

Relatório de Gestão – Fev/19

Cenário Macroeconômico

No mês de fevereiro as informações mais relevantes vieram do mercado interno, com a abertura do novo Congresso e a divulgação da proposta do governo para a previdência social e seus desdobramentos entre os agentes políticos. No cenário externo poucas surpresas ocorreram, com o FED mantendo seu discurso *dove* e o prosseguimento da tendência de desaceleração da economia global.

O FED, após a mudança de parâmetros em janeiro, seguiu dando sinais *dove* como efeito das preocupações existentes com as demais economias. Resultados como o *Retail Sales* de dezembro (-1,2%) e o *Durable Goods* (1,2%), consideravelmente mais fracos que as expectativas, começam a questionar também a pujança da economia interna a partir desse ano. Por outro lado, um sinal mais tranquilizador veio com o PIB do 4º trimestre relativamente forte.

Na Europa, segue-se a desaceleração. Esse efeito é claramente visto nos PMIs de janeiro de cada país, como França e Alemanha, assim como no Indicador geral para a Zona do Euro, tanto na indústria como nos serviços. Além disso, o desenrolar das negociações do Brexit seguem sendo um fator de incerteza para a região.

A negociação para um acordo comercial entre a China e os EUA sofreram idas e vindas ao longo do mês. A prorrogação da data de início da vigência das tarifas feita pelo governo americano mostrou certa boa vontade em busca de um desfecho positivo. No entanto, agentes a par da negociação não mostram tanto otimismo devido a resistências por ambas as partes em chegar a um denominador comum no tocante a certas questões centrais, principalmente à propriedade intelectual. A postergação na resolução dessa questão já começa a afetar mais claramente a economia chinesa, através da queda vertiginosa das exportações e importações nos últimos meses.

No Brasil, o mês foi de início de legislatura no Congresso com a eleição para presidente de ambas as casas. Na Câmara, como era de se esperar o então presidente Rodrigo Maia (DEM), um dos maiores defensores da reforma da previdência no legislativo, foi reeleito em 1º turno com grande quantidade de votos. Já no Senado o então favorito Renan Calheiros (MDB) sofreu forte revés após uma votação atabalhoada com a vitória de Davi Alcolumbre (DEM), forte aliado de Onix Lorenzoni.

Além disso, a divulgação na semana seguinte da proposta do governo para reformar a previdência repercutiu fortemente ao longo do mês. A proposta, muito elogiada, tem por objetivo unificar os sistemas previdenciários do país em uma só regra com idade mínima de 62 anos para mulheres e 65 para homens. Essa proposta levaria o governo a economizar mais de um trilhão de reais somente nos próximos 10 anos. Porém, a dificuldade de articulação do governo com os líderes da Câmara vem

trazendo certa preocupação. Além disso, a postergação, ainda que pequena, da instalação da CCJ, atrasando a tramitação da PEC, demonstra que não será simples passar uma economia tão relevante ao final de tudo.

Os dados do mês não trouxeram muitas novidades, com continuidade da fraca retomada da produção do país, vista através do PIB abaixo do esperado para o ano de 2018. Outra questão foi a divulgação da inflação, que segue em linha, ou ligeiramente abaixo das expectativas quando analisado o número cheio. Porém começa a trazer certa atenção a aceleração na ponta da inflação de serviços, com foco no índice subjacente, que vem subindo rapidamente nos últimos meses.

Rio Macro FIC de FIM

Macro				
FUNDO	% FEV/19	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO MACRO FIC DE FIM	-0,45	1,90	6,41	48,17
<i>VS. CDI</i>	-	182,56	99,98	118,00

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% FEV/19	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,47	1,02	6,40	39,78
Juros	-0,11	0,20	2,53	21,76
Moedas	-0,40	0,20	-0,67	-2,86
Bolsa	-0,39	0,83	0,52	2,16
Ativos externos	0,00	0,00	0,00	-0,26
Custos	-0,02	-0,34	-2,38	-12,41
Total	-0,45	1,90	6,41	48,17

início: 31/08/2015

Em fevereiro mantivemos as posições comprada em Ibovespa futuro, vendida em juros futuros e comprada em iene contra dólar, e encerramos a venda de dólar contra real.

