

Relatório de Gestão – Jan/20

Cenário Macroeconômico

O ano de 2020 começou sob o impacto de eventos globais importantes. Já no terceiro dia do ano, os EUA conduziram uma operação militar no Iraque que acabou por matar o general mais graduado do estado iraniano. No meio do mês, a assinatura do acordo comercial EUA-China aliviou as tensões comerciais no mundo. Por fim, no final do mês o surto do coronavírus na província chinesa de Hubei recolocou fortes riscos para a atividade global ao menos no primeiro trimestre desse ano. No Brasil, o mês foi de frustração nos dados de atividade de novembro após certa euforia nos meses anteriores.

O ataque de um drone americano ao comboio onde se encontrava o general da Guarda Revolucionária Islâmica do Irã Qassem Suleimani colocou no tabuleiro novas variáveis de risco. Possíveis complicações geopolíticas numa região importante para a economia global tenderiam a reduzir o flego dos investidores para ativos de risco. Uma escalada nas disputas poderia obrigar os EUA e seus aliados a entrarem em um conflito bélico similar ao evento do Iraque, o que geraria maiores custos fiscais, alta nos preços do petróleo e redução nos investimentos. Porém, após uma retaliação do governo iraniano considerada frágil, os EUA se deram por satisfeitos e se limitaram a repreender o país com mais sanções econômicas.

No dia 15 de janeiro, finalmente foi assinada a 1ª fase do acordo comercial entre EUA e a China. Mesmo não tendo sido uma definição final da guerra comercial, este foi o primeiro passo concreto desde que a disputa se iniciou, há aproximadamente três anos. Porém, a incerteza ainda pairará por algum tempo, dada a baixa garantia que o governo chinês deu de que conseguirá executar 100% de suas obrigações. No documento, os EUA se comprometeram a somente retirar a China da lista de manipuladores cambiais e não impor novas tarifas durante a negociação da segunda fase. Sendo assim, as tarifas que já haviam sido implementadas seguem válidas. Por outro lado, a China se comprometeu a aumentar em 200 bilhões de dólares o total importado nos próximos dois anos em relação a 2017, garantindo um aumento anual de US\$ 35 bilhões em produtos manufatureiros, US\$ 20 bilhões em produto agro e US\$ 20 bilhões em commodities energéticas. Essas exigências aparentam ser ambiciosas demais para serem realmente executadas em tão pouco tempo.

Já mais próximo ao término do mês, no dia 21, o governo chinês divulgou a existência de um surto de gripe transmitida pelo coronavírus na província de Hubei, mais especificadamente na região de Wuhan (19 milhões de habitantes). A doença, desconhecida até então, possui rápida transmissão e longo período de incubação (tempo no qual não há sintomas da gripe). Assim, quando se descobriu a gravidade do caso uma grande quantidade de habitantes já estava infectada. Desse modo, o governo chinês, sob forte desconfiança da comunidade internacional, se viu obrigado a agir com agressividade, isolando toda a região de Wuhan, transformando-a numa gigantesca zona de quarentena. Com isso, a

possibilidade de que a economia da China seja significativamente afetada no 1º trimestre se tornou relevante, esfriando a retomada da atividade global que se vislumbrava para o curto prazo e aumentando a incerteza para os próximos meses.

No Brasil, o mês foi de desânimo na retomada mais robusta da atividade, que passara a ser avistada como uma possibilidade real após dois meses com excelentes resultados (setembro e outubro). O que se viu em novembro foi uma queda surpreendente na produção industrial e nas vendas do varejo ampliado, com ênfase na desaceleração na produção e venda de automóveis. Por outro lado, os dados de inflação para dezembro foram mais altos que o esperado, com o IPCA subindo 1,15% e o IPCA-15, 0,71%. Além disso, especificadamente no IPCA-15, foi apresentada uma alta mais forte nos preços de serviços, inclusive no seu núcleo subjacente.

Rio Macro FIC de FIM

Macro				
FUNDO	% JAN/20	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO MACRO FIC DE FIM	-0,30	-0,30	5,18	56,55
VS. CDI	-	-	89,52	117,25

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% JAN/20	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,02	0,02	2,99	43,53
Juros	0,21	0,21	2,92	26,27
Moedas	-0,03	-0,03	-1,02	-3,79
Bolsa	-0,29	-0,29	3,23	7,55
Ativos externos	0,00	0,00	-0,77	-1,42
Custos	-0,21	-0,21	-2,16	-15,59
Total	-0,30	-0,30	5,18	56,55

início: 31/08/2015

Em janeiro nós mantivemos as posições compradas em Bolsa, em juros reais e em inflação implícita, bem como nossos *hedges* externos.

Janeiro foi um mês em que dois eventos externos aos mercados trouxeram volatilidade e aversão a ativos de risco mundo afora. O assassinato do líder militar iraniano foi rapidamente digerido, mas a epidemia do coronavírus ainda traz dúvidas a respeito dos seus possíveis efeitos sobre a atividade econômica na China e no mundo, especialmente nos países emergentes que são mais dependentes dos preços de commodities. Sem desprezar a dor causada a vidas humanas, a agressividade e a letalidade do vírus é baixa e aparentemente o ritmo de contaminação desacelerou nos últimos dias. Acreditamos que a epidemia traz uma redução temporária na produção de bens e serviços, que deverá ser

normalizada em algum momento mais a frente, uma vez que não vislumbramos um dano que possa afetar o ciclo econômico global de forma mais duradoura. Os PMIs dos principais países do mundo vinham esboçando uma reação, tanto na indústria quanto nos serviços, que aliada a políticas monetárias acomodáticas devem dar sustentação à atividade econômica neste contexto adverso produzido pela epidemia.

