

Caros Investidores,

Acompanhe a partir de agora nossa análise do mês de julho 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

- Selic até onde você vai?
- Reforma praticamente aprovada, surpreendendo na potência fiscal, o que vem depois?
- Mês de consolidação nos ativos de risco
- Riscos mitigados, mas ainda existentes

O “depois” da previdência

O mês de julho foi um mês de consolidação, a reforma da previdência foi aprovada em 1º turno na câmara dos deputados por margem expressiva de votos, quase 74% dos 513 membros da casa legislativa votaram a favor do texto base. Além disso, em inúmeros partidos, o apoio ao texto ficou acima de 90% e, em algumas legendas da oposição, houve apoio de parte expressiva dos deputados. O texto, mesmo após os ajustes que ainda serão votados em segundo turno agora em agosto, devem garantir uma economia acima dos R\$800bilhões em 10 anos, a qual em nossas métricas, em conjunto com o teto de gastos, será suficiente para recolocar o país em trajetória fiscal de solvência antes da segunda metade da próxima década. Portanto, o maior risco estrutural da economia brasileira, que é o fiscal, começa a ser de fato mitigado, o que abre uma seara de possibilidades para o futuro da economia brasileira.

Passada a previdência, o governo anunciou que a próxima grande agenda política será a reforma tributária, o mesmo que disse o Presidente da Câmara Rodrigo Maia, em discurso logo após a aprovação da previdência. A reforma da estrutura fiscal é de extrema importância, uma vez que, se bem feita, traria ganhos significativos de produtividade.

Além de desobstruir as novas reformas, a aprovação da mãe de todas as reformas abriu espaço para o início de um novo ciclo de corte de juros por parte do Banco Central, que fez uma redução expressiva de 50 p.p na taxa Selic, trazendo a mesma para 6,0%, após um longo inverno de 16 meses estacionada em 6,5%. O Banco Central já deixou claro em sua comunicação que existe mais espaço no “orçamento” para promover mais cortes na Selic, *desde que a inflação continue bem comportada*.

Em nossas simulações e incorporando como cenário base as expectativas de crescimento, inflação e câmbio, contidas no último relatório focus, auferimos que taxa possa ir até 4,75% neste novo ciclo. Porém é importante frisar que esse é um resultado mínimo que os modelos nos fornecem, logo não deve ser visto como um **target**

e sim como um **piso**. Com alguma razoabilidade é possível afirmar que a Selic deverá terminar este miniciclo entre 5,00% e 5,25%. Provavelmente, ainda ao final de 2019, variações na velocidade da queda serão calibradas de acordo com o volátil humor da economia e dos mercados globais.

Ancorando o movimento do Banco Central, a inflação e seus diferentes espectros continuam extremamente sob controle. O *Gráfico 1* traz a inflação na margem, encadeando o IPCA-15 com o IPCA, os dados mostram uma dinâmica bastante tranquila na margem. Enquanto o gráfico ao lado traz diversas medidas da inflação, seus componentes e núcleos, todos acumulados em 12 meses, todas as medidas voltaram a operar abaixo da meta de inflação (linha preta), o que deixa claro que os componentes estruturais estão todos em uma dinâmica bastante saudável, e já mostram sinais claros de dissipação dos choques sofridos no começo de 2019.

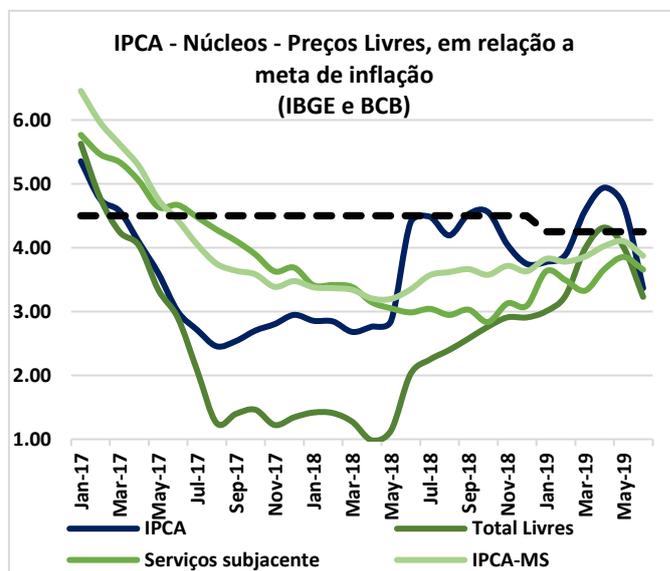
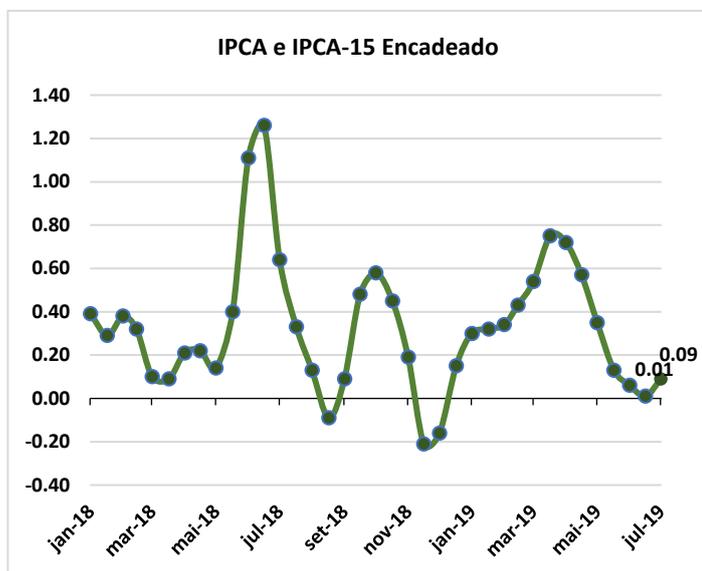