A economia global segue apresentando um quadro de desaceleração, principalmente na Europa e na China. Os EUA, por sua vez, mantêm um desempenho robusto, embora também lá haja perspectiva de redução no crescimento para este ano em função do menor ímpeto global e do fim dos efeitos dos estímulos fiscais promovidos pelo governo Trump. Assim, tanto o FED em janeiro, quanto o BCE no início de março mudaram a direção da política monetária para um viés mais acomodaticio, tendo o BCE inclusive sinalizado a volta do QE e a postergação de um eventual ciclo de alta de juros para 2020. Portanto, o alívio nas condições monetárias ajuda a mitigar os efeitos do menor crescimento global sobre os países emergentes e particularmente sobre as commodities.

No plano interno, após o presidente Bolsonaro ter feito o gesto simbólico de ir pessoalmente ao Congresso entregar o texto da reforma da previdência, o governo ainda não conseguiu organizar a sua base. O Congresso se mostra insatisfeito e cobra do governo uma participação mais efetiva no executivo. Acreditamos que o processo de tramitação da reforma não será linear e a economia com as mudanças deverá ser desidratada, mas a probabilidade maior é que ela seja aprovada e impulse um novo ciclo de crescimento nos próximos anos.

No que diz respeito à recuperação cíclica da atividade, os indicadores têm decepcionado. A queda do desemprego tem sido lenta e com empregos de pior qualidade, e não tem sido suficiente para reduzir o hiato do produto nem impulsionar os investimentos, que por sua vez também sofrem com as incertezas fiscais enquanto a reforma da previdência não é aprovada. Já começa a haver questionamentos se a Selic está suficientemente estimulativa e se o BC não deve promover mais uma rodada de afrouxamento monetário. A nossa avaliação é que os juros devem permanecer no atual patamar neste ano e em 2020, mas a probabilidade de um novo miniciclo de queda de juros vem aumentando paulatinamente.

Diante deste cenário, seguimos otimistas com a Bolsa no Brasil e com os juros de médio prazo, enquanto, por ora, estamos sem posições em Real.

ARTIGO: A DESIGUALDADE GLOBAL – UM TEMA MULTIFACETADO

Se no início dos anos 80 um economista fosse informado de que a economia mundial iria desregular e globalizar em massa, ele seria capaz de prever, apenas com base na teoria do comércio padrão, as tendências que testemunhamos nas últimas décadas em relação a vencedores e perdedores.

Como mostrado por Milanovic (Milanovic, 2016), através de seu já célebre “gráfico elefante” (Figura 1), grandes ganhos de renda foram obtidos por indivíduos em torno da renda global mediana (tipicamente trabalhadores de mercados emergentes, pobres pelos padrões ocidentais - USD5-15 por dia) e pelos 1% mais ricos (em 2008, acima de USD45k por ano, majoritariamente localizados em países desenvolvidos). No entanto, as pessoas situadas nos percentis 80% - 85% mal tiveram ganho real de renda nos últimos 30 anos. Estes são principalmente indivíduos na metade inferior dos países ricos.

Com o aumento da renda dos trabalhadores das economias emergentes, e apesar dos maiores ganhos dos 1% mais ricos, vimos a desigualdade global cair pela primeira vez desde a Revolução Industrial (Milanovic, 2016). A Figura 2, extraída do Bourguignon 2016 e citada por Revallion (Revallion, 2017), mostra a tendência de queda do Índice de Theil global neste período. Isto foi fundamentalmente impulsionado pela redução da desigualdade entre os países.

Como consequência, vimos a pobreza absoluta global cair de 36% em 1990 para 19% em 2008 (Revaillon e Chen 2013, citado por Revaillon 2017). Segundo Muller (Muller, 2013), “para a humanidade em geral, o final do século XX e início do século XXI foram um período de progresso notável... no mundo em desenvolvimento permitiu que centenas de milhões de pessoas escapassem da pobreza e se mudassem para a classe média”.

