

Caros Investidores,

Acompanhe a partir de agora nossa análise do mês de junho de 2019, com os cenários doméstico e internacional, os números de nossos fundos e tudo que você precisa saber sobre seus investimentos. Qualquer dúvida, estamos à disposição.

Vamos em frente!

Cenário Macro Brasil

- Reforma praticamente aprovada, surpreendendo no tamanho
- Ativos de risco seguem em alta
- Juros reais derretem
- O que pode dar errado?

Agenda Liberal avança, mercados aplaudem

No geral, o mês de junho foi ótimo no âmbito doméstico com a agenda das reformas, em particular com a praticamente certa aprovação da reforma da previdência na câmara. Apesar de todo o drama, no final temos uma reforma sólida, próxima à nossa projeção mais otimista de R\$800 bi. O governo também fez um golaço ao fechar o acordo comercial do Mercosul com a Europa, passo importante apesar de ainda ser um esboço com detalhes a definir. Notavelmente, o mês de junho foi marcado pela ausência de ruído e distrações da área ideológica do governo. Sigamos assim!

O governo começou a dar sinais do que está por vir em termos de reformas pós-previdência e, ao menos no que diz jus ao palavreado, as notícias são boas – desalavancar bancos públicos, privatizações, desestatizar o mercado de crédito (o que já ocorre), investimentos no pré-sal e quebra no monopólio do gás natural. Tudo isso foi música para o mercado de ações, e o Ibovespa deixou para trás os 100 mil pontos.

Na economia, o PMI reverteu a tendência de queda dos últimos dois meses, impulsionado pela indústria que mostrou uma importante recuperação – com o PMI da indústria indo de 50,2 para 51. A inflação continuou controlada com os núcleos, em particular ex-commodities e transporte, bem-comportados (*Gráfico 1*).

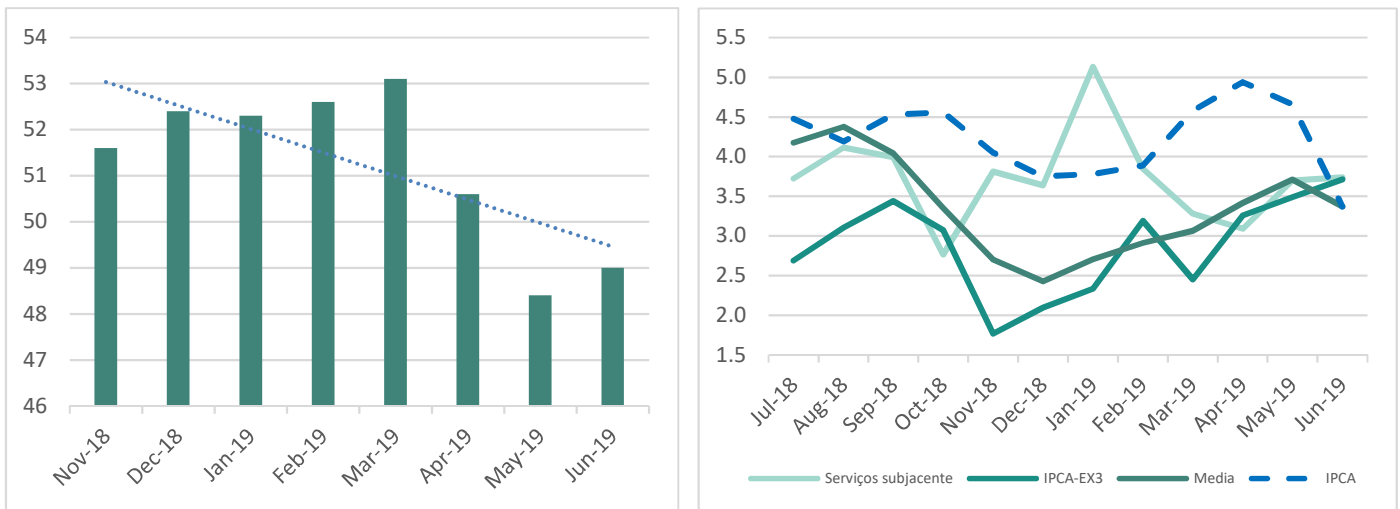


Gráfico 1 – PMI Composto (esquerda) e Inflação (direita) com ajuste sazonal e os principais núcleos

Olhando a economia de forma mais ampla, os dados assustam um pouco. Projetamos uma queda do PIB no segundo trimestre, entre -0,10% e -0,20%, caso confirmado o contínuo desempenho negativo da economia. A ociosidade (medida pelo hiato do produto) poderia chegar novamente a 4%, maior nível desde o quarto trimestre de 2016 (Gráfico 3), configurando uma recessão técnica.

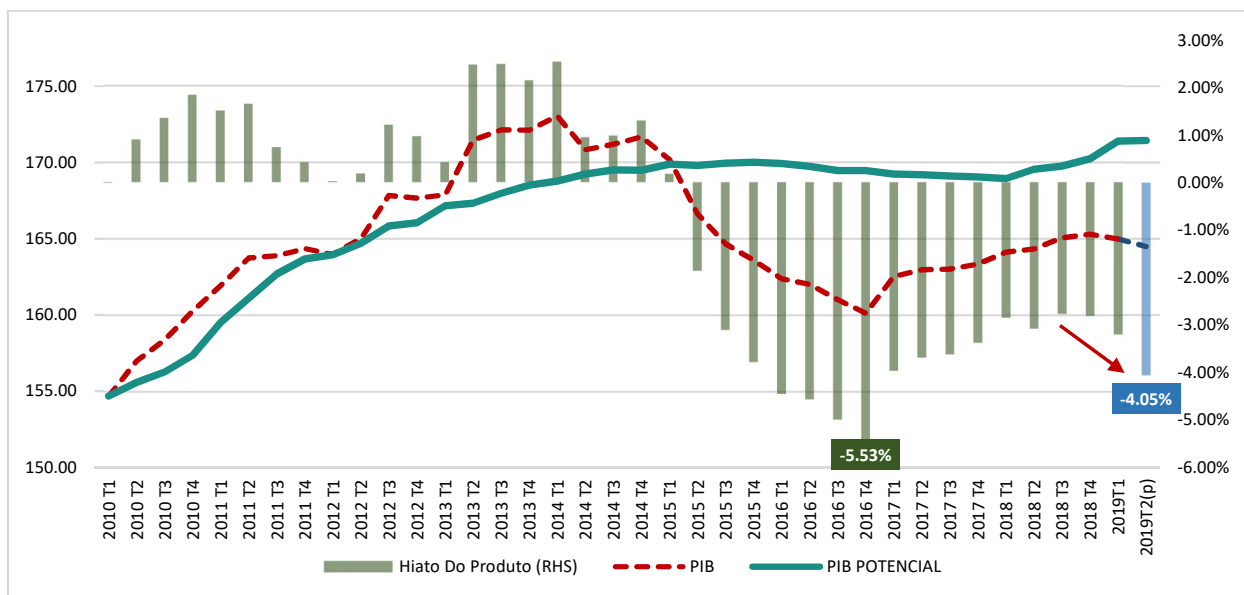


Gráfico 2 – PIB, PIB Potencial e Hiato do Produto (eixo da direita), PIB (100 = 1996).