Gráfico 1 – Inflação na Margem, IPCA-15 e IPCA encadeados (esquerda) e Núcleos (direita). Os dados de inflação permanecem bem comportados amparando a baixa da SELIC por parte do BCB.

Nos mercados, os efeitos das boas notícias de julho foram sentidos na veia, a bolsa se acostumou com o patamar dos 100 mil pontos e chegou a testar os 106 mil, porém fechou o mês ao redor dos 102 mil pontos. Outros ativos também tiveram ganhos, mas assim como a bolsa, também entregaram um pedaço dos lucros auferidos no começo de julho. O dólar chegou próximo dos R\$ 3,70 e os juros reais e prefixados operaram bastante próximos das mínimas históricas.

Contudo, com um noticiário morno e nenhum driver doméstico para continuar o movimento direcional dos ativos, o que se confirmou na forma de liquidez reduzida em alguns mercados, como o de crédito privado, que comentaremos mais adiante. Esta volatilidade nos ativos domésticos foi importada, principalmente dos grandes bancos centrais lá de fora.

Na economia, começamos a ver alguns indicadores mais saudáveis de atividade no curto prazo, como os dados de emprego do CAGED e da PNAD que passaram a apresentar dinâmica mais positiva. Apesar de ainda não

mostrarem muita intensidade, já indicam um vetor mais saudável no mercado de trabalho, indicadores preponderantes na melhora do consumo.

