



JOURNEY
CAPITAL

CARTA DO GESTOR

Dezembro/2019

CENÁRIO MACRO BRASIL

- Inflação de dezembro assusta, mas é só um choque
- Mistérios da política monetária
- Ano novo, PIB NOVO

Dezembro foi um mês atípico para a economia brasileira. A inflação recebeu um forte choque e projetamos uma desaceleração marginal na atividade econômica, mas os mercados continuaram a embutir otimismo com a economia brasileira ao longo do mês - apesar das notícias negativas. Com o Ibovespa conhecendo novas máximas, o risco país caiu aos mínimos dos últimos anos e até mesmo o Dólar deu certo alívio, chegando a operar próximo dos R\$4,00.

O IPCA de dezembro subiu 1,15%, acima do esperado pelo mercado (1,08%) e acima de nossa projeção (1,07%). Com isso, a inflação acumulada em 12 meses pulou da casa dos 3% para 4,31%, encerrando o ano ligeiramente acima do centro da meta de 4,25%. O grande vilão foi o segmento de proteínas, fazendo o mercado errar suas projeções.

Ao longo de novembro vimos um choque na demanda das proteínas, após a forte epidemia de febre suína que dizimou parte considerável do rebanho de suínos na China. Com a demanda chinesa, o preço de todos os tipos de carnes mostrou forte avanço até a segunda metade de dezembro.

Vemos o movimento de dezembro apenas como um choque, que inclusive começou a mostrar sinais de dissipação ainda na segunda quinzena do mês - e as coletas da primeira metade de janeiro mostram a mesma dinâmica. Os núcleos de inflação também resistiram bem ao choque, outro indicativo de que a dinâmica foi um fato isolado não tendo aceleração para perdurar por mais meses.

Para janeiro vemos o IPCA rodando próximo de 0,40% e para fevereiro uma desaceleração adicional, trazendo o indicador para o intervalo entre 0,25% e 0,30% - confirmando a dissipação do choque e nos fazendo projetar uma inflação entre 3,7% e 3,8% para o final de 2020 (lembrando que a meta de inflação para 2020 é de 4%).

Os dados de atividade referentes a novembro de 2019 indicam certa perda de fôlego da economia, com a produção industrial recuando e as pesquisas mensais de serviços e vendas no varejo vindo abaixo do esperado. A redenção foram os dados do IBC-Br, que vieram um pouco acima das projeções - mostrando que talvez estejamos apenas passando por um quebra-molas, e não que a estrada rumo ao crescimento tenha se esburacado.

A produção industrial foi vitimada em parte pelo fraco desempenho do setor automotivo, dado já antecipado pelos fracos números de novembro da Anfavea. Mas a queda de 1,2% veio abaixo das nossas expectativas de -0,5% e do mercado de -0,7%, e os primeiros dados para dezembro indicam que a retração deve continuar.

Como dito, apenas parte desse resultado pode ser atribuído à indústria automotiva. Olhando as aberturas da pesquisa do IBGE, vemos que a decepção se espalhou por todas as grandes categorias da indústria. Em termos de contribuição, o destaque negativo ficou com a produção de bens intermediários, com peso próximo de 60% da indústria total, que contraiu 1,5%. Um dado preocupante dentro da abertura foi a contração de 1,3% na produção de bens de capital, importante indicador do investimento privado. O único destaque positivo foi a produção de insumos para construção civil, que cresceu 2,1% na margem - confirmando que o setor é o melhor em termos de recuperação.

O desempenho fraco do setor transbordou para os demais setores da economia, contaminando assim serviços relacionados e o setor ampliado de varejo que inclui automóveis.

As vendas no varejo no conceito restrito (como automóveis e materiais de construção) apresentaram avanço de 0,6%, bem abaixo do esperado pelo mercado (1,4%). O comércio ampliado recuou 0,5%, enquanto o mercado projetava um avanço de 0,4%. O destaque negativo veio do setor automotivo, com fraca venda de veículos no mês. Importante lembrar que o varejo ampliado é um dos principais dados para as projeções de PIB.

Também tivemos a divulgação da pesquisa mensal de serviços (PMS,) que revelou uma contração de 0,1% no volume de atividade do setor - uma acomodação após dois meses de queda. Algumas aberturas da PMC também são insumos importantes para a projeção do PIB.

