

CARTA DO GESTOR

Fevereiro/2020



CENÁRIO MACRO BRASIL

- PIB Fraco
- Sintomas de COVID-19 na política monetária
- Câmbio na Lua

Divulgado no começo do mês, o resultado do PIB do 4T de 2019 revelou que a economia ainda está em posição de fraqueza, embora em linha com as nossas projeções e com as do mercado (que previa uma expansão de 0,5% no QoQ e 1,1% no componente anualizado de 2019). Apesar do número ter sido aquele que a mediana (Bloomberg) do mercado esperava, seu *breakdown* revelou um cenário nada animador.

O que mais preocupou foi o dado de investimento, com queda de 3,3% no trimestre após vários períodos de avanço. Vale lembrar que os demais componentes do PIB passam (e ainda passarão) por condições adversas ao longo de 2020, e o componente de investimentos era o que, em nossa visão, poderia ser o propulsor do crescimento em 2020.

O choque do Coronavírus (COVID-19) piorou o setor externo, que já vinha mostrando fraqueza desde 2018 (com o começo da longa crise argentina) e 2019 (com os choques da guerra comercial e o agravamento da situação de nossos hermanos). Grande estrela do semestre, o consumo não consegue

se sustentar sozinho. O emprego, tanto formal quanto informal, ainda está baixo, apesar dos sinais encorajadores ao longo de 2019 – sem uma retomada mais forte da economia, essa recuperação no mercado de trabalho ficará aquém do esperado e o consumo terá limitações importantes.

Sobre os gastos do governo não é preciso dizer muito: apesar de já haver um cenário positivo para a trajetória do endividamento do governo e um teto de gastos, a receita estrutural (aquela que exclui eventos extraordinários, como privatizações) depende do crescimento da economia – principalmente do emprego formal (fonte importante de recursos tributários) – para voltar a registrar superávits e desafogar a restrição fiscal, sobretudo no tocante a investimentos públicos. Importante salientar que este último componente está em sua mínima histórica.

Os investimentos foram o pior componente, e o fraco desempenho pode ser explicado pela incerteza que ainda ronda o país. No mês passado, o BCB publicou um estudo ([clique aqui para acessar](#)) relacionando a alta incerteza com a queda dos investimentos. Apesar da aprovação da reforma da previdência, o governo ainda precisa aprofundar reformas fiscais, principalmente a PEC Emergencial que garante a execução e cumprimento do teto de gastos. A reforma tributária, que vem ganhando tração e já tem sua comissão mista no congresso, também pode estar atrasando investimentos – uma vez que poderia mudar de forma relevante o mapa fiscal e os incentivos geográficos de se instalar uma empresa no Estado A ou no Estado B.

A boa notícia é que o congresso possui uma orientação majoritariamente de centro-direita, e o presidente da Câmara compra a agenda de reformas. Ou seja: apesar do governo, existe razoável possibilidade de assuntos como a reforma tributária e a PEC emergencial seguirem avançando. O ruído gerado pelo governo pode causar atrasos e a incerteza continuará elevada, por sua vez contribuindo para o atraso do retorno de um ciclo mais robusto de investimentos privados.

Conclusão: estamos revendo nossa projeção de crescimento para 2020 de 2,1% para 1,5%. A economia continuará com baixo crescimento, apesar de mais cortes de juros que o BC fará ao longo do ano. Essas projeções foram feitas antes do choque do COVID-19, e obviamente já não refletem a nova realidade. Ainda estamos aguardando a divulgação de mais informações sobre a atividade econômica para atualizarmos nossos números, mas já é seguro afirmar que o crescimento será mais próximo de 1% do que de 1,5%.

O COVID-19 – ou Novo Coronavírus – se mostrou um choque maior do que o esperado, levando os mercados financeiros a um turbilhão de quedas e criando hiatos nas principais economias do mundo – principalmente China, Coreia e Europa. Até a redação desta carta, não havia sinais de interrupção da economia americana.

