



Carta Mensal março 2023

Material de divulgação

Mundo

Os ativos de renda variável dos EUA tiveram um mês bem positivo, com o S&P engatando uma forte alta em março devido à confluência da erupção dos problemas financeiros e um PCE mais tranquilo que o esperado.

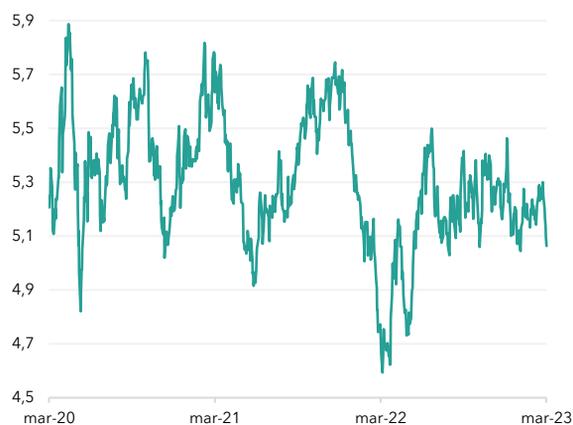
Sobre isso, em nossa carta de janeiro dissemos que a estabilidade financeira era um dos maiores riscos do cenário (se não o maior), sendo subestimado pelo mercado. Também ressaltamos que essa história ainda não deve ter terminado: um processo de alta de juros tão intempestivo gera muitas consequências imprevisíveis e escancaradas falhas que, anteriormente, camuflavam-se sob os juros baixos. Há, inclusive, um trabalho acadêmico (apresentado no Jackson Hole) que evidencia que, durante o QE, as reservas (liquidez propriamente dita) e passivos dos bancos se expandem conjuntamente. Uma vez iniciado o QT, porém, as reservas começam a cair, e os passivos não. Assim, bancos ficam dependentes de liquidez imediata e têm de recorrer ao mercado interbancário, ficando mais suscetíveis a choques.

Ainda sobre isso, é necessário lembrar que, até o momento, as “rachaduras” financeiras que surgiram foram em bancos idiossincráticos. No caso do SVB, havia um impacto tremendo de perdas não realizadas nas razões de capital, além de uma imensa exposição a um tipo específico de depositante. O Credit Suisse, por sua vez, já demonstrava problemas desde a década passada.

US Treasury – 10 anos (Yield)



Câmbio (R\$/US\$) em 36 Meses



Mas isso não quer dizer que não haja motivos para preocupação: nos EUA, bancos com menos de US\$ 250 bilhões de ativos são sujeitos a uma regulação bem menos restrita - justamente o caso do SVB. Apesar disso, essa categoria responde por uma parcela relevante da oferta de crédito americana, de modo que sua importância não pode ser subestimada. Além disso, o FHLB (uma espécie de emprestador de “penúltima” instância para salvar os bancos) captou mais de US\$ 304 bilhões em uma semana, o que pode indicar mais bancos com problemas. Segundo algumas estimativas publicadas na Bloomberg, pode haver em torno de US\$ 620 bilhões em perdas não realizadas no sistema bancário americano - apesar da magnitude alta em termos absolutos, o número é menos preocupante do que parece: o valor total do mercado americano é bem maior que isso e estas perdas só seriam realizadas caso existisse necessidade de liquidação (algo relativamente endereçado pelo Fed com os mecanismos recentemente utilizados de liquidez). No entanto, a magnitude real desse tipo de questão ainda é desconhecida.

Em relação à política monetária do Fed, consideramos correta a postura de elevação dos juros a manutenção da taxa prevista para o final de 2023. Como um trabalho do próprio Fed de NY mostra, as taxas de depósito dos bancos ainda não reagiram na medida em que seria esperado devido ao estágio do ciclo de aperto monetário; isso, somado aos acontecimentos recentemente, deve ser mais um canal de transmissão da política monetária (crédito privado).

Na frente inflacionária, houve uma melhora na dinâmica na ponta, ainda que com ressalvas. De fato, o núcleo do PCE subiu menos que o esperado, e o alívio no “supercore” é muito bem-vindo. No entanto, as médias móveis seguem pressionadas e esta foi a primeira divulgação positiva em algum tempo – não custa lembrar que, há 1 ano, três dados melhores de inflação foram sucedidos por uma piora forte subsequente.

Portanto, é necessário cautela na interpretação – até porque o núcleo do CPI surpreendeu para cima no mesmo mês, mesmo com a inflação de carros usados e novos ainda não refletindo no índice. De qualquer forma, está, sim, em voga uma desaceleração: a questão é o ritmo desta.

O indicador de médias aparadas, calculado pelo Fed de Cleveland, vem desacelerando, mas muito timidamente (apenas 20 bps abaixo da medida de novembro). Uma medida que gostamos de acompanhar é o “cyclical core”, calculado pelo Fed de San Francisco: de fato, a última divulgação foi muito positiva, mas a comparação anual segue praticamente estável – ou seja, são necessários mais dados bons em sequência para podermos afirmar que há uma nova tendência.

Para o curto prazo, seguimos com a visão de que ainda há um canal de desaceleração na inflação via desinflação de bens, na medida em que as cadeias de oferta seguem melhorando, e o último relatório Jolts também foi construtivo. Em relação ao aperto de crédito, ainda é cedo para dizer, mas relatos anedóticos de varejistas parecem indicar uma contração nas concessões.

No entanto, no que tange ao processo como um todo, mantemos a visão de que há algum espaço para o Fed seguir sendo hawkish; como já disseram em outras ocasiões, apenas um dado bom é muito pouco, e é necessário ter certeza de que a economia passou para uma tendência desinflacionaria antes de aliviar os juros. Além disso, dado que o “erro” anterior foi do Fed foi ser excessivamente dovish, faz sentido que o BC prefira “errar” para o sentido contrário atualmente.

Soma-se a isso o fato do mercado parecer estar convencido de que haverá uma fortíssima desaceleração no crédito, que, por sua vez, permitirá um rápido relaxamento da política monetária do Fed – no entanto, membros do Fed próprio Fed já disseram explicitamente que o mercado parece estar colocando “peso demais” nessa probabilidade. Ademais, para o cenário precificado se concretizar, é necessária uma confluência de fatores, sem muito espaço para desvios.

Num contexto em que a geopolítica voltou a fazer preço – haja vista a recente decisão da Opep de cortar a produção de petróleo –, isso parece demasiadamente otimista. Vale notar, também, a discussão sobre uma taxa de juros natural mais alta – trabalho do Fed de NY, por exemplo, chegou à conclusão de que quase toda a queda na taxa de participação atualmente observada deve-se ao envelhecimento populacional (um fator estrutural e permanente, portanto), sem mais tanto efeito da pandemia.