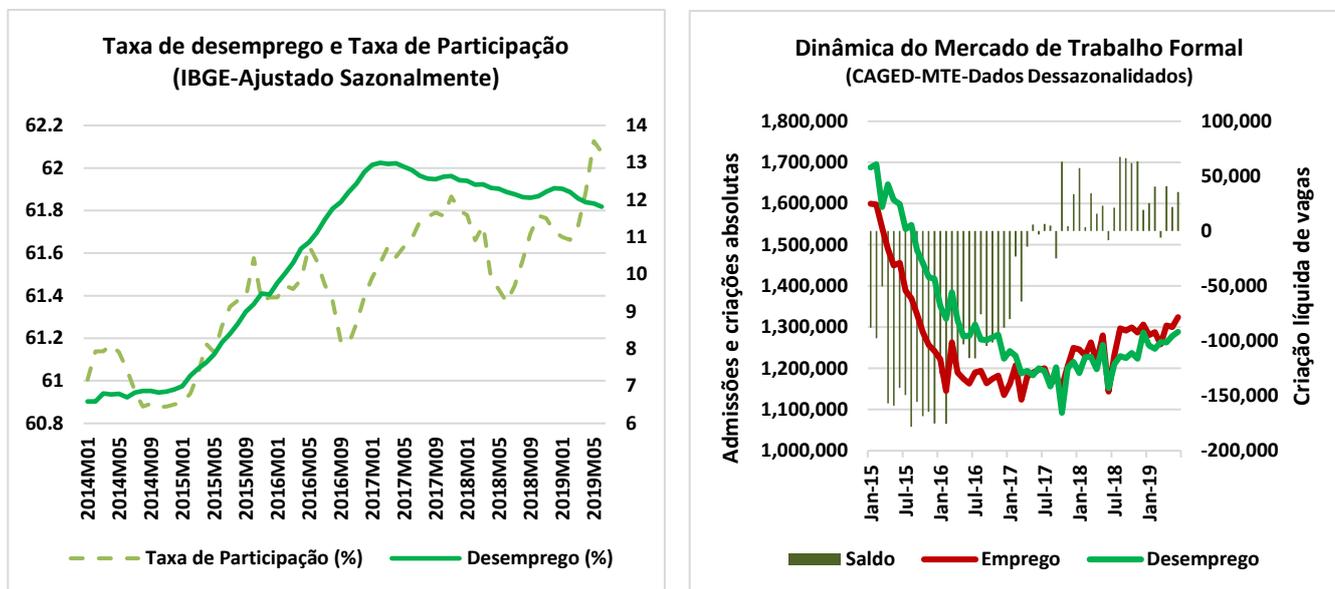


Gráfico 2 – Desemprego e Participação (esquerda) e dinâmica do mercado de trabalho formal (direita). O mercado de trabalho finalmente começa mostrar sinais de recuperação.

Com essa leve melhora no mercado de trabalho (Gráfico 2), revimos de forma marginalmente positiva a nossa projeção para o desempenho do PIB no segundo trimestre, para entre -0,10% e 0,00%. A dinâmica negativa da economia continua em alguns setores, como na indústria que registrou recuo de -0,60% em junho, no segundo trimestre o setor acumula retração de -0,40%. Vemos sinais de estabilidade no setor de serviços e algum alento na agropecuária. Portanto, a ociosidade da economia continuará bastante aberta e ainda não dá sinais de recuperação no curto prazo.

Tendo em vista o desempenho da economia, ainda vemos espaço para que os juros, no sentido amplo das definições (Selic, pré e real), continuem a trajetória de queda, renovando as expectativas, e corroborando com o nosso *call* de que provavelmente estejamos entrando em um novo normal de taxas permanentemente baixas no mercado de juros local.

Mercado de Crédito

Panorama

Em nossas cartas anteriores, enfatizamos a evolução do mercado de crédito no Brasil nos últimos anos. A CVM publicou recentemente uma atualização do “Boletim de Mercado” que continua indo em direção ao que acreditamos. Vamos aos números:

- 525 emissões de Debêntures, Notas Promissórias, CRI, CRA, FIDCs, FII, FIPs e ações. Elas somaram R\$191,9 bilhões (1º semestre), um incremento de 44,3% ao compararmos com o mesmo período de 2018;
- 92% das emissões foram ofertas 476, ou seja, ofertas com esforços restritos e que raramente chegam ao investidor final;
- Mercado de Debêntures foi responsável por 167 emissões, somando R\$98,7 bilhões captados, incremento de 36%

O que podemos concluir desses números: (1) as empresas estão vendo o Mercado de Capitais como uma alternativa de financiamento de longo prazo, algo que até recentemente era concentrada prioritariamente no BNDES; (2) os investidores em geral estão cada vez mais educados e procurando novas alternativas de produtos para rentabilizar a carteira; (3) as emissões se concentram em Ofertas 476, restrita a um número pequeno de investidores (50), o que dificulta o investidor pessoa física a formar uma carteira pulverizada e com risco adequado ao seu perfil.

O mercado de debêntures em julho

Mercado primário abaixo da média anual. Foram captados R\$13,4 bilhões, um pouco abaixo da média observada nos meses anteriores de R\$16,9 bi. No campo de debêntures incentivadas tivemos o melhor mês do ano de 2019, com nove empresas captando R\$3,9bi. Tivemos empresas novas acessando o mercado mas 3 se destacaram e representaram 52% da captação: Cemig Distribuição (R\$ 3,6 bi), Hapvida (R\$ 2 bi), Engie (R\$ 1,6 bi) e Neoenergia (R\$1,3bi).