Em resumo, os últimos indicadores de atividade mostraram que o movimento de recuperação da economia brasileira observado nos últimos meses é irregular e gradual. Isso nos obriga a rever nossas projeções para o PIB do 4T de 2019 e, conseqüentemente, o crescimento fechado do ano. Revimos nossa projeção de PIB do 4T de 1% para 0,5%, o que corresponde a um crescimento de 1,1% em 2019.

Após alguns parágrafos sobre inflação e atividade, impossível não falarmos de juros. O mercado tem batido um pouco a cabeça sobre os próximos passos do BC, e ainda discute a mensagem da ata da reunião de outubro - que prometeu mais um ajuste de 0,50% na reunião de dezembro e, depois disso, uma postura *data dependent*.

A verdade é que o choque de inflação de dezembro trouxe um enorme sinal de interrogação sobre o que o BC pode fazer na próxima reunião, mas com a rápida dissipação desse choque e os dados ruins de atividade em novembro, a possibilidade de um corte de juros voltou à mesa e passou a ser timidamente embutida na curva pré.

No que tange aos dados disponíveis, a postura *data dependent* comportaria um corte de 25 bps na próxima reunião, em fevereiro. As expectativas de inflação para 2020 permaneceram inalteradas durante o choque de dezembro e a recuperação econômica ainda mostra sinais erráticos, com um hiato do produto próximo de 3%. Já é possível inclusive considerar a hipótese de dois cortes de 25bps, o que traria a taxa Selic para 4%.

Também existe a possibilidade de outra discussão, mas essa depende da revelação de alguns mistérios tangentes à política monetária. Com o fraco desempenho da economia nos últimos 3 anos, mesmo com a taxa de juros despencando de 14,25% para 6,5% e chegando a 4,5% após a aprovação da previdência, não vimos os canais de transmissão de política monetária operando em plena capacidade - ou seja, os efeitos dos cortes na taxa de juros ainda não atingiram sua totalidade na economia real.

Numa metáfora: pode haver remédios que ainda não foram absorvidos pelo paciente (a economia brasileira) em sua corrente sanguínea. A hipótese mais provável é que o mercado de crédito não está 100% operacional. Com a rápida compressão dos bancos públicos e seus balanços, em conjunto com a tímida retomada do mercado de crédito privado, ainda não conseguimos ver os efeitos da queda de juros de forma tangível.

Mais uma injeção de medicamentos, mesmo com os parâmetros atuais permitindo isso, poderia acarretar um excesso que precisaria ser combatido com o início prematuro de um ciclo de alta de juros. Mas a política monetária opera com defasagens temporais de difícil modelagem, e um mistério de curto prazo que se manifesta mais cedo ou mais tarde. Sendo assim, neste momento estamos adotando uma postura cautelosa quanto à parte curta das curvas de juros e até onde a Selic pode ir.

CENÁRIO MACRO EXTERNO

- Um excelente final de ano
- Resolução de ano novo: Crescer mais
- Resolução de ano novo (2): Inflação no mundo desenvolvido

Dezembro foi bastante positivo para os mercados internacionais, com a absorção das notícias de que a fase 1 do acordo comercial entre Estados Unidos e China estava com data marcada para assinatura. Dados positivos da China, como produção industrial e PMIs (oficiais e não oficiais), vieram acima do esperado, renovando as expectativas de que a economia global não enfrentará recessão em 2020. O S&P superou recordes históricos, um dezembro bem diferente daquele de 2018. Outros ativos de risco, como as bolsas europeias, também performaram bem, concluindo um ano extremamente lucrativo para ativos de risco em geral (*Gráfico 1*).