Seguimos com a visão de que o Fed, ao menos num primeiro momento, combaterá os riscos financeiros com medidas macroprudenciais e de liquidez – ou seja, sem aliviar nos juros. No entanto, o contexto de curto prazo é favorável e o mercado está claramente querendo precificar um pivô. Somando-se a isso a questão do efeito-base gerar uma sensação de desinflação a partir dos próximos meses, não descartamos uma manutenção da tendência bullish – que, como ressaltamos aqui, nos parece excessiva, dada a conjuntura.

Brasil

No Brasil, março foi mais um mês de queda forte para os ativos de renda variável, ainda que a performance tenha sido amortecida por uma melhora nos últimos dias do mês, com a apresentação do “piloto” do arcabouço fiscal. No entanto, o mesmo não pode ser dito dos ativos de renda fixa: a curva DI como um todo registrou um forte fechamento ao longo do mês – movimento motivado tanto pelo cenário interno quanto pelos desdobramentos das tensões financeiras externas.

Dito isso, na última carta, dissemos que, apesar de céticos para a estabilidade fiscal de médio e longo o prazo, o curto prazo parecia mais favorável no que tangia aos juros brasileiros. A diferenciação temporal da nossa visão é crucial para entender o que enxergamos à frente. Hoje, tendo capturado este movimento, pouca coisa mudou: seguimos com grandes dúvidas quanto ao controle da dívida brasileira no longo prazo.

Para ilustrar isso, falemos do arcabouço fiscal. É certo que, para o mercado, uma das piores coisas que se pode existir é a incerteza. Assim, a mera divulgação do projeto fiscal do governo contribuiria para alguma retirada de risco (claro, assumindo que não fosse algo desvairado), na medida em que o mercado passaria a entender o que o Executivo quer dizer quando fala sobre “controle de despesas”, “trajetória da dívida”, etc. Além disso, condicional ao governo atual, a seus membros e às declarações que haviam sido feitas, o arcabouço, pode-se argumentar, foi o melhor dentro do que se podia esperar: a proposta não é um desastre – pelo contrário, tem seus méritos. No entanto, não é o suficiente para assegurar uma convergência fiscal.

IBOVESPA



Primeiro, vale ressaltar o óbvio: não há cortes de despesas. Ou seja, os gastos que se avantajaram durante a pandemia e se tornaram permanentes seguirão existindo e crescendo: desde 2022, prevê-se um aumento real de praticamente 10% no gasto primário. Tendo isso em mente, as receitas passam a ser ainda mais cruciais. No entanto, como já ressaltamos em outras cartas, o biênio 2021-2022 teve a arrecadação favorecida por uma série de fatores que dificilmente se repetirão mais à frente.

Por exemplo: a Petrobrás repassou quase R\$ 80 bilhões ao governo federal, o que não deve se repetir com a baixa do petróleo, a diminuição do repasse de dividendos e o maior CapEx da estatal. O mesmo raciocínio serve para outras estatais, em menor medida. Além disso, há os dividendos do BNDES, que repassou ao Tesouro mais de R\$ 1 trilhão desde 2015 – fenômeno que já foi diversas vezes atacado por Mercadante, atual presidente da instituição.

A alta da Selic, por sua vez, elevou consideravelmente a arrecadação retida na fonte sobre aplicações financeiras, enquanto a alta das commodities elevou o IRPJ das empresas do setor e a arrecadação com royalties (que foi, inclusive, recorde em 2022). Além disso, um grande vetor de ganhos foram as outorgas de concessões (não só em 2022, mas desde 2019) – algo que, novamente, deve ser ao menos diminuído no governo atual.

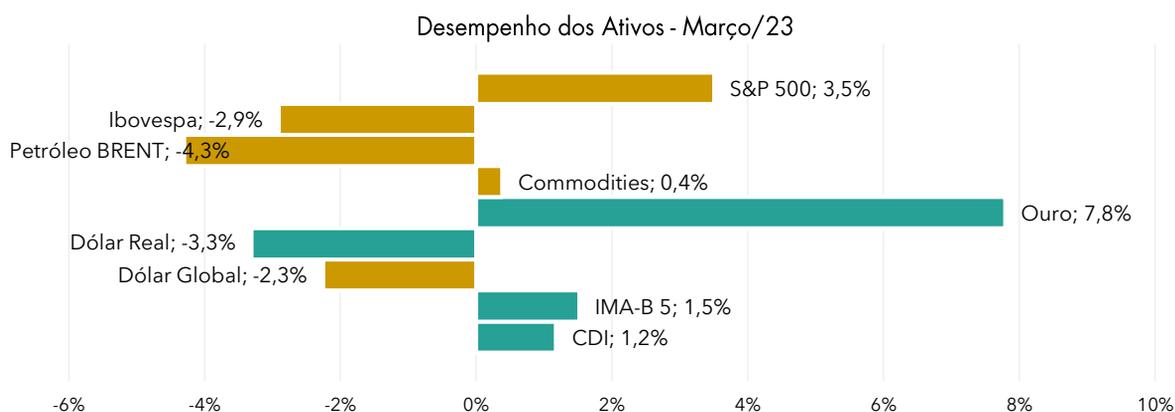
Para complicar ainda mais, a Constituição estabelece que aumentos da maioria dos impostos devem ser divididos com estados e municípios. Ou seja: para o Governo Federal, seria necessário um ganho de arrecadação ainda maior. E, perceba: estamos falando de aumento de arrecadação em meio a uma economia em desaceleração (e sequer comentamos sobre o efeito de mais impostos, na medida em que reduzem a poupança privada, na redução do crescimento).

Então, já se sabe que, do lado da receita, não há um caminho claro à frente. Mas e do lado das despesas? Claro, o arcabouço estabelece um limite máximo de 2,5% de crescimento real (atrelados às receitas). Mas o que temos até agora? Sabe-se que o salário-mínimo voltará a ter reajustes reais anuais e que o gasto com pessoal (funcionalismo público), no mínimo, não vai cair. As despesas com saúde e educação, por sua vez, também aumentarão sensivelmente, juntamente com o investimento.

Além disso, o salário-mínimo indexa uma série de gastos do governo, de modo que INSS, LOAS, FAT e previdência/benefícios no geral aumentarão. Acontece que grande parte dessas despesas tem “vida própria” - ou seja, crescem por determinação da Constituição, com indexação à inflação e, no caso da previdência, são impulsionadas pelo envelhecimento populacional. Como limitar as despesas nessas áreas sem uma reforma abrangente? Haddad argumenta que gastos em outras frentes cairão para compensar aumentos nestas áreas, mas quais?

Não bastassem as limitações no que tange ao aumento de receitas e contenção de despesas, há, também, exagero nos pressupostos assumidos pelo governo. Como Marcos Lisboa e Marcos Mendes mostram, mesmo assumindo um aumento da carga tributária de R\$ 150 bilhões (conforme proposta por Haddad) e um crescimento real da receita sistematicamente acima da taxa do PIB, o resultado primário fica consideravelmente abaixo da banda inferior das metas do governo para os anos seguintes.

