

POLÍTICA:

Em novembro o clima político arrefeceu, a maioria dos ministros já foi anunciada, porém até fevereiro, quando a nova legislatura toma posse, o cenário deve manter-se na especulação de como será o novo governo.

MACROECONOMIA:

A divulgação mais importante do mês foi o resultado do PIB do 3T18. A economia cresceu 0,8% no terceiro trimestre. Em relação ao 3T17 o avanço foi de 1,3%. O acumulado do ano está em 1,1%.

Pela ótica da demanda o grande destaque positivo foi o crescimento de 6,6% dos investimentos. Vindo de uma queda de 1,3% no trimestre anterior. Entretanto esta alta expressiva, a maior desde 2009, está ligada à um fator extraordinário, que foi a mudança no regime de tributação do setor de óleo e gás. Esta mudança incorporou as plataformas de petróleo ao ativo no balanço, impulsionando a FBCF. Sem este evento, de acordo com o IBGE o investimento cresceria 2,7%. O que ainda é uma taxa relevante. O consumo das famílias cresceu 0,6%, apesar de menor que o investimento, seu peso no cômputo do PIB é aproximadamente três vezes maior.

Pela ótica da oferta, a indústria voltou a crescer (0,4%), depois de dois trimestres negativos. Porém o destaque fica para o setor de serviços, que normalmente é o último setor a sair da crise. Este setor cresceu 0,5% e é responsável por 70% no cômputo do PIB. Porém o que puxou esta alta foi transportes que vinha de uma base depreciada (2T18), devido à greve dos caminhoneiros.

O crescimento continua tímido, porém consistente. É o sexto trimestre consecutivo de alta, após oito trimestres de queda. A expectativa é que um crescimento robusto no longo prazo venha apenas com as reformas prometidas. Capitaneadas pela reforma da previdência, mas seguidas pelas outras de grande importância como a reforma tributária. Apesar do crescimento dos últimos trimestres o PIB ainda se encontra no patamar de 2012, mostrando assim que o crescimento continua represado, e a capacidade ociosa da economia resiliente. A expectativa é o crescimento de 1,32% do PIB no acumulado do ano de 2018 de acordo com o último boletim Focus, mostrando o excesso de otimismo do início do ano, quando o boletim apontava uma alta de 2,7% do PIB.

A inflação acumulada em 2018 até outubro ficou em 3,81%. Dado a sazonalidade do final do ano a expectativa é que feche o ano próxima do centro da meta, hoje em 4,5%. A taxa Selic se manteve em 6,5%, e salvo qualquer evento de cauda terminará o ano assim. O câmbio apesar de ensaiar uma queda pós eleição, quando chegou a ser cotado a 3,63 reais por dólar, voltou a subir e fechou novembro em 3,86 reais por dólar. Após a tímida declaração do presidente distrital do FED de Atlanta, Raphael Bostic, de que a taxa de juros americana poderia estar chegando na taxa neutra, o chairman do FED Jerome Powell foi mais enfático na mesma linha, concomitantemente à trégua na guerra comercial EUA e China. Estes fatos apontam que no curto prazo o cenário externo será positivo para câmbio e juros brasileiros. Por isto mais uma vez ressalta-se que o grande desafio é fazer o dever de casa interno, principalmente o fiscal.

CRÉDITO:

Os dados de crédito relativos ao 3T18 corroboraram as tendências. Os pares formadores do saldo de crédito – Recursos livres (RLs) e direcionados (RDs), crédito à pessoa física (PFs) e à pessoa Jurídica (PJs) e crédito concedido por bancos públicos e privados - mostram resultados opostos. Enquanto os RLs, crédito à PF e concedido por bancos privados tiveram altas expressivas 4,2%, 2,2% e 5,4%, respectivamente. Seus complementares tiveram quedas relevantes. RD, PJ e bancos públicos, tiveram taxas de -6,5%, -4,9% e -6,4% respectivamente, de acordo com o Banco Central.

