

São Paulo, 3 de setembro de 2018

### **“I’M TIRED NOW OF ELECTIONS” - Barbara Bush**

Agosto começou com depreciação das moedas emergentes em função da escalada das tensões comerciais e com o contínuo aperto monetário do Fed. Enquanto os preços dos ativos emergentes têm, sucessivamente, ficado aquém, as bolsas americanas bateram novos recordes de alta.

A divergência entre os preços dos ativos americanos e dos mercados emergentes desde 2011 tem coincidido com o fortalecimento prolongado do dólar. Isso tornou as bolsas americanas não atraentes frente às emergentes: o PE ajustado ciclicamente (CAPE) do S&P 500 é mais que o dobro do Índice MSCI EM (cerca de 14x). No entanto, os analistas que têm recomendado ações dos mercados emergentes com base no *valuation* – que pode não ter utilidade para o *timing*, mas geralmente é um bom guia para o futuro - têm errado. A questão é que, apesar de estarem historicamente baratas, há uma forte relação inversa entre o dólar e os ativos emergentes, basicamente definida pelo efeito de um dólar forte sobre a habilidade de quitar dívidas denominada em dólar.

E no Brasil, a corrida presidencial entra em reta final e, embora a campanha seja mais curta e concentrada em relação às passadas, os diferentes possíveis cenários para o segundo turno farão com que as próximas semanas pareçam longas.

Para os mercados emergentes, especialmente desde abril, as preocupações sobre as tarifas e o risco de uma guerra comercial global são fatores adicionais de pressão sobre o aumento do dólar. Algumas nações são mais responsáveis pelas próprias adversidades que outros. Argentina e Turquia, particularmente, possuem problemas internos que os tornam mal preparados para um dólar forte.

No caso da Argentina, a desvalorização do peso tornará mais difícil ao seu banco central cumprir a meta de inflação em 2019, o que poderá minar a credibilidade da instituição. Investidores temem que o governo terá dificuldades de assegurar tanto o refinanciamento (\$50 bilhões entre o restante deste ano e 2019) quanto a reeleição em outubro do próximo ano, pois as taxas de juros foram elevadas a 60% para atrair novos credores. Similarmente à Argentina, a Turquia sofre de inflação persistente, elevados déficit de conta corrente e dívida externa, embora as dívidas lá sejam, na maioria, resultado de super endividamento das empresas, não do governo. Argentina e Turquia têm respondido diferentemente às suas crises cambiais. Enquanto a primeira tem aumentado as taxas



de juros agressivamente e solicitado ao FMI a ajudá-lo prontamente, a segunda tem apertado a política monetária de forma tardia e tem pedido ajuda a aliados (e.g. Catar) e não ao Fundo.

O que temos visto nas últimas semanas parece o clássico derretimento dos mercados emergente. Entretanto, a princípio, nenhum dos dois países é grande o suficiente para causar grandes estragos. O contágio financeiro pode ocorrer por três vias: econômica, bancária e mercados financeiros. Pela via econômica, os efeitos não devem ser relevantes, pois a economia da Turquia é pouco maior que 1%, enquanto a da Argentina é menor que 1% o PIB global. Pela via bancária, houve venda dos bancos europeus que têm exposição aos bancos turcos, mas o movimento parece mais refletir o receio que os investidores têm sobre a saúde do setor financeiro europeu. E, pela via dos mercados financeiros, as preocupações sobre uma determinada nação emergente leva investidores a reduzirem a exposição na classe de ativos, mas o ano tem sido generalizadamente ruim para os países emergentes, que enfrentam desafios diversos e que se tornam mais complexos com a robustez da economia americana e o aperto da política monetária do Fed, o que tem fortalecido o dólar e encarecido o custo de financiamento naquela moeda.

A grande questão para os emergentes é mesmo a China, a segunda maior economia global, cuja bolsa entrou em território de *bear market* neste ano. A China tem encontrado dificuldades em reduzir seu endividamento sem que isso não provoque uma rápida desaceleração econômica. Isso se torna mais complicado com uma possível guerra comercial. O crescimento da China tem desacelerado em um momento que a economia americana tem se expandido ao ritmo mais rápido desde 2014. A assimetria na guerra comercial é outro fato negativo. Desde que os EUA compram muito mais da China que o contrário, os EUA têm mais espaço para impor tarifas. Esse desequilíbrio tem se tornado uma realidade cruel para a China, tanto que seus formuladores de políticas recentemente passaram a blindar a economia, com política fiscal mais ativa.

Em contraste aos mercados emergentes, as bolsas americanas ultrapassaram um marco. Resultados corporativos fortes, inflação baixa e crescimento econômico estável, levaram o S&P 500 a atingir novo recorde no mês passado. Nem o Fed estragou a festa com os dois aumentos de juros e outros dois encaminhados ainda neste ano (em setembro e em dezembro). Mas muitos estão cada vez mais preocupados que o mercado de ações americano está sobrevalorizado. O P/E do S&P 500 é aproximadamente de 25x e o CAPE é de cerca de 32x. À sobrevalorização adiciona-se riscos de juros crescentes, (fortes) oscilações de algumas ações de tecnologia, uma possível guerra comercial e, mais recentemente, potencial impeachment do presidente Trump.

Embora não haja sinais de contágio das crises da Argentina e da Turquia, os fatores que já preocupam os mercados há algum tempo somam-se às expectativas em relação à corrida



presidencial, que entra agora na fase decisiva com o início da campanha na TV, e tem provocado grande volatilidade no câmbio, juros e bolsas.

A partir de agora as respostas que os investidores procurarão nas pesquisas eleitorais são: (i) se o grande tempo na TV será suficiente para impulsionar Alckmin para o segundo turno e; com a decisão do TSE sobre o afastamento definitivo de Lula, (ii) como outras candidaturas, especialmente de Haddad e Marina, que tendem a ser os maiores herdeiros de seus votos, e de Bolsonaro, visto como o candidato mais anti-Lula, reagirão em cenário único onde não aparece mais como candidato.

Por ora, a corrida presidencial permanece completamente em aberto, com quatro-cinco candidatos com chances de chegar ao segundo turno, com entre 15% a 25% de votos cada. Certeza de muitas emoções e volatilidade nos mercados até o primeiro turno, e possivelmente até o final do segundo.