FIGURA 1 – O “GRAFICO ELEFANTE” (CRESCIMENTO DE RENDA REAL – 1988 A 2008)

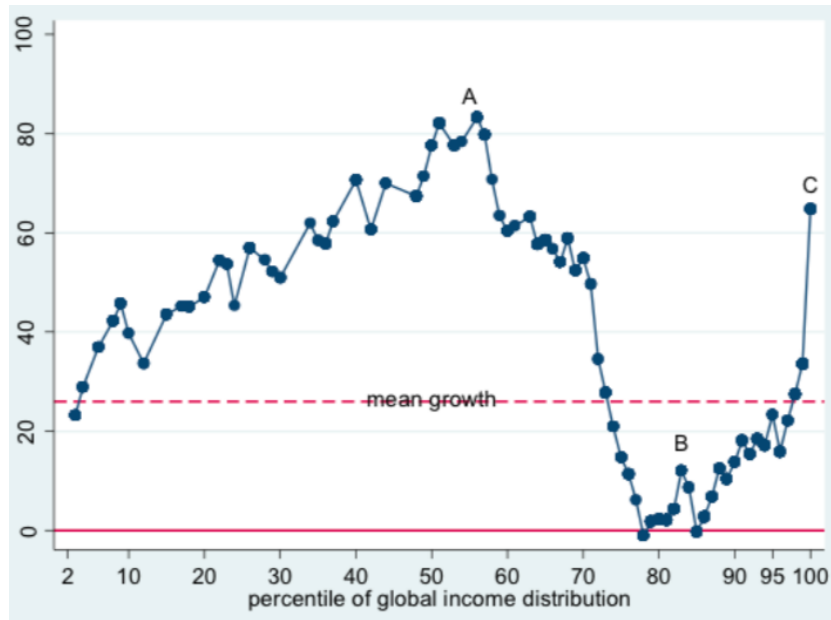
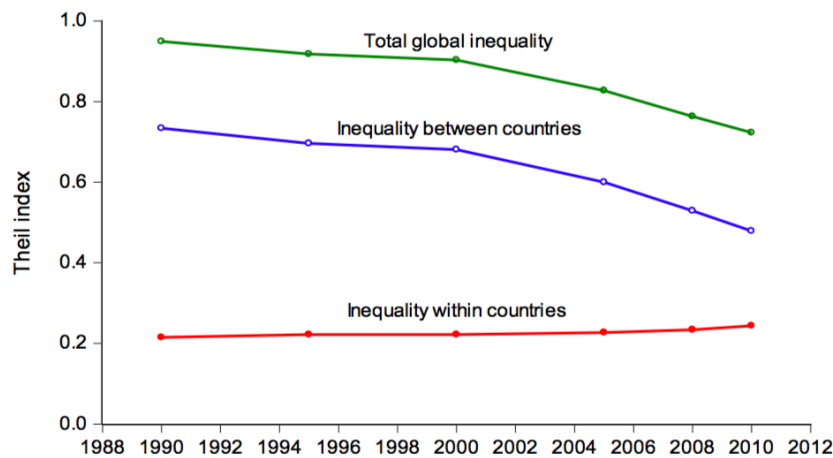


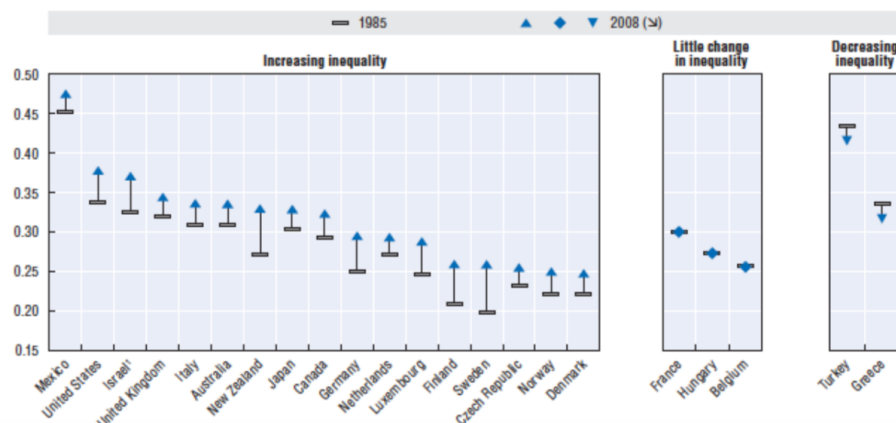
FIGURA 2 – REDUCAO DA DESIGUALDADE GLOBAL



No entanto, muito mais atenção da mídia, bem como a maior parte do debate de pensadores políticos e econômicos, foi direcionada para outro ângulo desses desenvolvimentos - o aumento da desigualdade dentro dos países, particularmente nas economias ricas (Figura 3 abaixo, tirada de 10ª palestra da Global Corporate Agenda - LBS Sloan 2018).

