

## Relatório de Gestão – Dez/18

### Cenário Macroeconômico

O mês ficou marcado como de forte estresse no mercado americano, com receios de desaceleração na sua economia nos próximos anos. O segundo pior dezembro da história do S&P afetou significativamente o mercado local, travando os avanços esperados por conta da perfil pró-mercado da nova equipe econômica. Esse cenário mais desafiador levou os juros dos títulos americanos de 10 anos de volta ao patamar de 2,70%, praticamente zerando as altas para 2019.

Com a piora nos cenários para a economia americana no futuro se tornando mais consensual, os ativos americanos se aproximaram do cenário de *bear market*. Dados menos otimistas corroboraram a tese ao longo do mês, como por exemplo a criação de 155 mil vagas contra expectativa de 198 mil, além de uma variação menor nos salários que o projetado. Além disso, o CPI em linha com as expectativas manteve inalterado o conforto relativo com a inflação, porém sem gordura.

Para complicar o cenário, a reunião do FED no dia 19, na qual os agentes esperavam alguma sinalização mais *dove* de forma a servir como uma boia para os mercados, foi vista como decepcionante. O discurso foi considerado *hawk* e sem demonstrar qualquer preocupação com a volatilidade nos preços. Por fim, após semanas de negociações malsucedidas entre o governo Trump e o partido Democrata, com o presidente exigindo US\$ 5.7bi no orçamento para financiar o muro na fronteira com México, no dia 22 o governo entrou em *partial shutdown*, dando mais um tempero para um mês atordoado.

Na Europa, o mês também foi de forte estresse com crise política na França e incertezas no Reino Unido. No primeiro, os protestos contra o aumento do imposto na gasolina afetaram fortemente a confiança dos agentes, sinalizada pela queda no PMI de serviços de 55,1 para 49. No Reino Unido, após a primeira ministra Theresa May conseguir manter maioria dentro do partido Conservador, terminou adiando a votação para janeiro por prever que não teria votos suficientes dentro do parlamento para aprovar o acordo do *Brexit*. O cenário segue complexo por conta de uma ala mais radical do partido que prefere a saída sem acordo, conhecido com *hard brexit*.

No Brasil, após a formação do primeiro escalão, o mês foi de articulação para questões fiscais. No início de dezembro, a cessão onerosa tomou conta do noticiário com o presidente do Senado travando sua votação em busca de que uma parte da verba arrecadada fosse direcionada para os estados. Porém as equipes econômicas dos dois governos (Temer e Bolsonaro) eram contra o repasse, pois impediria o cumprimento do teto de gastos de 2019. Dessa forma, a discussão foi adiada para o novo Congresso. Além disso, ao longo do mês ocorreram encontros e desencontros sobre qual reforma da previdência seria apresentada pela nova gestão. De um lado, ouvia-se da nova equipe econômica, com claro viés pró-mercado, a necessidade de uma reforma mais ampla que a defendida por Temer; do outro, o núcleo

político defendendo algo mais brando com propostas fatiadas e idade mínima bem menor que a proposta atual.

Dezembro sinalizou uma reversão nos dados de confiança do consumidor. Após a eleição, o índice saltou de 87,7 para 95 graças ao indicador de expectativas, que foi de 99 para 109,5, maior número desde outubro de 2012. Os números de inflação do mês vieram surpreendendo pra baixo. O IPCA para novembro saiu em -0,21%, 12 p.p abaixo do esperado, levando o indicador 12 meses para 4,05%. Além disso, o IPCA-15 de dezembro saiu em -0,16% contra -0,12% de consenso. Dessa forma, o COPOM se viu obrigado a ajustar suas projeções para a reunião do mês, e acabou por ser consideravelmente mais *dove* e apresentar expectativas extremamente comportadas para a inflação nos próximos dois anos, mesmo no cenário sem o fim do estímulo monetário visto atualmente.