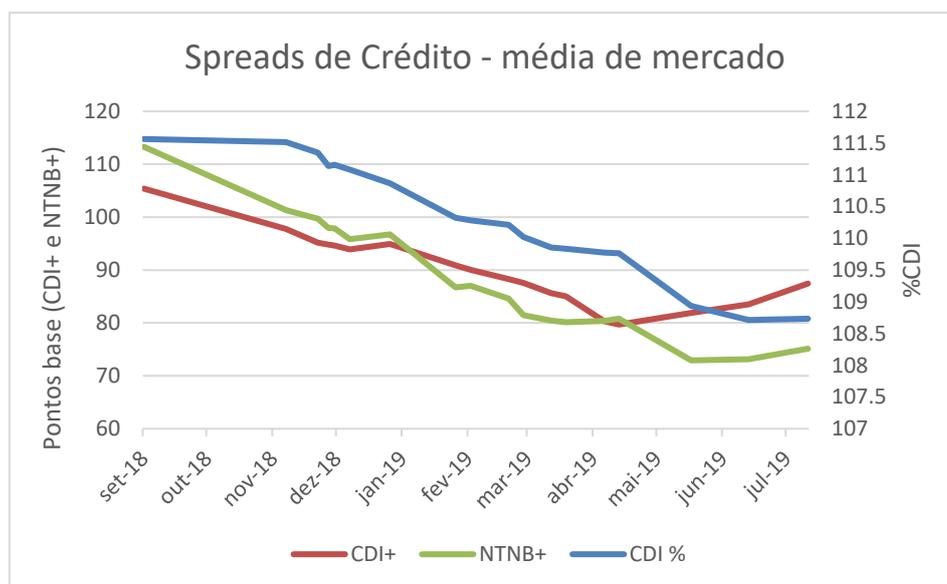


Gráfico 3 – Spreads de crédito abrindo de maneira geral em julho. Na esquerda CDI+ e NTN-B +, na direita percentual do CDI

No mercado secundário observamos spreads abrindo em relação ao mês passado. Ativos mais líquidos foram os mais afetados e levaram o spread médio como um todo para cima (Gráfico 3).

Cenário Internacional

- PMI de indústria seguiram piorando – recessão da manufatura piora na Alemanha
- Fed baixa os juros, mas comunicação surpreende
- Mercados retomam volatilidade
- Guerra comercial sem trégua

PMI's Industriais **AINDA** em queda livre

A economia global continuou demonstrando fraqueza em julho, nenhum indicador mostrou algum sinal mais contundente de recuperação, dados do setor manufatureiro das principais economias do mundo ainda mostram fragilidade, sem sinais de estabilidade no curto prazo. Os números mais preocupantes continuam vindo da economia europeia. No segundo trimestre de 2019, o PIB Europeu voltou a crescer em velocidade menor, mostrando uma clara perda de fôlego, no primeiro trimestre a economia tinha avançando 0,40% em relação ao último tri de 2018, porém no 2T19 a economia europeia desacelerou e cresceu apenas 0,20% em comparação com o trimestre anterior, confirmando em medida mais ampla os dados ruins que já estávamos observando nos PMI's.

Importante frisar que a piora não se limitou à Europa, Estados Unidos também continuaram piorando, apenas China e Japão mostraram leve melhora na margem, ainda insuficiente para indicar uma inversão na tendência., como mostra o gráfico a seguir:

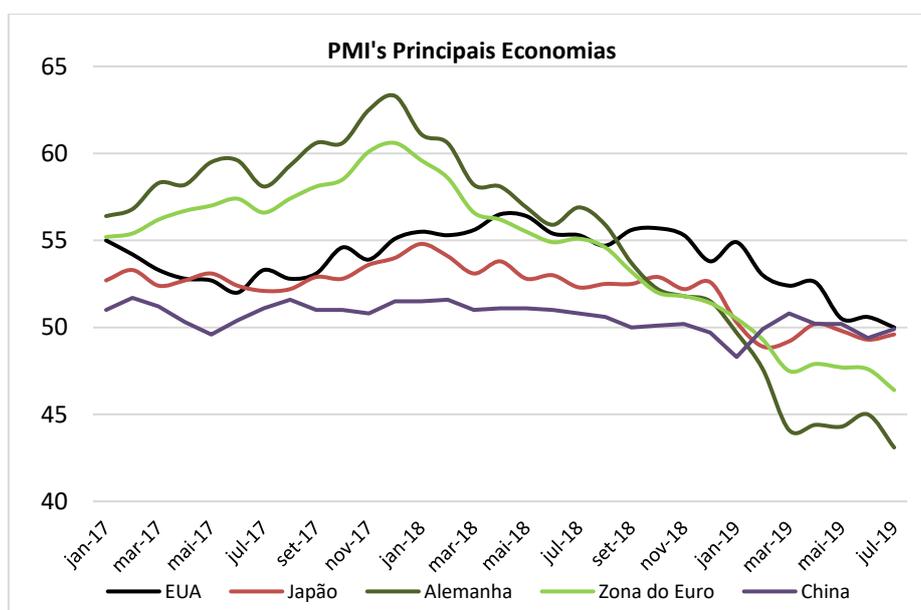


Gráfico 4 – PMI industrial nas maiores economias, mostrando o impacto a desaceleração generalizada da indústria global

Outro grande destaque de julho foram as decisões de política monetária ao redor do mundo, que mostraram que existem riscos no curto prazo e que os Bancos Centrais estão colocando munição em seus respectivos canhões (leia-se comunicados). BCE e BOJ não fizeram cortes nas taxas básicas, porém indicaram que

pretendem manter os canais de liquidez que já vinham utilizando, como por exemplo a compra de títulos públicos e privados, colaborando com a manutenção de ampla liquidez nos mercados. Caso não se veja estancamento nos indicadores de atividade alta frequência, é bastante provável que cortes de juros virão desses BC'S, já em suas próximas reuniões.