Em particular, apenas em 2030 gerariamos superávit de 1,1% do PIB, enquanto o valor requerido para a estabilização da dívida seria, a partir de hoje, de 1,5%. Em simulações adicionais, os autores notam que apenas aumentos reais anuais da receita acima de 5% permitiriam um cenário próximo ao valor mínimo esperado pelo governo.



Em resumo, o governo parece crer num aumento brutal da arrecadação, com reversão de desonerações - como já sinalizado por Haddad. Isto, no entanto, sofre intensa resistência no Congresso, onde determinados setores são muito fortemente representados. A Reforma Tributária, outra aposta do governo, se aprovada, gerará efeitos apenas a partir de 2025. Outra esperança do Executivo parece ser que o forte crescimento do PIB reduza a relação Dívida / PIB - por isso, o governo tem projeções de crescimento da economia sensivelmente acima do mercado.

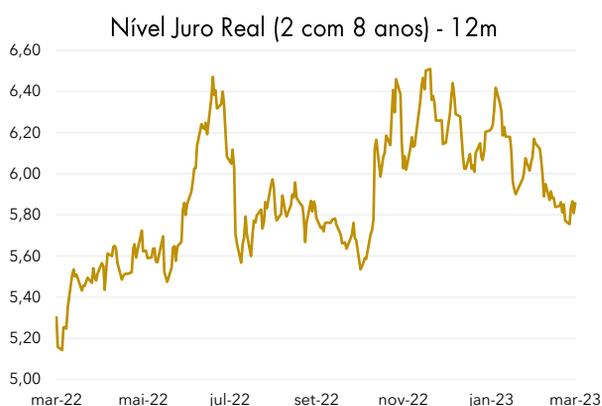
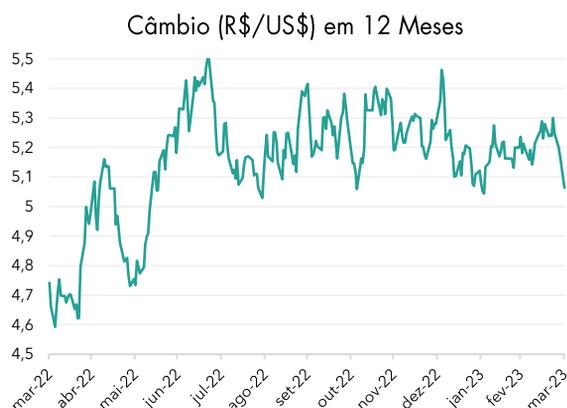
Por fim, uma variável “oculta” que ajudaria o governo a atingir suas metas seria um aumento da inflação, que aumentaria a receita tributária. Como o economista Felipe Camargo nota, assumindo as projeções (otimistas) de crescimento do PIB de 2025 e 2026 do governo, a conta só “fecha” com uma inflação de 6% ao ano.

Há alguns problemas, também, com os incentivos gerados pela regra. Se a despesa sempre crescer em relação ao ano anterior, gera-se um incentivo para que se gaste o limite máximo no ano corrente, elevando o limite do ano seguinte. Notou-se, também, a falta de um mecanismo de enforcement mais rígido.

Em relação à atividade, o mote seguiu praticamente o mesmo do início do ano: a economia parece estar desacelerando, mas é difícil precisar exatamente o ritmo. Por mais que relatos do varejo (por exemplo, o Caged do setor) indiquem uma queda mais forte na atividade, outros indicadores mais amplos tendem a pintar um cenário mais benigno. O desemprego em fevereiro subiu, mas alta foi menor que a esperada e explicada por fatores sazonais. No entanto, houve, de fato, uma queda na ocupação, mascarada pela taxa de participação diminuta: se esta estivesse nos patamares de 2019, o desemprego dessazonalizado estaria em 11%.

O interessante é que, no dado dessazonalizado, a taxa de desemprego apresentou a primeira queda abaixo de 8,6% em nove meses. Assim, por mais que existam alguns sinais incipientes de desaceleração (e até queda) na massa de rendimento real / rendimento médio real, o mercado de trabalho segue resiliente (dado o nível de aperto monetário). Como os auxílios governamentais se perpetuaram, a taxa de participação não deve apresentar um rápido retorno ao patamar pré-pandêmico.

Na frente inflacionária, existiram dados mistos: o IPCA do mês fechado de fevereiro mostrou uma piora considerável nas médias móveis dos indicadores dessazonalizados, cujos núcleos aceleraram - com uma piora concentrada justamente em serviços. O IPCA-15 de março, no entanto, reverteu algumas dessas tendências e mostrou uma melhora na dinâmica inflacionária na ponta, com os serviços subjacentes (categoria importante para o BC) e núcleos no geral subindo menos que a expectativa. Com isso, as médias móveis dessazonalizadas do núcleo e dos serviços subjacentes ficaram estáveis em relação ao mês anterior. De qualquer forma, apesar da melhora ser bem-vinda, parece cedo para afirmar com certeza que a desinflação retomará seu fôlego, dado que existem alguns estímulos de curto prazo à atividade econômica já contratados (aumento de isenção de IR, Desenrola e reajuste do salário-mínimo). Em resumo: sem tendência clara nessa frente.



Assim, dada a função de reação do Banco Central, seguimos sem enxergar espaço para cortes de juros no primeiro semestre. As expectativas seguem sensivelmente desancoradas, e pouco se mexeram desde a apresentação do arcabouço fiscal. Além disso, o próprio Campos Neto já denotou que a contração da concessão de crédito está, atualmente, em linha com o que seria esperado para o estágio do ciclo de aperto monetário.

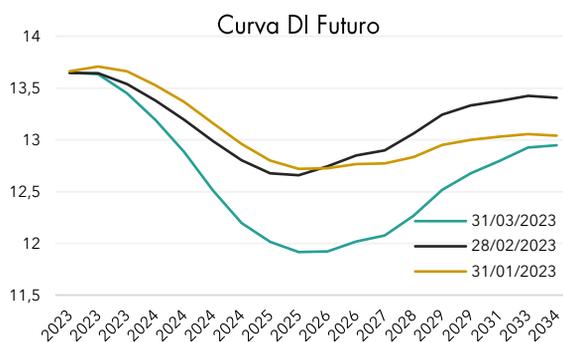
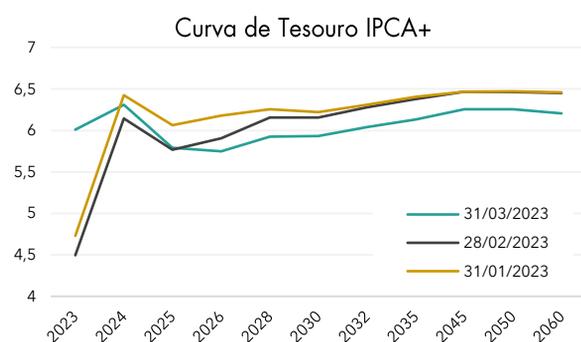
Mais à frente, no entanto, enxergamos alguns vetores possíveis de melhora. Como sempre ressaltamos, o BC projeta bandeira amarela para 2023 e 2024, mesmo com os reservatórios no maior nível desde 2011 e com projeções da CCEE apontando, para 2024, o atingimento de 90% da capacidade. Além disso, o BC utiliza-se de um déficit de 2% do PIB em 2023, algo também improvável. O tom hawkish atual é justificado, majoritariamente, pela desancoragem das expectativas (que, por sua vez, advém da questão fiscal). Assim, qualquer refresco nessa frente - advinda, por exemplo, de uma ou duas divulgações melhores do IPCA - retirariam algum peso da curva. Nesse sentido, conforme os parâmetros do arcabouço fiscal forem sendo divulgados e a questão for mais tangibilizada - ao mesmo tempo em que Haddad detalha novas medidas de arrecadação -, alguma redução do risco precificado deve ocorrer.