Este fenômeno tem sido responsabilizado pelo ressurgimento do populismo nesses países, bem como pela eleição de Trump e pelo voto do Brexit, impulsionados pelos descontentamentos das economias ricas. Alimentou uma nova onda de pensadores com visões sombrias do próprio capitalismo, como o neomarxista Tomas Piketty (Piketty, 2014), com seu blockbuster de dois milhões de exemplares apontando para uma tendência inerente do capitalismo em direção ao aumento da desigualdade. Ainda mais sombrio é o historiador Walter Schidel (Schindel, 2017), que defende que apenas catástrofes, guerras em grande escala ou rupturas sociais poderiam, de tempos em tempos, interromper o caminho da humanidade para a desigualdade extrema.

FIGURA 4 – AUMENTO DA DESIGUALDADE DENTRO DOS PAISES



Existe uma vasta gama de literatura focada nas causas da desigualdade dentro dos países. De acordo com Bourguignon (2016), conforme citado por Revillon (2017) e Milanovic (2016), ela pode estar essencialmente associada à globalização (exploração das vantagens comparativas dos países) e à desregulamentação.

Além disso, outros fatores, como menor progressividade tributária, poderiam ser tomados como consequências indiretas da globalização. Isso parece bastante intuitivo e, se esse é realmente o caso, a redução da desigualdade mundial e o aumento da desigualdade dentro dos países representam os lados opostos da mesma moeda - transferência de demanda de mão-de-obra menos qualificada de países ricos para países pobres e de renda média.

Não obstante a importância das considerações acima, a visão mais consensual na literatura é que a mudança tecnológica em direção à alta qualificação desempenhou um papel maior na geração de aumento de desigualdade nos países ricos. De fato, de acordo com a OCDE (2011), citado em Dabla-Norris et al. (Dabla-Norris, et al., 2015), “os avanços tecnológicos foram o que mais contribuiu para o aumento da desigualdade de renda nos países da OCDE, respondendo por quase um terço da diferença crescente entre os percentis 90 e 10 últimos 25 anos”.

Uma questão conceitual com essa explicação é que os ganhos de automação e produtividade vêm ocorrendo continuamente desde a Revolução Industrial, de modo que deve ter havido uma mudança qualitativa nos avanços tecnológicos desde os anos 80 para que, em contraste com os duzentos anos anteriores, eles começassem a gerar aumento da desigualdade dentro dos países.

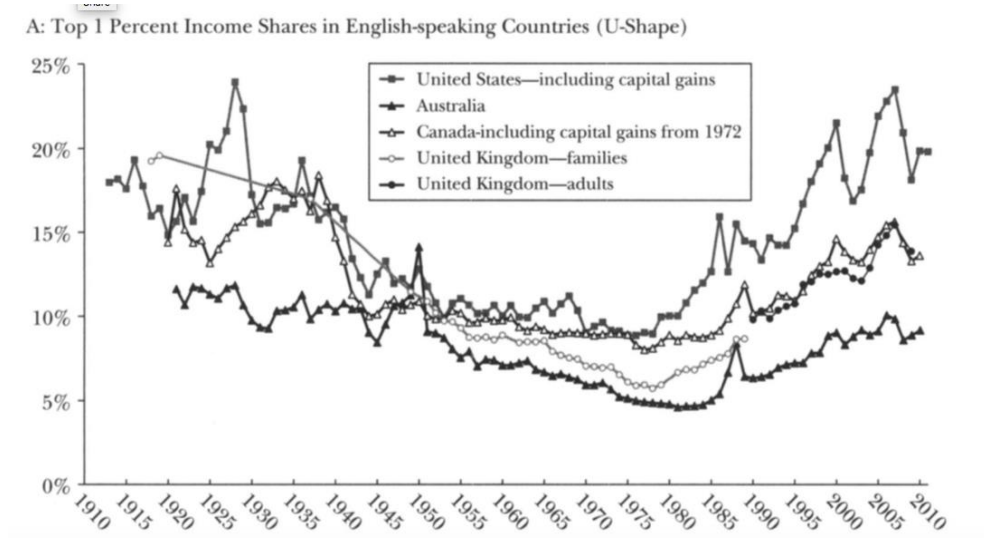
Além disso, atenção especial tem sido dada ao aumento da participação de renda dos 1% mais ricos¹, principalmente nos países de língua inglesa, devido a sua magnitude e sensibilidade política (Figura 4, de Alvaredo et al. (Alvaredo, et al., 2013)). Para muitos pesquisadores, como Alvaredo et al. (2013), a mudança tecnológica pró-habilidades, a desregulamentação e a globalização não podem explicar completamente esse enorme avanço de renda. Outros fatores devem estar sendo adicionados a estes.

