

CARTA DO GESTOR

Novembro/2019

CENÁRIO MACRO BRASIL

- Crescimento começa a voltar
- Choque de inflação não assusta
- Banco Central: fim de ciclo ou -0,25?

Novembro foi um mês de mudanças nas expectativas sobre o estado da economia brasileira. Diversos dados de alta frequência foram divulgados, mostrando que a economia começa a retomar um padrão de crescimento consistente com uma expansão do PIB acima de 2% a.a. em 2020.

Em novembro tivemos a divulgação dos dados da produção industrial de setembro, que avançou 0,3%MoM, e a revisão do dado de agosto para 1,2% (de 0,8%MoM), levando a produção industrial a um avanço de 1,3%QoQ no terceiro trimestre – contra uma queda de 2,0%QoQ.

Para coroar o terceiro trimestre deixando claro que ele foi marcado pela aceleração da economia, na primeira semana de novembro foram divulgados os dados do PIB do terceiro trimestre, que avançou 0,6%QoQ – bem acima da nossa expectativa, que estava entre 0,3% e 0,4%QoQ. Frente ao mesmo período de 2018, o PIB avançou 1,2%, acima da nossa projeção de 1%. Ou seja, a economia brasileira surpreendeu e começa a mostrar uma tração mais firme.

O bom desempenho do PIB se deve principalmente ao setor privado, que tem voltado a ser o principal motor da economia brasileira após um longo período de hibernação. Acreditamos que o ambiente de negócios melhorou graças à consolidação da diminuição dos riscos idiossincráticos da economia brasileira nos últimos anos. A aprovação de uma boa reforma da previdência, com mais reformas de cunho fiscal a caminho de serem apreciadas pelo congresso, aponta para o comprometimento do atual governo com a estabilidade fiscal do país, ao mesmo tempo que as taxas de juros caíram substancialmente – principalmente as taxas reais.

O fôlego renovado do setor privado fica claro quando olhamos o PIB pela ótica da demanda, começando pelo crescimento acima do esperado do investimento (FBKF) com a surpresa positiva da construção civil no trimestre. O consumo das famílias também apresentou bom ritmo de expansão (0,8% no 3T19/2T19, com ajuste sazonal) e o consumo do governo apresentou nova contração (-0,4%), a segunda queda seguida nessa base de comparação – algo coerente com o forte ajuste dos gastos e dos orçamentos públicos em todas as esferas.

A reação de consumo e investimento acarretou aumento marginal da importação, enquanto as exportações seguem em queda. No terceiro trimestre, as vendas externas recuaram 2,8% frente ao trimestre anterior (a terceira queda consecutiva), em razão do desaquecimento econômico nos parceiros comerciais – principalmente a Argentina, maior importador de bens manufaturados do Brasil.

Além disso, o IBGE divulgou a revisão dos dados do PIB de 2017 e 2018, mostrando que a economia brasileira cresceu 1,3% em 2018, e não 1,1%. A revisão também foi feita para 2017. Com isso, nossa medida de hiato do produto também foi revisada, situando-se em 3% no 3T19 (era de 3,5% antes da revisão do crescimento dos dois últimos anos e do resultado do PIB do 3T19). Continuamos avaliando que a tendência para o hiato do produto é de fechamento gradual.

Novembro também foi marcado pelo aumento da inflação na margem, que passou a andar em alguns índices diários de monitoramento do IPCA, rodando próximo de 1%MoM. O choque foi puramente de oferta, vindo principalmente do componente de carnes (+8%MoM), reajuste das lotéricas (+24,35%) e da pressão no grupo de transportes, com reajustes nos combustíveis e passagens aéreas.

Apesar do choque, que persiste em dezembro, não vimos impactos relevantes sobre os núcleos de inflação, que inclusive apontam para uma desaceleração entre novembro e dezembro. Além disso, não temos visto mudanças nas expectativas de inflação dos agentes de mercado registradas pela pesquisa Focus. Ou seja, estamos passando por um clássico choque de oferta que não deve deixar efeitos permanentes sobre a inflação de 2020.

O Banco Central fez o último Copom do ano, aplicando mais um corte de 50bp na taxa Selic e trazendo-a para 4,5% – movimento amplamente esperado pelo mercado. O que não se esperava foi a revisão da inflação esperada pelo BC, que diminuiu frente à última reunião de outubro. Mesmo

com a economia acelerando, o BC não vê inflação acima da meta em 2020 e 2021 em nenhum de seus cenários – exceto naquele com o câmbio constante em R\$4,20 pelos próximos 2 anos (cenário considerado altamente improvável), onde a inflação de 2021 ficaria ligeiramente acima da meta.