Há também alguns indícios de recuos no poder de precificação das firmas – como, por exemplo, a paralisação temporária da produção das montadoras, devido à baixa demanda. Assim, parece mais razoável assumir uma desaceleração mais forte da demanda do que o inverso – tomando-se, por exemplo, evidências anedóticas, como os calotes de CRLs. Em relação à essa visão, os maiores riscos seriam uma forte fuga cambial ou uma desancoragem permanente e ainda maior das expectativas – riscos que enxergamos como factíveis, mas mais para o longo prazo (e cujas consequências transbordariam a esfera monetária).

Mercados

Após dois meses iniciais do ano de extrema cautela com o mercado de crédito privado local, em linhas a diversos eventos de companhias em situações delicadas em alguns setores da economia real brasileira, março foi um mês em que o setor bancário global teve três grandes eventos: o colapso dos bancos americanos SVB e Signature Bank e a compra do Credit Suisse, que estava em situação também muito delicada, pelo UBS, dois grandes bancos suíços.

No mercado local, por outro lado, os spreads de crédito, após alguns meses de relevante abertura, parecem ter encontrado níveis adequados para o mercado atual a partir da metade do mês de março – puxados por diversos eventos até o momento isolados que geraram uma contaminação momentânea no mercado todo. Sendo assim, poderá haver ganhos adicionais num futuro próximo em um possível movimento de virada do mercado em contrapartida aos seguidos meses de abertura do spread. Estamos atentos.



O mercado primário segue pouco movimentado em termos de liquidações de ofertas, pelo menos até o momento. Foram apenas 4 emissões em março, totalizando 570 milhões em Debêntures de infraestrutura. Há algumas grandes ofertas que seguem sendo adiadas, como já aconteceu no último mês, ao passo que novas ofertas aparecem com datas ainda previstas, mas sem qualquer confirmação. Há um possível movimento de reaquecimento do mercado primário, em linha com a possível estabilidade que o mercado secundário parece ter encontrado, mas que até o momento sem um aumento conclusivo no volume de emissões. Com a pouca oferta primária, o mercado secundário registrou o maior volume dos últimos 12 meses.

Nesse cenário, nosso maior foco ao longo do mês foi ajustar nossa exposição ao duration de crédito das carteiras e aproveitar para preparar a carteira para os possíveis ganhos adicionais em spread de crédito. Aumentamos as posições em Coelce, NC Energia, Energética Jaguará, Copasa e Comgas e reduzimos a exposição em Eletropaulo, São Simão, Mata de Santa Genebra e Eneva.

Siga a Journey Capital no [LinkedIn](#) e inscreva-se em nosso canal no [YouTube](#) para acompanhar todas as novidades. Leia a seguir os detalhes de todos os nossos fundos. Se precisar de qualquer informação adicional, é só falar conosco.

Um abraço,

Equipe de Gestão

contato@journeycapital.com.br



Rentabilidade de nossos fundos março 2023

Journey Capital **Endurance Juros Reais Advisory**

	MÊS	ANO	12 MESES	DESDE INÍCIO
Fundo	1,23%	1,84%	3,94%	30,92%
%IMA-B 5	80,9%	41,9%	37,9%	101,5%
IMA-B 5	1,52%	4,38%	10,38%	30,47%

Journey Capital **Endurance Juros Reais FIC**

	MÊS	ANO	12 MESES	DESDE INÍCIO
Fundo	1,22%	1,80%	3,73%	12,46%
%IMA-B 5	80,1%	40,9%	35,9%	70,4%
IMA-B 5	1,52%	4,38%	10,38%	17,70%

Journey Capital **Endurance**

	MÊS	ANO	12 MESES	DESDE INÍCIO
Fundo	0,97%	0,61%	5,54%	23,10%
%CDI	82,5%	18,7%	41,7%	71,7%
CDI	1,17%	3,25%	13,27%	32,22%

Journey Capital **Endurance Plus**

	MÊS	ANO	12 MESES	DESDE INÍCIO
Fundo	0,97%	0,81%	2,99%	19,76%
%CDI	82,9%	24,8%	22,5%	71,3%
CDI	1,17%	3,25%	13,27%	27,71%

Journey Capital **Nammos**

	MÊS	ANO	12 MESES	DESDE INÍCIO
Fundo	0,58%	0,78%	-0,46%	37,36%
%CDI	49,5%	24,0%	-	96,8%
CDI	1,17%	3,25%	13,27%	38,60%

Journey Capital Endurance Deb Incentivadas Fundo de Inv Renda Fixa Crédito Privado

CNPJ: 31.120.420/0001-35

Atribuição de performance

O carry (CDI + spread dos papéis) foi a contribuição positiva para o mês. A maior (e única) contribuição relevante negativa veio da abertura dos spreads de crédito, que sofreram principalmente na primeira metade do mês em um movimento de desvalorização de forma geral no mercado. Tanto o efeito de basis dos derivativos para hedge dos papéis IPCA, quanto a movimentação da curva de juros reais, atualmente hedgeado para CDI, tiveram resultado irrelevante para o mês. Entraram ou foram aumentadas posições de Coelce, NC Energia e Energética Jaguará. Foram reduzidas ou ajustadas as concentrações das posições de Eletropaulo, São Simão, Janaúba e Eneva.

Posicionamento atual e perspectivas

A carteira de papéis tem duration de 4 anos, spread médio de 190bp acima da NTN-B, taxa nominal média de 7,82% + IPCA e está totalmente hedgeada para o CDI.

DETALHES: Journey Capital Endurance Debêntures Incentivadas FIRC Crédito Privado. Data de início: 29/11/2018. PL médio últ. 12 meses: R\$ 47.754.569. Taxa administração: 1,00% a.a. Taxa performance: não há. Público-alvo: investidor em geral.

