



JOURNEY
CAPITAL

CARTA DO GESTOR

Setembro/2019

CENÁRIO MACRO BRASIL

- Selic a 5,5% - nível mais baixo da história
- Inflação ancorada
- Juros reais baixos vieram para ficar
- Risco político ainda relevante

Cenário Brasil

O grande destaque de setembro foi a reunião do Copom, no dia 17, onde o Banco Central levou a taxa Selic para 5,5% a.a. – uma decisão amplamente esperada. A surpresa ficou para o comentário pós reunião, onde ficou claro que existe amplo espaço para pelo menos mais um corte de 50 bps na próxima reunião (30/out). O comitê trouxe também uma projeção com o câmbio em R\$ 4,05, mostrando que, mesmo com um patamar mais estressado do Real, a inflação deverá ficar abaixo da meta em 2019 e 2020.

Na comunicação, o Copom mudou pouco seu cenário interno, afirmando que a economia segue em ritmo gradual e que esse quadro está compatível com uma política monetária estimulativa. O comunicado afirmou que o setor externo piorou na margem, ressaltando que os estímulos monetários adicionais nas principais economias têm sido favoráveis para os países emergentes – uma vez que a taxa de juros global interfere diretamente na taxa de juros neutra dessas economias.

A decisão foi acertada; agora em posse dos dados de inflação de setembro (que na verdade foi uma deflação frente ao mês anterior), fica evidente que o processo de desinflação continua. Ao analisarmos os núcleos de inflação, medida que exclui itens mais voláteis, ao longo dos últimos 3

meses, vemos uma queda – indicando que o processo de desinflação tem sido mais estrutural do que conjuntural (*Gráfico 1*). Movimentos dessa natureza nos preços são ideais para mais cortes na taxa Selic, note no gráfico abaixo como os núcleos estão distantes da meta de inflação:

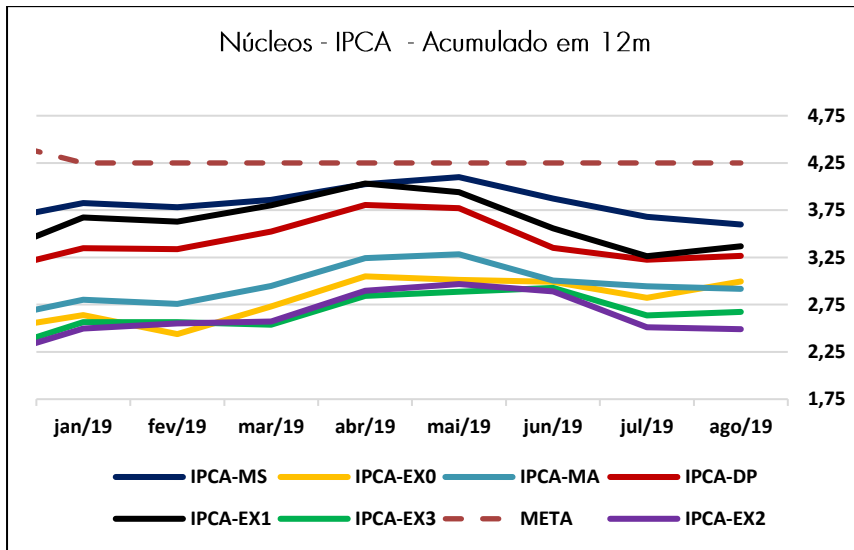


Gráfico 1 – Núcleos de inflação bem ancorados dão segurança para o BCB seguir baixando os juros

Ainda no campo monetário, o mês trouxe mais informações relevantes da visão do BC para a política monetária futura. Com o relatório trimestral de inflação do terceiro trimestre, podemos observar em maior detalhe a visão da autoridade monetária. Na tabela abaixo resumimos os resultados dos diferentes cenários apresentados pelo BC – note que, em todas as opções, só temos inflação projetada acima da meta no final de 2022. Portanto, existe amplo espaço nos modelos do BC para que a Selic siga em queda.

	Meta para a inflação	Selic e câmbio constantes	Selic e câmbio Focus	Selic Focus e câmbio constante	Selic constante e câmbio Focus
2019	4,25%	3,40%	3,30%	3,40%	3,30%
2020	4,00%	3,60%	3,60%	3,80%	3,40%
2021	3,75%	3,70%	3,70%	3,70%	3,60%
2022	3,50%	3,90%	3,80%	3,70%	4,00%

O relatório de inflação de setembro de 2019 mostra projeções consistentes com um novo corte de juros na próxima reunião do Copom, nos dias 29 e 30 de outubro, além de pistas sólidas de que taxa Selic chegará a pelo menos 5% a.a.

Em nossa visão, o hiato do produto (ociosidade agregada da economia) segue bastante alto, ao redor de -3,5%, além da expectativa de mais cortes de juros nas economias desenvolvidas – o que ajuda a reduzir o nível da taxa neutra de juros real. Além disso, a inflação estruturalmente cadente nos leva a projetar que a taxa Selic tem boas chances de terminar o ano em 4,5% a.a. e alcançar patamares ainda mais baixos já no início de 2020.