Sendo assim, com a dissipação dos choques de oferta no IPCA, acreditamos que existe espaço considerável para a Selic atingir 4,25% a.a.

CENÁRIO MACRO EXTERNO

- Principais riscos começam realmente a se dissipar
- Fed pausa, mas mostra tom mais *dovish*
- Manufatura começa a se estabilizar
- Liquidez, fim da guerra comercial e euforia nos mercados

Os riscos para a economia global arrefeceram de forma significativa ao longo de novembro e começo de dezembro. Com isso vemos o mundo podendo voltar a crescer acima da média em 2020, e os mercados passaram rapidamente a precificar esse cenário.

Dois fatores foram cruciais na mudança de percepção do risco global: (1) a fase um do acordo entre Estados Unidos e China, que impedirá a imposição de novas tarifas em dezembro, além da redução pela metade das tarifas impostas anteriormente – tal trégua deve durar até o resultado da eleição americana; e (2) a vitória esmagadora do partido conservador nas eleições parlamentares inglesas, o que melhora o clima político para um Brexit *light* e sinaliza um fim para o processo que se arrasta há mais de dois anos.

Em sua última reunião do ano, o Fed decidiu manter a taxa de juros americana estável – mas em suas projeções, o famoso *dot plot*, deixou a taxa constante ao longo de 2020, enquanto a projeção anterior trazia uma alta de juros ao menos até o final do ano. As projeções da instituição mostram apenas uma pequena alta de 25bps em 2021 e outra de igual magnitude em 2022. Além das projeções mais “frouxas”, Mr. Chairman Jerome Powell indicou que apenas uma aceleração persistente e significativa da inflação levaria o Fed a rever esse cenário *light*. Os mercados interpretaram a fala do comitê como *dovish*, o que ajudou na manutenção dos recordes das bolsas americanas.

Na manufatura, começamos a observar um cenário melhor ao redor do mundo, com os PMI's industriais das principais economias começando a mostrar estabilidade e até mesmo alguma recuperação. Talvez o pior talvez já tenha passado para as principais economias globais.

MERCADO DE CRÉDITO

PANORAMA

Registrado o menor volume de emissões do ano. Já não é novidade que o mercado de capitais está muito movimentado em 2019. Desde agosto já foi captado o volume de 2018 inteiro. Entretanto, neste mês ocorreu uma forte desaceleração e essa captação caiu para R\$17bi, com um menor volume de emissões de debêntures (muito em decorrência de menor liquidez, dado o ajuste que muitos investidores vêm sofrendo nos últimos meses pela abertura contínua de spreads). Com isso, terminamos o acumulado do ano com R\$346bi.

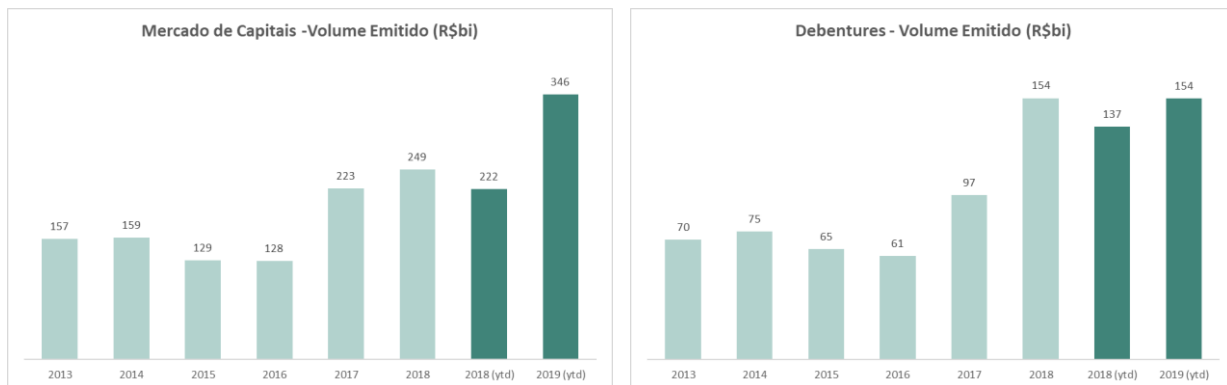


Gráfico 1 – Volume emitido no mercado de Capitais. Fonte: Anbima.