## Rio Macro FIC de FIM

Macro				
FUNDO	% DEZ/18	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO MACRO FIC DE FIM	0,95	7,21	7,21	45,41
<i>VS. CDI</i>	<i>191,79</i>	<i>112,30</i>	<i>112,30</i>	<i>115,34</i>

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% DEZ/18	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,50	6,57	6,57	38,30
Juros	0,92	3,82	3,82	21,46
Moedas	0,11	-0,95	-0,95	-3,15
Bolsa	-0,38	0,61	0,61	0,96
Ativos externos	0,00	0,00	0,00	-0,26
Custos	-0,20	-2,84	-2,84	-11,91
<b>Total</b>	<b>0,95</b>	<b>7,21</b>	<b>7,21</b>	<b>45,41</b>

início: 31/08/2015

Em dezembro mantivemos as posições compradas em bolsa e em iene contra dólar, aumentamos a venda de futuros de taxa de juros e iniciamos uma posição vendida em dólar contra real.

O cenário global segue cercado de incertezas. A economia americana continua apresentando indicadores de atividade mais sólidos do que as demais regiões do mundo, mas com alguma desaceleração na margem e sob a desconfiança dos investidores de que uma eventual recessão possa estar a caminho. Os principais temores do mercado são de que a perda do ritmo da atividade econômica global contamine os EUA, que já devem sofrer com o esgotamento dos efeitos dos estímulos fiscais promovidos pelo governo Trump em 2018. Após uma sucessão de quedas nas bolsas e da inversão da parte intermediária da curva de juros, o presidente do FED Jerome Powell sinalizou ao mercado que, se necessário, poderá mudar a política monetária, inclusive no que diz respeito à retirada da expansão

quantitativa. Assim, a perspectiva de que a política monetária norte-americana possa ser mais frouxa dá algum alento a um mundo que vinha sofrendo com o aperto nas condições de liquidez, com a guerra comercial entre os EUA e a China, e com a instabilidade geopolítica na Europa.

No Brasil a agenda liberal da nova equipe econômica gera uma perspectiva de valorização dos ativos de risco no país. A especulação em torno do formato da reforma da previdência e da estratégia para a sua aprovação pode trazer alguma volatilidade ao mercado, mas dado o cacife político do governo, as chances de sucesso são boas. Ademais, a perspectiva de juros baixos por um horizonte maior de tempo, agora corroborada pelo Banco Central, contribui para o quadro positivo.

Diante deste cenário, mantemos posições construtivas em ativos locais, com destaque para a Bolsa.

## **ARTIGO: AS CRITICAS AO PIB COMO MEDIDA DE SUCESSO ECONOMICO**

Diversos economistas e políticos vêm, nas últimas décadas, atacando o PIB como medida de desenvolvimento, chegando ao ponto de sugerir seu total abandono. O objetivo deste texto é avaliar o mérito dessas críticas.

O PIB é uma estatística engenhosa, inventada nos anos 30, nos EUA, pelo economista bielorrusso Simon Kuznets, que busca comprimir em um único número o fluxo de circulação de bens e serviços em um determinado período. Os ataques ao PIB podem tipicamente ser divididos em dois tipos de argumento. O primeiro trata das dificuldades em se medir apropriadamente alguns tipos de atividade. O chamaremos de críticas à precisão do PIB. O segundo questiona se o fluxo agregado de produção é algo sobre o qual deveríamos nos preocupar. A este chamaremos de críticas ao propósito do PIB. Ao passo que este naturalmente envolve um debate mais filosófico, aquele em geral se foca em aspectos técnicos.

Começando pelas críticas à precisão, elas de tempos em tempos retornam com as tradicionais dificuldades de medição do PIB, tais como melhorias de qualidade (e preço constante ou cadente). Tome, por exemplo, celulares. O iPhone 8 é muito superior à versão inicial em diversos atributos, mas, como o preço é aproximadamente o mesmo, tal melhora não aparece no cálculo do PIB, dado que este soma valores dos bens (e serviços) produzidos / comercializados sem considerar avanços na qualidade. Considere agora o exemplo de televisores – não só a sofisticação dos aparelhos se eleva, mas o preço de uma TV de mesma quantidade de polegadas cai ao longo do tempo. A produção, digamos, de um milhão de televisores modernos a R\$2 mil cada, contra um milhão de aparelhos mais antigos a R\$3 mil cada no ano anterior, contribuiria para uma queda no PIB entre os dois períodos, o que claramente não faz sentido econômico.