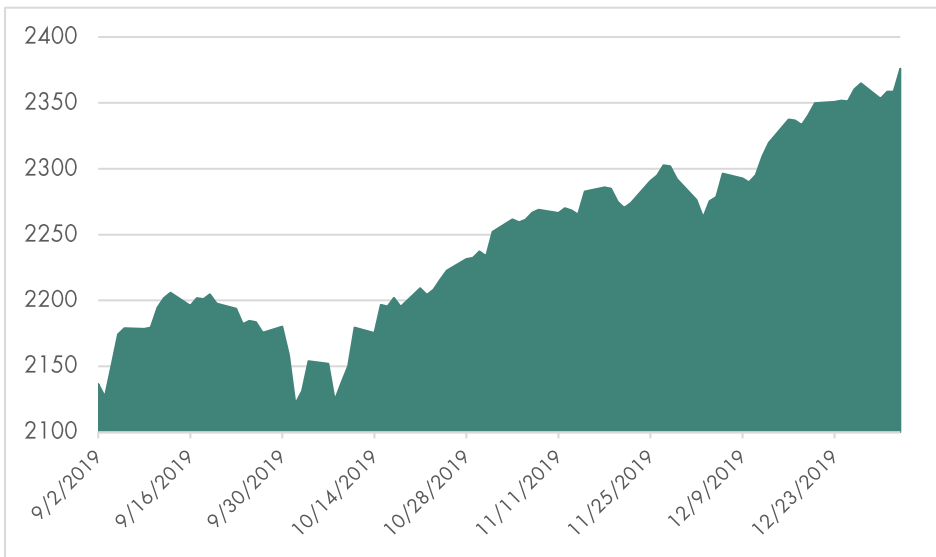


Gráfico 1 – World MSCI, ativos de risco performando extremamente bem no último trimestre devido à abundância de liquidez e ao acordo comercial removendo a incerteza da guerra comercial.

No lado econômico, 2019 foi um ano onde a economia global passou por alguns choques negativos, principalmente nas expectativas de crescimento. Mesmo assim, a economia mundial teve um desempenho relativamente robusto - em parte pela pronta ação dos bancos centrais, que agiram para garantir um piso para o crescimento global. Quando se acreditava que os bancos centrais seguiriam uma direção de aperto monetário, as expectativas levaram a uma correção de quase 180 graus nesse curso - levando alguns deles a retomar a expansão de seus balanços, como o Fed e ECB (Gráfico 2).

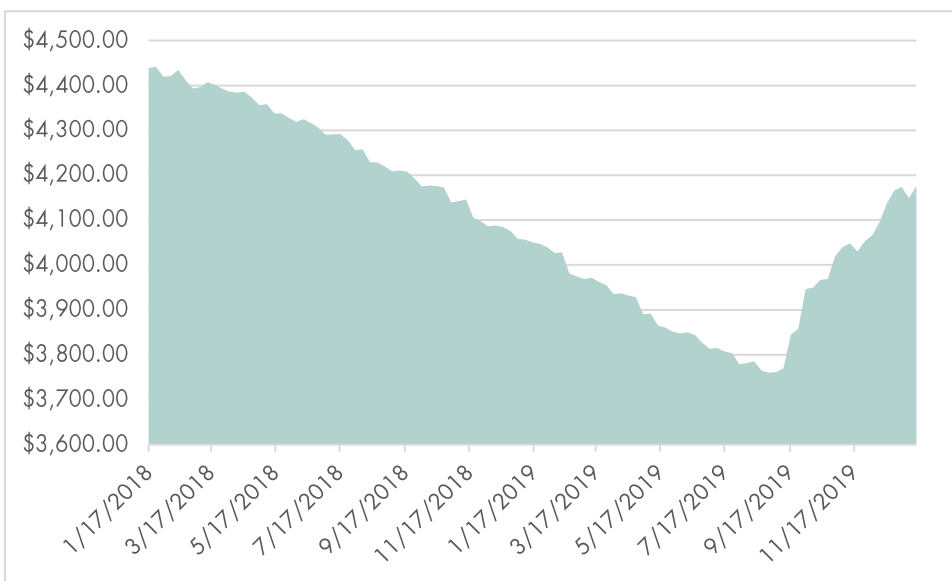


Gráfico 2 – Expansão do balanço do Federal Reserve, revertendo meses de aperto monetário. A percepção pelo mercado de liquidez abundante foi extremamente favorável para os mercados em geral.

Para 2020 ainda vemos uma fragilidade inerente à economia global, mas com menos riscos do que em 2019. Esse cenário nos faz projetar que a política monetária mundial continuará acomodativa. As curvas de Phillips (que descrevem a relação inversa entre desemprego e inflação) das principais economias seguem dormentes, com a inflação corrente persistentemente baixa e expectativas de inflação ainda em queda. A tentativa de aproximar a inflação dos objetivos de política monetária é o próximo desafio dos bancos centrais, e isso deve ocorrer antes da próxima grande desaceleração da economia global para constituírem seu arsenal de políticas anticíclicas.

As taxas de juros globais só voltarão a subir quando os bancos centrais estiverem certos de que o crescimento estará relativamente garantido, e que os núcleos de inflação estarão rodando perto ou levemente acima de suas respectivas metas.

