



Carta Mensal janeiro 2023

Material de divulgação

Mundo

O S&P teve o **melhor janeiro em quatro anos** (para o Nasdaq, o melhor desde 2001). Além disso, o índice de volatilidade de títulos americanos caiu para o menor patamar desde a semana da primeira alta de juros do Fed, em março de 2022, enquanto o Vix atingiu uma mínima de 13 meses. Isso foi impulsionado, em parte, pela manutenção da trajetória de arrefecimento da inflação: os aumentos anuais do CPI e do núcleo foram, respectivamente, os menores desde outubro e dezembro de 2021.

Para isso, contribuiu a **deflação em veículos** novos e usados, além da queda de 9,4% nos preços de gasolina (de longe o maior impacto no *headline*). De fato, a inflação de bens foi a menor desde 2021 (favorecida pelo cenário de melhoras nas cadeias de oferta que vínhamos mencionando). Por sua vez, a categoria que é o grande foco do Fed - o núcleo de serviços descontado de aluguéis - seguiu apresentando desaceleração na média móvel de três meses, na medição do CPI.

US Treasury – 10 anos (Yield)



Câmbio (R\$/US\$) em 36 Meses



Por mais que o dirigente do Fed, Christopher Waller, tenha dito que eram necessários seis meses de dados construtivos para mudar sua visão (de fato, em 2021, três meses de dados melhores do núcleo de inflação foram sucedidos por uma piora em seguida), as divulgações recentes foram inegavelmente - e consideravelmente - positivas, aumentando a probabilidade de convergência inflacionária.

Fora isso, na frente importantíssima do **mercado de trabalho** - que é determinante para a inflação de serviços descontada de aluguéis -, as altas salariais parecem controladas. Nesse sentido, tanto o ECI quanto *unit labor costs* subiram menos que o esperado no 4T22. O PIB, por sua vez, mostrou o consumo desacelerando, mas em patamares ainda saudáveis. Para a frente, o debate sobre o *debt ceiling* será crucial: caso se decida por uma contenção fiscal maior, o cenário para a inflação também melhoraria.

Seguimos com a visão de que alguma das pontas atualmente precificadas pelo mercado deve ceder (ou seja, ser reprecificada); são elas: a convergência praticamente imediata da inflação; grandes cortes de juros em 2023 e 2024 pelo Fed - que sequer chegaria a atingir os 5,1% projetados pelo SEP - e *earnings* crescendo em torno de 4%, segundo o consenso. No caso, este cenário parece ser de uma "desinflação imaculada" - tendo em mente, também, as expectativas para 2024 e a volatilidade das opções dos swaps a termo no mercado de títulos americano -, que repousa sobre o pressuposto de que absolutamente tudo dará certo, sem qualquer espaço para erros ou quaisquer novos choques.

Vale a ressalva de que, desde que sustentamos essa visão geral (meados de 2022), o mercado se ajustou bastante nesse sentido (principalmente nos juros), diminuindo a assimetria.

Isso exige, portanto, "perfeito" comportamento de variáveis externas aos EUA, como a demanda chinesa por commodities, a geopolítica, da OPEP, a economia europeia, etc. Para ilustrar este ponto, ressaltamos o efeito do estímulo fiscal nos resultados das empresas: a margem operacional das companhias do S&P está em 11,6%, perto da máxima histórica de 13,1% alcançada em 2021, e bem acima da média móvel de 10 anos de 9,4%. Além disso, o consumo real em 2022 foi 7% acima da média de longo prazo.

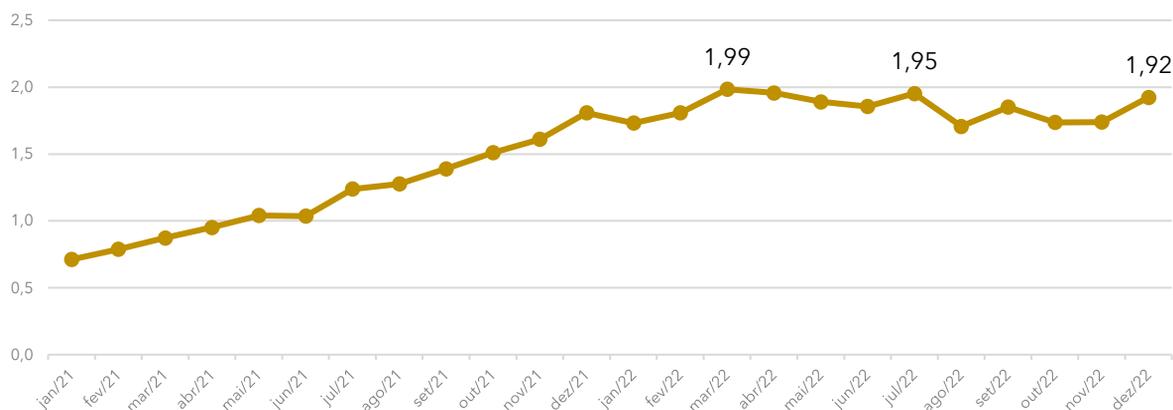
Assim, assumir que esta nova tendência se manterá e lucros seguirão crescendo num ano recessivo não parece razoável. Se os *earnings* estiverem corretos e a economia seguir nesse nível de aquecimento juntamente com um corte de juros/sinalizações *dovish*, seria a convergência inflacionária que destoaria do cenário. Particularmente, seguimos com o cenário de recessão leve, mais próxima ao segundo semestre de 2023.

Vale ressaltar que o **mercado de trabalho segue aquecido**. O último relatório Jolts mostrou um número de vagas em aberto muito acima da expectativa, enquanto a relação de vagas por trabalhador desempregado acelerou a 1,92, a maior desde julho e próxima da maior da história (como evidenciado no gráfico abaixo). Nossos modelos indicam que indicadores de vacância têm ótimo poder preditivo sobre inflação, de modo que o desemprego não é o único ponto a se observar. Além disso, a *quits rate* (taxa de empregados que pedem demissão por conta própria), correlacionada com inflação salarial, voltou ao patamar médio do 2º semestre de 2022.

O *payroll* mostrou mais do que o dobro da **criação de empregos** esperada, levando a taxa de desemprego ao menor patamar desde 1969, em 3,4%. As altas salariais, na comparação anual, surpreenderam para cima, devido à revisão de dados passados; na comparação mensal, houve o arrefecimento esperada a 0,3%. Ressaltamos que parte da forte alta no relatório *payroll* se deve a ajuste sazonal, algo especialmente volátil no pós-pandemia. Janeiro é, usualmente, um mês de destruição de vagas, então a mera ausência de demissões gera um ajuste sazonal positivo. Em fevereiro, porém, o ajuste sazonal atua na outra direção, de modo que o mês terá de fato de mostrar criação de empregos. Talvez, este fator possa levar o mercado a ter perspectivas demasiadamente altistas para o relatório de fevereiro. Mesmo assim, parece razoável afirmar que o mercado de trabalho segue consideravelmente aquecido.