MERCADO DE DEBÊNTURES

Mercado Primário teve seu pior mês desde fevereiro 2018. Foram emitidos R\$6 bilhões em debêntures, menos da metade observada na média do ano (R\$15bi). Com uma forte demanda vendedora, muitas emissões foram postergadas para os próximos meses para adequar melhor a remuneração dos papéis e sua alocação em fundos.

Onde vai parar a abertura de spreads? No mercado secundário, este foi o quinto mês consecutivo de abertura de spreads dos ativos. Essa abertura mais forte foi observada em outubro e intensificou-se em novembro (*Gráfico 2*). Porém, no final do mês essa tendência começou a ser suavizada e entramos em dezembro com um mercado bem mais saudável e comprador, muito em decorrência do ajuste finalmente ter gerado oportunidades que atraíram tesourarias e fundos de *assets* de grupos bancários com liquidez abundante. No mercado já observamos spreads fecharem, como antecipamos em nossa última carta.

O nosso gráfico da amostra Anbima não reflete ainda essa normalização, mas esperamos que o mesmo aconteça na medida que a Anbima suaviza a curva e tem um “atraso” em relação aos preços praticados no mercado secundário. De qualquer forma, o Gráfico 2 sintetiza a magnitude do ajuste que acreditamos ter chegado ao fim.

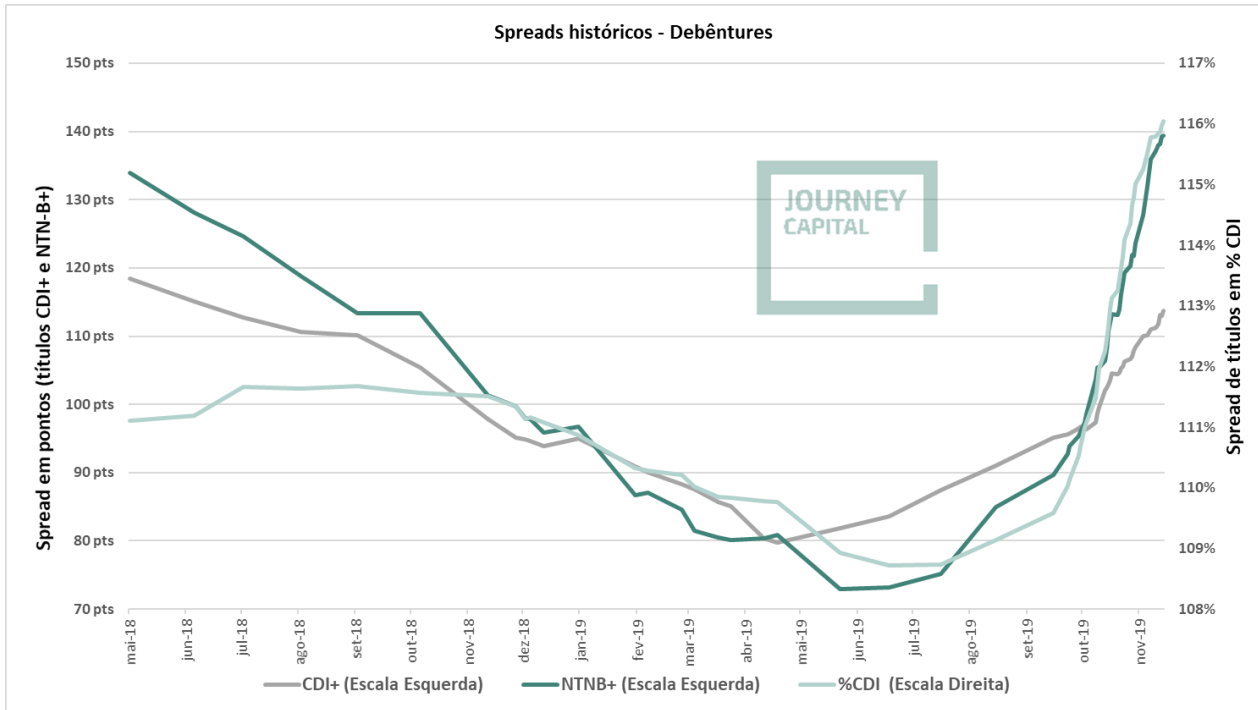
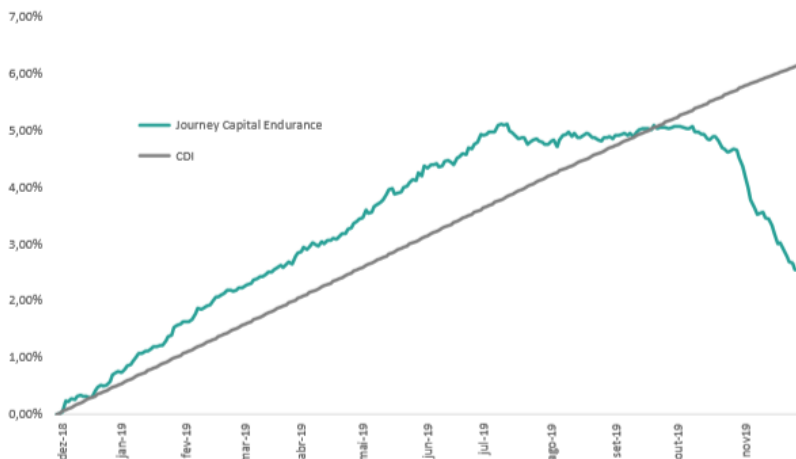