Tendo em vista o hiato econômico ainda bastante pronunciado, com a reforma da previdência bem encaminhada, fica difícil o Banco Central justificar manter a SELIC onde está. Além do hiato do produto, existe amplo espaço do ponto de vista das expectativas de inflação para os próximos 12 meses, que se encontram ao redor de 3,48% - bem distante do centro da meta de 4,25%. Como a autoridade monetária presta muito mais atenção à expectativa de inflação do que os choques correntes, já é possível afirmar que existe conforto

nos preços para que o BCB comece um ciclo de cortes. Em nosso ver, devemos ter uma uma baixa de juros de pelo menos 0,75p.p. até o final do ano.

Os mercados foram às alturas durante o mês, com o Ibovespa ultrapassando 100 mil pontos e os juros nominais e reais derretendo. O mercado de crédito mostrou certa estabilidade nos spreads, tendo uma pausa nas baixas registradas nos meses anteriores (*Gráfico 3*).

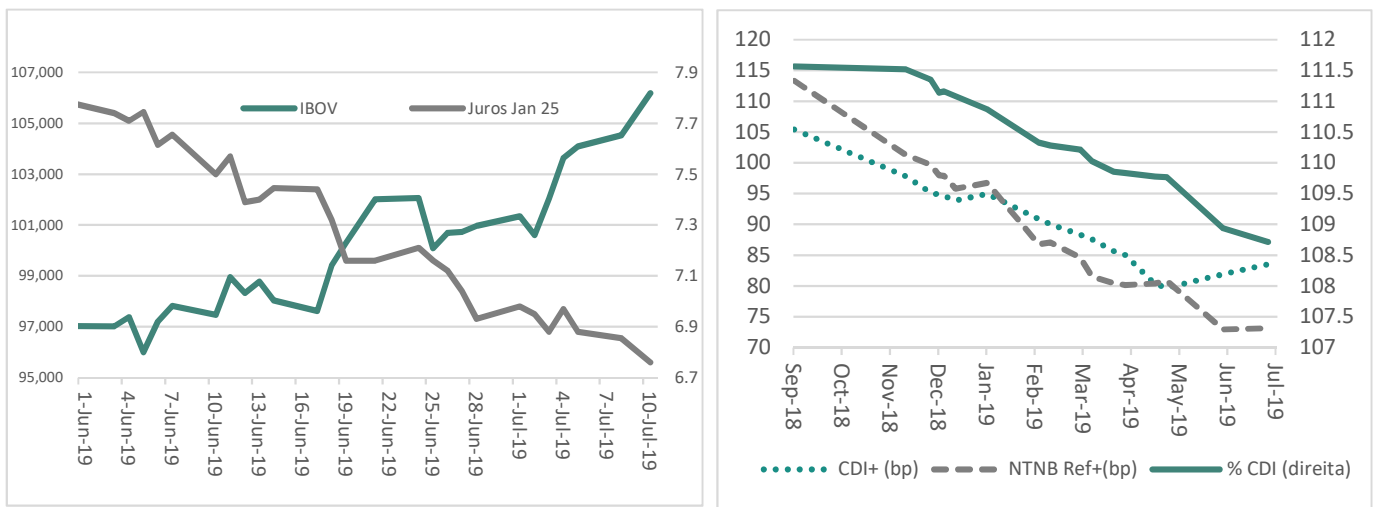


Gráfico 3 – Juros e Ibovespa com reações distintas à volatilidade (esquerda). Spreads de crédito estáveis

Mercado de Crédito

Passada a primeira metade do ano, acreditamos que é necessário fazer uma pequena pausa para analisar a evolução do mercado de crédito no país. Nas últimas cartas, falamos muito do aumento de liquidez no mercado secundário, empresas acessando o mercado pela primeira vez e o consequente crescimento do número de players no mercado.

O BNDES foi historicamente um importante agente no financiamento da infraestrutura brasileira. Como comentamos em nossa primeira carta, isso ocorreu porque esses empréstimos eram feitos a uma taxa de referência subsidiada (TJLP) que estava significativamente abaixo do mercado, fazendo com que quase a totalidade dos investimentos em infraestrutura estivesse sendo financiada via bancos públicos.

Após troca de diretriz do BNDES, a partir de 2016, suas taxas de empréstimo foram trazidas a mercado e os desembolsos, desde então, vêm caindo constantemente, sendo substituídos pelo setor privado e, em sua grande parte, via mercado de capitais (*Gráfico 4*).

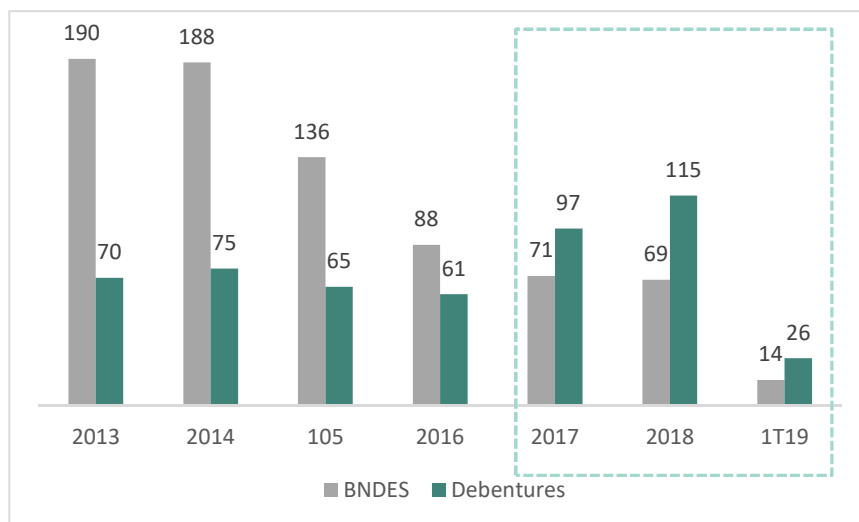


Gráfico 4 – Desembolsos do BNDES chegaram ao menor patamar após normalização das taxas praticadas pelo banco a partir 2016. Simultaneamente, o crédito privado vem suprindo esse vácuo deixado pelo BNDES, com boa parte desses ativos indo para investidores finais via mercado de capitais.