O vírus tem gerado choques de demanda e oferta ao redor do mundo e deixará sequelas no crescimento global, principalmente no primeiro trimestre do ano – podendo inclusive se estender para o segundo trimestre. Na esteira disso, alguns bancos centrais já iniciaram movimentos preemptivos de corte de curso; o FED fez um corte de 50bps numa reunião de emergência, o Banco Central da

Austrália também já fez cortes. Importante notar que todos esses cortes foram feitos antes mesmo de haver dados oficiais sobre a atividade desses países, indicando que o choque sobre a atividade econômica poderá ser ainda maior.

Apesar de sermos uma economia relativamente fechada, o vírus prejudicará nossa atividade e provavelmente se revelará um choque deflacionário (principalmente nas commodities). Commodities baratas e menos atividade podem fazer o BCB rever a interrupção anunciada no COPOM passado. Acreditamos que o COPOM fará um corte de 25 bps na próxima reunião, podendo fazer mais dois cortes também de 25 bps nas reuniões seguintes. Neste momento fica difícil modelar com clareza uma trajetória de juros, já vez que ainda não conseguimos inferir com nenhum grau de exatidão os efeitos do vírus sobre a economia mundial e muito menos sobre a economia brasileira. Isso levará o COPOM a uma postura cautelar, mesmo com uma inflação significativamente abaixo da meta.

Outro ponto a ser monitorado: se de fato estamos diante de um choque passageiro, a baixa de atividade e a inflação podem sofrer uma recuperação em V, o que levaria a um início prematuro de ciclo de alta de juros. Nessa situação, todo cuidado é pouco.

Com juros menores, vem menor *carry* e o Real volta a sofrer. Claro que esse movimento recente de desvalorização da nossa moeda não foi 100% pelo fato de queda de *carry*, mas por um Dólar forte ao redor do mundo e pela fraqueza sistêmica das economias emergentes em relação ao mundo desenvolvido – o que por sua vez levou a um ciclo de flexibilização monetária nessas economias.

CENÁRIO MACRO EXTERNO

- O mundo prostrado
- Um choque inesperado
- Mercados a todo vapor

O choque do COVID-19 pegou o mundo de surpresa, primeiro paralisando a China, depois indo para os demais países asiáticos até se tornar uma pandemia. O vírus em si tem letalidade menor frente a outras pragas que já assolaram a raça humana. Mas ele é muito mais letal para o sistema econômico, uma vez que a melhor forma de parar o contágio é o isolamento das pessoas – e isso implica (mesmo numa era de superconectividade) na interrupção de grande parte da vida econômica e social. Aviões no chão, navios nas docas e pessoas em casa, ou seja, um choque duplo: na demanda (as pessoas naturalmente irão consumir menos, principalmente serviços); e na oferta, (se as pessoas não vão trabalhar, há um “isolamento” também das cadeias produtivas).

Ao contrário da última grande crise gerada por um excesso de alavancagem, que quando explodiu resultou em um *credit crunch*, a que estamos começando a viver é diferente. Não é um choque do mundo financeiro que afeta a vida econômica via canais de transmissão, mas o contrário: a vida econômica impondo uma realidade diferente ao mercado financeiro. A necessidade de parar a

economia para conter o vírus é similar a uma guerra, onde o fluxo de pessoas e cargas começa a ser bloqueado dentro dos países e entre eles.

Os Bancos Centrais do mundo todo já tomaram ações de grande escopo para impedir que essa parada forçada destrua empresas e famílias, garantindo liquidez ao sistema bancário – com isso, os bancos podem prorrogar as linhas de crédito num momento de geração de caixa e renda gravemente afetada.

Provavelmente viveremos um cenário “de volta para o futuro”, onde os principais bancos centrais do mundo levarão os juros para o chamado *zero lower bound* – ou seja, taxas básicas de juros próximas de zero – e os manterão lá até que a atividade econômica esteja em níveis próximos daqueles observados no começo do surto do COVID-19.