Nos alongamos nessa matéria pois as decisões de política monetária, sua comunicação e o relatório de inflação levaram o mercado a rever (para baixo) suas apostas de juros, causando um deslocamento considerável da curva de juros nominal e real.

Usando nossa medida usual de nível da curva de juros real (média dos vértices entre 2 e 8 anos), vimos ao longo do mês um fechamento de 52bps. O Gráfico 2 mostra a curva no primeiro dia do mês e no último, enquanto o gráfico ao lado mostra a variação mensal por vértice, em uma curva ajustada para ser *constant maturity*. Interessante notar que a curva inclinou bastante, com boa parte do fechamento acontecendo nos vértices mais curtos, refletindo os efeitos das expectativas de uma política monetária mais frouxa, enquanto os vértices mais longos estão muito mais ligados à estrutura da economia e ao risco do país no longo prazo.

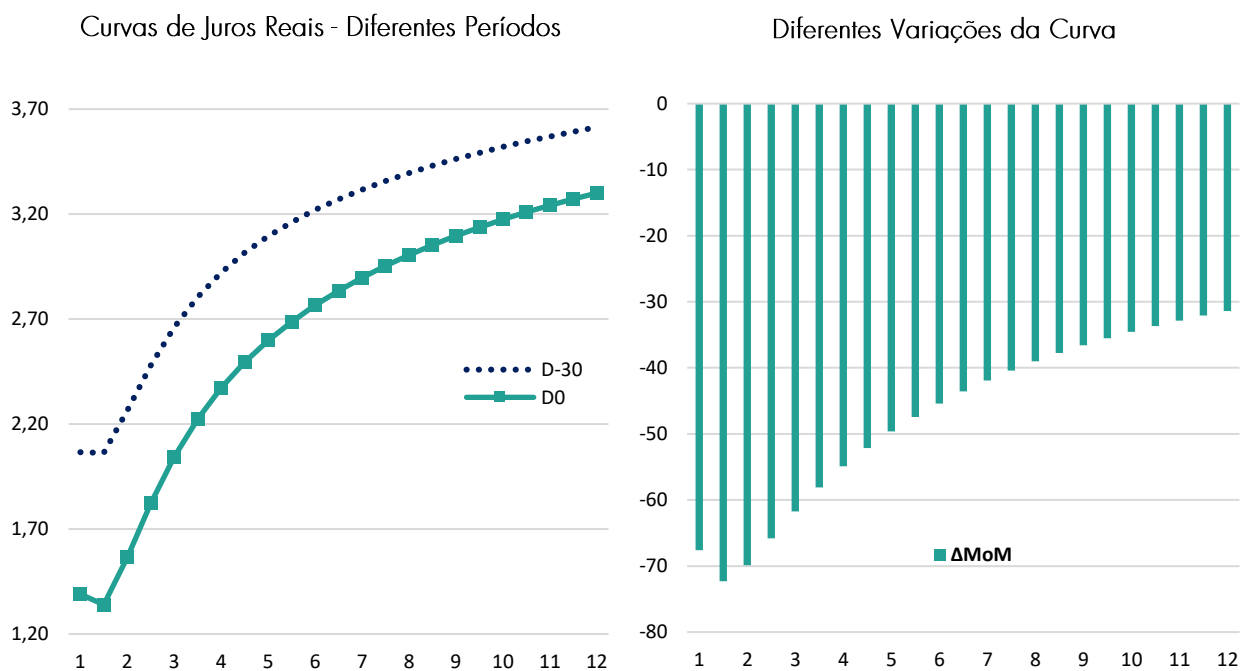


Gráfico 2 – Queda da SELIC e do potencial de crescimento da economia trouxeram os juros reais para baixo novamente no mês de setembro.

O risco no longo prazo tem diminuído, com a aprovação da previdência na cara do gol, faltando apenas a aprovação em segundo turno. Apesar da derrota do ponto referente ao abono salarial, que reduziu em R\$ 70 bilhões a economia da reforma em 10 anos, a potência fiscal da reforma não foi afetada de forma significativa. Com a queda do juro real, temos também um efeito virtuoso sobre o risco fiscal, uma vez que o juro é uma variável chave para a sustentabilidade da dívida pública. Com um juro real substancialmente menor, é necessário um superávit primário menor para estabilizar a dívida pública, o que por sua vez diminui o risco de longo prazo da economia e acaba por afetar a parte longa da curva de juros.

O grande risco ainda é o político. Em nossa visão, o Presidente Jair Bolsonaro já politizou demais as ações de seu governo, antecipando a discussão das eleições de 2022. Isso fica claro em diversas dimensões, como os constantes ataques à esquerda, além da rinha pública entre o Presidente e o seu partido. Ainda é cedo para avaliar os feitos desses fatos políticos sobre os ativos

financeiros, mas começa a trazer certo incômodo o Presidente estar mais focado em embates políticos do que na construção de uma maioria forte e vigorosa. Além da previdência, o governo precisa endereçar outros projetos de emenda à constituição – como a desvinculação de receitas, mudanças na regra de ouro, reforma do funcionalismo público, pacto federativo e a reforma tributária.