Isso mostra que nossa aposta inicial, de que este mercado veio para ficar, está de fato se materializando. Em nossa carta de fim de ano voltaremos a falar dessa evolução e reavaliar nossa tese.

Mercado Primário segue agitado

Com 65 papéis e um total captado de R\$ 30,4 milhões, o mês de junho bateu o recorde do mês mais movimentado no ano. As emissões se concentraram em 8 grandes emissores: Aliança Transportadora de Gás (R\$ 14 bi), Cielo (R\$ 3 bi), Eletropaulo (R\$ 1,5 bi), CPFL (R\$ 1,4 bi), Ecorodovias (R\$ 1,1 bi), Rede Dor (R\$ 1 bi), Energisa (R\$ 0,9 bi), Movida (R\$ 0,7 bi)

Mercado Secundário

O mercado secundário atingiu um novo patamar de liquidez. Com R\$ 470 milhões negociados diariamente, pelo segundo mês consecutivo tivemos uma liquidez maior do que R\$ 400 milhões/dia, demonstrando continuidade no crescimento do mercado secundário, em linha com o primário.

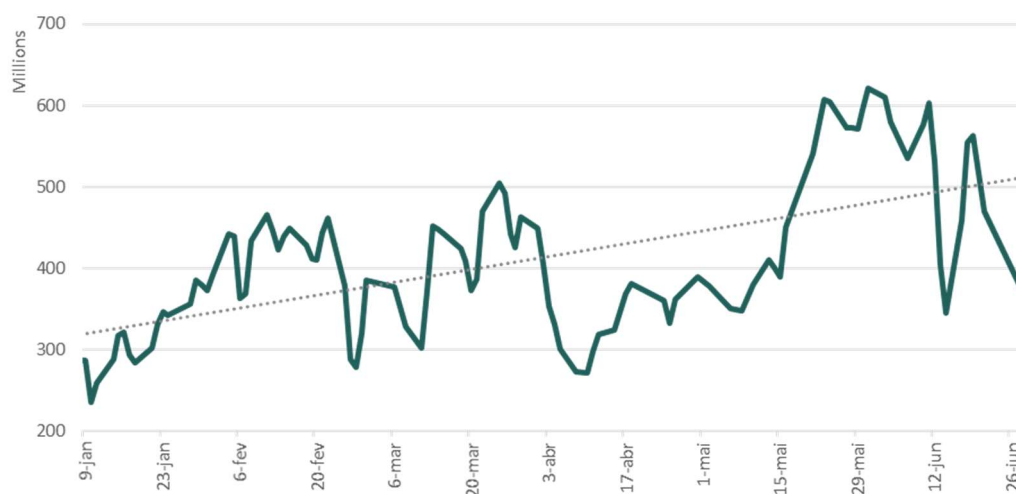


Gráfico 5 – Mercado secundário seguindo tendência de alta em junho.

Cenário Internacional

- PMI Industrial Global intensifica queda, com PMIs de Japão, China, Europa abaixo de 50
- Custo da Guerra Comercial em evidência nos PMIs industriais
- China resiste, mas também mostra sinais de vulnerabilidade
- EUA por ora ainda um oásis – manufatura e serviços mostram força e resiliência

PMI Global em queda livre

A economia global seguiu enfraquecendo – o PMI industrial global atingiu o menor nível desde 2012 (*Gráfico 6*). Diferentemente de 2012, no entanto, não vemos um estresse financeiro (no caso 2011/2012, a crise fiscal europeia). A fraqueza no PMI nos parece oriunda de um combinado entre Ásia e Europa, que pivotaram o crescimento em jan-18, e exacerbada pela guerra comercial e o impacto que isso gera no investimento e na confiança (*Gráfico 7*). O comércio global mudou muito nos últimos 40 anos, com grande parte dos produtos de manufatura sendo “*made in the world*”, onde a indústria combina componentes manufaturados em diferentes partes do mundo para montar o produto final. Essa cadeia de valor é imediatamente afetada pela mudança tarifária, uma acomodação leva tempo e, nesse ínterim, o custo para a economia global é relevante.

Sinais claros de que a *trade-war* está de fato fazendo vítimas vieram de Cingapura, importante entreposto de comércio global por onde passam os principais fluxos de mercadorias e serviços entre Ásia e Ocidente. O PIB do segundo trimestre registrou uma queda inesperada de 3,4% em termos anualizados, a maior queda desde 2012, em linha com os resultados do gráfico abaixo.