Se as empresas consideram que haverá uma **recessão leve** e, em seguida, será retomado o crescimento econômico, pode-se argumentar que as companhias provavelmente não se sentiriam confortáveis em despedir parte dos trabalhadores, dada a "dificuldade" encontrada em contratá-los anteriormente - o que, paradoxalmente, pioraria as perspectivas para inflação. Além disso, estima-se que os consumidores ainda detenham pouco menos de US\$ 1 trilhão de poupanças extraordinárias advindas do estímulo fiscal - que devem se exaurir no segundo semestre de 2023. Se é verdade que isso ajuda na previsão de uma recessão mais leve, também o é que esta resiliência é um risco altista para a inflação.

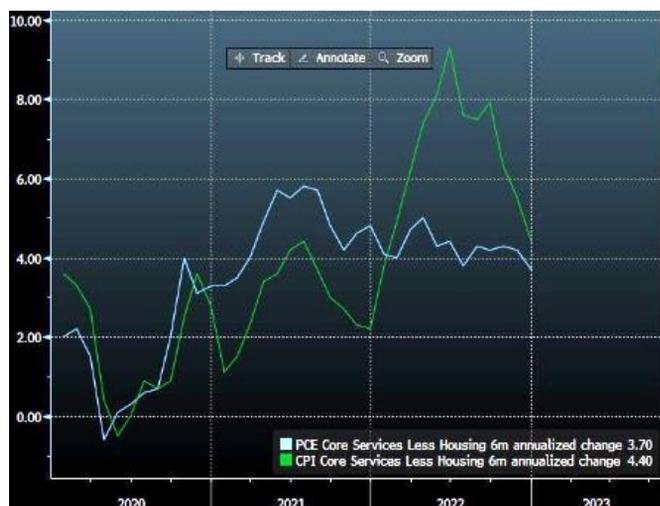
Vagas em aberto por trabalhador desempregado



Assim, dada a **precificação otimista atual** (prêmio de risco de ações na mínima de 15 anos) e o grau de aperto do mercado de trabalho, parece razoável ter cautela nos meses seguintes. Comentamos, nas cartas anteriores, sobre nossa visão construtiva para os ativos de risco no curto prazo – pautada, basicamente, na existência de *bear markets rallies*. Agora, porém, começam a emergir pontos de atenção mesmo para o futuro imediato. O relaxamento nas condições financeiras na última semana de janeiro foi similar ao observada no anúncio de rodadas de QE – algo que pode ser revertido. Além disso, o *headline* da inflação foi ajudado pela forte queda nos preços de energia; no entanto, em janeiro, a gasolina registrou alta nos EUA.

Nesse sentido, a **reabertura da China** é mais um risco altista, na medida em que impacta os preços de commodities – outros grandes contribuintes para a desaceleração inflacionária recente (ainda que commodities agrícolas e fertilizantes seguiram com comportamento favorável em janeiro). A performance acima da esperada da economia europeia também atua nesse sentido. Outros vetores que contribuíram para a desaceleração nos preços foram veículos usados e novos; as categorias, no entanto, parecem ter voltado a subir em 2023, e índices de preços privados tendem a prever o segmento no CPI com aproximadamente 2 meses de antecedência.

Por mais que, de fato, o CPI tenha mostrado um cenário melhor, o PCE – índice alvo do Fed – segue mostrando inflação de serviços descontada de aluguéis relativamente estável (justamente um ponto bastante ressaltado por Powell), como mostrado pelo gráfico abaixo (a linha azul é a média móvel de 6 meses anualizada desta medida). No entanto, é importante mencionar que uma decomposição da tendência inflacionária do setor realizada pelo Fed de Nova Iorque também mostra uma desaceleração desse vetor inflacionário, ainda que com uma estabilização na margem nos últimos dois meses.



Por fim, já mostramos como a liquidez é relevante para a **performance dos ativos de risco**; nesse sentido, o imbróglio sobre o *debt ceiling* (paradoxalmente) melhora passivamente a liquidez no curto prazo, na medida em que não há emissão de dívida e *Treasury General Account* se exaure. Outros sinais financeiros parecem indicar a necessidade de cautela, como o spread entre emissões *Investment Grade* americanas e as *treasuries* atingindo o menor patamar desde 1981 – algo que, na experiência histórica, tende a ser revertido.

Além disso, após dois anos do **núcleo da inflação** rodando em 4,5%, há o perigo deste ter se tornado o “novo normal” na barganha salarial e na precificação das indústrias. O mercado de trabalho, como vimos, segue muito forte, mas há sinais de desaceleração da economia americana, como indicado por dados de alta frequência (ISM, PMI, *housing*). Em um ano, o Fed aumentou os juros em 425 bps, algo sem nenhum paralelo na história americana (nem mesmo durante os tão falados anos 70/80). A recessão mais “rápida” que se tem registro ocorreu após onze meses de altas de juros pelo Fed, marca que só atingiremos em fevereiro.

Sabe-se que os **efeitos dos juros** demoram dois anos para fazerem se sentir completamente na economia, e o efeito começa, em média, após nove meses. Também relembramos que os indicadores de recessão apontam para uma queda na atividade com meses de antecedência (versando, portanto, apenas sobre o segundo semestre de 2023). Alguns canais de impacto da política monetária ainda estão engatinhando: por exemplo, os saques de contas depósito nos EUA têm aumentado consideravelmente, à medida que famílias sacam o dinheiro para investir em *treasuries* de curto prazo (domicílios americanos aumentaram posição em *treasuries* em US\$ 1 trilhão nos últimos doze meses).

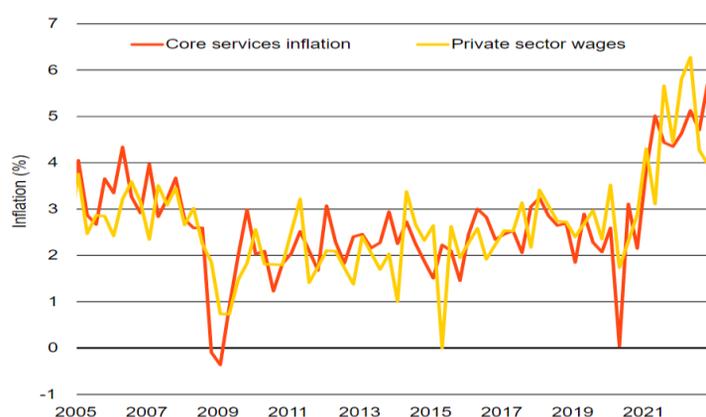
Alguns canais de impacto da **política monetária** ainda estão engatinhando: por exemplo, os saques de contas depósito nos EUA têm aumentado consideravelmente, à medida que famílias sacam o dinheiro para investir em *treasuries* de curto prazo (domicílios americanos aumentaram posição em *treasuries* em US\$ 1 trilhão nos últimos doze meses).