Gráfico 2 – Spreads de crédito abrindo de maneira geral a partir de julho. Na esquerda CDI+ e NTN-B +, na direita percentual do CDI.

PERFORMANCE DOS FUNDOS

Journey Capital ENDURANCE Debêntures Incentivadas FI RF CP



O Journey Capital ENDURANCE teve um mês delicado com a cota sofrendo devido a (1) remarcação da carteira, (2) vendas necessárias para suprir os saques em um mercado com pouca liquidez e (3) descasamento do hedge do IPCA. A gestão foi defensiva ao longo do mês, e os principais objetivos foram fazer liquidez, manter a integralidade da carteira frente a um

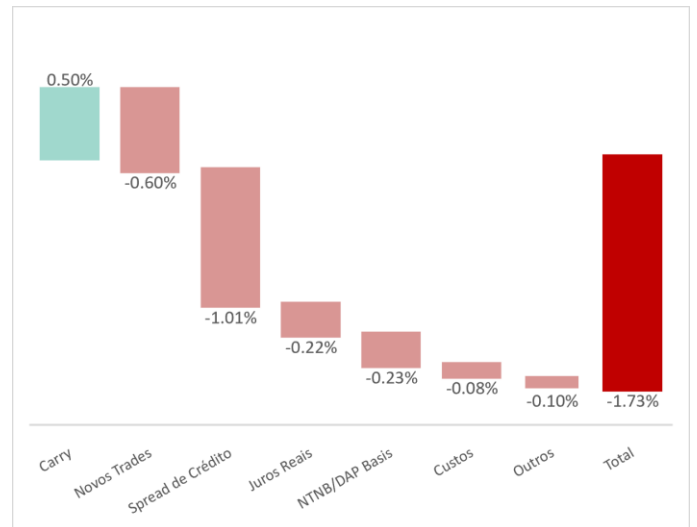
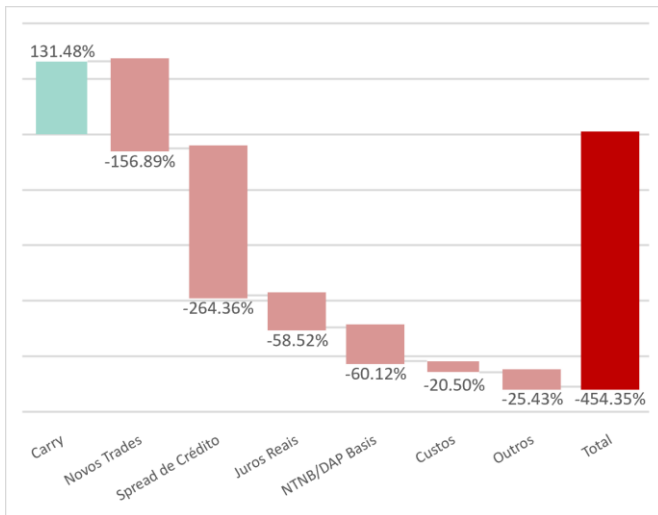
mercado volátil e pouco líquido, e forçar a marcação a mercado de alguns ativos que estavam encilhados. A cota teve uma volatilidade elevada durante o mês devido a (1)-(3) acima.