Acima podemos ver a tradução em números do cenário pré-crise e início de recuperação pós crise. O crédito direcionado, que inclui operações rurais, os empréstimos imobiliários e BNDES foi bastante estimulado por governos anteriores através dos bancos públicos, enquanto as instituições privadas vislumbrando um cenário de crise já haviam fechado a torneira do crédito. As empresas que também já estavam em dificuldade pararam de tomar empréstimos, enquanto as pessoas físicas continuaram se endividando para fechar as contas. Fato importante de se ressaltar é que a taxa de PJs apesar de ainda negativa, vem melhorando, e a de PFs ainda positiva segue estabilizada, o que pode ser visto como início de retomada da confiança no primeiro caso e cautela no segundo. O que pode-se inferir também é a dificuldade de setores importantes do PIB de retomar o crescimento. Os recursos direcionados ainda não esboçaram reação, mostrando que agro, indústria e a lanterna da retomada, construção civil, ainda patinam.

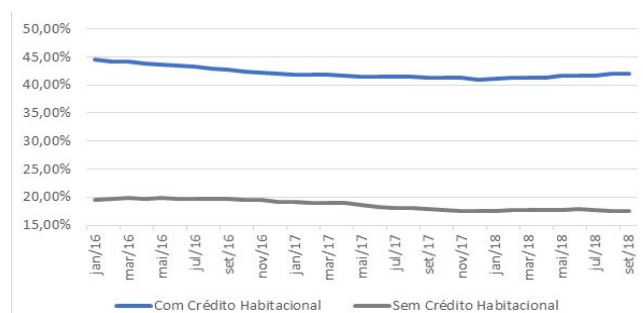
A inadimplência da carteira total de crédito do mercado vem caindo substancialmente, a taxa chegou a 3,05%, em outubro, mantendo-se no piso da série histórica. O comprometimento da renda das famílias com serviço da dívida mantém-se alto, porém dentro do padrão histórico brasileiro, fechando setembro em 42,08% quando considerado o crédito habitacional e 17,55% quando não considerado.

Inadimplência – Carteira Total de Crédito (Em %)



Fonte: BCB - DSTAT

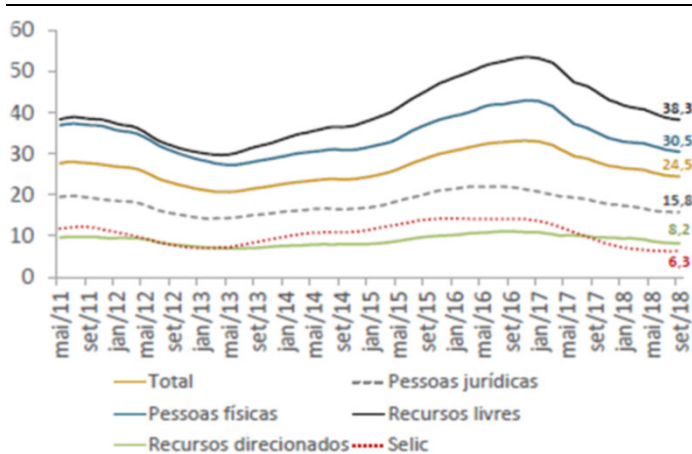
Comprometimento da Renda das Famílias (Em %)



Fonte: BCB - DSTAT

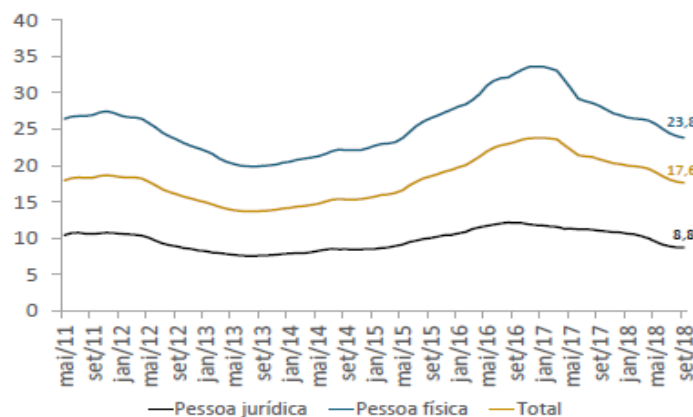
Outro fator bastante importante é a taxa de juros destes créditos concedidos e a relação com a taxa Selic. As Taxas continuam altas, dado o histórico problemático do fornecimento de crédito brasileiro, que impede um alinhamento maior da taxa tomada na ponta final com a taxa Selic. Porém, o ponto positivo é que tanto as taxas têm diminuído, como o spread também. Nos gráficos podemos ver que o problema da volta do crescimento não está relacionado à crédito caro, pois os RDs têm a menor taxa (8% a.a.), entretanto são os que menos mostram sinal de retomada. Donde pode-se inferir que o ponto crucial é confiança do tomador em relação à uma alocação eficiente e retorno destes recursos.