Caso a tendência continue, bancos podem ter de competir por liquidez, aumentando as taxas de remuneração de depósito. Esse é um dos canais tradicionais de transmissão de aperto monetário para o mercado de crédito. Assim, ainda é muito cedo para avaliar os efeitos das altas de juros, e as consequências deste extraordinário aperto monetário ainda estão por vir.

Por enquanto, a **convergência inflacionária** deve seguir “acelerada” na medida em que os preços arrefecem ante o ritmo fortíssimo de altas do ano passado, empresas fazem esforços para desovar estoques acumulados e altas salariais seguem trajetória de arrefecimento. Inclusive, o PCE e o núcleo no ano de 2022 subiram, respectivamente, 40 e 60 bps a menos do que o projetado pelo Fed (vale ressaltar que isso não muda sensivelmente nosso cenário-base, pois antevimos essa melhora de curto prazo nas cartas de outubro a dezembro).

Mas a verdadeira “prova dos nove” se dará uma vez que a inflação atinja de fato os 3,5% - 4% e, então, tenha de ser reduzida para 2%, algo que consideramos poder demorar mais do que o projetado. Eventualmente, o efeito desinflacionário das cadeias de oferta se exaurirá, e o restante da desinflação terá de advir da desaceleração do mercado de trabalho. Assim, por mais que as altas salariais tenham arrefecido (um dos pontos que apontava para a melhora de curto prazo na inflação que mencionamos nas outras cartas), estas ainda estão muito acima de um patamar condizente com inflação a 2% - e, para chegar lá, será necessário um resfriamento bem considerável do atual mercado de trabalho. Este ponto é crucial e será o grande teste da política monetária americana. No entanto, este ponto, se acontecer, deve afetar o mercado apenas bem mais à frente.

Em resumo, **não há sinal de espiral inflacionária de preços e salários** - algo crucial para um processo inflacionário de longo prazo e que, em nossa opinião, depende imensamente do poder de barganha dos trabalhadores; no entanto, a sindicalização dos EUA seguiu a trajetória de queda em 2022, de modo que a “força” de longo prazo dos trabalhadores na determinação salarial segue restrita (apesar de ainda estar impulsionada no curto prazo). No entanto, a velocidade do arrefecimento das altas salariais dependerá da força do mercado de trabalho, podendo tomar mais tempo que o desejado. Abaixo, o gráfico da BlackRock mostra a correlação entre núcleo da inflação de serviços e inflação salarial.



Assim, vemos o destino final (um **processo desinflacionário**) se desenhando no horizonte, com a progressiva dissipação da neblina que cobria a linha de visão. Porém, a linha de chegada parece estar mais distante do que pensa o mercado, e é impossível descartar solavancos à frente - então prevemos o surgimento de fortes momentos de tensão e aversão a risco no caminho.

Ou seja: **a história está longe de acabar**, especialmente no que tange ao segundo semestre de 2023 e início de 2024 (ano para o qual a divergência entre as projeções de juros do Fed e do mercado são gritantes e, para nós, onde grande parte do ajuste deve ser feito). Será uma “bumpy ride” - cujas implicações se arrastarão por mais tempo do que o que se pensa atualmente.

Em termos estritamente financeiros, a **saúde e estabilidade do mercado de capitais** com a retirada de liquidez global e os juros mais altos em mais de uma década - algo com que o mercado (especialmente os fundos de pensão) se desacostumou - é um risco que demandará acompanhamento constante. Apesar de pouco ser falado sobre isso, acreditamos que é um dos maiores - se não o maior - risco de médio prazo. O andamento do processo de QT deverá ser monitorado de perto, especialmente na medida em que trabalhos acadêmicos parecem indicar que o risco de liquidez é maior do que o que parece, além de difícil de monitorar e medir. No curto prazo, o montante de liquidez nas *Reverse Repo Operations* funciona como um "colchão", afastando o potencial perigo mais para mais à frente no tempo.

Nesse sentido, por exemplo, os ativos não-líquidos (como Private Equity) de *Pension Funds* são um grande ponto a manter no radar. Há, inclusive, um trabalho acadêmico (apresentado no Jackson Hole) que estuda o forte spike nas taxas do mercado overnight em 2019 conforme o Fed retirava estímulos. O *paper* mostra alguns canais de assimetrias e não-linearidades, de modo que o processo de redução do balanço do Fed parece merecer mais atenção do que a que lhe é prestada ultimamente.

IBOVESPA



Brasil

Por aqui, a economia seguiu a **tendência de desaceleração**, de acordo com diversos indicadores de atividade (IBC-Br, vendas no varejo, produção industrial, PMS, PMI) e até do mercado de trabalho, como o Caged. Em relação à inflação, o IPCA de dezembro surpreendeu consideravelmente para cima, com a reversão das promoções da Black Friday. Apesar de ter sido, sim, influenciado por itens mais voláteis, o dado chamou a atenção pela aceleração no núcleo e aumento da difusão para o patamar de maio de 2022.

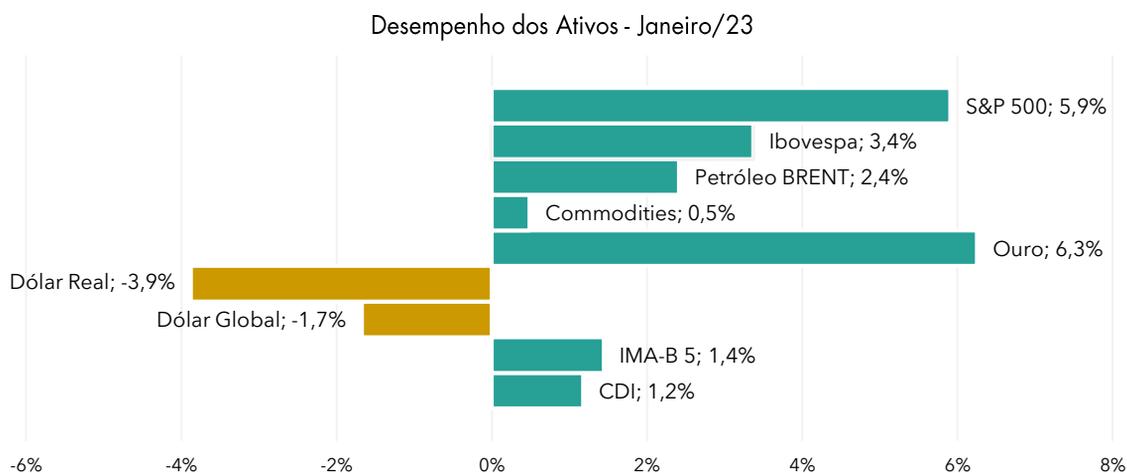
O **IPCA-15** mostrou um cenário mais construtivo, com os núcleos acelerando menos que o esperado - com especial destaque para a surpresa baixista em serviços subjacentes. Dados de alta frequência, por sua vez, parecem indicar um arrefecimento das pressões inflacionárias de Alimentos.