A China vem mostrando sinais mais saudáveis de crescimento, com o PIB do 4T crescendo em linha com as expectativas e a economia retornando ao nível de crescimento de 6% a.a. - vindo de 5,5% a.a. no 3T. A produção manufatureira também acelerou, com melhoras observadas na economia doméstica e no setor externo.

Em resumo, vemos uma economia global com menos choques do que em 2019 e podendo surpreender com algum crescimento acima da média. As pesquisas PMIs de janeiro e fevereiro devem mostrar se essa dinâmica está se firmando ou não. Os principais riscos são de uma piora na negociação da fase 2 do acordo comercial entre Estados Unidos e China, a possibilidade de vitória de um candidato democrata (com uma visão menos pró-mercado) nos Estados Unidos e uma nova escalada nas tensões no Oriente Médio.

Com a extensiva expansão monetária dos vários bancos centrais, em particular o Fed, e a remoção da incerteza da guerra comercial dos EUA x China, as condições financeiras e volatilidade permanecem favoráveis como mostra o histórico recente do Vix (*Gráfico 3*).

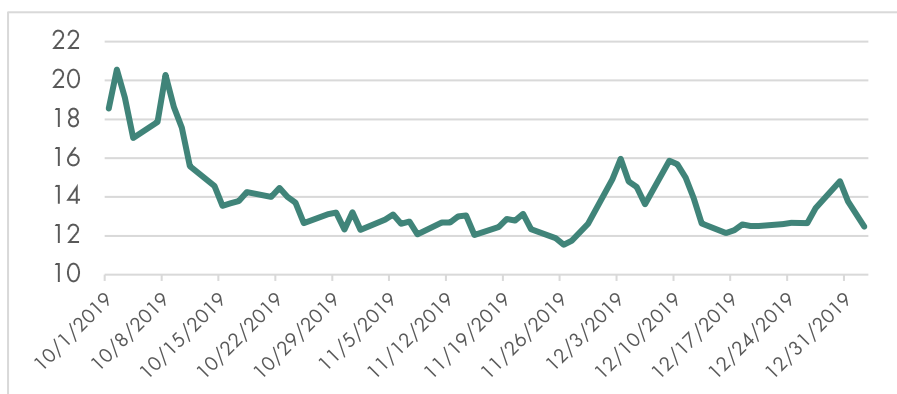


Gráfico 3– Vix, como proxy de condições financeiras mostrando um mercado bem mais benigno.

MERCADO DE CRÉDITO

PANORAMA 2019

O ano de 2019 foi marcante para o mercado de crédito brasileiro, visto que tivemos quase todos os eventos possíveis para um ciclo num único ano: (1) empresas que nunca acessaram o mercado começaram a captar via debêntures - você acompanhou algumas aqui com a Journey (You Inc., Asa Alimentos, Agrovale); (2) grandes empresas voltaram com ainda mais apetite para captar, aproveitando o baixo custo (Selic na mínima histórica) e a forte demanda por esses títulos (como Petrobras, Vale, Comgas, B3 e outras); (3) essa forte demanda compradora foi originada em 2018 e ainda mais consolidada em 2019, com a procura dos investidores por produtos não bancários e alocando uma fatia grande de seu capital em fundos de crédito privado; e, como consequência, (4) o desenvolvimento e liquidez do mercado secundário de títulos, que trouxe à tona algo antes não muito visível para o investidor (e que virou o bordão da casa): **“a renda é fixa, o preço não”**.

NÚMEROS DE 2019

Captação: o melhor ano da história no Mercado de Capitais. 2019 foi marcado pela consolidação do modo de se financiar no Brasil, migrando a captação do mercado bancário (incluindo aqui o BNDES) para o mercado de capitais. Como apontado em nossa carta de junho/19, esse efeito começou a tomar fôlego em 2017, aumentou em 2018 e teve seu ápice em 2019, onde foram captados R\$396,1 bilhões – aumento de 59% frente a 2018 e incríveis 209% em relação a 2016. Comparado com 2018, houve um incremento em volume emitidos em todas as linhas:

- **Renda Fixa:** Debêntures (+13%), Notas Promissórias (+17%), Letras Financeiras (+67%), CRA (+131%), CRI (+94%) e FIDC (21%)
- **Renda Variável (Ações):** IPOs (+52%) e Follow-on (+1.660%)
- **Híbridos:** FII (+128%)

