

Carta do Gestor

A Inflação Brasileira e as Desonerações Tributárias

Caros Investidores,

A política de desonerações tributárias que, diga-se de passagem, é bem-vinda, tem se mostrado muito mais um instrumento de combate à inflação de curto prazo do que uma convicção do governo de que a estrutura de cobrança de tributos no Brasil é uma aberração. Em vez de fazer desonerações para todos os setores da economia, o governo escolhe alguns de acordo com seus interesses do momento. Atualmente, os setores vencedores são aqueles que podem pressionar a inflação para baixo.

A percepção cada vez mais generalizada é de que o governo realiza essas desonerações sem uma preocupação com o melhor para o país, sem um direcionamento que vise ao aumento da competitividade da indústria de forma horizontal. O governo parece cada vez mais preocupado em afetar a inflação de curto prazo.

Adicionalmente, quando o governo realiza essas desonerações o faz de maneira truculenta, na base da pressão. Logo após o anúncio da desoneração da cesta básica, por exemplo, convocaram todos empresários e associações de classe dos setores desonerados a Brasília. A principal preocupação é saber quando e quanto da desoneração do tributo será repassado para os preços. É fácil imaginar a reação dos empresários, forçados a dar uma resposta imediata para o governo sobre um assunto tão complexo. O tributo desonerado no caso da cesta básica, a PIS/COFINS, é um tributo em cascata que incide sobre o faturamento, sendo de elevada complexidade. Será que os empresários estavam aptos a dar essa resposta tão imediatamente?

E por que mesmo eles são obrigados a repassar imediatamente para os preços a redução de impostos? Por que não poderiam recompor suas margens? Não podem porque o governo não quer, não deixa. Porque apesar das constantes negativas, esse governo é altamente intervencionista, quer sempre interferir no mercado, nos preços, escolher quais são os setores vencedores, direcionar políticas para eles.

Velhas práticas estão de volta. O balcão de negócios do governo está aberto, e as negociações são cada vez mais caso a caso. O setor que quiser ter benefícios do governo tem que ir ao balcão, se candidatar e ver se é qualificado ou não. No presente momento, um potencial impacto baixista na inflação já o tornaria um sério candidato a receber alguma desoneração. Isso lembra um passado distante, no qual o governo controlava os empresários e seus preços por meio do CIP (Conselho Interministerial de Preços). Nesse conselho, se definiam as políticas de preços setoriais, que depois impactariam a inflação. Não precisamos lembrar aonde essas políticas nos levaram.

De novo, aplaudimos a iniciativa de redução da carga tributária, mas criticamos a forma como ela está sendo feita. Por que não desonerar todos os setores de forma horizontal? Por que não encaminhar propostas de reforma tributária que simplifiquem a estrutura tributária? Por que não atacar a incerteza associada à atual legislação e aos passivos tributários atualmente existentes? Por que o governo optou por abrir um balcão de demandas específicas?

O que precisamos é de políticas que simplifiquem os tributos de forma permanente. Não deveríamos focar em políticas de momento, no qual se diminui um tributo por conta de uma necessidade de curto prazo e, posteriormente, se eleva o tributo na medida em que a redução não se faça mais necessária, como foi o caso do IPI para o setor de automóveis.

Ao optar por políticas confusas e de negociação de balcão, o governo, ao invés de trazer boas notícias com a diminuição da carga tributária, traz incerteza aos empresários. Afinal não há nenhuma previsibilidade nas suas ações. Numa hora, o foco é competitividade. Noutra, é baixar a inflação de curto prazo. Nesse ambiente, os investimentos, tão necessários para apoiar de maneira sustentável o crescimento da economia brasileira, continuarão sendo negativamente afetados. Esse é o custo das atuais políticas do governo, que cada vez mais enfoca o curto prazo em detrimento do longo prazo.

A expectativa do governo, corroborada até certo momento pela sinalização do BC, era de juros estáveis por um período longo. Transformada em esperança, sobretudo após a mudança da comunicação do BC em sua reunião de março, o governo tenta fazer a sua parte, antecipando a desoneração da cesta básica. Acena também com mais desonerações, para setores como o farmacêutico e o de transporte. Obviamente o foco é a pressão baixista para a inflação.

O governo parece querer, a qualquer custo, evitar, ou ao menos suavizar, o ciclo de alta da Selic. Consideramos espantoso que as desonerações tenham agora esse objetivo. Será que realmente acreditam que a piora das expectativas de inflação será menor caso o IPCA não rompa o teto da meta em março por conta dessa desoneração pontual da cesta básica?

Na nossa visão, utilizar as desonerações tributárias com o foco na redução da inflação será um grave equívoco de política econômica. Dado o nível elevado, o grau de disseminação e a persistência da inflação no início de 2013, estímulos adicionais de demanda pressionarão ainda mais a inflação em prazos mais longos.

Seguem as nossas principais alocações.