No entanto, o grande driver do mercado tem sido a **política**. As repetidas falas de Lula criticando a atuação - e, em certa medida a independência do Banco Central - impediram uma melhora do sentimento no mês (algo para o que os questionamentos da meta de inflação também não contribuiu). Na questão fiscal, existiram alguns desdobramentos. Primeiramente, o plano fiscal apresentado por Haddad é um passo na direção na correta; no entanto, o impacto fiscal parece estar consideravelmente superestimado, de modo que economistas falam num valor que seria aproximadamente metade do divulgado, o que ainda faria o Brasil terminar o ano com déficit em torno de 1% do PIB.

Além disso, diversas medidas lá expostas (como os incentivos para regularização de dívidas tributárias) têm um caráter *one-off*; ou seja, não representam aumento estrutural de arrecadação e logo serão exauridas - não podendo, portanto, justificar aumentos permanentes de gastos. Por fim, algumas medidas simplesmente enfrentarão resistência; a volta do voto de qualidade no CARF, por exemplo, já foi questionada judicialmente pela OAB e pelos partidos PP e Republicanos.

Por mais que sinalizações positivas tenham sido dadas pelo núcleo mais "centrista" (Haddad, Tebet e equipe econômica), com declarações de busca pelo grau de investimento até 2026, estabilização da dívida e algumas menções a controles de gastos, pouco foi efetivamente feito.

No entanto, isso não impediu que novos gastos fossem anunciados - como, por exemplo, o fundo de estabilização da Petrobras e a antecipação do aumento do salário-mínimo e da faixa de isenção do IR.



Isso sem contar os gastos que correm "por fora", abaixo do radar (repasse ao setor cultural, impacto do novo piso da enfermagem - este representando, sozinho, R\$ 16 bilhões -, a compensação aos estados em áreas como saúde e educação, dentre outros) que devem elevar ainda mais o déficit.

Além disso, as **fontes de financiamento** para os novos gastos também são um problema; parece que os últimos excedem as primeiras. Como ressaltamos na última carta, uma das fontes de recursos para implementação do piso da enfermagem é o Fundo Social - algo que, como já comentamos, é problemático pois envolve uma arrecadação volátil, variável e com prazo de validade como financiadora de uma despesa certa e crescente. No entanto, o Fundo também foi citado como uma das fontes para a constituição do Fundo de Estabilização para os combustíveis (ainda não se sabe ao certo quais) - que demandará aportes iniciais do Tesouro.

A **elevação no salário-mínimo**, por sua vez, será financiada pela revisão da projeção de gastos do governo - que estariam superestimados; esta revisão nas despesas orçadas é citada como fonte para outros programas. É claro, que a princípio, nada impede que uma mesma fonte de financiamento seja grande o suficiente para abarcar várias novas despesas. Mas, dada as magnitudes envolvidas nas promessas e nas projeções mais "céticas" de arrecadação, esta parece ser uma dúvida justa.

O ponto acima é relevante: revisões em despesas e aumento de arrecadação foram citados como fontes de financiamento para os gastos inicialmente propostos; no entanto, conforme estas fontes vão surgindo e tomando forma, novos gastos são anunciados. Há, portanto, uma estrutura de incentivos políticos que favorece o postergamento do ajuste fiscal. Eventualmente, o governo terá firmeza o suficiente para de fato embolsar os ganhos de arrecadação / revisões de despesas e deixá-los fluir para o resultado fiscal, ou estes serão capturados no momento em que surgirem por novas propostas de gastos?

E ainda não falamos sobre os planos já anunciados mas ainda não esmiuçados, como o novo Minha Casa, Minha Vida, novo PAC, etc. A expansão do BNDES, caso consuma o caixa disponível, passa quase que por definição por novos aportes do Tesouro.

Além disso, o **ambiente de apoio político** também é importante. E, nessa frente, o governo encontra um cenário algo conturbado, como sinalizado pelo lançamento de um candidato próprio da Oposição à presidência do Senado (e a votação nada desprezível alcançada por ele), juntamente com diversos sinais de preocupação do governo à época da votação (exonerando os ministros para que pudessem votar, telefonando para parlamentar intensificarem as negociações, etc). Há, também, mostras mais sutis, como partidários do PL ameaçando avançar com PEC de arcabouço fiscal de Guedes.

Câmbio (R\$/US\$) em 12 Meses



Nível Juro Real (2 com 8 anos) - 12m



Nesse cenário, o PT aceitou um cenário de rodízio na liderança da CCJ, alternando a liderança com outros partidos. Além disso, o PT não garantiu um segundo espaço na Mesa Diretora, e teve de aceitar a 2ª secretaria (mesmo assim, amargando 138 votos em branco numa votação sem concorrentes, um claro sinal de insatisfação). Pode-se esperar alguma "criação de dificuldades para venda de facilidades", como se diz no jargão político.

De fato, uma oposição mais turbinada e um Congresso indisposto a formar base (preferindo a abordagem de negociar a adesão a cada proposta) pode diminuir a magnitude de qualquer pacote de gastos proposto pelo governo. No entanto, a existência de dissenso pode levar a outros resultados também. É bem possível, por exemplo, que a história da PEC da Transição se repita no que tange ao novo arcabouço fiscal, com o processo sendo concluído com uma estrutura transitória, menos rígida (para acomodar as demandas) e com tempo de vigência menor.

Além disso, o governo parece estar depositando grandes esperanças no **aumento de arrecadação** como fonte de ajuste fiscal. No entanto, aumentos de impostos são impopulares e demandam coesão do Congresso. Sobre a Reforma Tributária, o raciocínio é o mesmo: como vencer vários lobbies de setores fortíssimos nas Casas Legislativas e impedir a proliferação de regimes especiais de tributação / promover o fim dos subsídios? Como conciliar a aprovação e tramitação rápida (propagada pelo governo) com os dissensos sobre o assunto? Este é um dos temas mais espinhosos da política atual e dificilmente pode-se avançar nele sem um firme apoio político.

Tudo isso num **ano de desaceleração econômica** e arrefecimento nos preços de commodities - setor que foi de grande ajuda na arrecadação de 2022. Se o Executivo não fizer as escolhas difíceis no primeiro ano de governo - quando, tipicamente, se tem o maior apoio e são passadas as propostas mais impopulares - quando as fará?

Assim, é razoável esperar que o aumento de arrecadação proposto pelo governo encontre dificuldade tanto políticas quanto econômicas, inviabilizando um ajuste fiscal unicamente por esta via. Nesse caso, o governo teria de fazer uma escolha entre um arcabouço fiscal mais frágil ou recorrer ao corte de despesas (a mera revisão de gastos / "pente fino" não bastará; é necessária redução estrutural).