Outras fraquezas clássicas são atividades fora do mercado (por exemplo, trabalhos domésticos) e serviços governamentais, que muitas vezes são aproximados por despesas com pessoal.

Muitos dizem que os problemas de medição estão crescendo à medida que a tecnologia da informação avança, o que faz sentido. Mas, por outro lado, o mesmo progresso de TI abre caminho para ferramentas melhores de medição do PIB, utilizando-se da disponibilidade exponencial de dados. De qualquer forma, nenhuma estatística econômica é livre de limitações técnicas, e as do PIB parecem bastante baixas levando-se em consideração sua abrangência, comparabilidade internacional e histórica, além de facilidade de compreensão por parte do público.

Passando às críticas sobre o propósito do PIB, estas se tornaram particularmente populares após a crise de 2008. Tome-se, por exemplo, o Stiglitz Report, encomendado em 2008 pelo então presidente francês Nicolas Sarkozy ao crítico de longa data à globalização e livre mercado, e ganhador do Prêmio Nobel, Joseph Stiglitz. Este teve como coautor o também ganhador do Nobel Amartya Sen, dentre outros, de modo a “identificar os limites do PIB como indicador de performance econômica e progresso social”.

O Relatório argumenta que um menor foco no PIB, e maior em métricas de endividamento e outros indicadores de sustentabilidade “teriam possibilitado uma visão mais cautelosa da performance econômica” durante os anos de euforia que levaram à crise do *subprime*. Esse argumento não parece muito convincente, dado que o epicentro da crise de 2008 se deu na economia mais rica em dados e análise do mundo, os EUA, onde os mais diversos tipos de estatística, incluindo níveis de alavancagem, eram facilmente visíveis aos economistas do setor privado e do governo. As raízes da crise parecem a pertencer muito mais ao campo da sub-regulação e psicologia do investidor (ex. Hong & Sraer – “Quiet Bubbles”, Nov 2012, NBER Working Paper), assim como a limitações na atividade de previsão econômica em geral, do que a um protagonismo exagerado do PIB.

Outra crítica típica de propósito ao PIB, compartilhada pelo Stiglitz Report, se relaciona à omissão com relação à desigualdade econômica. O tema da desigualdade nos países desenvolvidos tem estado em foco na última década, tendo o best-seller de Tomas Piketti (“Capital in the Twenty-First Century”, 2014) como ícone. No entanto, uma enormidade de estatísticas de distribuição de renda (percentis, coeficiente de Gini, etc.) estão disponíveis para a maior parte dos países. Ao PIB não é possível, como número único, abranger diversos aspectos da distribuição de renda sem perder sua simplicidade conceitual para o público amplo.

Uma crítica mais profunda está relacionada ao fato, baseado em razoável suporte empírico, de que acima de um determinado patamar o PIB per capita e medidas subjetivas de bem-estar tendem a se desconectar (ex. Layard & Layard – “Happiness: Lessons from a New Science”, 2005) – elevações de renda não necessariamente se traduzem em aumentos de bem-estar no sentido amplo da população. No entanto, os economistas estabeleceram já há muito tempo a maximização da utilidade esperada, e não a maximização de renda ou riqueza, como arcabouço benchmark para decisões individuais. Podemos dizer, dessa forma, que a primazia conceitual do bem-estar sobre a renda não é novidade. A estimação

de indicadores nacionais de felicidade não é, entretanto, trivial, apesar de algum progresso ter sido alcançado nesse campo. O Butão, por exemplo, calcula sua “Felicidade Interna Bruta – FIB) desde 2012. Mesmo se nunca chegarmos a ter precisão e comparabilidade no FIB, como existentes no PIB tradicional, formuladores de políticas deveriam levar em conta os *surveys* de bem-estar, crescentemente disponíveis, nas políticas de desenvolvimento.

Em suma, o PIB deveria ser celebrado por sua engenhosidade e durabilidade ao longo de tantas décadas. Claro que ele possui questões, como qualquer estatística econômica, e não deve ser usado como medida única de progresso, mas permanecerá sendo um indicador chave ainda por muito tempo.

**Atenciosamente,**

**Equipe Rio Gestão de Recursos.**