principal empresa estatal – que torna tangível possibilidade de assunção de sua dívida pelo Tesouro nacional – limitam bastante o espaço para aumento de gasto público.

Já no México a quase ausência de expansão fiscal decorre, estranhamente, de uma decisão do governo de não promover aumento do endividamento durante a atual crise, e não de limitações impostas por alto endividamento do governo. O esforço fiscal anunciado não chega a 0,5% do PIB.

A ausência de um arcabouço legal que permita que se desobedeça os limites da lei fiscal pode ser um limitante, e a emenda enviada pelo governo para se disciplinar possíveis situações em que os limites possam ser excedidos chegou ao Congresso às vésperas do início do recesso parlamentar, que iniciou-se em 30 de abril. De qualquer modo, a pouca convicção do governo sobre a necessidade de mais gasto fiscal e alguma resistência da oposição a discutir a emenda citada durante o recesso não operam no sentido de sua aprovação.

O gráfico na próxima página mostra endividamento dos governos e, no caso da África do Sul e do México, adiciona ao endividamento dos governos as dívidas de suas estatais não financeiras – em intensidade e gravidade muito menor que o observado na África

do Sul, o endividamento da estatal petrolífera Pemex tem se tornado uma preocupação mais presente para os detentores de ativos mexicanos

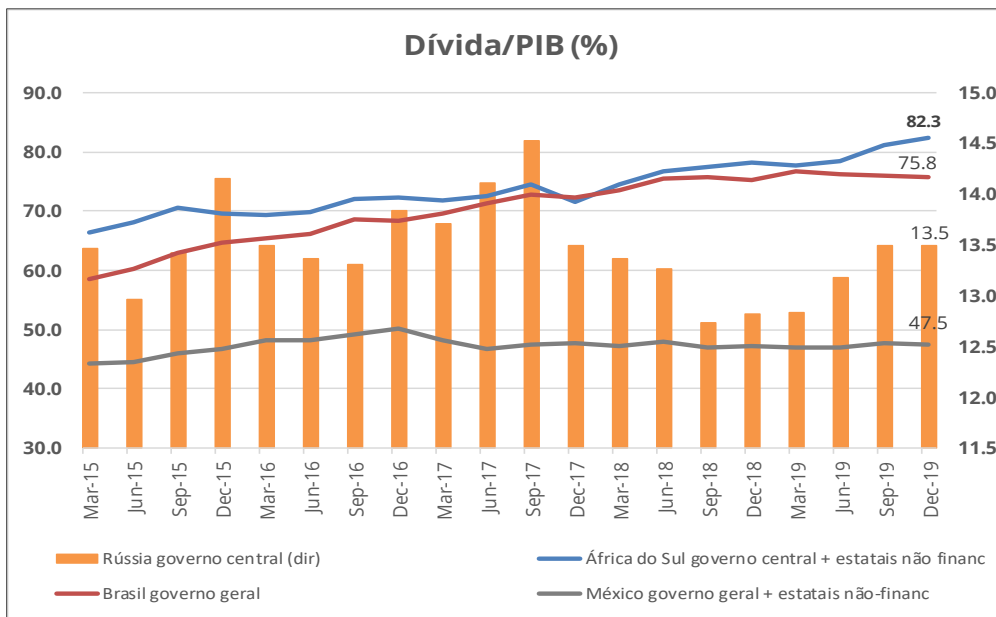
político não nos parece razão para mudarmos nossa conclusão de que o Brasil deve passar a fase mais aguda da crise melhor que boa parte de seus pares emergentes.

Considerando os diversos aspectos apresentados acima, parece razoável esperar que o Brasil e a Rússia – a despeito do impacto negativo dos preços do petróleo – possam se sair um pouco melhor durante o período mais agudo da pandemia, ao passo que a África do Sul e o México provavelmente conhecerão uma perda de PIB mais pronunciada.

Embora essa perspectiva seja positiva para o Brasil, é importante notar que, passado o período de calamidade onde as atenções estarão mais voltadas para as ações

destinadas a mitigar as perdas de produto e emprego, os investidores rapidamente se voltarão às métricas usuais de risco. E ao final de 2020 o endividamento público brasileiro saltará dos 76% mostrados no gráfico acima para a região dos 90%. Trata-se de situação fiscal delicada que exigirá do país a maturidade para rapidamente retornar ao “modo austeridade” em que se encontrava nos últimos anos.