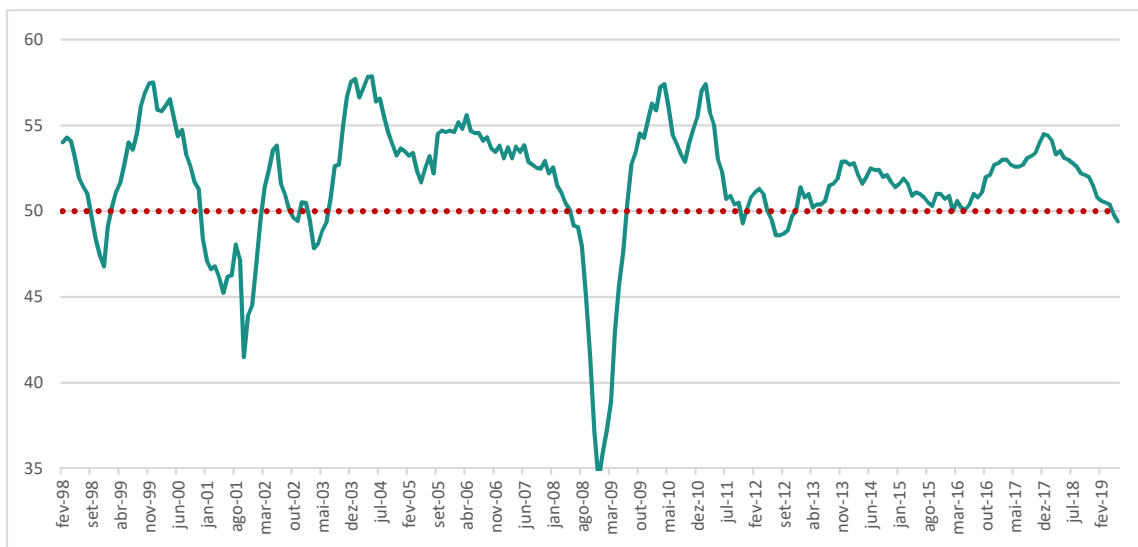


Gráfico 6 – PMI de Manufatura (Markit/JPMorgan global manufacturing PMI) acentua queda, mostrando contração pelo segundo mês consecutivo e atingindo pior nível desde 2012.

Reunindo todas essas informações, vemos um contexto de enfraquecimento da economia global com o risco de uma recessão global aumentando.

País/Périodo	jun 19	mai 19	abr 19	mar 19	fev 19	jan 19	dez 19	nov 19	out 18	set 18	ago 18	jul 18	jun 18	mai 18	apr 18	mar 18	fev 18	jan 18
Aústria	47.5	48.3	49.2	50	51.8	52.7	53.9	54.9	53.8	55	56.4	56.8	56.6	57.3	58	58	59.2	61.3
Brasil	51	50.2	51.5	52.8	53.4	52.7	52.6	52.7	51.1	50.9	51.1	50.5	49.8	50.7	52.3	53.4	53.2	51.2
Canadá	49.2	49.1	49.7	50.5	52.6	53	53.6	54.9	53.9	54.8	56.8	56.9	57.1	56.2	55.5	55.7	55.6	55.9
China	49.4	50.2	50.2	50.8	49.9	48.3	49.7	50.2	50.1	50	50.6	50.8	51	51.1	51.1	51	51.6	51.5
Rep. Tcheca	45.9	46.6	46.6	47.3	48.6	49	49.7	51.8	52.5	53.4	54.9	55.4	56.8	56.5	57.2	57.3	58.8	59.8
Mercados Desenvolvidos	48.9	49.2	50.2	49.9	50.4	51.8	52.3	52.8	53.2	53.6	53.8	54	54.4	54.7	55.1	54.8	55.7	56.3
Emergentes	49.9	50.4	50.5	51	50.6	49.5	50.2	50.7	50.5	50.3	50.8	51	51.2	51.1	51.3	51.3	51.9	51.8
União Européia	47.6	47.9	48.4	48.3	49.5	50.6	51.5	51.8	51.8	53.1	54.3	54.9	54.9	55.3	55.9	56.3	58.1	58.9
Zona do Euro	47.6	47.7	47.9	47.5	49.3	50.5	51.4	51.8	52	53.2	54.6	55.1	54.9	55.5	56.2	56.6	58.6	59.6
França	51.9	50.6	50	49.7	51.5	51.2	49.7	50.8	51.2	52.5	53.5	53.3	52.5	54.4	53.8	53.7	55.9	58.4
Alemanha	45	44.3	44.4	44.1	47.6	49.7	51.5	51.8	52.2	53.7	55.9	56.9	55.9	56.9	58.1	58.2	60.6	61.1
Grécia	52.4	54.2	56.6	54.7	54.2	53.7	53.8	54	53.1	53.6	53.9	53.5	53.5	54.2	52.9	55	56.1	55.2
Índia	52.1	52.7	51.8	52.6	54.3	53.9	53.2	54	53.1	52.2	51.7	52.3	53.1	51.2	51.6	51	52.1	52.4
Indonésia	50.6	51.6	50.4	51.2	50.1	49.9	51.2	50.4	50.5	50.7	51.9	50.5	50.3	51.7	51.6	50.7	51.4	49.9
Irlanda	49.8	50.4	52.5	53.9	54	52.6	54.5	55.4	54.9	56.3	57.5	56.3	56.6	55.4	55.3	54.1	56.2	57.6
Itália	48.4	49.7	49.1	47.4	47.7	47.8	49.2	48.6	49.2	50	50.1	51.5	53.3	52.7	53.5	55.1	56.8	59
Japão	49.3	49.8	50.2	49.2	48.9	50.3	52.6	52.2	52.9	52.5	52.5	52.3	53	52.8	53.8	53.1	54.1	54.8
México	49.2	50	50.1	49.8	52.6	50.9	49.7	49.7	50.7	51.7	50.7	52.1	52.1	51	51.6	52.4	51.6	52.6
Holanda	50.7	52.2	52	52.5	52.7	55.1	57.2	56.1	57.1	59.8	59.1	58	60.1	60.3	60.7	61.5	63.4	62.5
Polónia	48.4	48.8	49	48.7	47.6	48.2	47.6	49.5	50.4	50.5	51.4	52.9	54.2	53.3	53.9	53.7	53.7	54.6
Rússia	48.6	49.8	51.8	52.8	50.1	50.9	51.7	52.6	51.3	50	48.9	48.1	49.5	49.8	51.3	50.6	50.2	52.1
Coreia do Sul	47.5	48.4	50.2	48.8	47.2	48.3	49.8	48.6	51	51.3	49.9	48.3	49.8	48.9	48.4	49.1	50.3	50.7
Espanha	47.9	50.1	51.8	50.9	49.9	52.4	51.1	52.6	51.8	51.4	53	52.9	53.4	53.4	54.4	54.8	56	55.2

Taiwan	45.5	48.4	48.2	49	46.3	47.5	47.7	48.4	48.7	50.8	53	53.1	54.5	53.4	54.8	55.3	56	56.9
Túrqia	47.9	45.3	46.8	47.2	46.4	44.2	44.2	44.7	44.3	42.7	46.4	49	46.8	46.4	48.9	51.8	55.6	55.7
Reino Unido	48	49.4	53.1	55.1	52.1	52.8	54.3	53.3	51.1	53.7	52.9	53.9	54	54.3	53.8	54.8	55.3	55.2
Estados Unidos	50.6	50.5	52.6	52.4	53	54.9	53.8	55.3	55.7	55.6	54.7	55.3	55.4	56.4	56.5	55.6	55.3	55.5
Vietnã	52.5	52	52.5	51.9	51.2	51.9	53.8	56.5	53.9	51.5	53.7	54.9	55.7	53.9	52.7	51.6	53.5	53.4
Global	49.4	49.8	50.4	50.5	50.6	50.8	51.4	51.9	52	52.1	52.5	52.7	52.9	53	53.4	53.2	54	54.3

Gráfico 7 – Heatmap dos PMIs em vários países/regiões, mostrando o impacto da guerra comercial.