Assim, mesmo com o **fluxo estrangeiro** notadamente voltado aos emergentes (países exportadores de commodities, com *valuations* descontados e aperto monetário avançado) auxiliando na apreciação do real, dificilmente as condições melhorarão enquanto não se tiver mais conhecimento sobre qual o tom que o governo deseja imprimir à economia. Nesse sentido, será crucial monitorar, em fevereiro, a indicação do substituto ao Bruno Serra no BC.

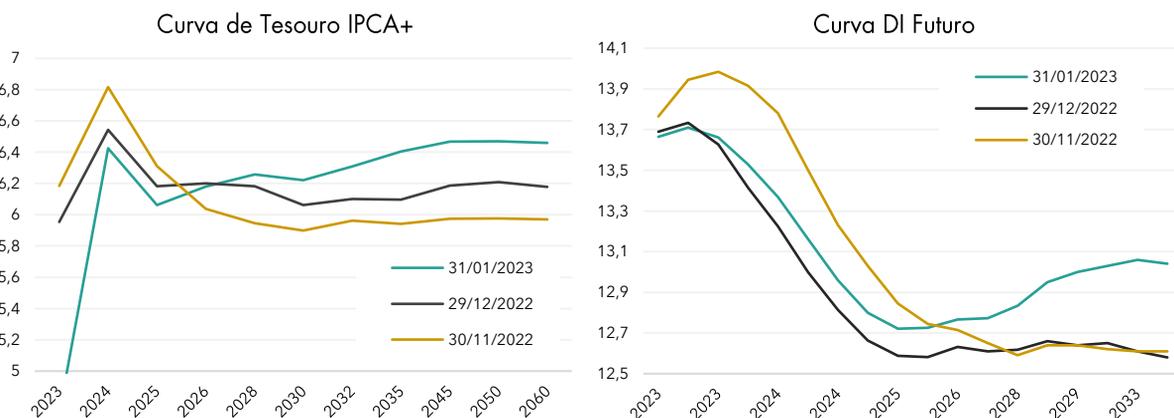
Para o curto prazo, favorecemos posicionamentos táticos - bem na linha de aumentar a exposição quando a curva abriu excessivamente e diminuí-la quando o oposto acontece. Parece simples, e de fato é, mas é justamente a solidificação do dissenso político: propostas demasiadamente (na visão do mercado) negativas (positivas) que estejam tramitando por muito tempo tenderão a passar por um crivo (seja do governo ou Congresso) e diminuir seus aspectos deletérios (favoráveis). É evidente que o governo terá de ceder em vários pontos, principalmente em busca de aprovação rápida.

É um posicionamento que dependerá do equilíbrio de forças políticas no momento. Uma espécie de sucessão de notícias ruins seguidas por "panos quentes" e declarações de que "não é bem assim" após o governo verificar dificuldade no Congresso (ou, alternativamente, propostas inicialmente "boas" - como a PEC 45 - sendo podadas, também para satisfazer interesses). Para o longo prazo, no entanto, seguimos bem céticos quanto à estruturação de uma trajetória de estabilidade da dívida.

Mercados

Janeiro trouxe duas surpresas para o mercado de crédito privado. Primeiro o evento da Americanas que entrou em recuperação judicial após o descobrimento de uma fraude de mais de R\$ 20 bilhões, recordamos que não tínhamos exposição a empresa. Logo no final do mês a Light anunciou a contratação uma consultoria para melhorar sua estrutura de capital e o mercado leu como a empresa estando em apuros. Concordamos com esta leitura e já havíamos nos afastado há um bom tempo dos papéis da companhia. Ambos os eventos levaram a que o mercado se colocasse em uma postura de cautela com relação ao setor de varejo e também a outros ativos em linhas gerais. Vemos certa contaminação nos preços dos ativos, porém, enxergamos como eventos isolados e não uma crise sistêmica. Sendo assim, poderá haver oportunidades de compra no mercado. Estamos atentos.

O mercado primário retraiu e as emissões do mês ficaram, em grande parte, encarteiradas nos balanços dos bancos coordenadores. O total emitido foi de 3 bilhões, sendo 2,5 bilhões apenas na emissão da Via Mobilidade Linhas 8 e 9 de trem totalmente encarteirada pelo BNDES. O volume restante foi dividido em 3 operações. Mais uma vez não achamos os ativos atraentes versus oportunidades no secundário. Nosso maior foco foi ajustar nossa exposição ao duration das carteiras e aproveitamos para reduzir a exposição em Águas de Teresina, Litoral Sul, Paranaguá Saneamento e Orizon e aumentar a alocação em Cemig.



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 janeiro 2023

Journey Capital **Endurance Juros Reais Advisory**

	MÊS	ANO	12 MESES	DESDE INÍCIO
Fundo	0,56%	0,56%	5,86%	29,28%
%IMA-B 5	39,8%	39,8%	52,4%	101,5%
IMA-B 5	1,40%	1,40%	11,19%	28,84%

Journey Capital **Endurance Juros Reais FIC**

	MÊS	ANO	12 MESES	DESDE INÍCIO
Fundo	0,54%	0,54%	5,67%	11,07%
%IMA-B 5	38,6%	38,6%	50,6%	70,4%
IMA-B 5	1,40%	1,40%	11,19%	15,73%

Journey Capital **Endurance**

	MÊS	ANO	12 MESES	DESDE INÍCIO
Fundo	0,13%	0,13%	7,59%	22,52%
%CDI	11,8%	11,8%	59,3%	76,4%
CDI	1,12%	1,12%	12,81%	29,50%

Journey Capital **Endurance Plus**

	MÊS	ANO	12 MESES	DESDE INÍCIO
Fundo	0,30%	0,30%	5,44%	19,16%
%CDI	26,9%	26,9%	42,4%	76,4%
CDI	1,12%	1,12%	12,81%	25,08%

Journey Capital **Nammos**

	MÊS	ANO	12 MESES	DESDE INÍCIO
Fundo	0,41%	0,41%	0,49%	36,86%
%CDI	36,6%	36,6%	3,8%	103,1%
CDI	1,12%	1,12%	12,81%	35,74%

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

CNPJ: 31.120.420/0001-35

Acesse a lâmina:



bit.ly/end-jan23

Atribuição de performance

O carry (inflação + spread dos papéis) foi a contribuição positiva para o mês. A maior contribuição negativa veio da abertura dos spreads de crédito, seguida do efeito de *basis* entre a carteira de papéis e os derivativos e da pequena abertura da curva de juros reais onde o fundo estava exposto. Entraram ou foram aumentadas posições de Nascentes do Xingu (AEGEA), Corsan e Cemig. Foram reduzidas posições de Eletropaulo, Águas de Teresina (AEGEA), Projeto Litoral Sul, Cagece, Orizon e Paranagua Saneamento.

Posicionamento atual e perspectivas

A carteira de papéis tem duration de 4,3 anos, spread médio de 121bp acima da NTN-B, taxa nominal média de 7,42% + IPCA e está *hedged* para o CDI.