Governos também estão voltando à mesa e oferecendo estímulos fiscais de amplo escopo, buscando garantir o crucial financiamento dos sistemas de saúde e a minimização dos impactos sobre a geração de caixa das empresas e a renda das famílias, com cortes de impostos e deferimentos tributários. Além disso, alguns países já reforçaram que, se preciso, farão estímulos diretamente na ponta – como renda básica e linhas de crédito a juros subsidiados.

O fato é que essas decisões impactam pouco os mercados neste exato momento, mas mostram que existe um arsenal de medidas anticíclicas que serão empregadas assim que o vírus parar de circular – o que pode significar uma recuperação em V da atividade econômica. O importante é garantir que o tecido econômico não morra e tenha oxigenação de sobra para voltar ao normal assim que a vida econômica e social puder ser normalizada.

MERCADO DE CRÉDITO

PANORAMA

2019, o ano do Mercado de Capitais! Com os dados divulgados pelo BNDES no começo do mês, podemos ser categóricos: o Mercado de Capitais nunca foi tão pujante no país. Como falamos nas últimas cartas, os desembolsos já estavam batendo todos os recordes. Entretanto, o que mais chamou atenção foi que ele “tomou” quase todo o espaço deixado pelo BNDES ao longo dos anos (*gráfico 1*).

BNDES x Mercado De Capitais. Analisando os números um pouco mais a fundo, considerando os R\$55bi desembolsados pelo BNDES significam: (1) o montante financeiro que realizava em 2006 (13 anos atrás!); (2) apenas a 0,76% do PIB, menor número da série histórica que existe desde 1995 – e em todos os anos foi maior que 1,00%; (3) o quarto ano consecutivo que realiza menos desembolsos que o Mercado de Capitais; e (4) a maior diferença já registrada entre Mercado de Capitais e BNDES (R\$367bi).

A boa notícia do BNDES. Além dessa desalavancagem observada nos últimos 4 anos, o Banco vem praticando uma política de empréstimos focada nas MPES (Micro, Pequenas e Médias empresas), sua essência por origem mas que não era praticada. Deixou-se de lado a criação de “campeões nacionais” para focar no empréstimo a empresas que realmente precisam. Em 2009, 82,5% dos desembolsos eram para grandes empresas. Em 2019 foram 51,6%, o menor número da série histórica.

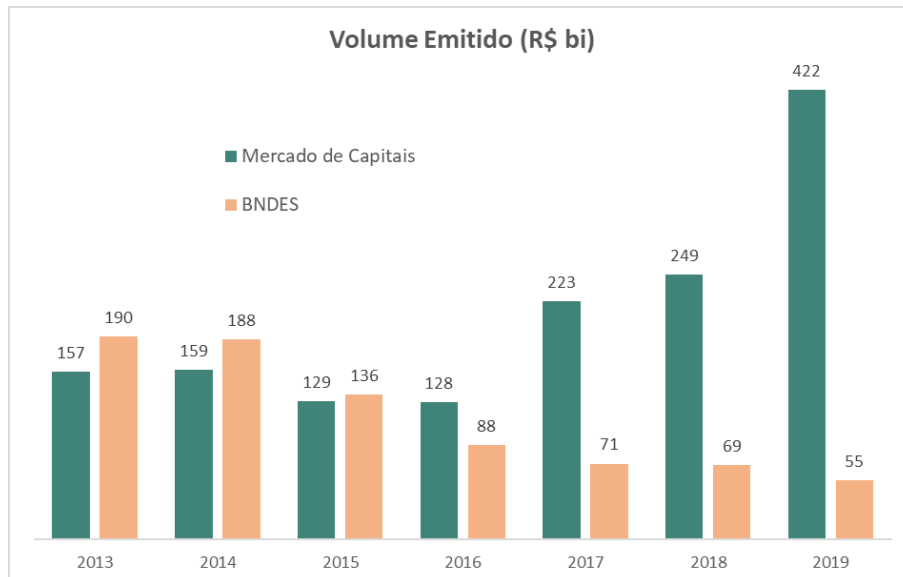


Gráfico 1 – Catação via Mercados de Capitais x BNDES. Fonte: Anbima¹ e BNDES.