EUA mostram resiliência

A economia americana seguiu com o vento de cauda dos meses anteriores. Os PMIs mostraram uma ligeira recuperação em relação a maio (Gráfico 8). Entretanto, com um ciclo econômico já provavelmente perto do fim, a economia como um todo já mostra sinais de saturação. Por exemplo: os números de emprego, apesar de melhores do que se esperava em junho (191k vs 151k esperados), no acumulado de doze meses refletem o menor crescimento desde 2011. Ou seja, a economia agora se mostra muito próxima do pleno emprego.

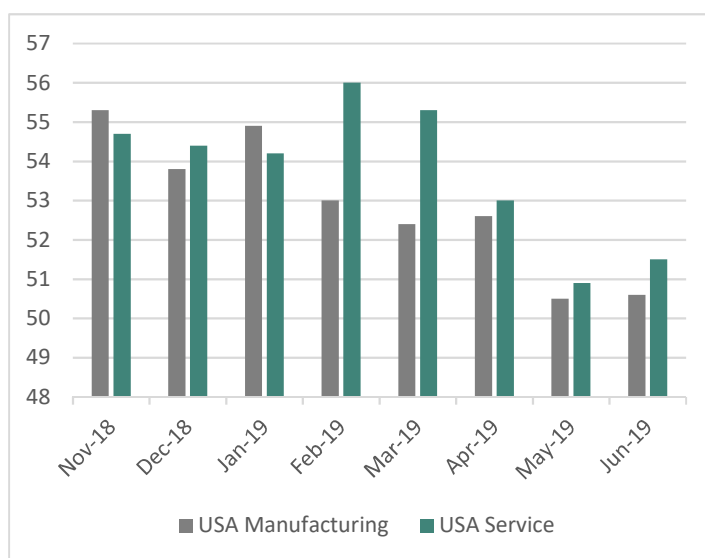


Gráfico 8 –EUA mostrando resiliência com o Serviço ensaiando uma recuperação.

O *Federal Reserve* reiterou sua postura *dovish*, indicando que no FOMC de julho deve vir ajuste nos juros. Em nosso cenário base, o corte deverá ser de 0.25%, o que seria uma correção à equivocada subida de dezembro de 2018 – mais uma vez a história se repete, com o Fed se excedendo no ciclo de alta de juros. O que os dados dos próximos meses dirão é se, desta vez, o ciclo de *tightening* precedeu (ou desencadeou) o início de uma recessão.

Os mercados receberam bem o posicionamento do Fed, com ativos de risco (*equities* e crédito) apreciando mesmo em um prognóstico de possível recessão global. Em particular o mercado de crédito retomou a tendência de alta do início de ano (Gráfico 9, esquerda).

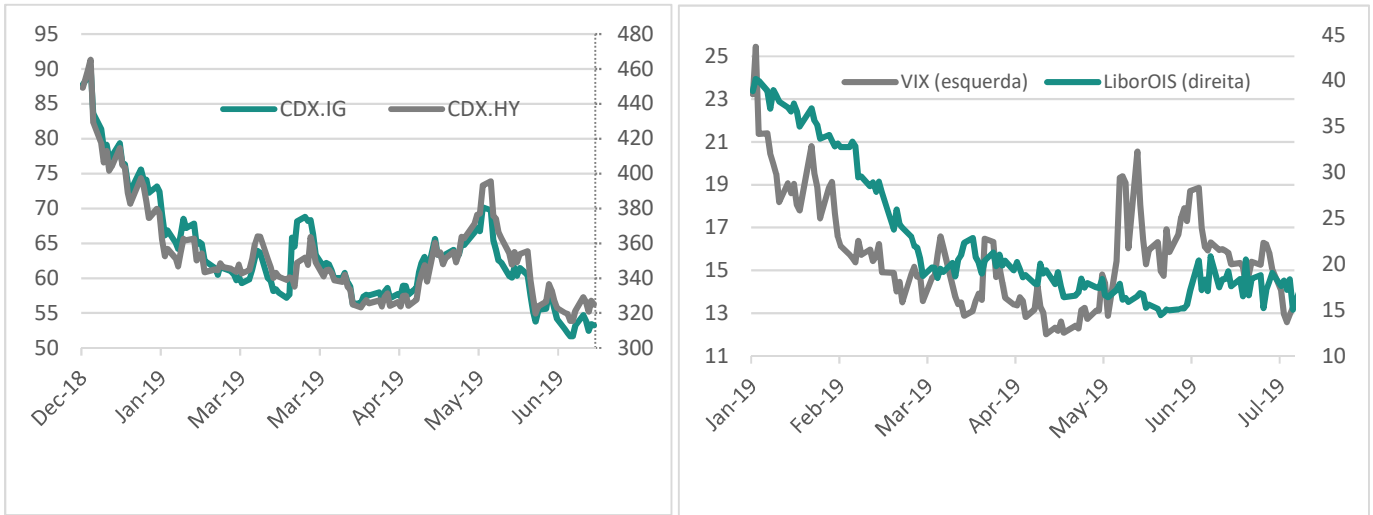


Gráfico 9 – Spreads de crédito offshore seguem em tendência. Condições financeiras e de liquidez se mostraram bem-comportadas (esquerda).

Concluimos olhando as condições financeiras que permaneceram estáveis em junho, utilizando nossos indicadores usuais – o VIX e o spread Libor-OIS (Gráfico 9). Crédito offshore seguiu em tendência de alta.