Por fim, no dia 31/07, o FED fez um corte de 0,25 p.p no intervalo das FED Funds, trazendo o teto da taxa para 2,25% a.a. como o mercado esperava. O primeiro corte de juros desde 2008. Apesar do movimento de flexibilização, Jerome Powell, presidente do FED, em sua coletiva após a decisão, acabou frustrando o mercado, quando afirmou que esse corte poderia ser apenas um ajuste pontual e não o início de um novo ciclo de cortes como parte do mercado esperava e já precificava, trazendo uma nova onda de volatilidade aos mercados globais.

Apenas um dia depois do FED e com os mercados ainda digerindo suas implicações, Donald Trump decidiu tarifar o restante das importações chinesas em 10%, não renovando a trégua anunciada há 3 meses. As importações impactadas somam em torno de R\$ 300 bi e são resultado de mais uma frustração americana diante da estratégia chinesa de postergar as negociações na esperança de um governo mais ameno após as eleições de 2020. Em resumo, mais um acirramento da disputa comercial coloca o FED na parede novamente, pois os mercados voltaram a precificar mais cortes na taxa americana, em antecipação aos impactos negativos que as tarifas terão sobre a economia global. Os juros de 10 anos em particular despencaram abaixo de 2%.

Esse movimento dos juros de 10 anos tem uma implicação importante no mercado local – historicamente, notamos que os juros americanos tem um coeficiente significativo nos juros reais do Brasil. Olhando para frente, com a economia global flertando com uma recessão, a tendência de juros no resto do globo é negativa. Frente a isso, com a desaceleração, o preço das commodities também deve arrefecer, o que pode também ser uma ancoragem importante para os juros reais brasileiros. Obviamente esse movimento secular pode não ocorrer de imediato caso o mercado evolua para uma postura forte de *risk-off*.

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)

No mês de julho, tivemos uma performance aquém do que normalmente esperamos para a família Endurance, terminando o mês com uma cota negativa (-0,11%), mas com a volatilidade dentro do mandato do fundo, que é inferior a 1,00% anualizada. **Vale ressaltar que nosso objetivo é superar o CDI a longo prazo e com a volatilidade dentro do limite estipulado.**

Nossa performance foi adversa por uma série de razões, notavelmente:

- 1) **A marcação negativa de generalizada de spreads de crédito em nossa carteira.** Por exemplo, temos uma posição da Debenture da Petrobras com vencimento em 2029. Este papel era negociado a IPCA + 3,28% no fim de junho (Spread de crédito de NTN-B -14 bps) e fechou o mês de julho a IPCA + 3,57% (Spread de crédito subiu para NTN-B +23 bps). O impacto no preço do papel é relevante dado seu duration longo. **Os papéis “high grade” sofreram um pouco mais que os demais.** Nossa carteira, por ter uma concentração maior em nomes “high grade”, acabou sofrendo também.
- 2) Houve também um efeito negativo da efetividade do hedge em alguns vértices (vencimentos). O descasamento de prazos, que havia contribuído com retornos positivos em meses anteriores, teve contribuição negativa com a inclinação da curva verificada ao longo do mês.
- 3) Na medida que ajustamos o posicionamento do fundo de modo a reduzir os riscos do item 2), o custo deste ajuste teve um impacto negativo da cota. A decisão deste ajuste foi realizada ao longo do mês.

Elaborando mais o item 1), nosso posicionamento nos últimos dois meses foi governado por uma postura de cautela, dando preferência a **ativos com maior liquidez e risco de crédito da mais alta gama.** De fato, nossa carteira estava concentrada em **ativos de rating AA e AAA.** Este posicionamento ocorreu em um contexto de um mercado demasiadamente comprador de ativos de crédito, fato que incomodou frequentemente o time de gestão da Journey Capital. Ao atuar contra isso, nossa premissa básica foi de que papéis com melhor risco de crédito e maior liquidez seriam mais imunes a uma eventual abertura de taxa. Historicamente, esta premissa foi no geral verdadeira – em uma crise, num movimento de *‘flight to quality’*, investidores institucionais tendem a preferir ativos de maior qualidade. Porém o que se observou em **julho foi uma moderada normalização de taxas**, que afetou **principalmente ativos considerados de baixo risco e alta liquidez**, mas que de fato estavam operando a taxas extremamente baixas.

Por último no item 1), é importante frisar que por escolher **ativos mais líquidos, nossa carteira melhor reflete preços praticados pelo mercado secundário**. Se tivéssemos uma posição mais ilíquida composta por ativos marcados na curva (pois como não há negócios, não são marcados a preço de mercado), nossa cota certamente teria uma “foto” mais favorável. Nesse ponto, seguimos acreditando firmemente na transparência da marcação a mercado.