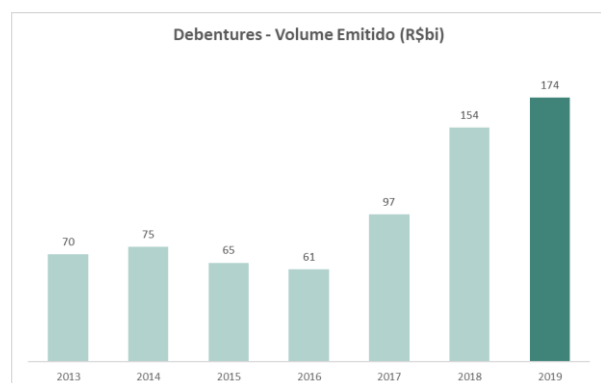


Gráfico 4 – Volume emitido no mercado de Capitais. Fonte: Anbima

Movimentação dos spreads. Após cinco meses consecutivos de abertura de spreads de crédito, em dezembro vimos uma estabilização nos dois indexadores (CDI+ e %CDI) e fechamento no indexador IPCA+, trazendo um pouco mais de liquidez e racionalidade ao mercado secundário. Como apontamos em cartas anteriores, a perspectiva de melhora econômica sendo confirmada a cada número divulgado só melhorou o racional das empresas na perspectiva de crédito. Nesse sentido, salientamos duas variáveis: (1) o menor custo de captação e serviço de dívida, impactado tanto pela queda da Selic quanto pela maior demanda de crédito; e (2) dados econômicos melhores quanto ao crescimento do PIB e a volta da confiança, e o seus efeitos na melhoria dos indicadores das empresas. Esses dois pontos serão bastante positivos para crédito nos próximos meses.

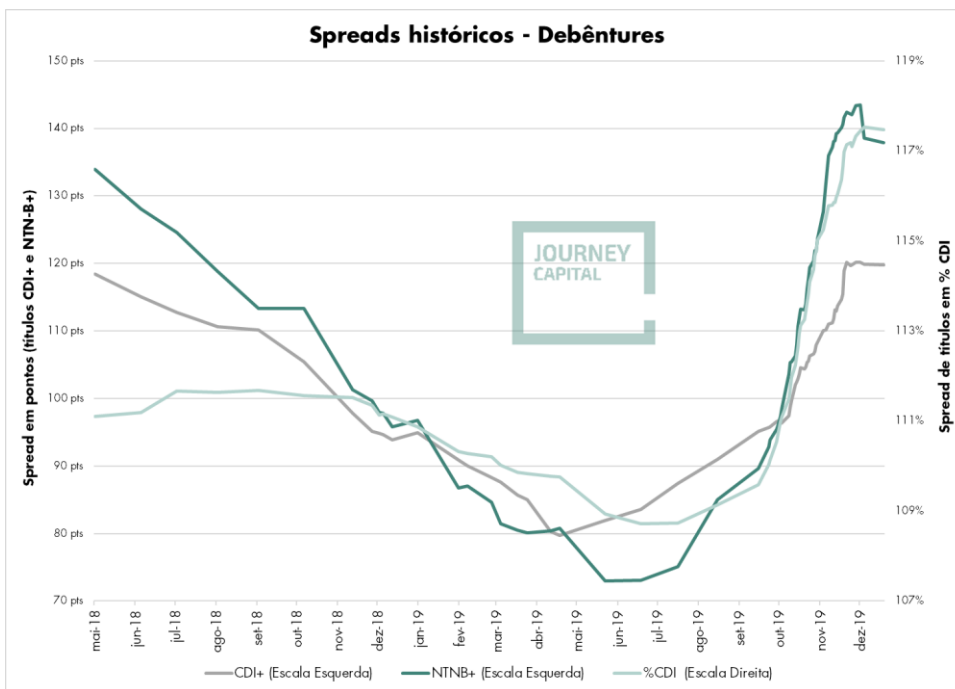
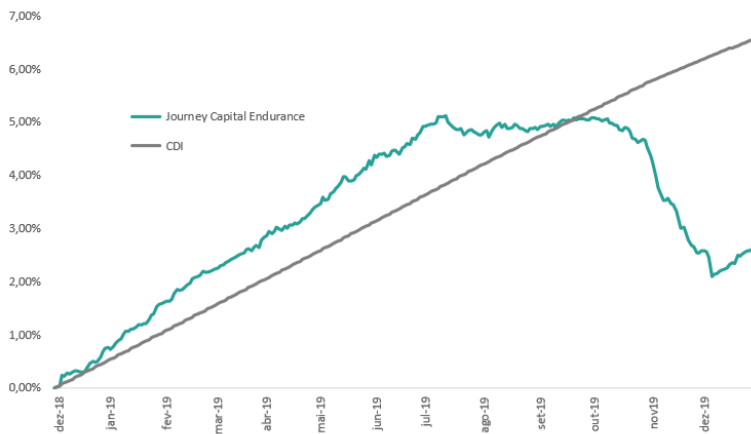


Gráfico 5 – Spreads de crédito abrindo de maneira geral a partir de julho. Na esquerda CDI+ e NTN-B +, na direita percentual do CDI.