Clique para investir no Endurance:



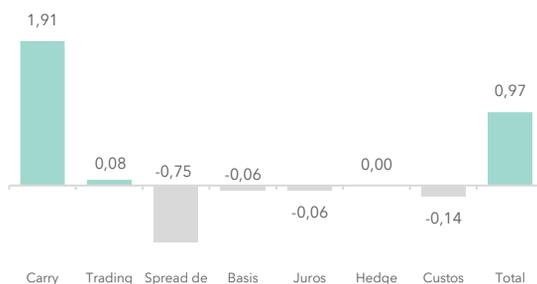
Journey Capital Endurance

Março/2023

Retorno % do CDI

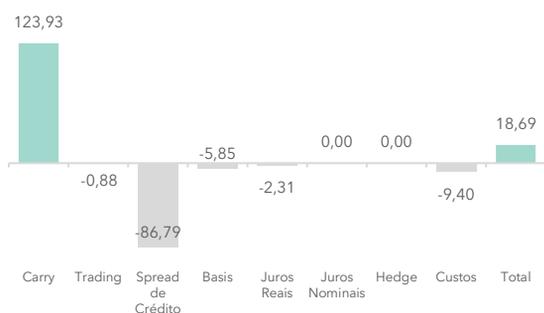


Retorno Absoluto (em %)

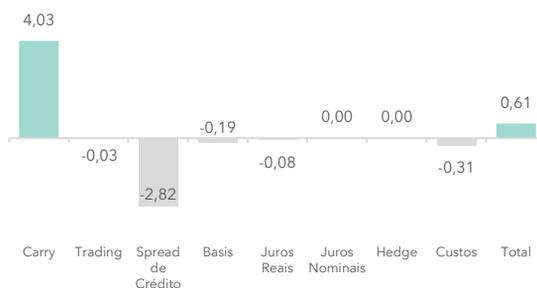


Acumulado 3 Meses

Retorno % do CDI

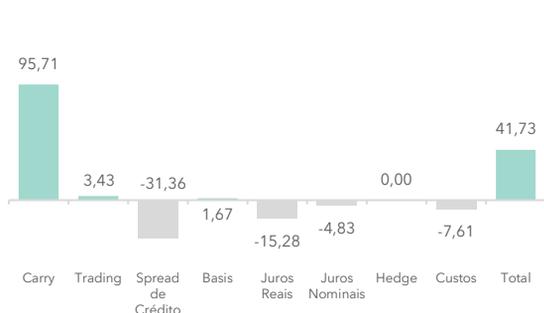


Retorno Absoluto (em %)

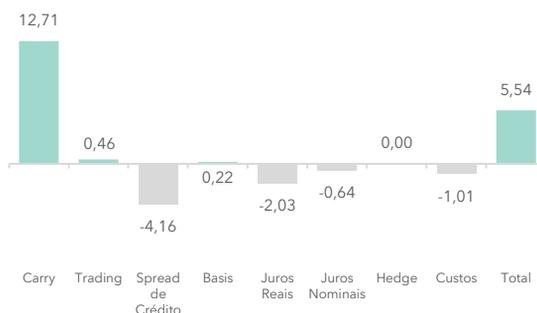


Acumulado 12 Meses

Retorno % do CDI



Retorno Absoluto (em %)



Journey Capital Endurance Debêntures Incentivadas FIRF Crédito Privado. Data de início: 29/11/2018. PL médio últ. 12 meses: R\$ 47.754.569. Taxa administração: 1,00% a.a. Taxa performance: não há. Público-alvo: investidor em geral.

Journey Capital Endurance Plus Advisory FI Cotas Fundo Incentiv Investim em Infra RF LP

CNPJ: 33.150.386/0001-77

Atribuição de performance

O carry (CDI + spread dos papéis) foi a contribuição positiva para o mês. A maior (e única) contribuição relevante negativa veio da abertura dos spreads de crédito, que sofreram principalmente na primeira metade do mês em um movimento de desvalorização de forma geral no mercado. Tanto o efeito de basis dos derivativos para hedge dos papéis IPCA, quanto a movimentação da curva de juros reais, atualmente hedgeado para CDI, tiveram resultado irrelevante para o mês. Entraram ou foram aumentadas posições de: Copasa, NC Energia e Energética Jaguará. Foram reduzidas ou ajustadas as concentrações das posições de: Eletropaulo, São Simão, Metrório e Eneva.

Posicionamento atual e perspectivas

A carteira de papéis tem duration de 3,9 anos, spread médio de 191bp acima da NTN-B, taxa nominal média de 7,83% mais IPCA e está totalmente hedgeada para o CDI.

DETALHES: Journey Capital Endurance Plus Advisory FIC FI-Infra RF LP. Data de início: 25/06/2019. PL médio últ. 12 meses: R\$ 22.736.265. Taxa adm: 0,80% a.a. Taxa performance: 15% do que exceder 100% do CDI. Público-alvo: investidor em geral.

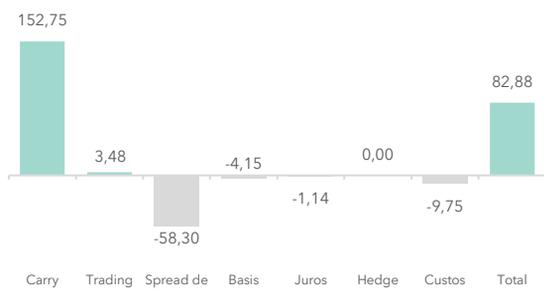
Clique para investir no Endurance Plus:



Journey Capital Endurance Plus

Março/2023

Retorno % do CDI



Retorno Absoluto (em %)

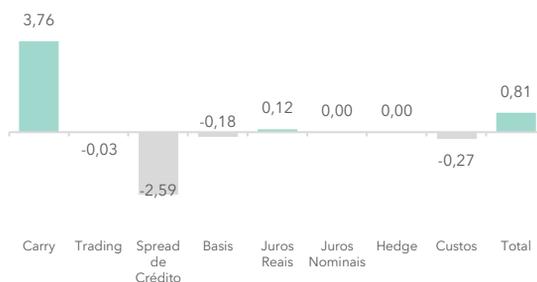


Acumulado 3 Meses

Retorno % do CDI

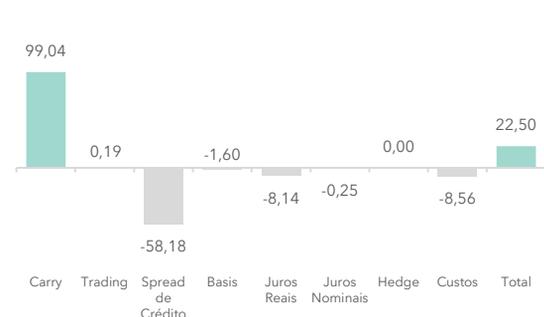


Retorno Absoluto (em %)

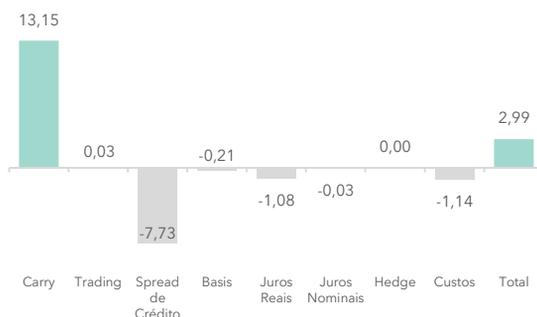


Acumulado 12 Meses

Retorno % do CDI



Retorno Absoluto (em %)



Journey Capital Endurance Plus Advisory FIC FI-Infra RF LP. Data de início: 25/06/2019. PL médio últ. 12 meses: R\$ 22.736.265. Taxa adm: 0,80% a.a. Taxa performance: 15% do que exceder 100% do CDI. Público-alvo: investidor em geral.