Taxas de juros das operações de crédito dessazonalizadas (Em %)



Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea.
Obs.: Média móvel trimestral.

Spreads das taxas de juros das operações de crédito dessazonalizadas (Em %)



Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea.
Obs.: Média móvel trimestral.

Juros e spreads (Set./2018)

	Taxa de Juros		Spread	
	% a.a.	Variação 12 meses (p.p)	p.p.*	Variação em doze meses (p.p)
Total	24,4	-2,6	17,4	-2,69
Pessoa Física	30,4	-3,53	23,4	-3,69
pessoa Jurídica	15,7	-1,81	8,6	-1,91
Crédito Livre	38,1	-5,2		
Crédito Direcionado	8	-1,33		
Selic	6,4	-1,95		

*p.p.: pontos de porcentagem
Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea.

VALORA GUARDIAN

Desempenho	novembro 18	Acumulado ano
Guardian I	0,60%	7,28%
% CDI	121,7%	123,4%
Guardian II	0,58%	7,04%
% CDI	118,0%	119,3%

A família Guardian rendeu dentro da expectativa em novembro. O retorno dos fundos segue aumentando a cada mês, resultado de um esforço de alocação da equipe de Gestão. Os Fundos permanecem fechados para a captação, visando manter o prêmio para o cotista.

A alocação em ativos de crédito representou 75,45% do PL, dos quais 68,07% em cotas seniores, 7,13% em subordinadas mezanino e 5,31% cotas únicas; fundos DI representavam 19,64% ao final do mês. A posição de caixa foi diminuída devido à alocação em ofertas condizentes com a meta de risco/retorno do fundo.

VALORA ABSOLUTE

Desempenho	novembro 18	Acumulado ano
Fundo	0,55%	6,59%
% CDI	110,7%	111,7%

O Fundo rendeu 110,7% do CDI em novembro, entregando por mais um mês um resultado consistente e em linha com o esperado. No ano o Fundo está rendendo 111,7% do CDI. A Gestão segue perseguindo a alocação ótima dentro da estratégia traçada. A posição de Movida (MOVI21) foi aumentada, vislumbrando uma possibilidade de prêmio advinda de uma nova emissão futura. Na média, os ativos de crédito privado (debêntures e LFs) tiveram marcação a mercado positiva, com o fechamento das curvas dos papéis. Outra estratégia que agregou alfa nesta classe foi o mercado secundário. Esta classe de ativos entregou 127% do CDI. Destaque positivo para os FIDCs que tiveram uma rentabilidade média ponderada de 152% do CDI. Enquanto os ativos mais líquidos com marcação a mercado entregaram 137% do CDI.

O portfólio encerrou o mês composto por 5,59% em fundos líquidos, 40,24% em títulos públicos, 2,88% em emissões bancárias, 41,40% em debêntures e 10,07% em FIDCs. A Gestão preocupou-se em alocar a captação positiva do fundo. Boas emissões primárias, oportunidades no secundário e gestão ativa dão o direcionamento do Fundo.

VALORA HORIZON HIGH YIELD

Desempenho	novembro 18	Acumulado ano
Fundo	0,78%	8,74%
% CDI	158,2%	148,1%

O Fundo rendeu 0,78% em outubro (158,14% do CDI). Durante o mês, realizamos a alocação na cota subordinada do FIDC Zamboni, o que aumentará a rentabilidade do fundo nos próximos meses.

A estratégia de gestão do fundo são investimentos em ativos high yield, ou seja, buscamos o alpha da carteira na alocação de ativos como: debêntures, cotas subordinadas ou mezanino de FIDCs, CRIs ou CRAs com garantias reais. O fundo encerrou o mês de novembro/18 com R\$ 38,278 milhões, alocando em 34,09% em cotas de FIDCs subordinadas mezanino, 17,13% em cotas de FIDCs Sênior, 31,67% em Fundos de Crédito, 3,39% em CRIs com garantias reais, 2,65% de cotas subordinada juniores e 11,397% em caixa.