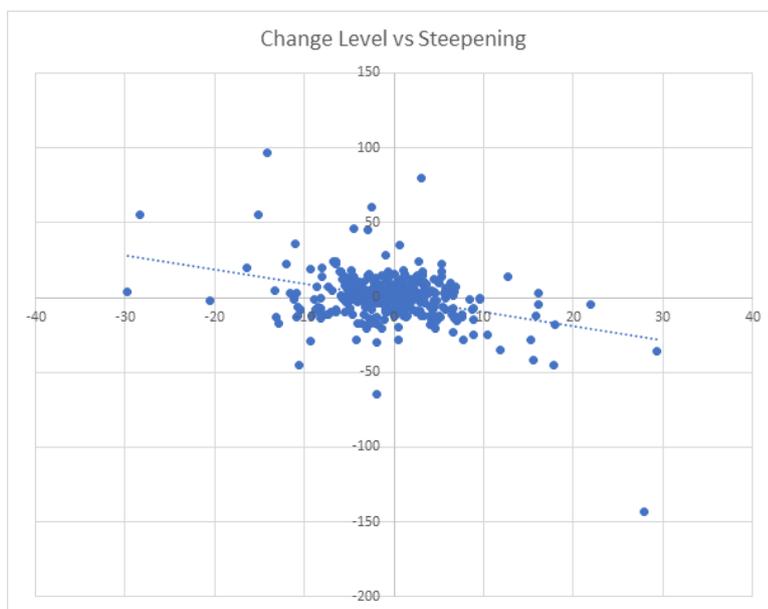


Gráfico 6 – Histórico da mudança do nível da curva versus inclinação, definida como a diferença dos vértices mais longos em relação aos mais curtos. Historicamente, movimentos de baixa no nível da curva são acompanhados de uma inclinação positiva e vice-versa. Esse movimento é esperado devido ao efeito do “sliding” da curva que acarreta uma maior queda dos vértices curtos em relação aos mais longos.

Com respeito ao item 2), o hedge de nossa carteira, efetuamos nossa otimização dando preferência aos contratos de DAPs mais curtos por terem maior liquidez e menor custo, o que deixou, por construção, uma exposição residual nos juros reais longos. Esta posição de início não nos incomodou, pois de fato serviria como uma proteção adicional - uma subida de juros reais tende a ser acompanhada por um “flattening” da curva de juros reais (Gráfico 6). Durante o mês de junho e até aproximadamente meados de julho, tivemos ganhos relevantes dada nossa alocação. Na segunda metade do mês o movimento de baixa da curva de juros reais veio acompanhado de um “steepening” da curva, maior do que o histórico recente, o que anulou boa parte dos ganhos obtidos na queda dos juros. Neste momento, nosso hedge foi ajustado - item 3) - gerando alguns custos adicionais que também tiveram um efeito adverso na cota.

Olhando para a frente, a **carteira tem mais “prêmio” em relação às NTN-B** (ou seja, maior rentabilidade). As emissões primárias que o fundo alocou neste mês ajudam a melhorar o “carry”. Os hedges foram ajustados para reduzir a exposição a movimentos não-paralelos da curva de juros (inclinação). **Seguimos firme acreditando na nossa tese de que os juros reais seguirão caindo** dado o hiato do produto econômico.

Além disso, acreditamos que os ativos de crédito privado continuarão com forte demanda e atratividade, já verificada nas últimas emissões que vierem a mercado em julho.