PERFORMANCE DOS FUNDOS

FAMÍLIA ENDURANCE

Journey Capital ENDURANCE Debêntures Incentivadas FI RF CP

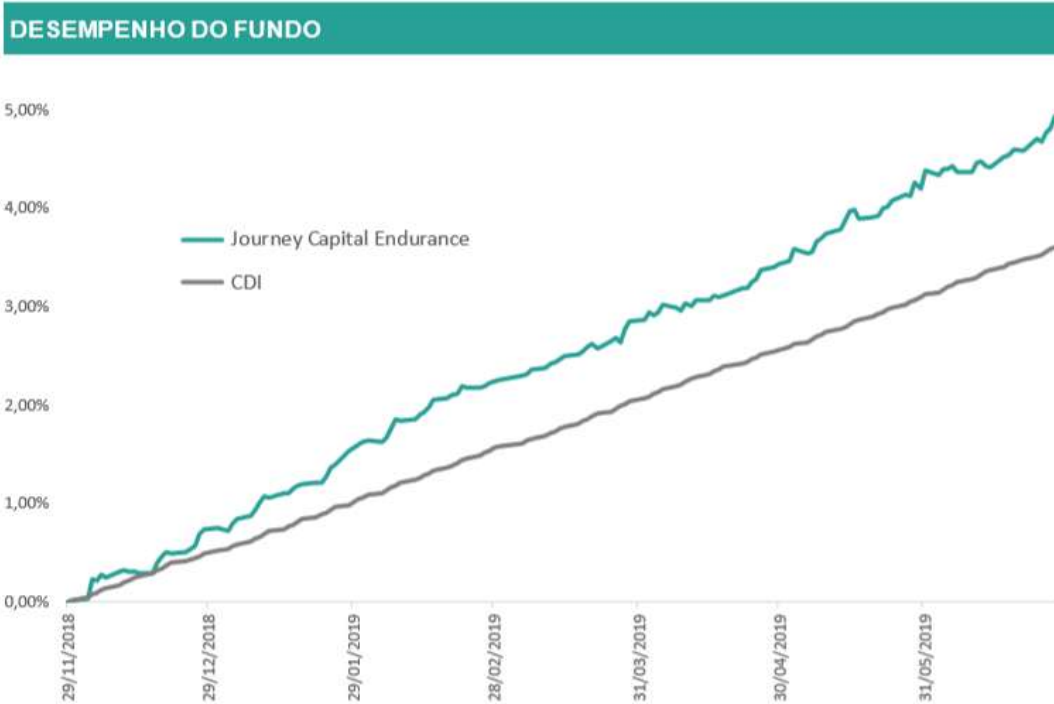
(Fundo de de debentures de infraestrutura isento de imposto de renda para pessoas físicas)

O Journey Capital ENDURANCE fechou para novas captações em 7/Jun com PL de R\$ 390 milhões e performance de 112% do CDI em junho e acumulada de 134% do CDI desde o início. Nos últimos meses alocamos a carteira do fundo de maneira mais conservadora, com menor risco de crédito (54% AAA, 4% AA+, 13% AA) e títulos com vencimentos mais curtos. Esta estratégia foi muito eficiente no momento de aversão a risco, com todas as incertezas em relação ao cenário doméstico e internacional. O cenário doméstico mudou drasticamente em junho, com a melhor articulação política e avanço para aprovação da reforma da previdência. Ademais, mantivemos o fundo com pequena exposição à curva de juros, aproveitando de forma eficiente sua inclinação. Continuamos a gestão ativa do portfólio, sempre atuantes no mercado secundário.

Posicionamento

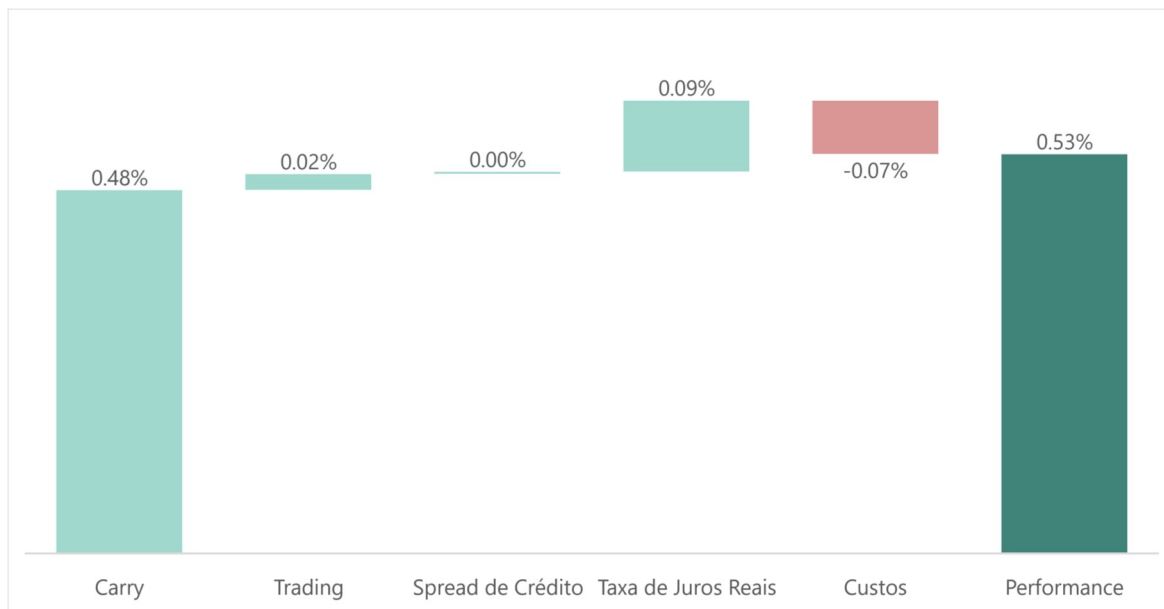
Atual

Estamos mais otimistas e voltamos à estratégia neutra com relação ao prazo e risco de crédito da carteira. Seguimos aperfeiçoando o modelo de hedge de modo a mitigar a volatilidade, dado o novo cenário de queda de juros global e local. Estamos atentos a oportunidades de mercado, primário e secundário, para ativos com melhor relação risco x retorno.



Performance do Endurance desde o início.