É importante também acompanhar a tensão política que vem aumentando. É ainda cedo para avaliar se veremos acomodação e mais consenso entre os poderes à medida que passamos o pico da pandemia ou se as condições de governabilidade conhecerão uma piora relevante – o que certamente implicaria mais risco fiscal. A perda de PIB provocada pela pandemia já é muito grande, e dificilmente algum aumento adicional de incerteza pela questão política faria grande diferença no curto prazo, embora possa fazê-lo mais à frente. Nesse sentido, o noticiário



Objetivo do Fundo:

O Fundo Kairós Macro FIC FIM aplica no mínimo 95% do seu patrimônio em cotas do fundo Kairós Macro Master FIM, que investe em diversas classes de ativos de alta liquidez como moedas, juros, bolsa e commodities, tanto no Brasil como no exterior, com objetivo de gerar ganhos de capital no longo prazo para seus cotistas, observando, ainda, os critérios de composição e diversificação estabelecidos no regulamento e nas normas em vigor.

Público Alvo:

É destinado a investidores em geral, pessoas físicas ou jurídicas nos termos da regulamentação em vigor.

- **CNPJ:** 32.318.799/0001-55
 - **Início do Fundo:** 30 de abril de 2019
 - **Classe ANBIMA:** Multimercado Macro
 - **Índice de Referência:** CDI
 - **Taxa Administração Mínima:** 1,9% a.a.
 - **Taxa Administração Máxima:** 2,5% a.a.
 - **Taxa Performance:** 20% sobre o que exceder 100% do CDI*
 - **Investimento Inicial:** R\$ 20.000,00 (Investidores conta e ordem R\$ 1.000,00)
 - **Movimentação Mínima Resgate:** R\$1.000,00
 - **Saldo Mínimo:** Não há
 - **Liquidação de Aplicação:** D+0
 - **Cota de Aplicação:** D+1
 - **Cota de Resgate:** D+30 corridos
 - **Liquidação:** D+31
 - **Taxa de saída antecipada:** 10% sobre o valor solicitado de resgate com
- * Respeitando a *High Watermark*, pagos semestralmente ou no resgate

Gestor:

Kairós Capital Gestão de Recursos Ltda.
CNPJ: 31.602.001/0001-30
Rua Baltazar da Veiga, 634 - 10º andar
Telefone: 011 3135-7730
www.kairoscapital.com.br
contato@kairoscapital.com.br

Administrador:

BNY Mellon Serviços Financeiros S/A
CNPJ: 02.201.501/0001-61
Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar
Telefone: 021 3219-2500
www.bnymellon.com.br
Lâmina e Regulamento do fundo: [Acesse](#)

Custodiante:

BNY Mellon Banco S/A
CNPJ: 42.272.526/0001-70
Av. Presidente Wilson, 231, 10º andar
Telefone: 021 3219-2600
www.bnymellon.com.br

Auditor:

KPMG Auditores Independentes
CNPJ: 57.755.217/0001-29
Av. Almirante Barroso, 52, 4º andar
Telefone: 021 3515-9400
www.kpmg.com/br



KAIROS
CAPITAL

Rua Baltazar da Veiga, 634, 10º and, cj. 101/102
Vila Nova Conceição – São Paulo – SP – 04510-001
Tel.: +55 (11) 3135-7730 | www.kairoscapital.com.br

A Kairós Capital Gestão de Recursos Ltda. (Kairós Capital) não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Este material não constitui em oferta de venda de cotas dos fundos geridos pela Kairós Capital e também não deve ser considerada como recomendação de investimento. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa do formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Nos fundos geridos pela Kairós Capital a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate, e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário de fundos de longo prazo. Qualquer divulgação de informação sobre os resultados dos fundos só poderá ser feita, por qualquer meio, após um período de carência de 6 (seis) meses, a partir da data da primeira emissão de cotas. A data de constituição do fundo Kairós Macro FIC FIM é o dia 30 de abril de 2019. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído a terceiros sem a expressa concordância da Kairós Capital.



Gestão de Recursos