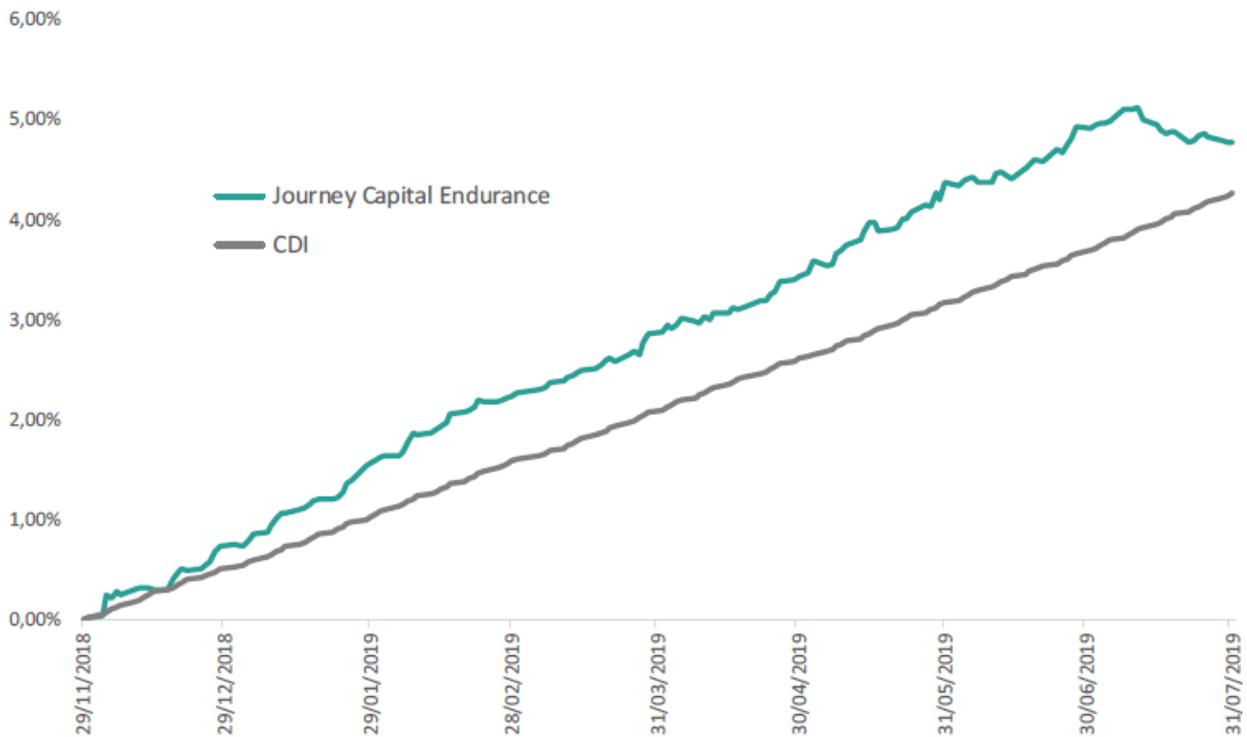


Grafico 7 – Performance do Endurance desde o início.

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 às oportunidades de mercado, primário e secundário, para ativos com melhor relação risco x retorno.

Atribuição de Performance

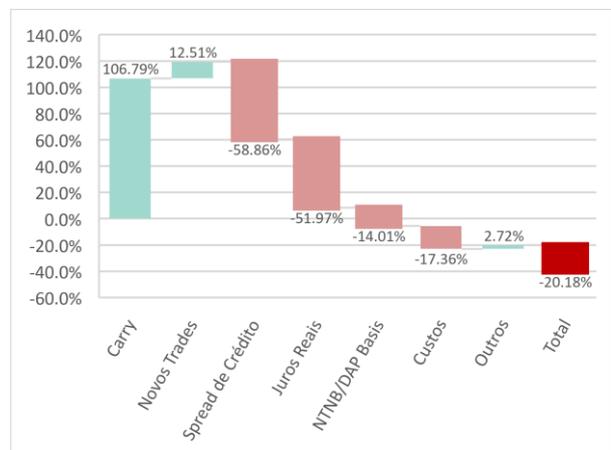


Grafico 8 - Atribuição de Performance ENDURANCE em valores absolutos (esquerda) e em percentual do CDI (direita).

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

O Journey Capital ENDURANCE PLUS ficou abaixo da meta de superar o CDI durante por razões similares ao Endurance.

Posicionamento Atual

O fundo segue montando sua carteira, dando preferência a ativos com maior *yield*, efetuando boas compras no mercado primário e secundário. O fundo também carrega um posicionamento que vai se beneficiar da queda dos juros reais, em linha com nossa tese de que seguirão caindo dado o hiato do produto econômico.

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

FAMÍLIA EXPEDITION

O Journey Capital EXPEDITION FI RF CP recém completou 6 meses, e **obteve retorno nominal de 0,59% no mês (103,4% CDI)**, mantendo-se em linha com a proposta do fundo: baixo risco, baixa volatilidade, diversificação e bons retornos. Em um mês que apresentou abertura de spreads principalmente nos ativos de infraestrutura, o **Expedition se mostrou resiliente conseguindo entregar uma performance dentro da sua meta**. Isto se deu principalmente devido a composição da carteira, que é setorialmente bem diversificada, e tinha baixa exposição em ativos que foram reprecificados.

*O Journey Capital EXPEDITION Advisory FIC FI RF CP ainda não completou 6 meses, e por isso não tem sua rentabilidade divulgada. Não obstante, este fundo tem uma carteira análoga ao Expedition FI RF CP.