Mercado de Crédito

Panorama

Captação segue forte. Com os R\$ 14 bilhões captados no mês de setembro, o Mercado de Capitais atingiu a maior marca da sua série histórica, com captação acumulada de R\$ 269 bilhões em apenas nove meses do ano. O último número forte tinha vindo em 2018, com captação de R\$ 248 bilhões.

O mercado de debêntures em setembro

Mercado primário fraco em setembro. Foram emitidos R\$ 14 bilhões em debêntures, porém concentradas em poucos emissores e com tickets menores que a média observada, onde grandes empresas emitiam dentro de um range de R\$ 500 a R\$ 700 milhões. E somente duas empresas ultrapassaram esse total: Senda Distribuidora (R\$ 8 bilhões) e Vamos Locação (R\$ 800 milhões).

Spreads abrindo pelo terceiro mês consecutivo. No mercado secundário, observamos spreads abrindo em relação ao mês passado em todos os indexadores (CDI+, NTN-B+ e %CDI) e em todos os tipos: institucional e incentivado. Os spreads institucionais estão caminhando para níveis de um ano atrás (Gráfico 3).

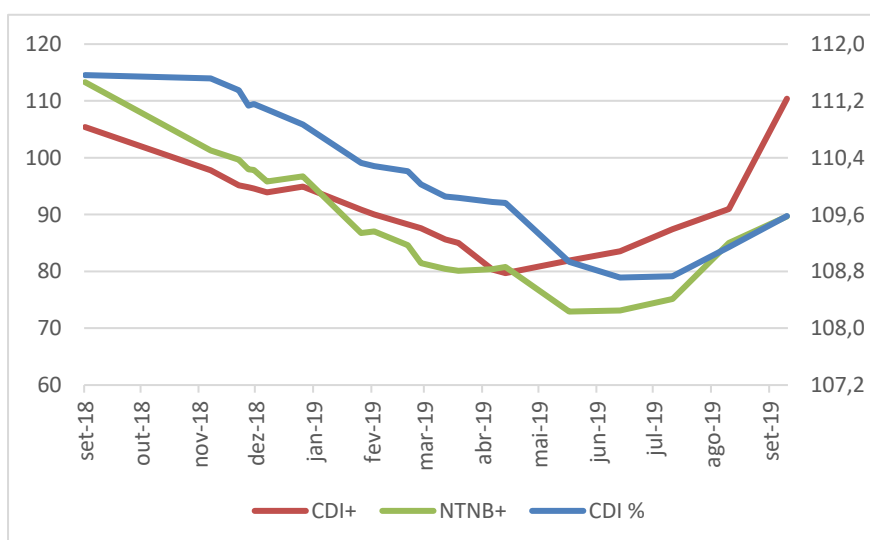


Gráfico 3 – Spreads de crédito abrindo de maneira geral a partir de julho. Na esquerda CDI+ e NTN-B+, na direita percentual do CDI.

Perspectivas para os próximos meses. Estamos otimistas com o pipeline de emissões de debêntures para outubro. Entretanto, o mercado deve esperar uma correção dos preços de emissão (tendência já iniciada no mercado secundário), visto que as últimas emissões saíram com spreads

muito fechados em relação ao seu benchmark, além da *duration* muito alta para este momento de mercado.

Participação da Journey no mercado. Este mês analisamos oito emissões e participamos de duas: a debênture da Vamos Locação e o CRI da You Inc., que foram alocadas em vários fundos da casa.

Nossa tese de Vamos é embasada por algumas estatísticas: (i) trata-se da líder do segmento de aluguel de caminhões e maquinário pesado, setor pouco penetrado e que está começando a ganhar musculatura; (ii) diferentemente do aluguel de carros, o aluguel desse tipo de maquinário é de longo prazo (em média 5 anos) e focado na entrega de uma “consultoria” logística para o cliente – ou seja, além do aluguel, presta-se o serviço de rastreamento e manutenção, o que traz uma receita recorrente; (iii) está presente em 360 empresas diferentes com exposição a setores da economia totalmente distintos (ex. energia, alimentos); e (iv) está altamente correlacionado com a economia do país. Alocamos boa parte desse papel na família de fundos Expedition.

Outro papel que nos chamou atenção foi a emissão de You Inc. Trata-se de uma incorporadora localizada na cidade de São Paulo que concentra suas operações em empreendimentos residenciais de 30 a 70m², com foco na classe média-alta. Outro ponto interessante da empresa é a localização de seus empreendimentos: próximos ao transporte público e em áreas de grande fluxo de pessoas, o que facilita a negociação dos apartamentos. Alocamos esse CRI nos fundos Endurance, Endurance Plus e Voyager.

