

**Tabela de Rentabilidade**

	Setembro*	2018	12 Meses	Início
Canepa Macro FIC FIM	-0,80%	6,12%	7,91%	59,55%
CDI	0,32%	4,66%	6,50%	28,26%
% CDI	-250%	131%	122%	211%

\* Cota do fechamento de 20/09/2018.  
Início do fundo: 04/03/2016.

## Um piquenique à beira de um vulcão

Em exatos dozes meses, com o reinício de aperto monetário pelo FED norte-americano, a taxa de Treasury de 10 anos subiu 95 pontos base, de 2,12% para 3.07% ao ano. A economia mundial continuou crescendo de forma sincronizada, sendo puxada sobretudo pelo desempenho consistente da atividade norte-americana. Não há nenhum sinal de descontrole de inflação nos países desenvolvidos, em um mercado de trabalho que continua criando empregos de forma saudável.

A maior preocupação, há um ano atrás, era como os mercados emergentes se comportariam com o início de refluxo de capitais para os países desenvolvidos após uma década de taxas rondando o patamar zero. Os países mais frágeis começaram a pagar a conta mais cedo. Em 2018, o S&P bate o MSCI Emerging Markets em 20%, com valorização de 3% do dólar perante uma cesta de moedas nos últimos doze meses.

Um exemplo é nossa vizinha Argentina; O Governo Macri assumiu em 2015 uma pesada herança de doze anos de governos kirchneristas que arrasaram a economia do país. O maior erro de Macri foi não reconhecer a urgência de reformas profundas, em uma economia deprimida com inflação de 40% ao ano. A Argentina carrega a combinação explosiva de, por um lado, uma alta relação Dívida / PIB de 54% (com dois terços atrelados ao dólar) e, do outro, um déficit primário e de conta corrente de, respectivamente, 3,5% e 5,1% do PIB. A quantidade de reservas – US\$ 39 bilhões – era totalmente insuficiente para combater qualquer ataque especulativo aos déficits gêmeos. Até o FMI, que parecia esquecido do cenário econômico mundial, foi chamado para ajudar. O resultado foi um Credit Default Swap (CDS) saltando da casa de 300 para 800 pontos-base e o peso argentino sofrendo abrupta desvalorização de 57% perante o dólar nesses doze meses. O gradualismo de Macri, diante às graves circunstâncias, provou-se uma estratégia errada.

Do outro lado do mundo, a Turquia, circundada também por problemas políticos internos (com o

polêmico Presidente Erdogan) e geopolíticos com vizinhos, mostrou-se outra economia a sofrer com o início da normalização monetária. O caso turco difere do argentino sobretudo do fato de o governo não ser endividado e sim as empresas privadas que carregam grande passivos. Dos 70% do PIB comprometidos em dívidas, apenas 15% de referem ao setor estatal, ficando o restante sendo carregado por entes financeiros e não financeiros privados. O problema comum é a inflação alta (27%), atividade em declínio e um significativo buraco externo (déficit de contas correntes de 5,5% do PIB), coberto por um nível de reservas (US\$ 120 bilhões) não muito elevado. As consequências em um ano foi a abertura do CDS do país de 200 para 500 pontos e a desvalorização de 45% da lira turca. Vítima dos próprios erros, a Turquia foi mais um país que sofreu com a normalização monetária nos EUA.

Chegamos ao Brasil na véspera das eleições presidenciais. O orçamento do país batendo no teto de gastos, a partir de um assustador 7% de déficit nominal/PIB e uma relação de Dívida Bruta / Produto galopante a 75%. Nem mesmo o setor externo saudável, com altas reservas de US\$ 380 bilhões e o reduzido déficit de transações correntes (2% do PIB) foram capazes de impedir uma forte desvalorização de 24% do Real em 12 meses e um salto do CDS de 200 para 300 pontos-base. Mas o comportamento tranquilo recente do mercado, com o país caminhando em uma corda bamba fiscal tênue, tem causado estranheza. A queda de volatilidade em todos os mercados, após a polarização entre os candidatos Jair Bolsonaro e Fernando Haddad para o segundo turno, é um fato. Estaria o mercado confiante de que, em caso de vitória de Bolsonaro, a relação com Paulo Guedes seria tranquila e suas propostas teóricas “implementáveis” no mundo político brasileiro? Os investidores realmente estariam acreditando em um “Haddad light”, pragmático pró-Lula, conseguindo segurar (teria força?) o radicalismo anti-mercado apresentado no programa oficial do PT? Estaria o mercado com fé apurada na capacidade política de Jair Bolsonaro em liderar uma complexa reforma da Previdência, em um país onde os gastos previdenciários (13% do PIB) são maiores que no Japão (11% do PIB), com uma população quatro vezes mais jovem? Os investidores realmente acreditam, depois do Governo Dilma e de todo revanchismo arraigado após as prisões da Java Jato, na capacidade de o PT de governar o país de forma competente?

Macri e Erdogan se mostraram especialistas em fazer piqueniques à beira de vulcões. Os resultados não têm sido bons. O mercado brasileiro parece ter gostado desse passeio.

Alexandre Póvoa

**Presidente Canepa Asset Brasil**

**Autor do livro: “Valuation, Como Precificar Ações” e “Mundo Financeiro, o Olhar de um Gestor”.**

[alexandre.povoa@canepaasset.com.br](mailto:alexandre.povoa@canepaasset.com.br)

Tel.: (21) 3034 1902