DETALHES: Journey Capital Endurance Debêntures Incentivadas FIRF Crédito Privado. Data de início: 29/11/2018. PL médio últ. 12 meses: R\$ 49.116.815. Taxa administração: 1,00% a.a. Taxa performance: não há. Público-alvo: investidor em geral.

Clique para investir no Endurance:



Guide



ÓRAMA

necton

rico

sim;paul



COMCOR

ATIVA
Investimentos

TORO

C6BANK

Journey Capital Endurance

Janeiro/2023

Retorno % do CDI

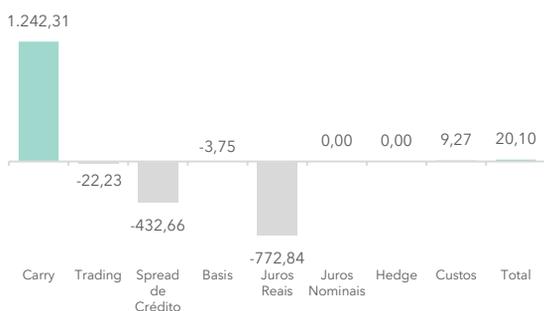


Retorno Absoluto (em %)

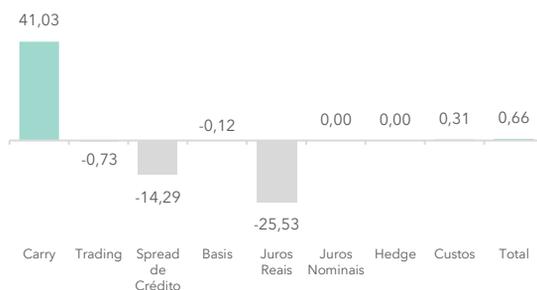


Acumulado 3 Meses

Retorno % do CDI

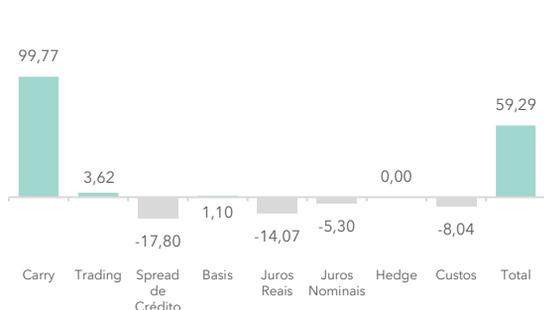


Retorno Absoluto (em %)

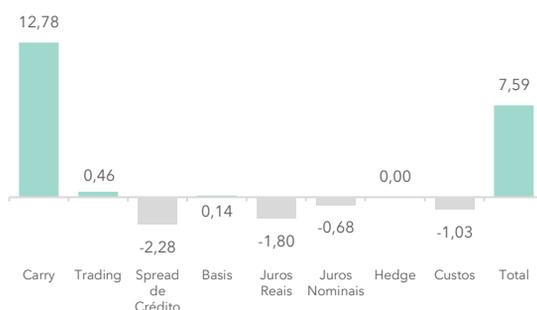


Acumulado 12 Meses

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\$ 49.116.815. 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 (inflação + spread dos papéis) foi a principal contribuição positiva para o mês, seguida de pequeno ganho com a movimentação da curva de juros reais nos vértices onde o fundo estava exposto. A maior contribuição negativa veio da abertura dos spreads de crédito, seguida do efeito de *basis* entre a carteira de papéis e os derivativos. Entraram ou foram aumentadas posições de Nascentes do Xingu (AEGEA). Foram reduzidas posições de Eletropaulo, Águas de Teresina (AEGEA), Projeto Litoral Sul, Cagece, Orizon e Paranagua Saneamento.

Posicionamento atual e perspectivas

A carteira de papéis tem duration de 4,1 anos, spread médio de 115bp acima da NTN-B, taxa nominal média de 7,39% + IPCA e está *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\$ 23.893.942. 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:



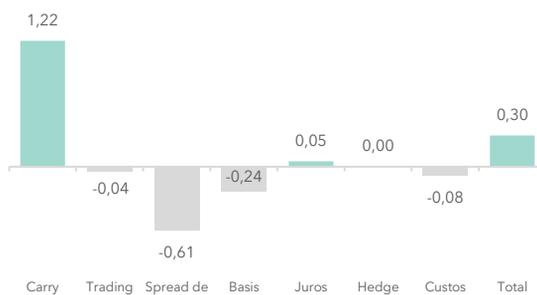
Journey Capital Endurance Plus

Janeiro/2023

Retorno % do CDI

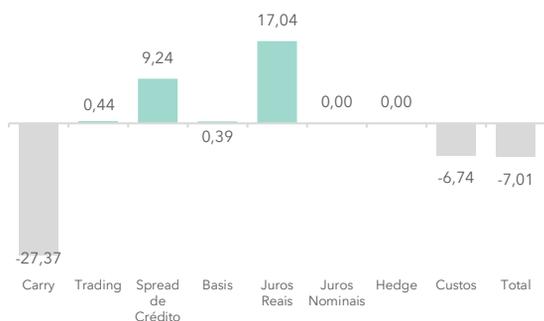


Retorno Absoluto (em %)



Acumulado 3 Meses

Retorno % do CDI

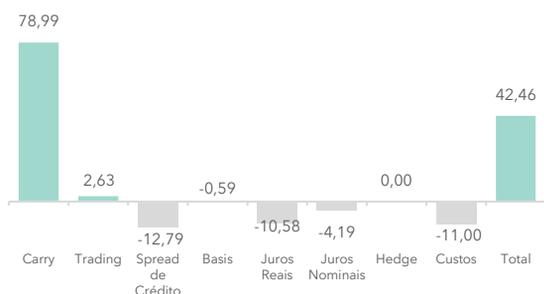


Retorno Absoluto (em %)



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\$ 23.893.942. 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

Acesse a lâmina:



bit.ly/jr-adv-jan23

Atribuição de performance

A principal contribuição positiva para o retorno no mês foi o carry da carteira (inflação + spreads), seguida da movimentação da curva de juros reais. A maior contribuição negativa veio da abertura dos spreads de crédito seguida do efeito de *basis* entre as carteiras de bonds e os derivativos. Entraram ou foram aumentadas posições de Eletropaulo, Cemig e CAGECE. Foram reduzidas posições de CTEEP, Águas de Teresina (AEGEA), Projeto Litoral Sul, Nascentes do Xingu (AEGEA), Orizon, Corsan e Paranagua Saneamento.

Posicionamento atual e perspectivas

O duration da carteira de papéis é 4,6 anos, com spread médio de 139bp acima da NTN-B e taxa média de 7,61%. O duration da carteira total, incluindo derivativos é de 1,9 anos, com 124bp de spread acima da NTN-B e 7,08% de retorno acima do IPCA, para um nocional ajustado. O fundo está com exposição próxima ao 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\$ 34.470.517. Taxa adm: 0,80% a.a. Taxa performance: 20% do que exceder 100% do IMA B-5. Público-alvo: investidor em geral.