Os autores acima apontam um declínio dramático nas taxas de imposto marginais mais altas desde a década de 1980, o que se encaixa muito bem, em termos gráficos, na trajetória de aumento de 1% na renda. Portanto, uma explicação economicamente plausível (embora descartada pelos autores) é que tal benefício fiscal teria gerado incentivos para que os muito ricos aumentassem o trabalho e recebessem maior renda. Eles proclamam uma maior probabilidade de aumento do poder de barganha, embora sem muita evidência para apoiar essa afirmação.

Em contrapartida, Mankiw (Mankiw, 2013) defende a visão de que a mudança tecnológica pró-habilidades poderia explicar a maior parte do salto de renda dos 1% mais ricos, argumentando que mudanças na tecnologia permitiram que um pequeno número de pessoas altamente talentosas recebesse rendimentos de superstar, algo que não viável nas gerações anteriores. Esta seria uma versão do mercado de trabalho de “os vencedores levam tudo”, muito debatida recentemente.

¹ Como mostrado em artigo de Mark Rank no NYT em 18/04/2014, ao contrário do que pode parecer em um primeiro momento, os 1% não são estáticos nos EUA, havendo significativa mobilidade na entrada e saída desse grupo.

FIGURA 4 – AUMENTO DA RENDA DOS 1% MAIS RICOS EM PAISES DE LINGUA INGLESA



Outras explicações têm sido um aumento nos “efeitos torneio” (pagar em excesso no topo para manter o grosso dos trabalhadores mal pagos e motivados devido à perspectiva de progressão na carreira) e “efeito fundo passivo” (menor vigilância sobre o pagamento do “top management”). No entanto, estes parecem, ao menos inicialmente, pontos de vista mais frágeis. No primeiro caso, seria necessário explicar porque o “efeito torneio” ótimo para as empresas subitamente aumentou. No segundo, a popularidade dos fundos passivos aumentou muito mais recentemente do que o aumento da renda dos 1% mais ricos e, paralelamente, toda uma indústria de investimento ativista floresceu nas últimas décadas.

Em resumo, como disse o ex-presidente Obama em um discurso de 2013, a desigualdade de renda é o “desafio que define nosso tempo”. É uma tendência multifacetada de décadas que provavelmente manterá seu curso e exigirá dos líderes políticos respostas coerentes e bem projetadas, a fim de evitar, de um lado, um reverso nos ganhos maciços de redução da pobreza e eficiência globais e no outro, uma escalada desestabilizadora do populismo nos países ricos.

As cartas anteriores estão disponíveis no site: www.riogestao.com.br

REFERÊNCIAS:

Alvaredo, F., Atkinson, A., Piketty, T. & Saez, E., 2013. The Top 1 Percent in International and Historical Perspective. *Journal of Economic Perspectives*, Summer 2013, 27(3), pp. 3-20.

Andersson, L. & Bateman, T., 1997. Cynicism in the workplace: Some causes and effects. *Journal of Organizational Behaviour*, Volume 18(5), pp. 449-469.

Bapuji, H., 2015. Individuals, interactions and institutions: How economic inequality affects organisations. *Human Relations*, Volume 68(7), pp. 1059 -1083.

Bapuji, H. & Neville, L., 2015. Income inequality ignored? An agenda for business and strategic organisation. *Strategic Organisation*, Volume 13(3), pp. 233-246.

Berg, A. & Ostry, J. D., 2011. *Inequality and Unsustainable Growth: Two Sides of the Same Coin?*, Washington, D.C.: s.n.