O mês do Follow-on. Após um janeiro fraco, fevereiro foi marcado por uma grande operação no Mercado de Capitais: a venda do bloco de ações que o BNDES possuía da Petrobrás. Sozinha, essa operação movimentou R\$22bi, o que contribuiu para a captação de R\$45,9bi no mês.

MERCADO DE DEBÊNTURES

Mercado Primário segue morno. Como já vínhamos observando nos últimos meses, o mercado ainda não encontrou um equilíbrio entre oferta e demanda nos níveis atuais de taxa. Com isso, fevereiro foi mais um mês com poucas empresas (15) acessando o mercado. Como consequência, o valor captado foi de R\$4,8bi, muito focado em apenas três operações: Localiza (R\$1bi), Furnas (R\$0,8bi) e ViaRondon (R\$0,7bi).

Movimentação dos spreads. Este mês foi marcado pela abertura dos spreads nos três fatores acompanhados (gráfico 2). Se olharmos em detalhe, os papéis que mais sofreram foram aqueles em que os investidores institucionais são mais atuantes (CDI+), muito em decorrência de uma maior aversão ao risco pelo agravamento do COVID-19 e o volume saques dos fundos que aplicam em Crédito Privado (que voltou a acelerar).

¹ Os dados da Anbima referentes a 2019 também foram atualizados.

Essa tendência fez com que os fundos tivessem uma perda na marcação (MTM), que acabou compensada por um ganho no carregamento dos papéis.

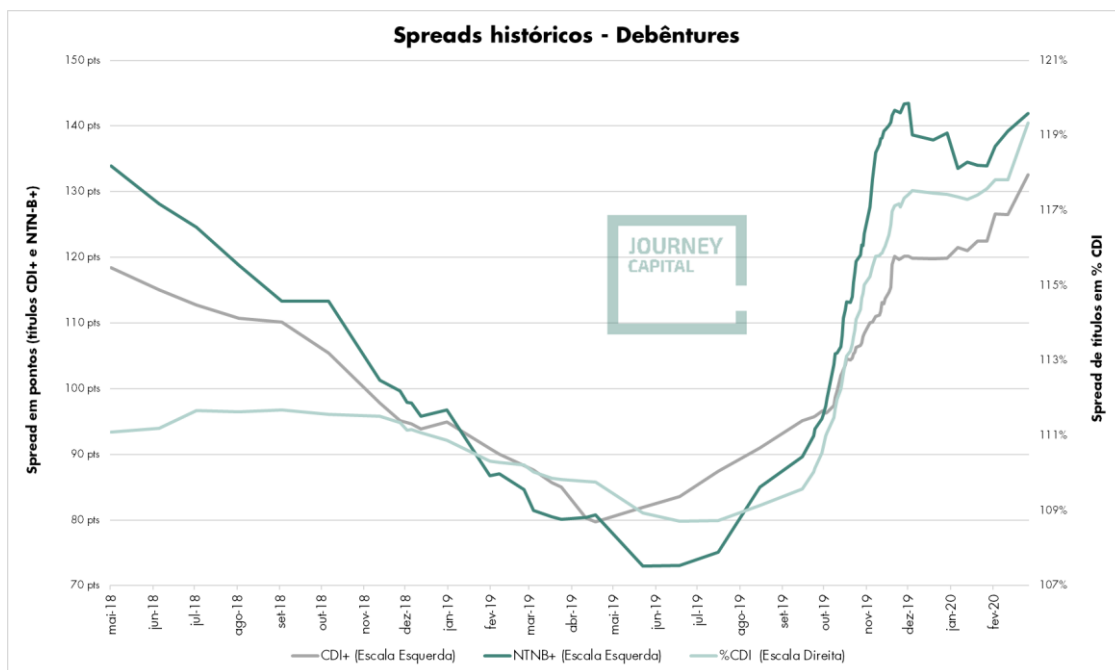


Gráfico 2 – Spreads de crédito abrindo de maneira geral a partir de julho. Na esquerda CDI+ e NTN-B +, na direita percentual do CDI.