CENÁRIO INTERNACIONAL

- PMIs da Indústria seguem fracos
- Melhora na China: ruído ou realidade?
- Dados são ruins, mas ainda não recessivos
- Fed, ECB, BoJ: agora todos em ciclo de *easing*

O mês começou com grande estresse no mercado de petróleo, graças aos ataques à maior refinaria da Arábia Saudita por rebeldes iemenitas. A possibilidade de um conflito armado entre as duas maiores potências do Oriente Médio trouxe uma onda de aversão ao risco global, que esfriou com a rápida volta do funcionamento das instalações atacadas e a falta de revide por parte dos sauditas. Com o arrefecimento do risco geopolítico, os olhos se voltaram para o desempenho da economia mundial, que segue mostrando uma tendência bastante negativa no setor industrial. A exceção dessa tendência foi a China, que mostra sinais de estabilização e impactou positiva e pontualmente os PMIs globais (*Gráfico 4*). É importante ter cautela nesse número e não perder de vista o contexto global, que ainda é fraco. Por mais um mês, os PMIs referentes à indústria da Alemanha – e por consequência da Zona do Euro – continuaram com desempenho negativo. Ainda nos PMIs, uma má notícia: o setor de serviços global continuou perdendo fôlego, ainda em expansão (acima de 50)

mas iniciando uma convergência com o combalido setor de manufatura. Essa convergência era esperada, e salientamos essa expectativa nas cartas anteriores.

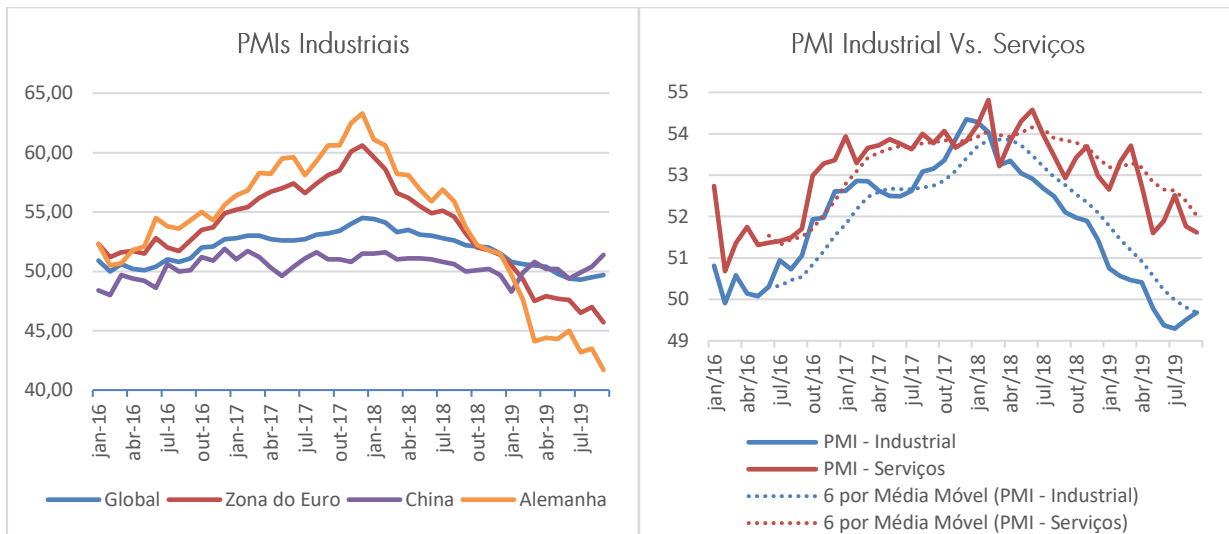


Gráfico 4 – PMI global ensaiando um bottom (esquerda). PMIs de Serviços convergindo para a queda já observada nos PMIs de indústria (direita).

A piora generalizada do setor de serviços é uma luz amarela no painel, uma vez que a queda acentuada da indústria só agora começa a impactar os demais setores da economia global. A estabilização da indústria implicaria diretamente no estancamento da piora do setor de serviços, portanto os dados da manufatura global (divulgados ao longo de outubro) serão de extrema importância para traçarmos uma linha de tendência nos demais setores.