O mercado em novembro foi o pior que vimos desde o início do Endurance, com alguns dias sem qualquer fluxo comprador – a não ser em quantidades muito pequenas. Ao longo do mês os bancos supriram liquidez, o que na prática acelerou a correção devido ao efeito de marcação a mercado. Apesar do ajuste ter sido doloroso, ao final de novembro e começo de dezembro vimos um mercado bem mais saudável com viés gradativamente comprador. Em nosso ver, o ajuste passou e daqui para frente enxergamos cotas com menos volatilidade, salvo um ou outro resquício do ajuste de preço dos últimos cinco meses.

Posicionamento Atual

Ao final do mês, o mercado mostrou boa melhora com um fluxo comprador crescente. Iniciamos dezembro com uma posição de caixa confortável e vemos o mercado de forma construtiva. Dada essa nossa posição de caixa, se o mercado de fato se firmar, nossa intenção é comprar papéis e cautelosamente aumentar nossa alocação.

Atribuição de Performance



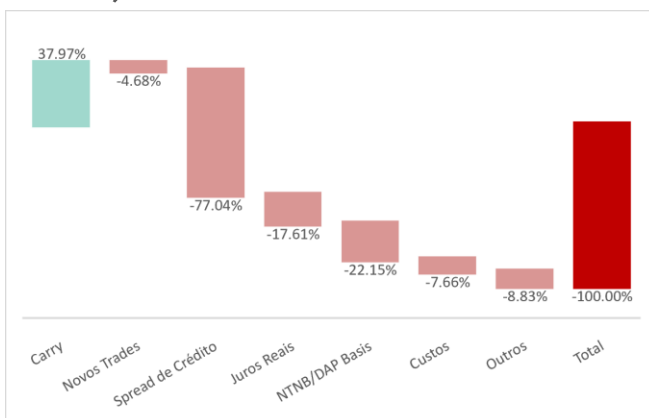
Journey Capital ENDURANCE PLUS Fundo Incentivado de Investimento em Infraestrutura RF (FI-INFRA)

O Journey Capital ENDURANCE PLUS teve um mês delicado por razões similares ao Endurance. A gestão foi igualmente defensiva ao longo do mês, com o fundo monitorando enquadramento e aguardando maior equilíbrio do mercado para comprar ativos.

Posicionamento Atual

Ao final do mês, o mercado mostrou boa melhora com um fluxo comprador crescente. Iniciamos dezembro com uma posição de caixa confortável e estamos monitorando para seguir montando a carteira para enquadrarmos o fundo na data limite de 25 de dezembro.

Atribuição de Performance



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.

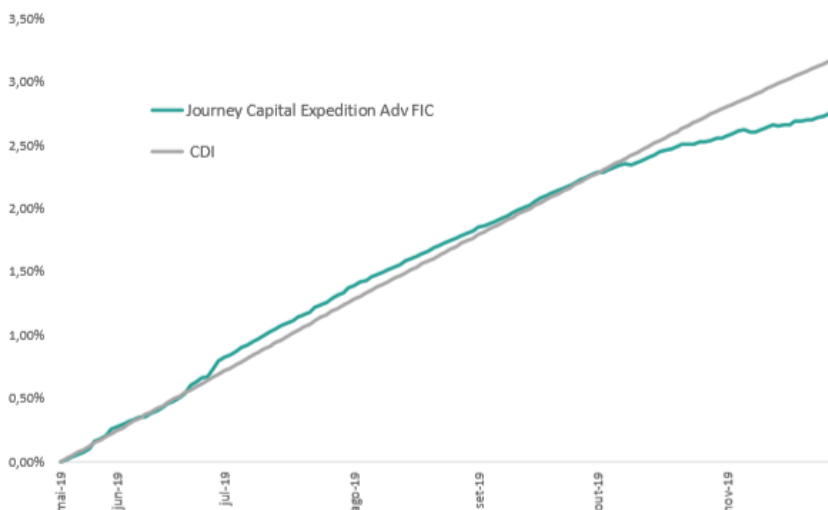
Journey Capital ENDURANCE JUROS REAIS Debêntures Incentivadas

O Journey Capital ENDURANCE JUROS REAIS teve desempenho levemente abaixo do benchmark devido à abertura de spreads de crédito na ponta longa da curva, contrastando com o IMA-B5 – que se saiu melhor devido ao fechamento dos vértices mais curtos.

Posicionamento Atual

Seguiremos com a estratégia atual com um *duration* médio. Acreditamos que, nos próximos meses, a ponta longa da curva deve se sair melhor do que a curta.