PERFORMANCE DOS FUNDOS

Journey Capital ENDURANCE

Debêntures Incentivadas FI RF CP



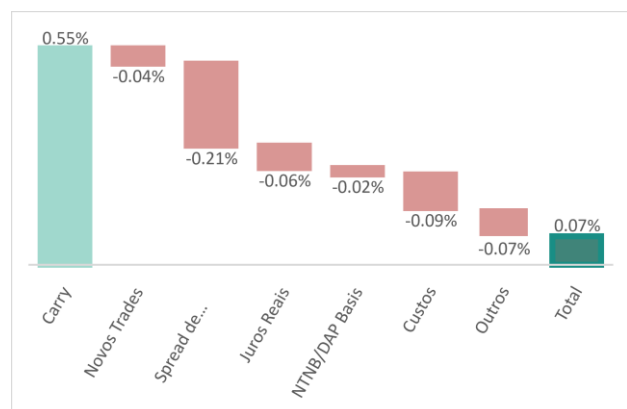
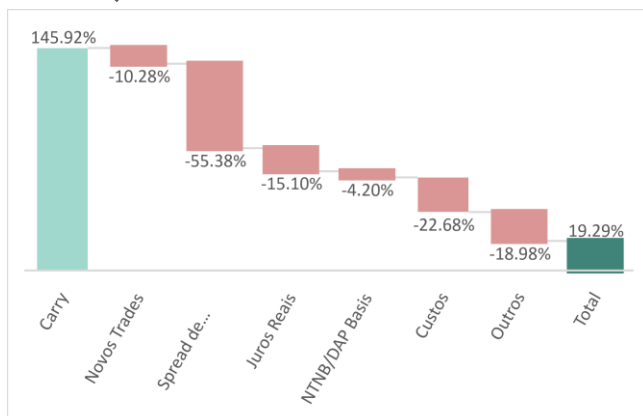
O Journey Capital ENDURANCE teve a performance substancialmente melhor na segunda metade do mês, graças à normalização dos spreads de crédito. Devido a remarcações de papéis ainda no começo do mês (que em boa parte já voltaram), a performance ficou abaixo do CDI – mas positiva. Nos últimos dias do mês, a performance foi consistentemente acima de 150% do CDI.

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 suprimam 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

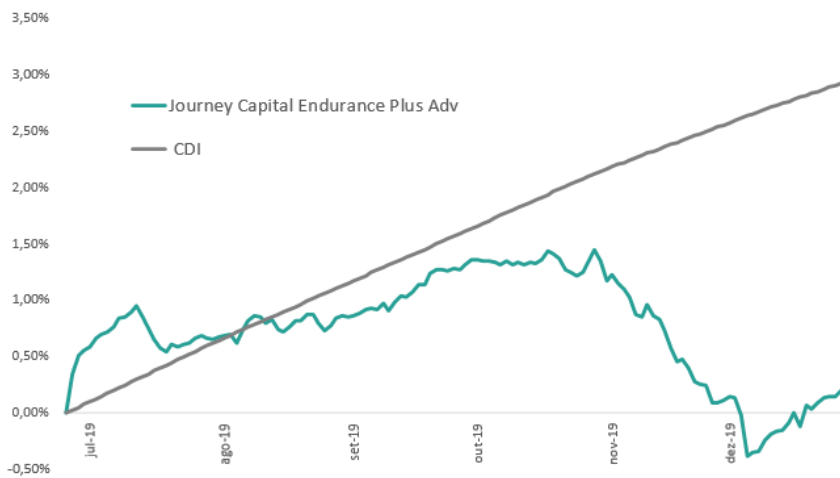
O fundo começou dezembro com ampla liquidez, utilizada para comprar alguns ativos seletivamente. Com a normalização do mercado de crédito, a perspectiva é de gradualmente rodar o fundo mais alocado e com menos caixa.