Atribuição de Performance



Atribuição de Performance em junho

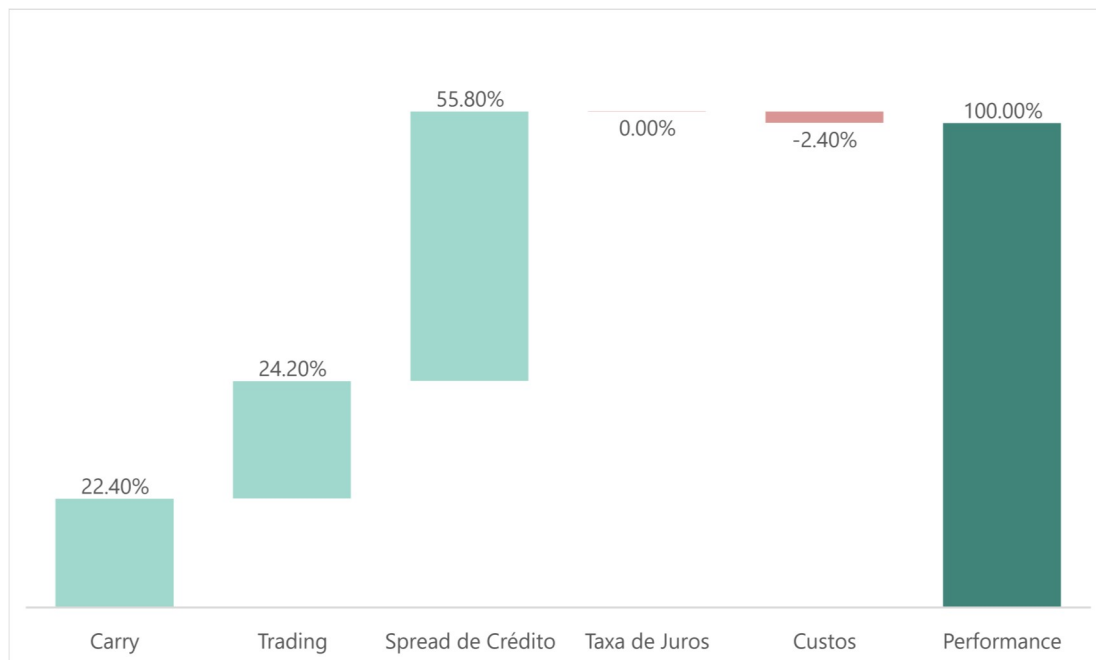
Journey Capital ENDURANCE PLUS Fundo Incentivado de Investimento em Infraestrutura RF (FI-INFRA)

O Journey Capital ENDURANCE PLUS iniciou sua atividade dia 25/Jun e teve performance acima do benchmark (CDI). O fundo está em fase de construção e alocação de carteira seguindo a mesma linha do Journey Capital Endurance. A alocação de ativos tem como norte a nova resolução CVM nº 606, que retira o limite anterior de exposição em crédito de companhias S.A. cujo capital seja fechado, deixando a gestão mais eficiente.

Posicionamento Atual

Estamos mais otimistas e voltamos à estratégia neutra com relação ao prazo e risco de crédito da carteira. Seguimos aperfeiçoando o modelo de hedge de modo a mitigar a volatilidade dado o novo cenário de queda de juros global e local. Estamos atentos a oportunidades de mercado, primário e secundário, para ativos com melhor relação risco x retorno.

Atribuição de Performance (utilizando base 100)



Nota: Em atendimento à regulação da CVM no. 555, art.50, a rentabilidade nominal das cotas não pode ser divulgada nos primeiros 6 meses de existência do Fundo

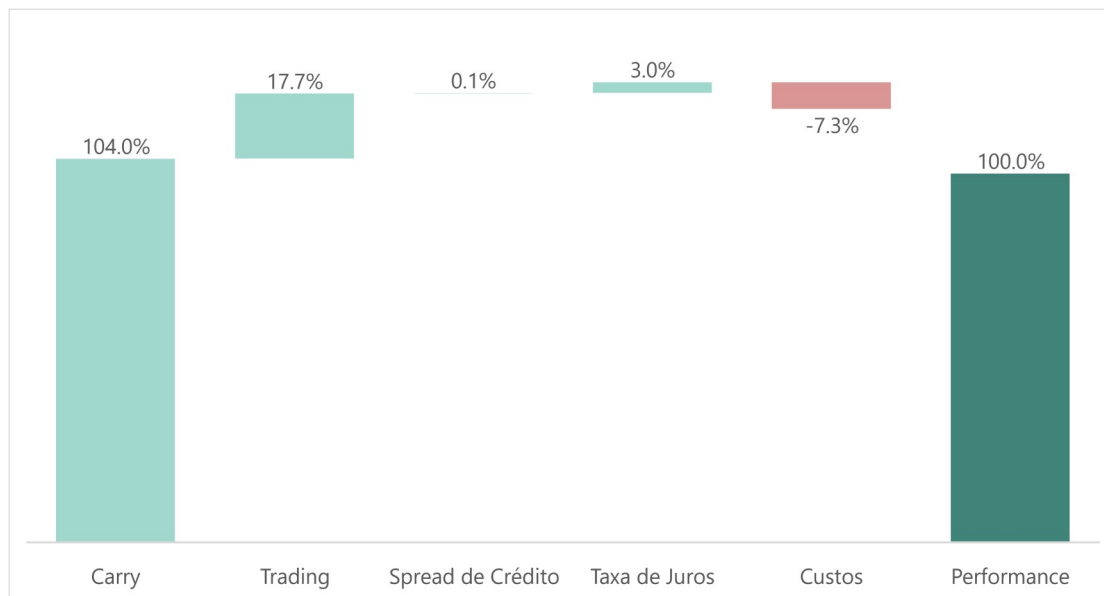
FAMÍLIA EXPEDITION

O Journey Capital EXPEDITION obteve retorno acima do benchmark (CDI), mantendo-se em linha com a proposta do fundo: baixo risco, baixa volatilidade, diversificação e bons retornos. Asseguramos essas variáveis a partir de boas compras nos mercados primário e secundário, e uma exposição diversificada em ativos com baixo risco de crédito, pouco expostos às flutuações de curva de juros a termo.

Posicionamento Atual

Estamos mais otimistas e voltamos à estratégia neutra com relação ao duration e risco de crédito da carteira. Estamos alocando os novos recursos captados nos mercados primário e secundário em ativos com melhor relação risco x retorno.