Apesar dos dados pouco animadores no mês, eles ainda mostram certa distância de níveis coincidentes com momentos de recessão global, como mostra a tabela:

Indicador	Último Dado	Recessão
PIB Global (YoY)	2,20%	1,50%
PMI Industrial	50,1	46,2
PMI Serviços	51,6	48,9
Produção Industrial (YoY)	0,8	-2,7

Outro grande destaque de setembro foi a decisão de política monetária do FOMC, que cortou o *fed funds* em mais 25 bps – dando continuidade ao processo que Jerome Powell, chairman do Fed, denominou como *mid cycle adjustment*, contraindo o mercado de bonds que já antecipava um ciclo de ajustes negativos. Apesar do corte ter sido amplamente esperado, mas a divulgação das projeções do comitê sobre a taxa de juros futura trouxe uma novidade: o FOMC projetou uma taxa estável ao longo de 2020, frustrando a expectativa do mercado de que ela continuaria caindo. Apesar dessa mudança nas projeções, o mercado continua esperando cortes no *fed funds* ao longo de 2020, como mostra o gráfico abaixo:

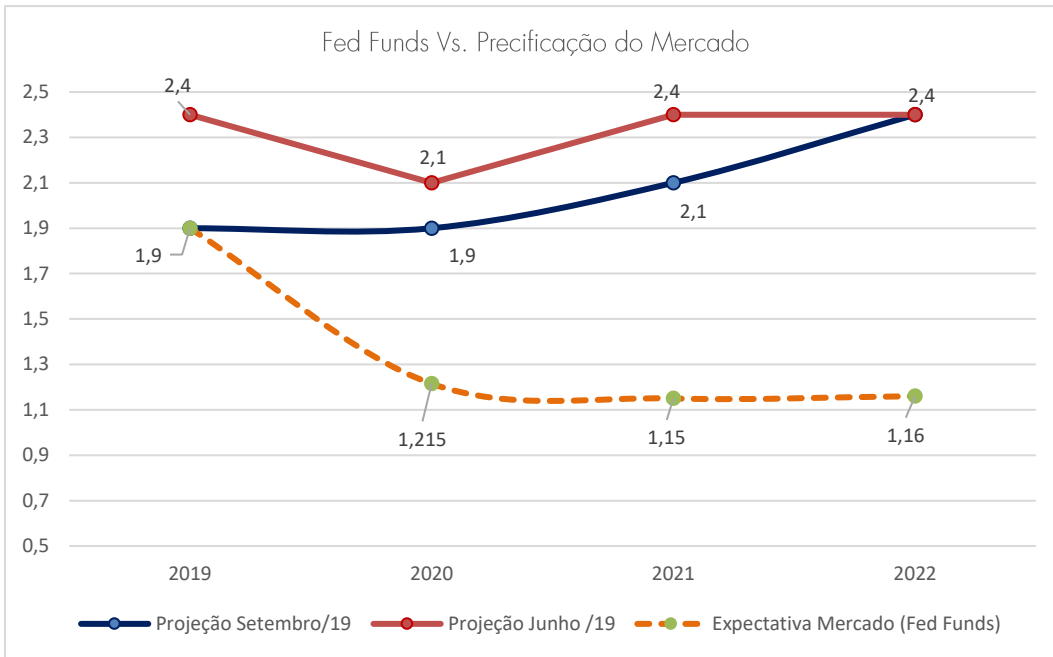


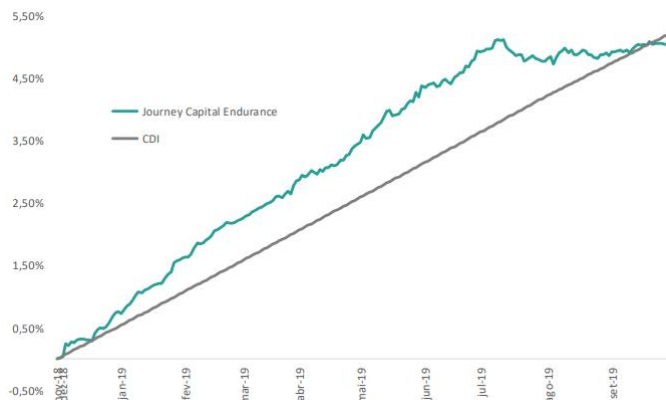
Gráfico 5 – Fed Funds vs projeção – Fed aos olhos do mercado continua “behind the curve”.

PERFORMANCE DOS FUNDOS

FAMÍLIA ENDURANCE

(Fundos de infraestrutura isento de imposto de renda para pessoas físicas)

Journey Capital ENDURANCE Debêntures Incentivadas FI RF CP



A carteira do Journey Capital ENDURANCE sofreu uma reprecificação devido à abertura de spreads de crédito durante todo o mês de setembro. Consequentemente, a cota marcada a mercado resultou em uma performance aquém do que normalmente esperamos para a família Endurance no longo prazo, terminando o mês com desempenho abaixo do CDI – embora positivo. Isso foi observado em vários fundos da categoria, alguns inclusive com

performance negativa no mês. **No relativo, o fundo performou acima da média.** ○

resultado foi afetado pela normalização dos spreads de crédito, um movimento puramente técnico que não representa uma piora nos fundamentos da carteira. Durante o mês mantivemos a carteira 100% *hedged*, de modo que o resultado foi pouco afetado pelo movimento de juros reais.