Atribuição de Performance



Journey Capital ENDURANCE PLUS

Fundo Incentivado de Investimento em Infraestrutura RF (FIINFRA)



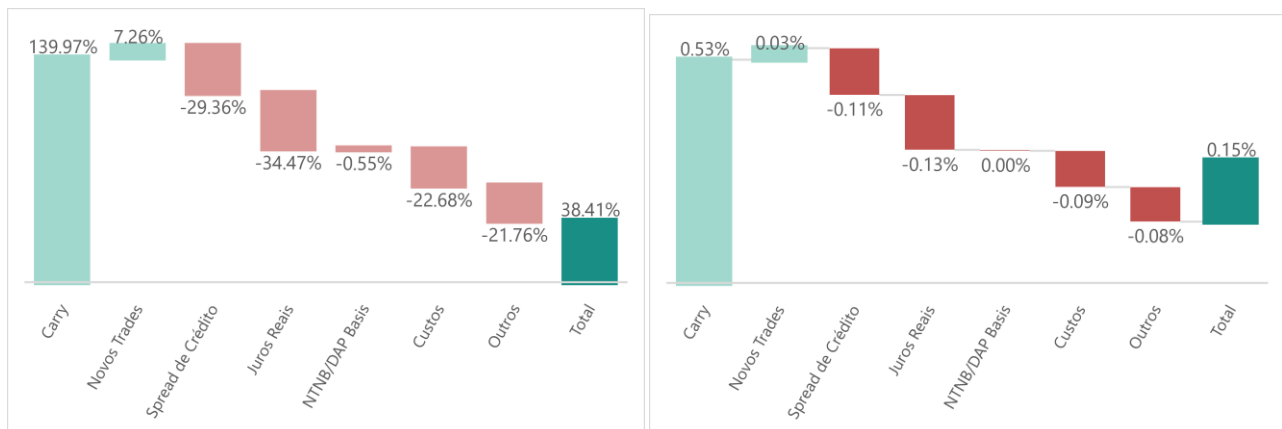
O Journey Capital ENDURANCE PLUS teve um desempenho bem melhor na segunda metade do mês, graças à normalização dos spreads de crédito. Tendo em vista algumas remarcações de papéis ainda no começo do mês (que em boa parte já voltaram), a performance ficou abaixo do CDI – mas positiva. Nos últimos dias do mês a

performance foi consistentemente acima de 150% do CDI.

Posicionamento Atual

O fundo iniciou dezembro com bastante liquidez e ao longo do mês comprou ativos oportunisticamente, de modo a aumentar sua alocação – que hoje está em 75% do fundo. Com a normalização do mercado de crédito, a perspectiva é de gradualmente rodar o fundo mais alocado e com menos caixa.

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

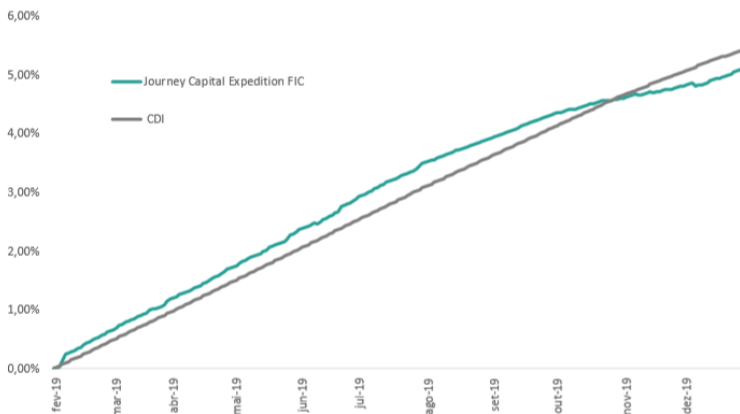
Debêntures Incentivadas

O Journey Capital ENDURANCE JUROS REAIS performou bem durante o mês, beneficiando-se do fechamento de spreads no mercado de crédito e do fechamento da curva de juros (principalmente nos últimos dias do ano).