Atribuição de Performance (utilizando base 100)



Nota: Em atendimento à regulação da CVM no. 555, art.50, a rentabilidade nominal das cotas não pode ser divulgada nos primeiros 6 meses de existência do Fundo

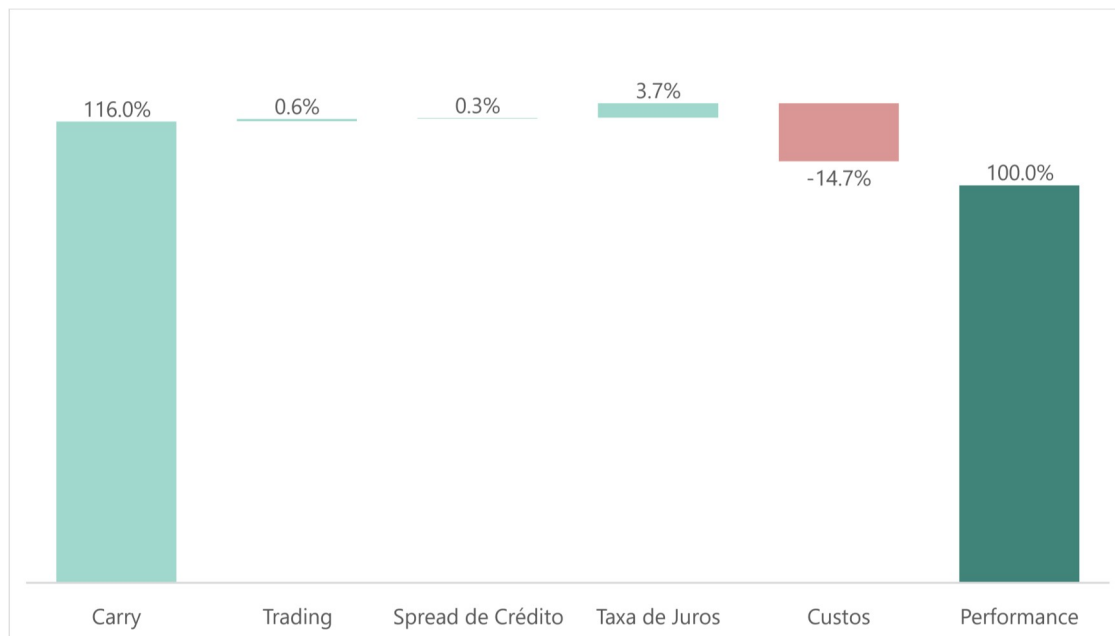
FAMÍLIA VOYAGER

O Journey Capital VOYAGER seguiu uma estratégia similar ao mês anterior e obteve retorno significativamente acima do benchmark (CDI). Assim como no Expedition, efetuamos boas compras nos mercados primário e secundário, enquanto aumentamos a diversificação de ativos que compõem a carteira do fundo, diluindo o risco de crédito. Continuamos gerando alfa a nossos cotistas através de uma gestão ativa no mercado secundário, aproveitando oportunidades pontuais de compra e venda de papéis. Os custos fixos (taxas CETIP, CVM, Auditoria, etc) ainda têm impacto importante no fundo dado o patrimônio ainda pequeno. Esperamos que esses custos sejam diluídos rapidamente com a captação esperada para os próximos meses.

Posicionamento Atual

Estamos mais otimistas e voltamos à estratégia neutra com relação ao duration e risco de crédito da carteira. Estamos alocando os novos recursos captados nos mercados primário e secundário em ativos com melhor relação risco x retorno.

Atribuição de Performance (utilizando base 100)



Nota: Em atendimento à regulação da CVM no. 555, art.50, a rentabilidade nominal das cotas não pode ser divulgada nos primeiros 6 meses de existência do Fundo

Este material foi preparado pela Journey Capital Administração de Recursos Ltda. (“Journey”) e tem caráter meramente informativo. Seu conteúdo não constitui e nem deve ser interpretado como oferta de venda de cotas de fundos geridos, oferta ou solicitação de compra de valores mobiliários, instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócio específica, qualquer que seja a jurisdição aplicável; tampouco deve ser considerado como única fonte ou recomendação de investimento, pois não são abrangidos os objetivos de investimento ou necessidades individuais e específicas em quaisquer análises ou comentários eventualmente externados.

Os fundos são supervisionados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Os fundos de condomínio aberto e não destinados a investidores qualificados possuem lâminas de informações essenciais; estes documentos podem ser consultados no site da CVM (<http://www.cvm.gov.br>) ou no site dos Administrador dos fundos.

Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais e o regulamento do fundo de investimento, antes de efetuar qualquer decisão de investimento.

Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros; em função das aplicações do fundo, eventuais alterações nas taxas de juros, câmbio ou bolsa de valores podem ocasionar valorizações ou desvalorizações de suas cotas. Alguns fundos informam no regulamento que utilizam estratégias com derivativos como parte de sua política de investimento, que da forma que são adotadas, podem resultar em perdas de patrimônio financeiro para seus cotistas superiores ao capital aplicado, obrigando o cotista a aportar recursos adicionais para cobertura do fundo.

Os regulamentos dos fundos mencionados nesse material podem estabelecer data de conversão de cotas e de pagamento do resgate diversas da data de solicitação do resgate. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e, se for o caso, de taxa de saída.

Fundos de investimento não são garantidos pelo administrador do fundo, gestor da carteira, por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

Não há garantia de tratamento tributário de longo prazo para os fundos que informam buscar este tratamento no regulamento.

As opiniões, estimativas e projeções refletem o atual julgamento do responsável pelo seu conteúdo na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio.

Comentários, cenários e projeções utilizam dados históricos e suposições diversas; apesar do cuidado na elaboração das mesmas, não se pode garantir a inexistência de erros ou inexatidão, nem mesmo que resultados e/ou cenários traçados venham efetivamente a ocorrer; ainda, tais comentários, cenários e projeções não devem ser utilizados para embasar nenhum procedimento administrativo perante órgãos fiscalizadores ou reguladores.

Algumas das informações aqui contidas foram obtidas com base em dados de mercado e de fontes públicas consideradas confiáveis; todavia, a Journey não declara ou garante, de forma expressa ou implícita, a integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização desse material e de seu conteúdo.

O conteúdo desse material não pode ser distribuído, reproduzido ou copiado sem a expressa concordância da Journey.

Para obtenção do Regulamento, Histórico de Performance, Prospecto, além de eventuais informações adicionais, favor entrar em contato com o administrador dos fundos da Journey. Para mais informações, ligue para (55) 11 4561-6006 ou acesse www.journeycapital.com.br