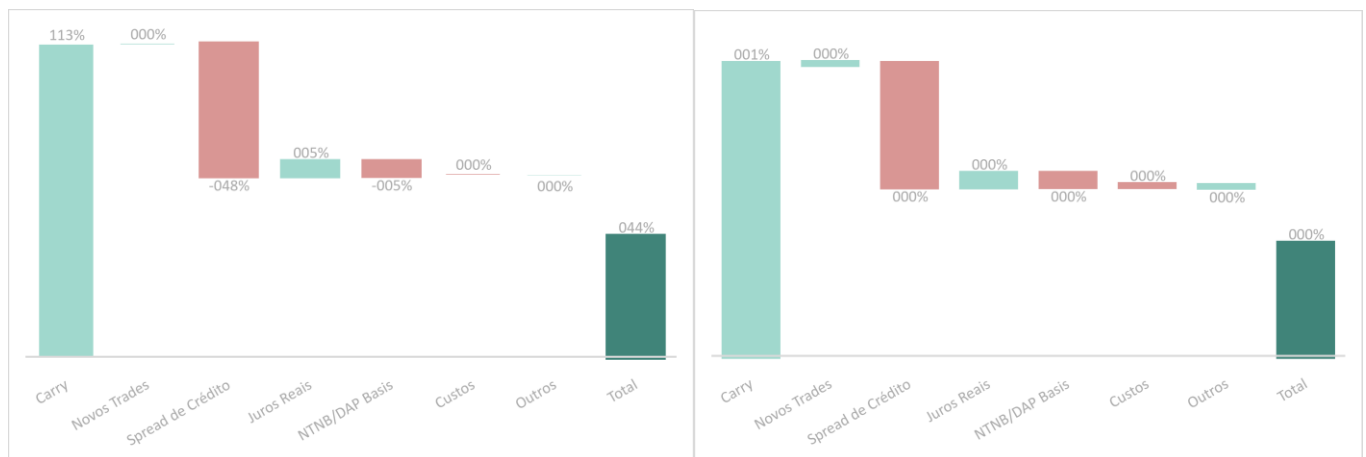
É importante contextualizar esse movimento e manter cautela e visão de longo prazo, lembrando que papéis emitidos por bons pagadores, quando carregados até o vencimento, terão realizado o

carrego da emissão, que no caso da carteira do Endurance implica em rentabilidade acima do CDI. Os fundos incentivados, por terem estruturalmente papéis longos (ou seja, *duration* alto), acabam sofrendo mais com uma abertura generalizada de taxas. **A contrapartida disso é que, no movimento inverso, o ganho também é maior.** O movimento que estamos vivendo hoje é oriundo de fluxo, principalmente de uma migração de investidores para opções de investimento de maior risco (multimercado, ações etc.), que vendem papéis incentivados para realocar recursos em outros ativos. Este tipo de migração também é cíclico e, quando isso parar ou mesmo se inverter (por exemplo, com uma abertura de taxas), os spreads de crédito voltarão a contrair. Por último, notamos que alguns papéis já começam a apresentar spreads bastante atraentes – como Petrobras (PETR26) operando com 0,84% de spread sobre a NTN-B, o que representa um prêmio equivalente a 1,47% considerando a isenção fiscal sobre títulos públicos. Também observamos papéis da Vale (VALE18) com risco AAA e *duration* curto, negociados com 1,05% de spread sobre títulos públicos (equivalente a 1,52% com a isenção).

Posicionamento Atual

Durante o mês reduzimos gradualmente o *duration* do fundo, e seguiremos com um viés de *duration* mais curto até termos mais clareza no mercado de crédito incentivado. Dado o cenário externo, seguiremos com cautela nos juros – podendo ocasionalmente adicionar algum risco de curva, caso tenhamos ampla convicção na tese. Com a abertura de spreads generalizada, buscaremos oportunidades de troca de papel favorecendo papéis com maior carrego e bom risco de crédito.

Atribuição de Performance



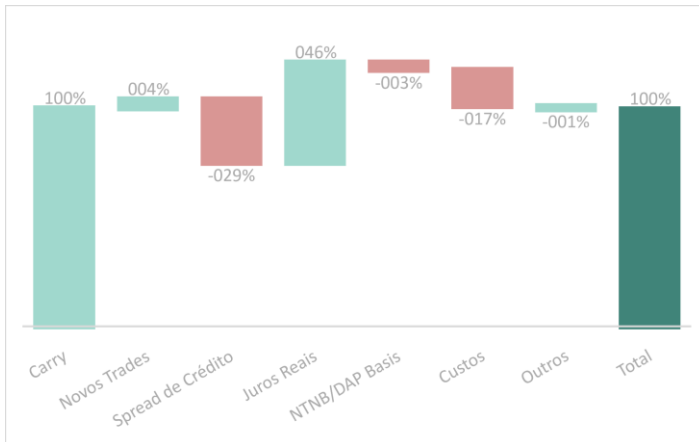
Journey Capital ENDURANCE PLUS

Fundo Incentivado de Investimento em Infraestrutura RF (FI-INFRA)

O Journey Capital ENDURANCE PLUS ficou acima do benchmark, tendo no mês uma **performance bem acima da média de mercado.** Isto ocorreu por termos uma carteira com bastante caixa e maior imunidade à abertura de spreads de crédito. O fundo também se expôs residualmente a risco de juros, e se beneficiou de uma queda considerável no nível da curva. O mandato de volatilidade do Endurance Plus, que é de até 1,5% a.a., nos permitiu adicionar essa pequena exposição.