Posicionamento Atual

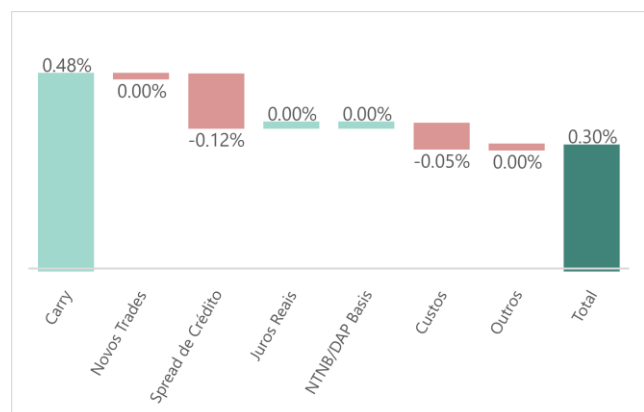
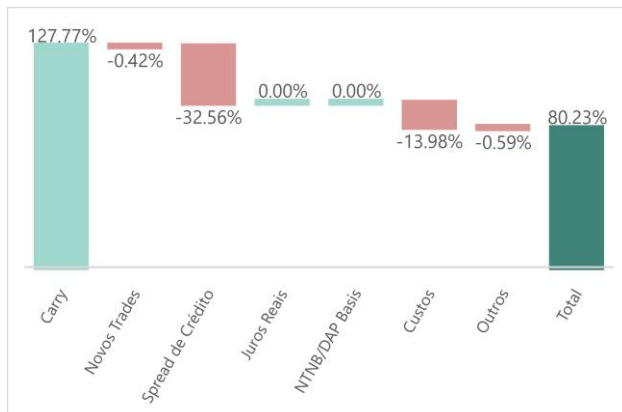
Seguiremos com a estratégia de exposição de duration médio no spread de crédito e duration levemente mais curta nos juros reais.

Journey Capital EXPEDITION



O Journey Capital EXPEDITION obteve retorno levemente abaixo do benchmark (CDI) em função da remarcação de um papel de Hapvida, que estava em *lockup*. Após esse evento, o fundo performou bem em linha com o esperado, mostrando um bom carregamento e pouca volatilidade na cota.

Atribuição de Performance



Posicionamento Atual

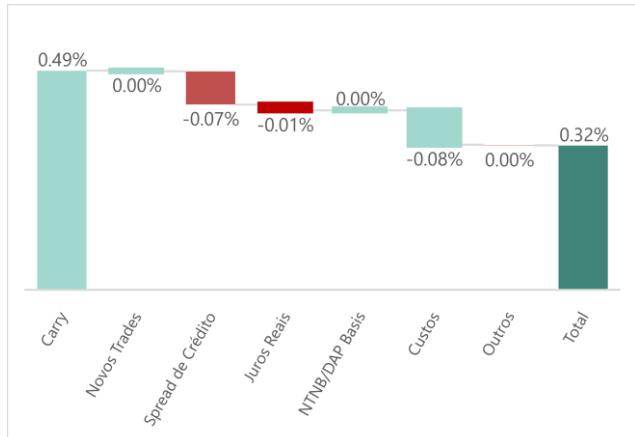
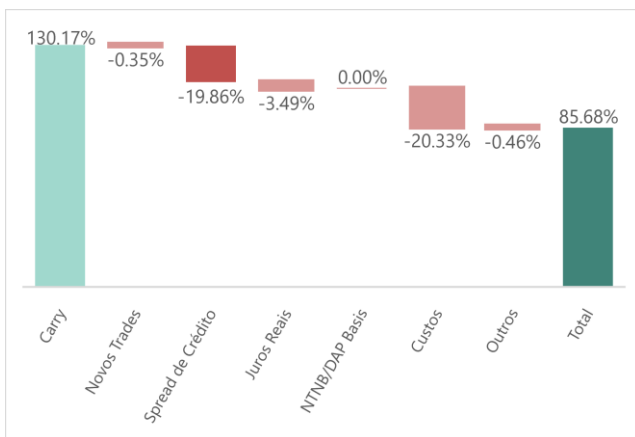
O fundo está bem posicionado para se beneficiar de um bom carregamento nos próximos meses. Seguiremos atentos a oportunidades no mercado secundário, exercendo cautela e disciplina na aquisição de novos papéis.

Journey Capital VOYAGER



O Journey Capital VOYAGER performou levemente abaixo do benchmark devido à remarcação de Hapvida, que já começou a voltar à normalidade. Com o mercado de crédito mais saudável, esperamos que nos próximos meses o fundo performe consistentemente acima do benchmark.

Atribuição de Performance



Posicionamento Atual

O fundo está bem posicionado do ponto de vista de carregos e carteira, precisando de poucos ajustes. Seguiremos monitorando os mercados primários e secundários, sempre em busca de boas oportunidades de risco/retorno.



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