Juros Brasil

Ao longo do mês de fevereiro, a inflação divulgada continuou surpreendendo o mercado e o Banco Central. Nossas projeções de curto prazo subiram bastante ao longo do mês, indicando que nos próximos meses o BC e o mercado continuarão a ser surpreendidos pela inflação. Nesse cenário, iniciamos alocações tomadas na parte curta e na parte longa da curva (DI jan14 e jan17), uma vez que a curva precifica pouca alta, diante do elevado risco inflacionário.

Além disso, iniciamos uma alocação comprada na inflação de médio prazo. Essa inflação ao redor de 5,6% nos parece baixa, diante do nível da inflação corrente e a forte disseminação da alta nos preços na economia.

Ações

Durante o mês de fevereiro, nossa visão de um cenário macroeconômico doméstico desafiador foi se confirmando e tem crescido a expectativa de um aperto monetário. Dada a concentração de empresas produtoras de *commodities* no índice Ibovespa e um cenário global ainda positivo, preferimos ter exposição líquida direcional neutra e implementar essa visão setorialmente, e como já havíamos comentado, estamos com uma posição vendida numa cesta de ações de consumo doméstico que foi aumentada ao longo do mês e comprada em empresas do setor de infraestrutura, bancos e empresas de consumo globais.

Na parte internacional, mantivemos nossa exposição direcional neutra devido ao aumento do risco na última quinzena do mês: na Europa, após a eleição na Itália, e nos Estados Unidos, após a falta de um acordo que evitasse o sequestro de gastos no início de março. Na bolsa americana, continuamos com a nossa posição comprada no setor bancário e industrial e vendida no setor de consumo discricionário e varejo. Ainda na bolsa americana, iniciamos uma posição vendida em empresas que hoje pagam uma taxa de imposto abaixo do estatutário, pois acreditamos que serão negativamente impactadas com o fechamento de brechas fiscais no futuro. Devido ao alto nível de caixa nas empresas, baixa alavancagem e atrativo custo do crédito, compramos também uma cesta de empresas que poderão ser alvo de interesse numa aceleração da atividade de M&A nesse ano.

Moedas

No final do mês de fevereiro, iniciamos uma posição comprada em dólar americano contra o euro e o dólar australiano. Iniciamos, também, uma posição comprada no dólar americano contra o real.

Commodities

Continuamos vendidos em milho. Os fundamentos da *commodity* pouco se alteraram no último mês. Segundo maior exportador de milho do mundo (atrás apenas dos EUA), o Brasil já colheu cerca de 1/3 de sua safra de verão e os levantamentos de produção mais recentes seguem bastante positivos. Segundo a Conab, a produção em 2013 alcançará mais um recorde, sendo 4% superior à de 2012 e 28% superior à média dos últimos cinco anos. Já a safra norte-americana começará a ser colhida apenas em agosto. Esperamos uma normalização da produtividade, o que deve conferir à produção um incremento de mais de 30% em relação à safra de 2012. Pelo lado da demanda, uma fraqueza adicional do setor exportador nos EUA tem sido compensada por um fortalecimento da demanda por ração no mesmo país. Continuamos enxergando estoques três vezes maiores nos EUA no próximo ano-safra e preços se mantendo em trajetória de queda.

Crédito

Mantivemos nossa posição tomada nos juros de 10 anos da França e aplicada nos juros de 10 anos da Alemanha. A posição fiscal e de competitividade da economia francesa é muito inferior à alemã e a economia francesa entrou em recessão neste ano.

Juros Internacionais

Apesar dos dados nos Estados Unidos terem vindo melhores do que o esperado recentemente, as incertezas fiscais permanecem. Continuamos sem enxergar grandes assimetrias nos mercados e, portanto, permanecemos sem maiores alocações.

Atribuição de Performance

No mês de fevereiro, o SPX Nimitz rendeu 0,78%, ante um CDI de 0,48% no mesmo período.

SPX Nimitz Feeder FIC FIM	Fev. 2013	2013	12 MESES
Ações	0,36%	1,23%	2,26%
Commodities	0,08%	0,12%	0,12%
Crédito	0,03%	-0,04%	-0,09%
Juros Brasil	-0,02%	0,46%	2,87%
Juros Internacionais	0,04%	0,06%	-1,82%
Moedas	0,01%	0,12%	1,30%
Taxas e Custos	-0,20%	-0,38%	-2,05%
CDI	0,48%	1,10%	7,81%
Total	0,78%	2,67%	10,40%

Este material foi preparado em conjunto pela SPX Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Capital") e SPX Equities Gestão de Recursos Ltda. ("SPX Investimentos"), empresas do grupo SPX, e tem caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de cotas dos fundos geridos e não considerando objetivos de investimento ou necessidades individuais e particulares. O grupo SPX não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa de prospectos e regulamentos ao aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada já é líquida das taxas de administração, de performance e dos outros custos pertinentes ao fundo, mas não é líquida de impostos. Nos fundos geridos pela SPX a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo.

Este material não pode ser copiado, reproduzido, publicado ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia autorização, por escrito, do grupo SPX.