Posicionamento Atual

O fundo segue montando sua carteira, com preferência a ativos com maior *yield* e menor *duration* – mas com muita disciplina nas compras. Iniciamos o mês neutro no risco de juros, antecipando um período de estabilização dos níveis até que haja dados ou notícias relevantes que suportem um movimento de curva mais pronunciado.



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

Journey Capital ENDURANCE Juros Reais Debêntures Incentivadas

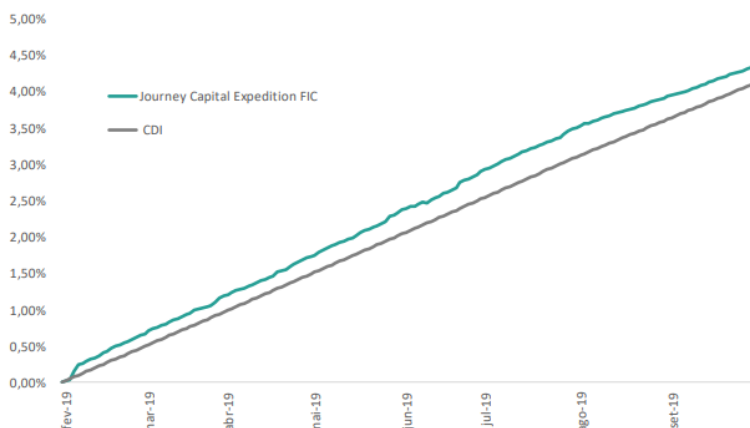
O fundo teve seu início em 19 de setembro com uma carteira de *duration* moderada e maior exposição aos juros reais relativos ao seu benchmark, o IMA-B5. Durante os poucos dias de cota em setembro, o fundo consistentemente superou seu benchmark.

Posicionamento Atual

O fundo segue alocando sua carteira, modulando o risco de curva de acordo com a visão macro da casa – e também deve se beneficiar de alocações no mercado primário.

FAMÍLIA EXPEDITION

Journey Capital EXPEDITION FIRF CP



O Journey Capital EXPEDITION obteve retorno levemente abaixo do benchmark (CDI). A performance foi afetada pela remarcação de alguns ativos financeiros da carteira em função do menor nível da SELIC, melhorando o carregamento futuro. Fizemos ajustes pontuais no portfólio de modo a melhorar seu carregamento. Seguimos com uma postura cautelosa, sempre monitorando as emissões primárias em busca de bons ativos.

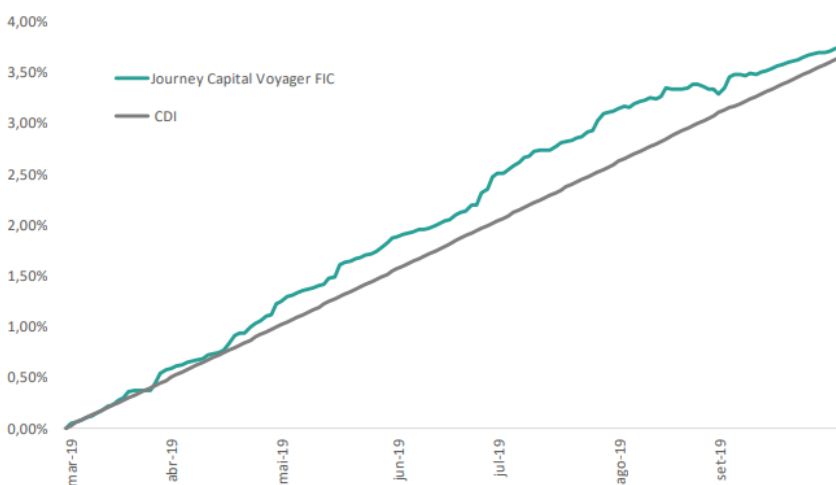
OBS: A lâmina acima se refere ao Journey Capital Expedition FIC FI RF CP. O Journey Capital EXPEDITION Advisory FIC FI RF CP ainda não completou 6 meses, e por isso não tem sua rentabilidade divulgada. Não obstante, esse fundo tem uma carteira análoga ao Expedition FIC RF CP divulgado acima.

Posicionamento Atual

Seguimos monitorando o *duration* do fundo e exercendo cautela na aquisição de novos ativos, sempre visando maior diversificação da carteira.