Journey Capital EXPEDITION



O Journey Capital EXPEDITION obteve retorno levemente abaixo do benchmark (CDI). O fundo manteve ao longo do mês uma posição defensiva com bastante liquidez e monitorando os ativos da carteira. Foram realizadas algumas vendas pontuais para proteger a cota. Devido às incertezas do mercado institucional, não entramos em nenhuma emissão primária.

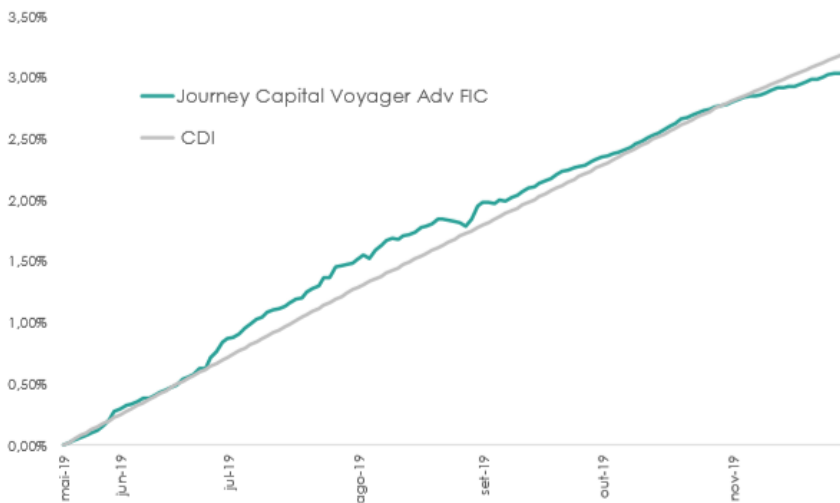
Atribuição de Performance



Posicionamento Atual

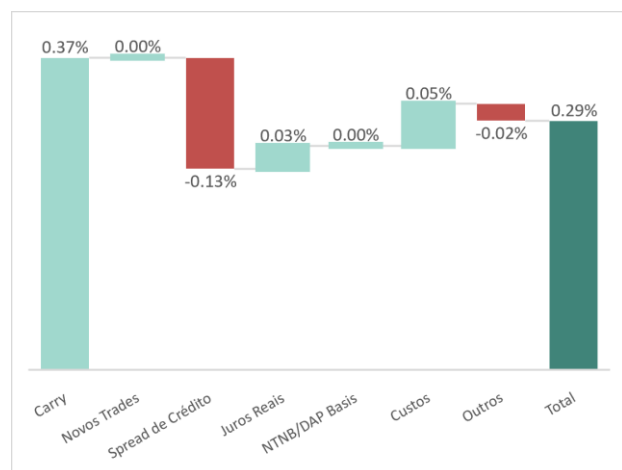
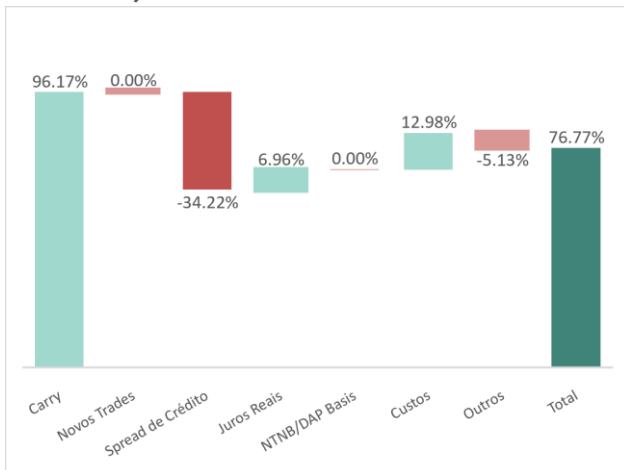
Com os ajustes feitos, o fundo está bem posicionado para se beneficiar de um bom carregamento nos próximos meses. O fundo seguirá atento a oportunidades no mercado secundário, exercendo cautela e disciplina na aquisição de novos papéis.

Journey Capital VOYAGER



O Journey Capital VOYAGER teve desempenho levemente abaixo do benchmark. A performance no relativo foi boa, com resultado melhor do que outros fundos da classe. O fundo efetuou algumas vendas de ativo para proteger a cota, e com isso aumentou a posição de caixa. O fundo não entrou em nenhuma emissão primária.

Atribuição de Performance



Posicionamento Atual

Seguimos monitorando o mercado institucional. O fundo está bem posicionado do ponto de vista de carregio, e tão logo o movimento de normalização de taxas se acabe, o fundo deve seguir com desempenho acima de seu benchmark.



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