

Relatório de Gestão – Jul/20

Cenário Macroeconômico

O mês de julho foi de continuidade da retomada vista no período anterior. Nos EUA, os números da covid-19 em estados como Texas, Florida e Califórnia parecem ter passado pelo topo ao longo do mês aliviando assim a pressão no mercado de trabalho nesses locais. No Brasil, o mês foi de consolidação do cenário, com a doença migrando para os estados do Sul e Centro-oeste e para o interior, mas, diferente de antes, estes não apresentam mais a aceleração vista até então. Na Europa, começam a surgir surtos concentrados em regiões da Espanha, França e Alemanha, mas ainda de maneira endêmica.

Os números divulgados para a economia americana no mês seguem sinalizando uma retomada significativa no setor de varejo (praticamente uma recuperação em “V”) e no emprego, com mais um mês de grande criação de vagas. Por outro lado, o setor de serviços segue um caminho mais tortuoso, fortalecendo assim as evidências de que só voltará para números pré-crise quando se consolidar a vacina para a doença. A mesma coisa tem ocorrido na retenção de recursos pela população. Mesmo que seja cada mês menor, a taxa de poupança segue muito acima da média histórica, para o mês de junho foi de 30%. Esse excesso de caixa faz com que a retomada desacelere até que as incertezas sobre o futuro reduzam, o que só deve terminar com a vacina.

No Brasil, os dados divulgados relativos ao mês de maio, assim como nos EUA, mostram o fortalecimento do varejo ante os serviços. Enquanto o varejo restrito subiu 14% o que levou a variação contra maio de 2019 para -7%, o resultado do volume de serviços para o mesmo mês foi de queda de 1% deixando a variação contra maio de 2019 em -19%. Mais evidente ainda fica a diferença quando se analisa somente a rubrica de serviços prestados a família que subiu 15%, porém acumula uma queda de 61,5% contra 12 meses antes.

A inflação divulgada no IPCA-15 de julho foi um ponto marcante para a consolidação do cenário econômico. Esperava-se que, já nesse indicador, fosse visto o primeiro sinal de normalização dos preços após alguns meses de deflação. Mas o que ocorreu na realidade foi um número ainda muito fraco, 20 p.p abaixo da mediana do mercado, principalmente no segmento de serviços que apresentou números negativos mais uma vez. Assim, a média móvel trimestral e a variação 12 meses tem se distanciado muito da meta.

Com todos esses sinais de viés negativo para a inflação no futuro, o Banco Central ao longo do mês foi ajustando o discurso. De uma decisão que, pelo comunicado da última reunião, não havia viés entre manter os juros ou cortar mais 25 p.p, com o tempo os diretores foram tendendo para o corte. Muito disso ocorreu pelas condições financeiras não terem sofrido ao longo do mês e as expectativas para a inflação no cenário relevante, até então o ano de 2021, divergiram significativamente da meta de 3,75%.

Por outro lado, o BC tem feito questão de enfatizar que os diretores entendem na sua maioria que quase não existe mais espaço para se fazer política monetária, dado os juros muito abaixo do patamar histórico.

Rio Macro FIC de FIM

Macro				
FUNDO	% JUL/20	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO MACRO FIC DE FIM	0,27	-3,55	0,14	51,45
<i>VS. CDI</i>	<i>136,87</i>	<i>-</i>	<i>3,32</i>	<i>101,75</i>

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE	% JUL/20	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,19	0,99	1,38	45,06
Juros	-0,65	-1,74	1,14	23,21
Moedas	0,10	3,12	1,85	1,15
Bolsa	1,35	-5,45	-1,80	-0,56
Ativos externos	-0,47	-0,23	-1,00	-1,78
Custos	-0,25	-0,24	-1,43	-15,63
Total	0,27	-3,55	0,14	51,45

início: 31/08/2015

Em julho nós mantivemos a compra de Bolsa no Brasil parcialmente *hedged* em S&P futuro. Ao longo do período compramos inflação implícita e posteriormente vendemos juros reais futuros, ambos na parte intermediária da curva. Fizemos também algumas operações de curto prazo na venda de peso mexicano contra o real.

O cenário global segue apontando para uma recuperação da atividade econômica desigual e cuja velocidade é incerta em meio aos esforços dos governos de controlar a pandemia. O setor de serviços continua sendo o mais prejudicado devido as medidas de distanciamento social, enquanto indicadores antecedentes da indústria estão indicando uma retomada mais rápida. No que concerne o Covid-19, a queda no número de casos nas Américas tem sido bem lenta, enquanto na Europa há sinais incipientes de uma 2ª onda - até o momento bem menor - na Espanha, na França e na Alemanha. Por enquanto, o mais provável é que a vacina só esteja disponível em grande escala no 1º semestre do ano que vem, o que dificulta a normalização do setor de serviços e consequentemente da economia como um todo.

Neste contexto, os ativos de risco mundo afora continuam se recuperando, mas ainda dependentes da liquidez farta que os governos e os BCs têm injetado na economia.

No Brasil, a retomada não é diferente do resto do mundo, com os serviços ainda bem atrás da indústria. O Copom reduziu mais uma vez a Selic em 25 p.p. para 2% a.a. e sinalizou que novas reduções, se

houverem, serão mais graduais do que no passado recente. Pelo cenário básico do BC, ainda há espaço para mais quedas nos juros, mas o comitê entende que o risco delas provocarem instabilidade financeira pode não compensar o benefício de levar a inflação para a meta no horizonte relevante. Em nossa opinião esse espaço é maior do que o BC julga ter, dado o desvio das expectativas em relação à meta e as condições financeiras atuais. Como estamos com taxas de juros em níveis inéditos e há uma incerteza acerca da existência de um patamar mínimo acima do zero em que afrouxamentos adicionais da política monetária tornam-se contraproducentes, acreditamos que faça sentido uma postura mais conservadora por parte do BC.

Um tema que vem trazendo apreensão ao mercado e pode gerar uma volatilidade maior nos próximos meses é a redução dos estímulos fiscais a partir do próximo ano, quando o teto de gastos volta a limitar o seu crescimento. A pressão sobre o Ministério da Economia é grande e qualquer medida que coloque em risco a regra vigente de maneira perene pode causar uma instabilidade grande nos ativos locais.

Diante deste quadro, estamos com posições menores em Bolsa no Brasil parcialmente *hedgeados* em S&P futuro e comprados em inflação implícita.

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

Atenciosamente,

Equipe Rio Gestão de Recursos.