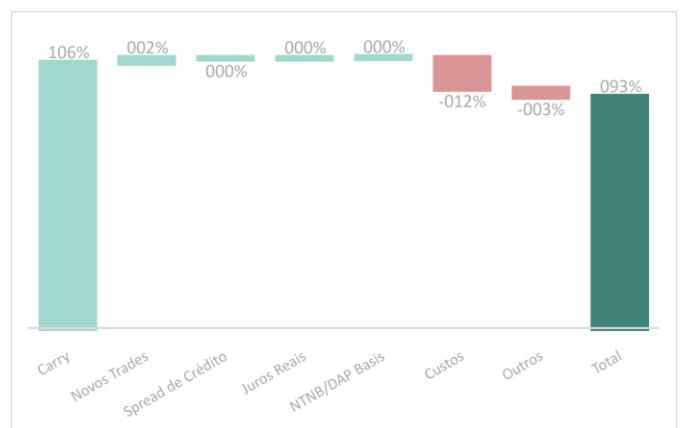
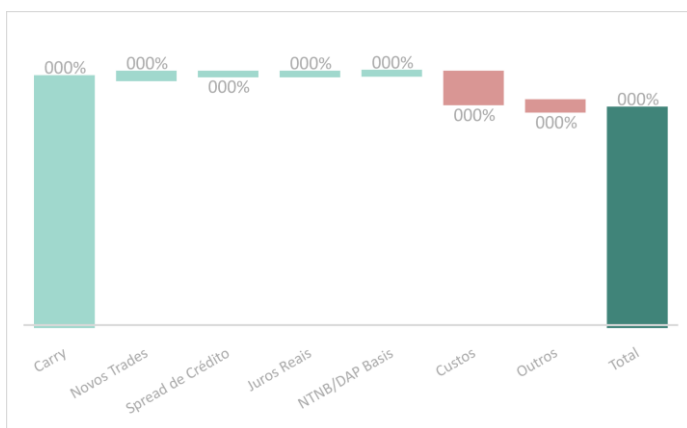
FAMÍLIA VOYAGER

Journey Capital VOYAGER FIRF CP LP



O Journey Capital VOYAGER seguiu uma estratégia similar ao mês anterior, e obteve retorno abaixo do benchmark (CDI). O resultado foi impactado principalmente por uma entrada de caixa que estamos deliberadamente exercendo cautela para alocar, o que afeta a rentabilidade do fundo no curto prazo – mas com a possibilidade de melhorar carteira e resultado para médio e longo prazo. Dado o

movimento de abertura de spreads, achamos prudente entregar alguma rentabilidade agora para melhorar a performance no futuro.

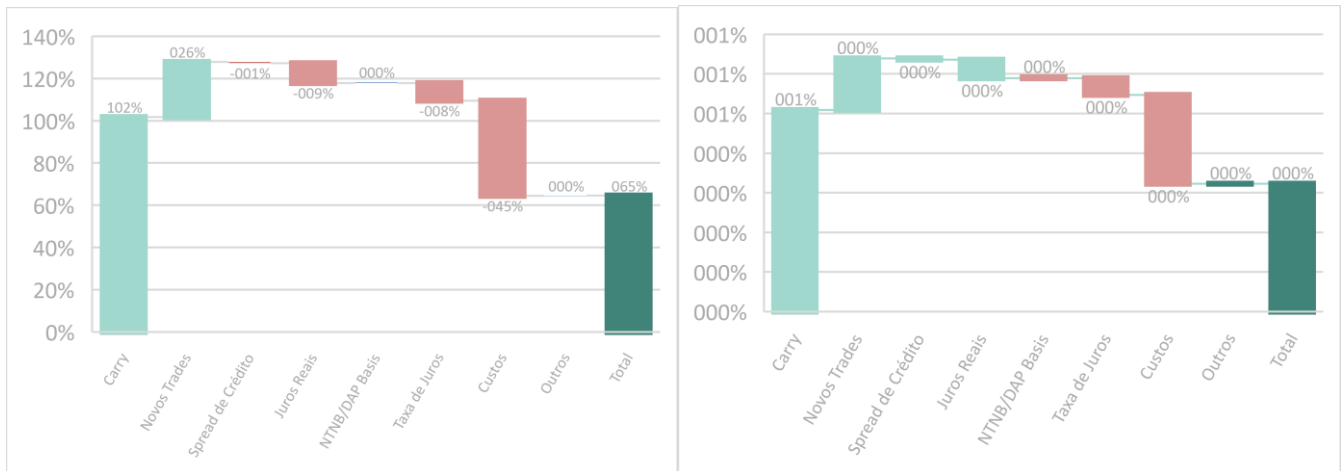


*O Journey Capital VOYAGER Advisory FIC FI RF CP ainda não completou 6 meses, e por isso não tem sua rentabilidade divulgada. Não obstante, este fundo tem uma carteira análoga ao Voyager FIC RF CP.

Posicionamento Atual

No início do mês, efetuamos compras importantes e avançamos bem na alocação da carteira para melhorar o carregamento do fundo. Estamos com um pipeline robusto de emissões primárias, o que deve possibilitar boas aquisições de ativos.

Atribuição de Performance



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