PERFORMANCE DOS FUNDOS

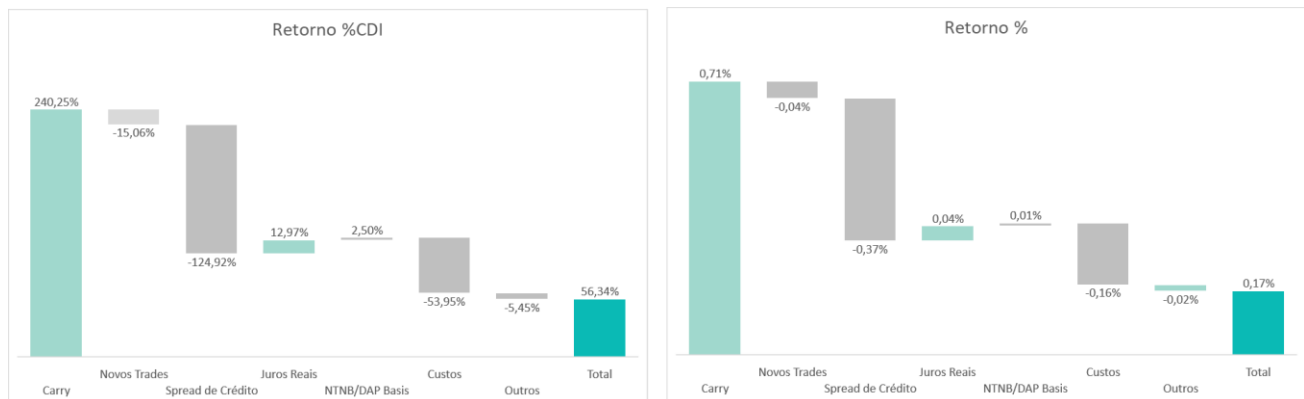
Journey Capital ENDURANCE PLUS

O Journey Capital ENDURANCE PLUS performou abaixo do benchmark muito em função de algumas posições em crédito de companhia fechada que sofreram abertura de spread durante o mês. Conseguimos anular parte dessas perdas com ganhos em posições de juros reais. Fizemos ajustes importantes na carteira, vendendo alguns ativos financeiros para aumentar a alocação em papéis incentivados e aumentando levemente o *duration* do fundo.

Posicionamento Atual

O fundo segue com uma carteira composta de poucos ativos bem selecionados e com o *duration* mais alto que nos meses anteriores. Seguimos com uma leve exposição aos juros reais, que contribui para um melhor carregamento e permite monetizarmos uma possível queda de juros. Dependendo do mercado, podemos zerar ou aumentar essa posição durante o mês.

Atribuição de Performance



Journey Capital ENDURANCE JUROS REAIS

O Journey Capital ENDURANCE Juros Reais performou bem durante o mês, mas ficou levemente atrás do IMA-B5. Isso se deu pela abertura de spreads na carteira de crédito, similar aos outros fundos da casa. Os nomes que sofreram abertura de spread já mostraram alguma recuperação. Durante o mês mudamos a estratégia do fundo, aumentando a exposição aos juros reais – agora estamos mais expostos aos juros longos, porém mantendo a exposição a crédito intacta.

Posicionamento Atual

Seguimos mais expostos aos juros longos, monitorando a evolução do mercado e eventualmente reduzindo a exposição na medida que monetizarmos ganhos no fundo. Não antecipamos mudanças na carteira de crédito, que deve seguir estática nas próximas semanas.