Journey Capital Endurance Deb Incentivadas Juros Reais Advisory FI Cotas Fundo Incentiv Inv Infra RF

CNPJ: 34.580.935/0001-06

Atribuição de performance

O carry (inflação + spread dos papéis) foi a contribuição mais positiva para o mês, seguida pela também contribuição positiva pelo fechamento da curva de juros reais. A maior (e única) contribuição relevante negativa veio da abertura dos spreads de crédito, que sofreram principalmente na primeira metade do mês em um movimento de desvalorização de forma geral no mercado. O efeito de basis dos derivativos para ajuste da posição de papéis teve resultado irrelevante para o mês. Entraram ou foram aumentadas posições de Coelce, NC Energia e Energética Jaguará. Foram reduzidas ou ajustadas as concentrações das posições de Eletropaulo, São Simão, Cemig e Eneva.

Posicionamento atual e perspectivas

O duration da carteira de papéis é 3,9 anos, com spread médio de 186bp acima da NTN-B e taxa média de 7,79%. O duration da carteira total, incluindo derivativos é de 1,7 anos, com 151bp de spread acima da NTN-B e 7,48% de retorno acima do IPCA, para um notional ajustado. O fundo está com a exposição encostada ao de seu benchmark, o IMA-B 5.

DETALHES: Journey Capital Endurance Debêntures Incent. Juros Reais Advisory FI INFRA RF. Data de início: 19/09/2019. PL médio últ. 12 meses: R\$ 36.086.443. Taxa adm: 0,80% a.a. Taxa performance: 20% do que exceder 100% do IMA B-5. Público-alvo: investidor em geral.

Clique para investir no Endurance Juros Reais Advisory:



Endurance Juros Reais Advisory

Março/2023

Retorno % do IMA-B5

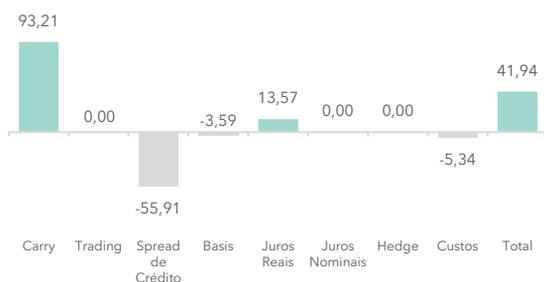


Retorno Absoluto (em %)



Acumulado 3 Meses

Retorno % do IMA-B5

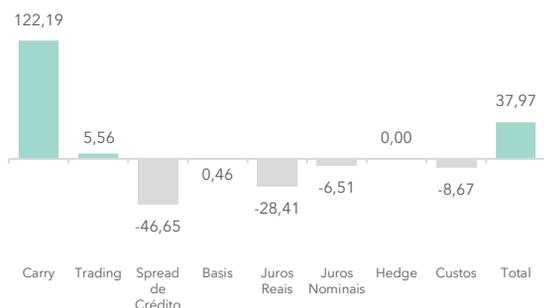


Retorno Absoluto (em %)

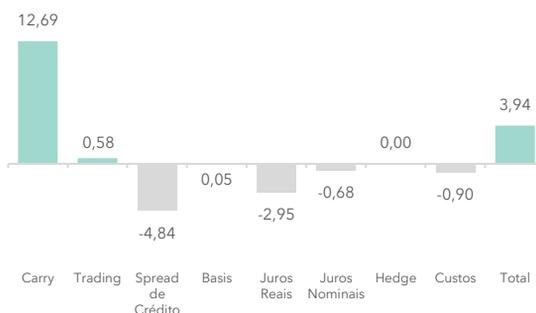


Acumulado 12 Meses

Retorno % do IMA-B5



Retorno Absoluto (em %)



Journey Capital Endurance Debêntures Incent. Juros Reais Advisory FI INFRA RF. Data de início: 19/09/2019. PL médio últ. 12 meses: R\$ 36.086.443. Taxa adm: 0,80% a.a. Taxa performance: 20% do que exceder 100% do IMA B-5. Público-alvo: investidor em geral.

Journey Capital Endurance Deb Incentivadas Juros Reais FIC Fundo Incentiv Inv Infra RF

CNPJ: 34.580.935/0001-06

Atribuição de performance

O carry (inflação + spread dos papéis) foi a contribuição mais positiva para o mês, seguida pela também contribuição positiva pelo fechamento da curva de juros reais. A maior (e única) contribuição relevante negativa veio da abertura dos spreads de crédito, que sofreram principalmente na primeira metade do mês em um movimento de desvalorização de forma geral no mercado. O efeito de basis dos derivativos para ajuste da posição de papéis teve resultado irrelevante para o mês. Entraram ou foram aumentadas posições de Coelce, NC Energia e Energética Jaguará. Foram reduzidas ou ajustadas as concentrações das posições de Eletropaulo, São Simão, Cemig e Eneva.

Posicionamento atual e perspectivas

O duration da carteira de papéis é 3,9 anos, com spread médio de 186bp acima da NTN-B e taxa média de 7,79%. O duration da carteira total, incluindo derivativos, é de 1,7 anos, com 151bp de spread acima da NTN-B e 7,48% de retorno acima do IPCA, para um notional ajustado. O fundo está com a exposição encostada ao de seu benchmark, o IMA-B 5.

DETALHES: Journey Capital Endurance Debêntures Incent. Juros Reais FIC. Data de início: 01/04//2021. PL médio desde início: R\$ 3.347.343. Taxa adm: 0,80% a.a. Taxa performance: 20% do que exceder 100% do IMA B-5. Público-alvo: investidor em geral.