Bivens, J. & Mishel, L., 2013. The Pay of Corporate Executives and Financial Professionals as Evidence of Rents in Top 1 Percent Incomes. *Journal of Economic Perspectives*, Summer, 27(3), pp. 57-77.

Dabla-Norris, E. et al., 2015. *Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective*, Washington, D.C.: s.n.

Desai, S., Brief, A. & George, J., 2009. Meaner managers: A consequence of income inequality. In: Kramer RM, Tenbrunsel AE and Bazerman (eds) *Social Decision Making: Social Dilemmas, Social Values, and Ethical Judgements*. New York: Psychology Press, 315-334.

Desai, S. & Yao, T., 2015. Organizational income inequality: Rising wage disparities and worsening work conditions. Kenan-Flagler Business School Working Paper.

Ford, M., Cerasoli, C., Higgins, J. & Decesare, A., 2011. Relationships between psychological, physical, and behavioral health and work performance: A review and meta-analysis. *Work and Stress*, Volume 25(3), pp. 185-204.

Grafstein, R., 2013. *The Political Economy of Extremism and Moderation*. paper presented at the 7th general conference of the European consortium for political research, Bordeaux, 6 September 2013.

Hendrix, W., Spencer, B. & Gibson, G., 1994. Organizational and extraorganizational factors affecting stress, employee well-being, and absenteeism for males and females. *Journal of Business and Psychology*, Volume 9(2), pp. 103-128.

Hsieh, C. & Pugh, M., 1993. Poverty, income inequality, and violent crime: A meta-analysis of recent aggregate data studies. *Criminal Justice Review*, Volume 18(2), pp. 182-202.

Mankiw, N., 2013. Defending the One Percent. *Journal of Economic Perspectives*, Summer, 27(3), pp. 21-34.

Milanovic, B., 2016. The Greatest Reshuffle of Individual Incomes since the Industrial Revolution. Voxeu, UK, Source URL: <https://voxeu.org/article/greatest-reshuffle-individual-incomes-industrial-revolution>.

Muller, J., 2013. Capitalism and Inequality: What the Right and the Left Get Wrong. *Foreign Affairs*, March/April, 92(2), pp. 30-40, 42-51.

Neckerman, K. & Torche, F., 2007. Inequality: Causes and consequences. *Annual Review of Sociology*, Volume 33, pp. 335-357.

Ostry, J., Berg, A. & Tsangarides, C., 2014. *Redistribution, Inequality, and Growth.*, Washington, D.C.: s.n.

Pfeffer, J. & Langton, N., 1993. The effect of wage dispersion on satisfaction, productivity, and working collaboratively: Evidence from college and university faculty. *Administrative Science Quarterly*, Volume 38(3), pp. 382-407.

Pickett, K. & Wilkinson, R., 2015. Income inequality and health: A causal review. *Social Science and Medicine*, Volume 128, pp. 316-326.

Piketty, T., 2014. *Capital in the Twenty-First Century.* s.l.:Harvard University Press.

Revallion, M., 2017. *Inequality and Globalization: A Review Essay.* Ecineq 435 - April 2017, Verona.

Schindel, W., 2017. *The Great Leveler: Violence and the History of Inequality from the Stone Age to the Twenty-First Century (The Princeton Economic History of the Western World).* 1st ed. s.l.:Princeton University Press.

Sen, A., 2009. *The Idea of Justice.* s.l.:Penguin Books.

Tompa, E., 2002. The impact of health on productivity: Empirical evidence and policy implications. In: Sharpe A, St-Hilaire F and Banting K (eds) *The Review of Economic Performance and Social Progress 2002: Towards a Social Understanding of Productivity.* Montreal: Institute for Research on Public Policy, 181-202.

Uslander, E., 2007. Inequality and Corruption. In G. Mavrotas and A. Shorrocks (eds), *Advancing Development: Core Themes in Global Economics*, pp. 100-22. London: Palgrave Macmillan.

Yanadori, Y. & Cui, V., 2013. Creating incentives for innovation? the relationship between pay dispersion in RandD groups and firm innovation performance. *Strategic Management Journal*, Volume 34(12), pp. 1502-1511.

Atenciosamente,

Equipe Rio Gestão de Recursos.