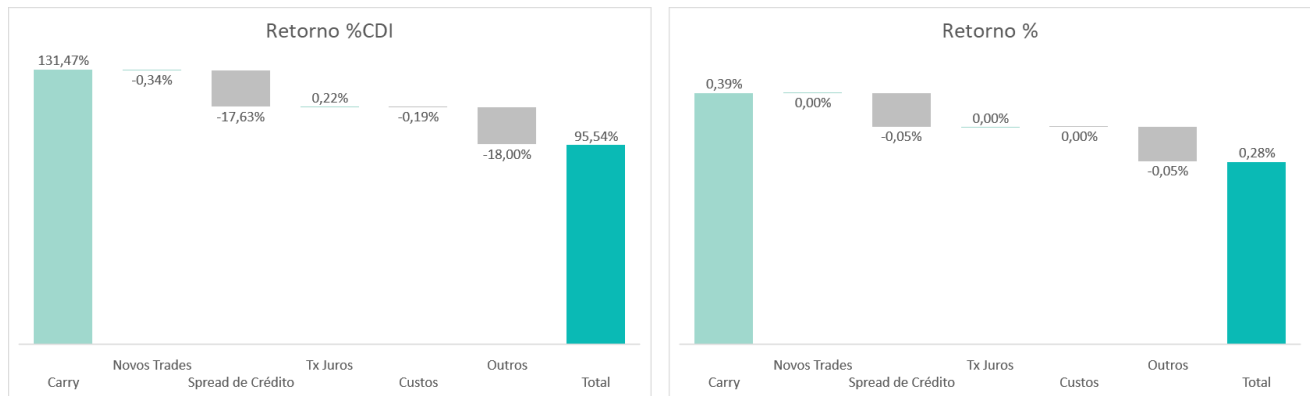
Journey Capital EXPEDITION

O Journey Capital EXPEDITION obteve retorno levemente abaixo do benchmark (CDI) em decorrência da remarcação de Hapvida (papel longo) e Natura. Além disso, aproveitamos o mês para fazer algumas realocações, com vendas pontuais de papéis e LF. Com isso, terminamos com uma posição confortável de caixa.

Posicionamento Atual

O fundo está bem posicionado para se beneficiar de um bom carregamento nos próximos meses. Com a posição de caixa atual, estamos atentos a oportunidades de alocação no mercado secundário com spreads mais atrativos.