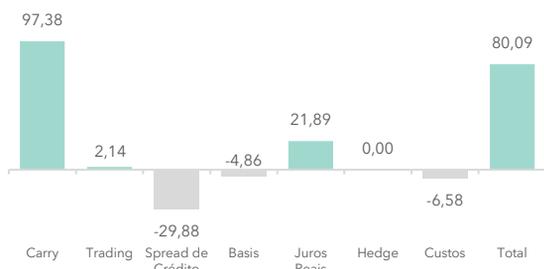
Clique para investir no Endurance Juros Reais FIC:



Endurance Juros Reais FIC

Março/2023

Retorno % do IMA-B5

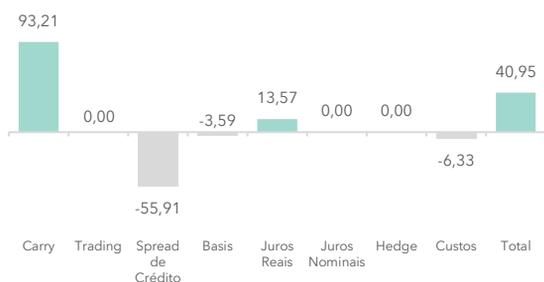


Retorno Absoluto (em %)

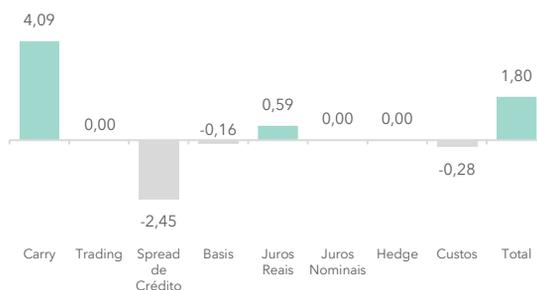


Acumulado 3 Meses

Retorno % do IMA-B5

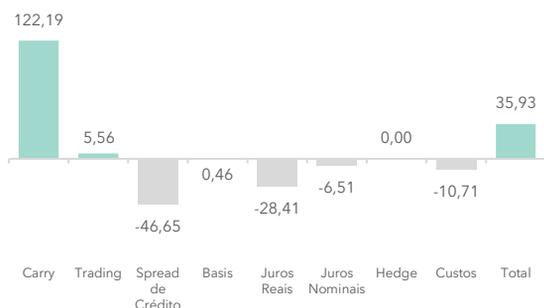


Retorno Absoluto (em %)

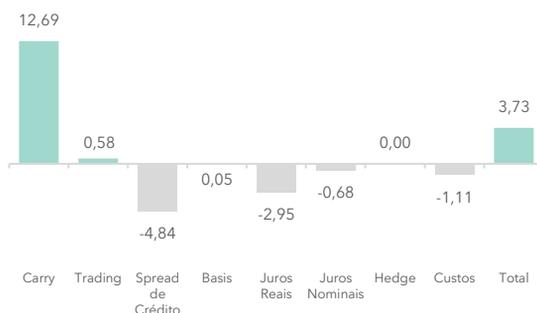


Acumulado 12 Meses

Retorno % do IMA-B5



Retorno Absoluto (em %)



Journey Capital Endurance Debêntures Incent. Juros Reais FIC. Data de início: 01/04//2021. PL médio desde início: R\$ 3.347.343. Taxa adm: 0,80% a.a. Taxa performance: 20% do que exceder 100% do IMA B-5. Público-alvo: investidor em geral.

Journey Capital Nammos Deb Incentivadas Fundo de Investimento Multimercado Crédito Privado

CNPJ: 29.011.174/0001-31

Atribuição de performance

As principais contribuições positivas do fundo vieram, respectivamente, do Carry da carteira (CDI/IPCA + spread de crédito dos papéis), do book de criptoativos, da exposição da carteira de renda fixa a curva de juros reais e, por fim, ao P&L atribuído ao trading das posições de renda fixa do fundo (vendas abaixo da marcação e compra acima da marcação do dia para os papéis da carteira). A maior (e única) contribuição negativa relevante veio da abertura dos spreads de crédito, que sofreram principalmente na primeira metade do mês em um movimento de desvalorização de forma geral no mercado. As carteiras de fundos imobiliários, encerrada ao longo do mês de março, e o book de special situations tiveram contribuições irrelevante para o mês. Entraram ou foram aumentadas posições de Coelce, Comgas, Energisa, Copel e Energética Jaguará. Foram reduzidas ou ajustadas as concentrações das posições de Cteep, Mata de Santa Genebra, Litoral Sul e Metro Rio.

Posicionamento atual e perspectivas

Book de Special Situations: RDVT11 continua sendo a principal posição do fundo. Para mais detalhes veja a seção Journey Capital Vitreo RDVT11.

Book de Multimercado: seguimos pouco posicionados nesse segmento.

Book de criptoativos: o fundo permanece com uma exposição de 1,03% do PL a HASH11.

Book de debêntures de infraestrutura: a carteira de papéis tem duration de 2,6 anos, spread médio de 158bps acima da NTN-B, taxa nominal média de 7,55% + IPCA. O hedge para CDI dos papéis foi desfeito ao longo do mês de março e o fundo está com sua exposição natural do book de infraestrutura a curva de juros reais.

Book de Fundos Imobiliários: o book de fundos imobiliários foi encerrado no dia 10/03 com uma rentabilidade de 10,93% acumulada desde seu início em janeiro de 2022 contra uma rentabilidade de -1,03% acumulada do IFIX para o mesmo período

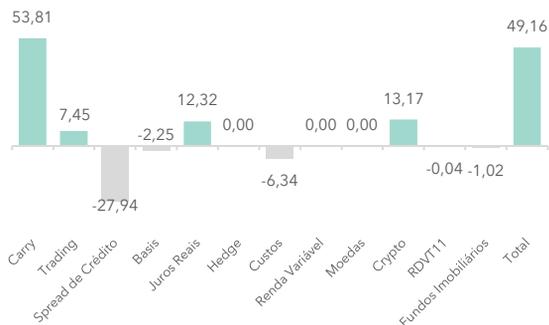
DETALHES: Journey Capital Nammos Debêntures Incentivadas FI Multimercado CP. Data de início: 13/03/2018. PL médio últ. 12 meses: R\$ 19.933.750. Taxa administração: 1,00% a.a. Taxa performance: 30% do que exceder 100% do CDI. Público-alvo: investidor profissional.

Para investir no Nammos, fale diretamente com a Journey.