No Brasil, os últimos dados de atividade apontaram uma acomodação na margem, principalmente na indústria, enquanto o mercado de trabalho segue se recuperando, inclusive nos postos formais. Essa dicotomia foi mencionada pelo BC ao sinalizar a interrupção no ciclo de queda dos juros, onde alguns membros do Copom suspeitam que o hiato pode ser menor do que as métricas tradicionais sugerem. Acreditamos que o Copom ainda teria espaço para continuar afrouxando a política monetária, mas preferiu ter uma postura mais cautelosa. Assim, ele pode voltar a cair os juros mais adiante se o ritmo de atividade não acelerar e as expectativas de inflação para 2021 caminharem para abaixo do centro da meta.

Portanto, mantemos posições construtivas em Bolsa e em títulos indexados à inflação, com proteção em inflação implícita, em dólar contra real e em alguns ativos externos.

“SUPERSTAR FIRMS”, LUCRATIVIDADE E SALÁRIOS NOS EUA

A participação da força de trabalho no PIB das economias desenvolvidas se manteve estável por muitas décadas. A partir dos anos 80, e especialmente nos 2000, entretanto, começou a declinar de forma significativa.

Alguns autores associam este fenômeno à importância crescente do comércio internacional (concorrência com mão de obra barata). No entanto, a participação do trabalho na renda declinou também nos setores *non-tradable*. Autor et al (2017) – “The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms” trazem uma explicação interessante, e bastante atual. Sua hipótese é de que que as indústrias são cada vez mais caracterizadas por “*winner takes most*”, em que uma ou poucas firmas terminam ganhando grande parte do *market share*. Podemos pensar nas gigantes de tecnologia, na Wal-Mart, Disney, etc.

Firmas maiores tendem a ter menor participação de salário na renda caso consigam ganho de escala em termos de força de trabalho (menores custos) e/ou possuam maior lucratividade. Para testar a hipótese, eles, em novo artigo – “Concentrating on the Fall of the Labor Share”, publicado em 2017 na prestigiosa *American Economic Review*, estudam seis setores norte-americanos no período de 1982 a 2012 – manufatura, varejo, atacado, serviços, finanças, *utilities* e transportes. Esses setores cobrem 80% do emprego privado nos EUA.

Em todos eles houve um aumento considerável de concentração econômica. Em manufaturas, por exemplo, as quatro maiores firmas passaram de 38% para 43% das vendas; em finanças, de 24% para 35%; em serviços, de 11% para 15%; em *utilities*, de 29% para 37%; em varejo, de 15% para 30%; e em atacado, de 22% para 28%. Tendência similar ou ainda maior foi observada para as 20 maiores firmas de cada setor.

Agora faltava mostrar que a participação dos salários caiu justamente nas indústrias (dentro de cada setor) em que houve maior aumento de concentração. De fato, os autores documentam nos dados uma forte relação entre o crescimento de concentração e a queda do peso dos salários.

Mas por que a concentração aumentou nas indústrias? Um conjunto importante de explicações envolve mudanças tecnológicas que tornaram os mercados cada vez mais do tipo “*winner takes most*”, de modo que as “*superstar firms*” (Amazon e Google, por exemplo) capturam uma porção crescente do mercado. Por exemplo, as grandes empresas possuem maior escala e expertise para inovação.

Uma linha alternativa defende que a alta concentração advém de forças anticompetitivas com as quais as empresas dominantes são crescentemente capazes de bloquear os rivais potenciais, que seriam os mais produtivos da indústria caso os deixassem prosperar. O livro “*Saving Capitalism from the Capitalists*” (Zingales & Rajan, 2003) prevê rica argumentação nesse sentido.

Para verificar qual linha tem maior evidência de acordo com os dados, os autores exploraram a relação entre mudanças em concentração e outras características da indústria. Tiveram, no entanto, que se restringir ao setor de manufaturas devido a limitação de dados. Eles verificaram que as indústrias que se tornaram mais concentradas foram também aquelas nas quais a produtividade (medida por produto por trabalhador, valor adicionado por trabalhador, produtividade total dos fatores ou patentes por trabalhador) mais aumentou. Isso sugere que, ao menos nas manufaturas, a explicação mais plausível para o aumento de concentração foi a relação positiva com produtividade.

Vivemos, portanto, em um mundo em que a economia está cada vez mais concentrada nas mãos de “*superstar firms*”, mais produtivas e lucrativas que as demais, com impacto baixista sobre a proporção da renda agregada direcionada a salários. Isso possui implicações políticas evidentes, que não devem se arrefecer nas próximas décadas.

Nossas cartas de meses anteriores também estão disponíveis no site: www.riogestao.com.br.

Atenciosamente,

Equipe Rio Gestão de Recursos.