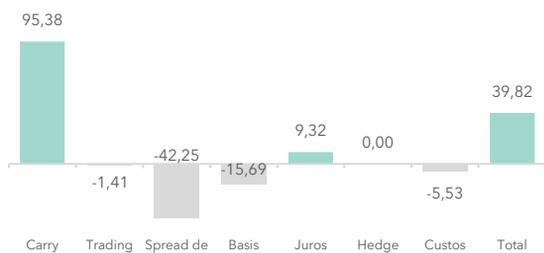
Clique para investir no Endurance Juros Reais Advisory:



Endurance Juros Reais Advisory

Janeiro/2023

Retorno % do IMA-B5

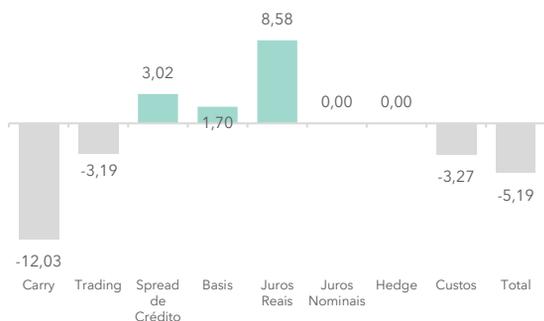


Retorno Absoluto (em %)



Acumulado 3 Meses

Retorno % do IMA-B5

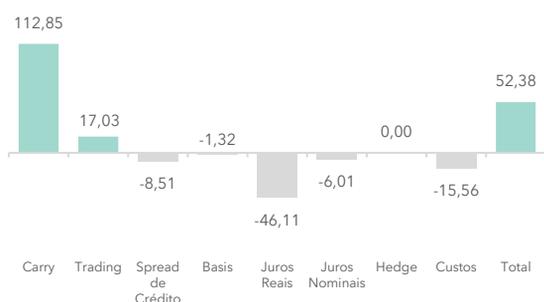


Retorno Absoluto (em %)

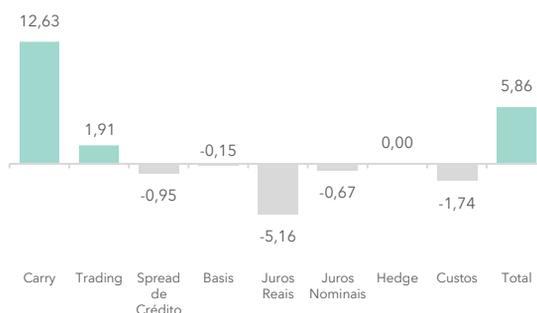


Acumulado 12 Meses

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\$ 34.470.517. 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

A principal contribuição positiva para o retorno no mês foi o carry da carteira (inflação + spreads), seguida da movimentação da curva de juros reais. A maior contribuição negativa veio da abertura dos spreads de crédito seguida do efeito de *basis* entre as carteiras de bonds e os derivativos. Entraram ou foram aumentadas posições de Eletropaulo, Cemig e CAGECE. Foram reduzidas posições de: CTEEP, Águas de Teresina (AEGEA), Projeto Litoral Sul, Nascentes do Xingu (AEGEA), Orizon, Corsan e Paranagua Saneamento.

Posicionamento atual e perspectivas

O duration da carteira de papéis é 4,6 anos, com spread médio de 139bp acima da NTN-B e taxa média de 7,61%. O duration da carteira total, incluindo derivativos é de 1,9 anos, com 124bp de spread acima da NTN-B e 7,08% de retorno acima do IPCA, para um nocional ajustado. O fundo está com exposição próxima ao IMA-B 5.

DETALHES: Journey Capital Endurance Debêntures Incent. Juros Reais FIC. Data de início: 01/04//2021. PL médio desde início: R\$ 3.342.593. Taxa adm: 0,80% a.a. Taxa performance: 20% do que exceder 100% do IMA B-5. Público-alvo: investidor em geral.

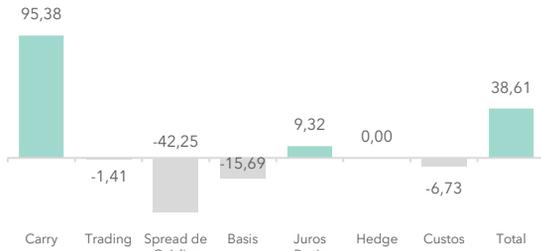
Clique para investir no Endurance Juros Reais FIC:



Endurance Juros Reais FIC

Janeiro/2023

Retorno % do IMA-B5



Retorno Absoluto (em %)



Acumulado 3 Meses

Retorno % do IMA-B5

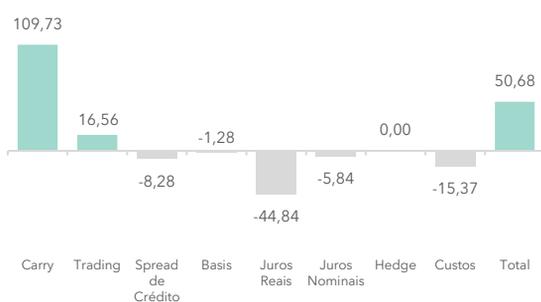


Retorno Absoluto (em %)



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\$ 3.342.593. 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

Mais informações:



bit.ly/jc-nammos

Atribuição de performance

O Journey Capital Nammos rendeu 0,41% em janeiro. A principal contribuição veio do Carry da carteira, seguida do resultado do book de criptomoedas. Contribuições negativas vieram da abertura dos spreads de crédito ao longo do mês e do basis entre a carteira de papéis e os derivativos que *swapam* os fluxos para o CDI. A carteira de fundos imobiliários e a abertura da curva de juros reais tiveram contribuições levemente negativas no mês.

Posicionamento atual e perspectivas

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

Book de Multimercado: seguimos pouco posicionados e com a carteira de debêntures swapada para o CDI.

Book de criptoativos: o fundo permanece com uma exposição de 0,85% do PL a HASH11.

Book de debêntures de infraestrutura: a carteira de IPCA está *hedgeda* para o CDI.

Book de Fundos Imobiliários: book composto por 6 segmentos, sendo eles Papel (50%), FOFs (16%), logística (14%), shopping/varejo (11%), híbridos (6%) e agronegócio (3%).