Atribuição de Performance



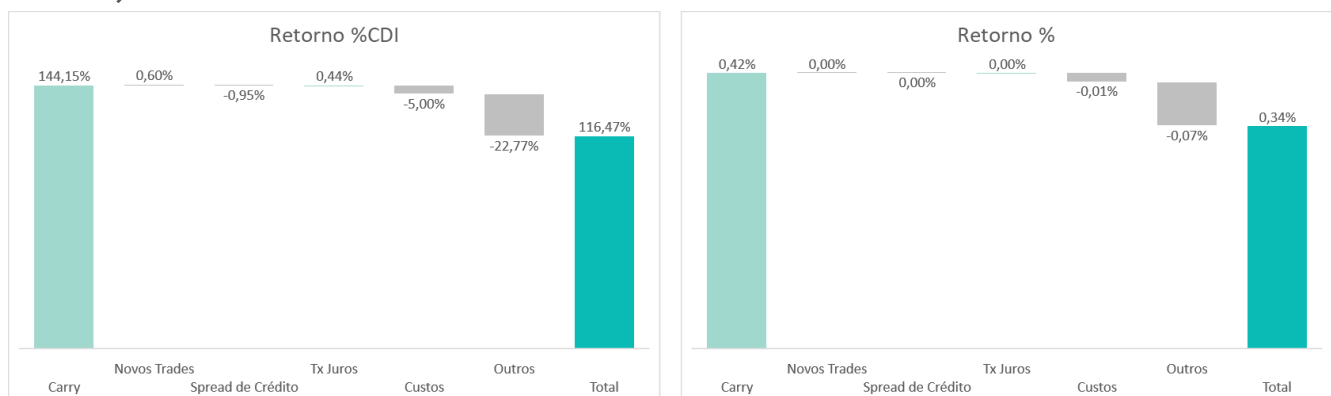
Journey Capital VOYAGER

O Journey Capital VOYAGER performou acima de seu benchmark. Durante o mês, fizemos realocações pontuais e monetizamos fechamento de spread vendendo alguns papéis para realizar lucro. Antecipamos fechamento de mais papéis para os próximos meses, visto que o carregamento está superior à rentabilidade entregue, demonstrando um atraso.

Posicionamento Atual

O fundo está bem posicionado do ponto de vista de carregamento e carteira. Faremos ajustes pontuais para posicionamento em setores com pouca exposição, e seguiremos monitorando os mercados primário e secundário em busca de boas oportunidades de risco/retorno.

Atribuição de Performance



Journey Capital ENDURANCE

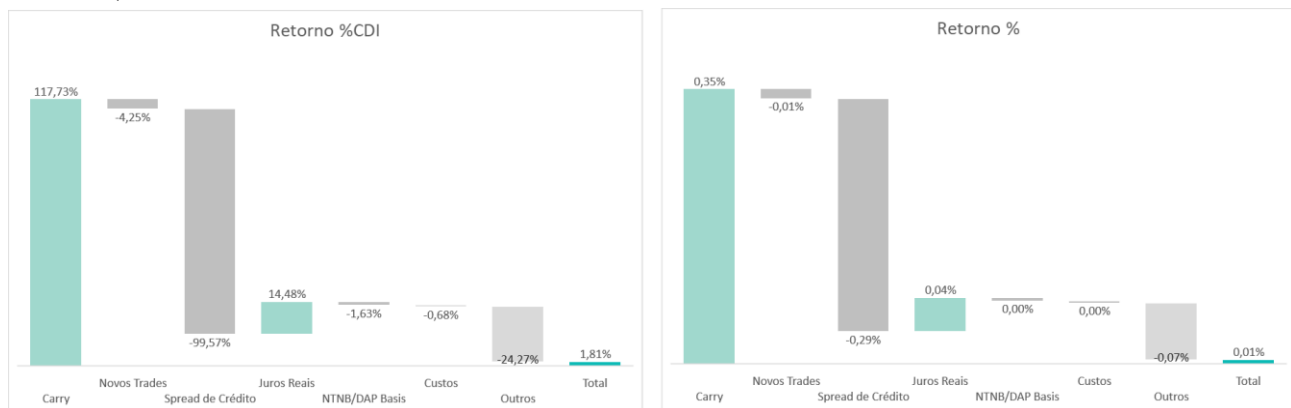
O Journey Capital ENDURANCE performou abaixo do CDI em fevereiro, mas manteve performance positiva para o mês. Tivemos um mês misto, com alguns papéis de crédito voltando a abrir e outros mostrando certa estabilidade. A maior volatilidade no mês foi muito em função dos juros reais caindo, o que quase sempre vem acompanhado de uma abertura nos spreads de crédito. Pontualmente, CEMIG abriu cerca de 0.20% - chegando a operar bem abaixo quando comparado aos papéis institucionais. Vemos esse movimento como puramente técnico e acreditamos que deve se reverter nas próximas

semanas. Tivemos também a remarcação de CSRN29, que causou grande impacto na cota mas recuperou um pouco no final do mês. Do lado positivo, ALIG12 foi remarcado para cima, dando um bom ganho na cota.

Posicionamento Atual

Continuamos construtivos no mercado de crédito e seguimos convictos da oportunidade atual nessa classe de ativos. A carteira do Endurance está posicionada para monetizar o próximo ciclo, e segue bem alocada para monetizar o crédito nos meses à frente.

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 (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