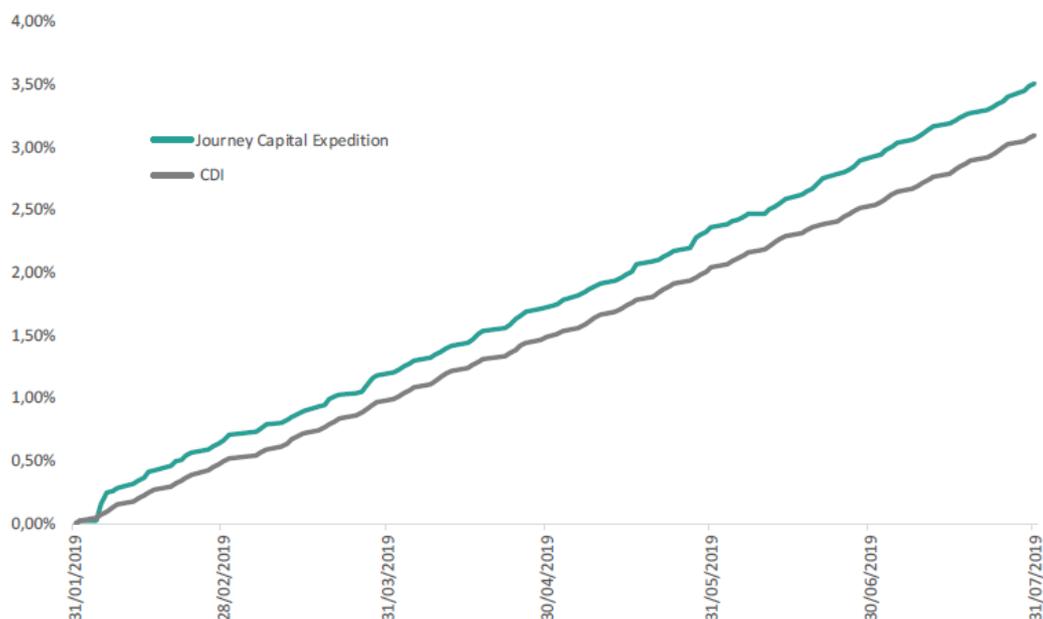


Gráfico 9 – Performance do Expedition FI RF CP desde o início.

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, e prezando por uma diversificação setorial, para mitigar os riscos das atividades as quais as empresas investidas atuam.

Atribuição de Performance

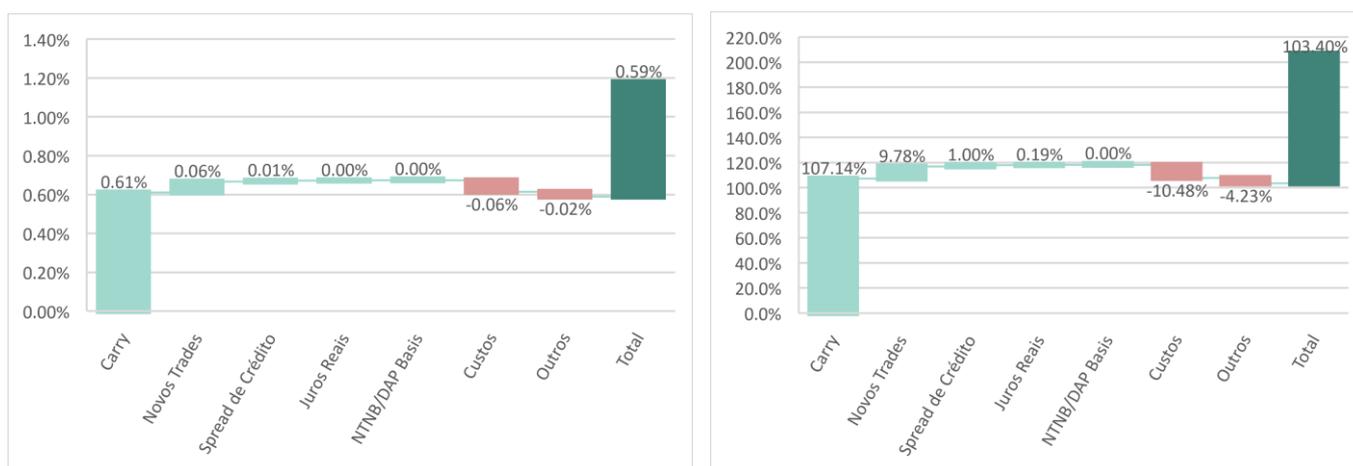


Gráfico 10 – Atribuição de Performance EXPEDITION em valores absolutos (esquerda) e em percentual do CDI (direita).

FAMÍLIA VOYAGER

O Journey Capital VOYAGER seguiu uma estratégia similar ao mês anterior e obteve retorno 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.

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.

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