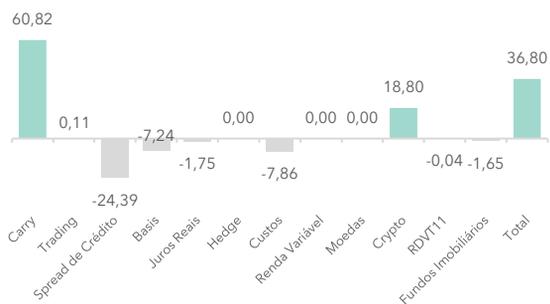
DETALHES: Journey Capital Nammos Debêntures Incentivadas FI Multimercado CP. Data de início: 13/03/2018. PL médio últ. 12 meses: R\$ 19.937.394. Taxa administração: 1,00% a.a. Taxa performance: 30% do que exceder 100% do CDI. Público-alvo: investidor profissional.

Para investir no Nammos, fale diretamente com a Journey.

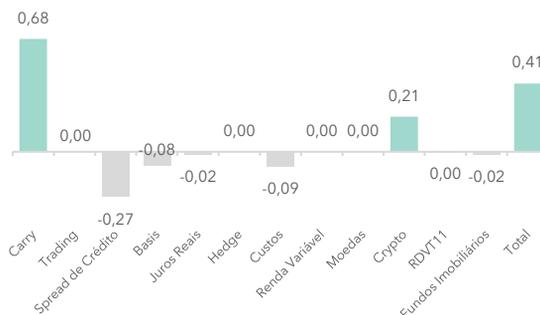
Journey Capital Nammos

Janeiro/2023

Retorno % do CDI



Retorno Absoluto (em %)

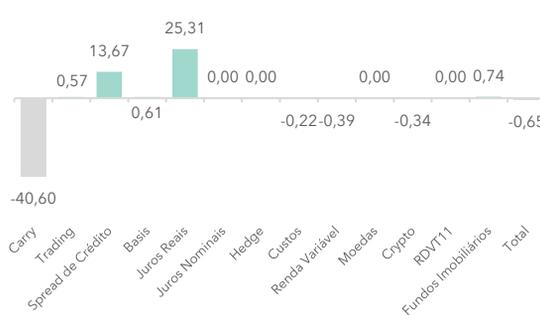


Acumulado 3 Meses

Retorno % do CDI

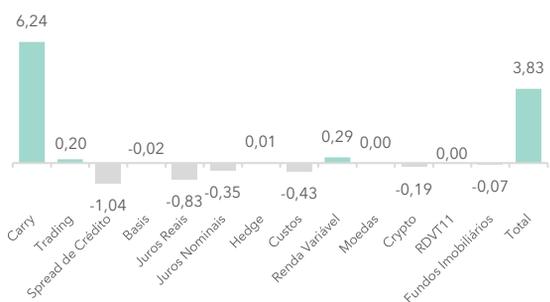


Retorno Absoluto (em %)

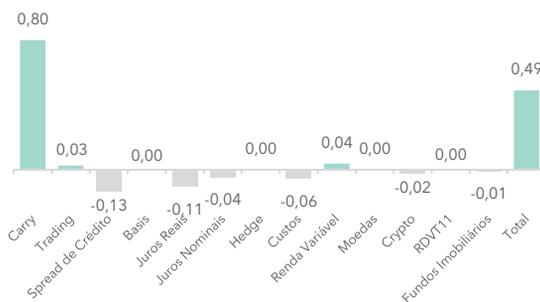


Acumulado 12 Meses

Retorno % do CDI



Retorno Absoluto (em %)

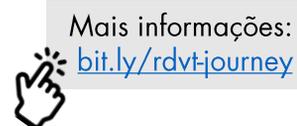


Journey Capital Nammos Debêntures Incentivadas FI Multimercado CP. Data de início: 13/03/2018. PL médio últ. 12 meses: R\$ 19.937.394. Taxa administração: 1,00% a.a. Taxa performance: 30% do que exceder 100% do CDI. Público-alvo: investidor profissional.

Journey Capital Vitreo RDVT11

Fundo Incentivado de Investimento em Infraestrutura Renda Fixa

CNPJ: 35.780.106/0001-30



Posicionamento atual e perspectivas

Em janeiro tivemos as primeiras interações com a nova equipe de governo. Foram discussões produtivas e cãndidas. Mas vieram em direção diferente daquela que havia sido proposta e negociada durante meses com a equipe anterior.

Ao longo de 17 meses que antecederam o final do governo anterior, havíamos chegado a um acordo para a troca do controle que contemplava um congelamento dos passivos regulatórios durante o período compreendido entre o pedido de recuperação judicial pela companhia e a autorização para a troca de controle pela Artesp. O racional que nos pautou aquela negociação e que foi aceito pela equipe anterior era de que, sem a troca de controle e a efetiva administração da empresa, não seria razoável puni-la com a regra contratual de IPCA+16% pelo atraso nas obras, visto que a companhia ainda se encontrava sob a administração anterior, que havia fracassado em entregar o que havia sido previsto até então.

Até o final do ano passado, trabalhávamos para conseguir que alguma esfera de governo produzisse aquilo que chamam de "Relatório de Vantajosidade", uma análise que mostrasse que a proposta de troca de controle para os debenturistas com o consequente congelamento temporário dos passivos regulatórios era mais vantajosa para o Estado do que a decretação da caducidade da companhia. Isso daria conforto para o administrador público assinar a troca de controle sem que isso pudesse implicar em questionamentos futuros.

Passamos boa parte do segundo semestre do ano passado trabalhando nessa direção e tentando sensibilizar diferentes órgãos para tal relatório fosse produzido. Depois das eleições, nossos esforços parecerem surtir cada vez menos efeitos até que o governo terminasse sem que conseguíssemos avançar de fato.

Em nossa primeira interação com a nova equipe, fomos orientados a buscar outro caminho. Com bastante franqueza, foi-nos dito que dificilmente um administrador público concordaria em assumir o "risco" de aprovar o que se pretendia pois seria questionado durante anos na sua pessoa física, tendo o ônus de pagar por sua própria defesa, independente de considerarem justos e corretos nossos pleitos. Foi uma mensagem pouco agradável de ser recebida - perdemos tempo buscando uma solução que nunca nos teria sido entregue - mas, por outro lado, bastante objetiva. Por esse caminho, não iríamos resolver. Como deixamos clara nossa pouca ou nenhuma disposição de assumir a companhia sem clareza sobre esses passivos regulatórios (a companhia tem uma estimativa, mas a Artesp tem a sua própria e elas podem diferir bastante), nos foi sugerido outro caminho: a separação dos passivos entre incontroversos, controversos e judicializados e uma força tarefa entre a empresa, a secretaria de governo e a Artesp na determinação de cada um deles.

Esse será o trabalho dos próximos meses. Uma vez determinados esses valores, poderemos avançar com a troca de controle e prosseguir com a implantação do Plano de RJ.

Como o fundo estava previsto para se encerrar em março próximo, solicitamos a extensão do prazo por mais 18 meses, que será deliberada em assembleia de cotistas no próximo dia 16/02..

Manteremos todos informados.

Contato

  (11) 4561-6006

 ri@journeycapital.com.br

 journeycapital.com.br

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

 [youtube.com/c/journeycapital](https://www.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.