Journey Capital Nammos

Março/2023

Retorno % do CDI

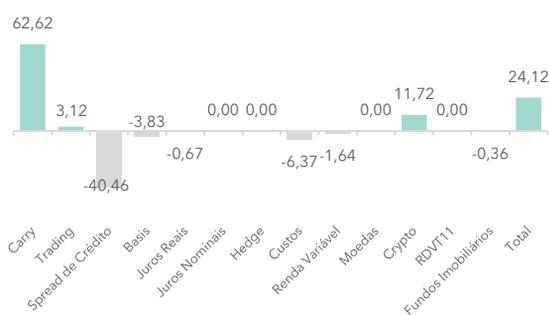


Retorno Absoluto (em %)

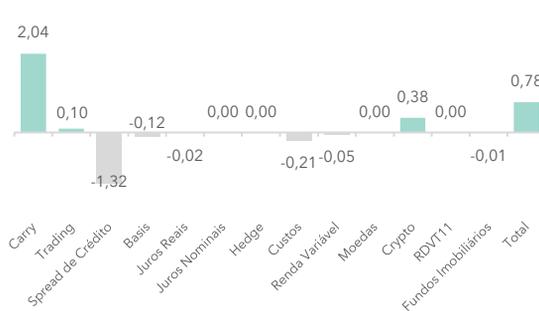


Acumulado 3 Meses

Retorno % do CDI

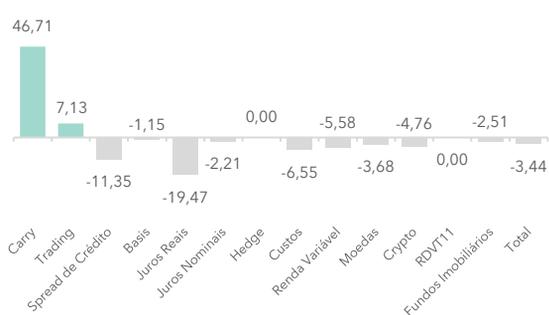


Retorno Absoluto (em %)

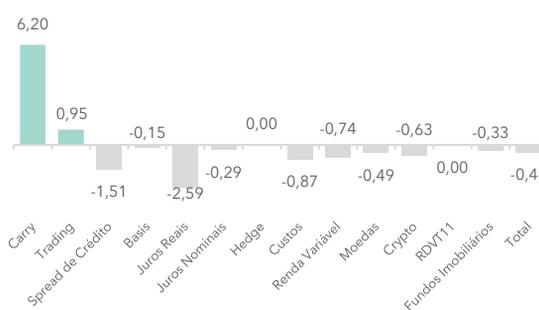


Acumulado 12 Meses

Retorno % do CDI



Retorno Absoluto (em %)



Journey Capital Nammos Debêntures Incentivadas FI Multimercado CP. Data de início: 13/03/2018. PL médio últ. 12 meses: R\$ 19.933.750. Taxa administração: 1,00% a.a. Taxa performance: 30% do que exceder 100% do CDI. Público-alvo: investidor profissional.

Journey Capital Vitreo RDVT11

Fundo Incentivado de Investimento em Infraestrutura Renda Fixa

CNPJ: 35.780.106/0001-30

Posicionamento atual e perspectivas

As tratativas com o Poder Concedente (Governo do Estado de São Paulo) e Artesp prosseguem. O objetivo é assinar um Termo Aditivo Modificativo (TAM) Preliminar em até 90 dias - um documento que modifica algumas condições do Contrato de Concessão. No TAM Preliminar são listados os pontos de convergência na reconciliação de ativos e passivos regulatórios da Companhia junto à Artesp e aponta-se o caminho para o reequilíbrio contratual (com pagamento em dinheiro, em novas obras, com ativos regulatórios, com alteração no prazo da concessão, redução de tarifas e/ou uma combinação desses). Após a validação dos valores pela Artesp, assina-se o TAM definitivo.

O que está ficando evidente, infelizmente, é que, ao se modificar o que havia sido concordado com o governo anterior, acaba-se por destruir muito valor da Companhia.

O prazo esperado para a concordância com a troca de controle pela Artesp quando se aprovou o Plano de Recuperação Judicial em Assembleia Geral de Credores era de 120 dias. Na ocasião, foram marcadas reuniões com representantes da Artesp e de diferentes Secretarias de Governo para se explicar a transação, contextualizar a debênture com 18.000 debenturistas e a importância da solução de mercado para a questão e, com transparência, deixar todos a par da situação em que nos encontrávamos. Dessas conversas, veio a solução discutida com a administração anterior que foi confirmada por carta da Secretaria da Secretaria de Logística e Transportes.

Após este entendimento vários meses se passaram sem que a solução fosse implementada, até que o novo governo tomou posse e propôs uma alternativa diferente do acordado. Foi sugerido um novo encontro de contas e a busca da assinatura do TAM Preliminar, que é o processo que vem sendo conduzido atualmente.

O que está evidente é que esses 18 meses que já se passaram desde o protocolo do pedido para troca de controle tiveram um impacto negativo grande na empresa, destruindo valor da companhia. E é exatamente esse o problema: nós debenturistas ainda estamos reféns das idas e vindas do Poder Concedente e da Agência.

A situação é paradoxal. Quase surreal. A companhia vem melhorando operacionalmente, sua margem EBITDA é crescente e ainda são 15 anos de concessão pela frente. Credores e acionistas chegaram a um acordo para converter toda a dívida em capital - zerando seu endividamento e potencialmente criando a empresa menos endividada de seu setor.

Mas a não implementação daquilo que foi discutido com o Poder Concedente e a Agência impossibilita a implementação do Plano de Recuperação, colocando a empresa num "limbo" administrativo - os credores concordaram em assumir a empresa, mas para isso precisam de uma solução das questões regulatórias da mesma.

A estratégia atual é de continuar o exercício com a Artesp e o Poder Concedente, mas em paralelo analisar outras as alternativas que estão sendo estudadas por nossos assessores legais.

Contato

  (11) 4561-6006

 ri@journeycapital.com.br

 journeycapital.com.br

 [journeycapital](https://www.linkedin.com/company/journeycapital)

 youtube.com/c/journeycapital



Este material foi preparado pela Journey Capital Administração de Recursos Ltda. ("Journey") e tem caráter meramente informativo. A Journey Capital Administração de Recursos, bem como empresas ligadas direta ou indiretamente à mesma, não comercializam nem distribuem cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. A distribuição dos nossos produtos é realizada através de parceiros autorizados, integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. Os fundos aqui apresentados podem fazer parte de uma estrutura de Fundos de Investimento em cotas ("FIC") de um fundo principal ("Master"). A rentabilidade do FIC pode, eventualmente, diferir bastante da rentabilidade do fundo Master. As informações contidas neste material são de caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos, não devendo ser utilizadas com este propósito. Leia o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. 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 contam com a garantia do administrador, gestor, qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito - FGC. Estes fundos podem ter menos de 12 meses. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 meses. As informações presentes neste material técnico podem ser baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes. Para obtenção do Regulamento, Histórico de Performance, Prospecto, além de eventuais informações adicionais, favor entrar em contato com o administrador dos fundos da Journey. This material has been designed using resources from Flaticon.com. Consulte nosso disclaimer completo e os regulamentos e lâminas técnicas dos fundos em <https://www.journeycapital.com.br/>.

MATERIAL DE DIVULGAÇÃO

© Journey Capital 2023 - Todos os Direitos Reservados.