

Caros Investidores,

Fechamos mais um mês de muito trabalho e de resultados surpreendentes. Seguindo nosso compromisso com a transparência e a seriedade, segue nossa análise do mês de maio de 2019 – incluindo os cenários doméstico e internacional, os números de nossos fundos e tudo que você precisa saber sobre seus investimentos.

Vamos em frente!

Cenário Doméstico

- Economia segue fraca e flerta com recessão técnica na ausência de medidas pró-crescimento
- BCB segue persistente em não mexer nos juros
- Estratégia “Kamikaze” da presidência dá certo e Executivo recupera capital político
- Dólar e iBovespa focam na política, juros olham para a economia. Crédito ignora tudo.

Flerte com Recessão, Avanços na Reforma, Mais Volatilidade

Os indícios de ociosidade na economia, que já se manifestavam nos números da indústria nos últimos meses, começaram a aparecer nos números oficiais, com o PIB registrando queda de 0,2% no primeiro trimestre do ano. O PMI composto de serviço e indústria interrompeu a tendência de alta, mostrando que a fraqueza na indústria não era um fato isolado (*Gráfico 1, esquerda*). O setor de construção civil, que começava a ensaiar uma estabilidade, retomou a tendência de queda e vários agentes do setor manifestaram perda de confiança frente a janeiro (*Gráfico 2, direita*).

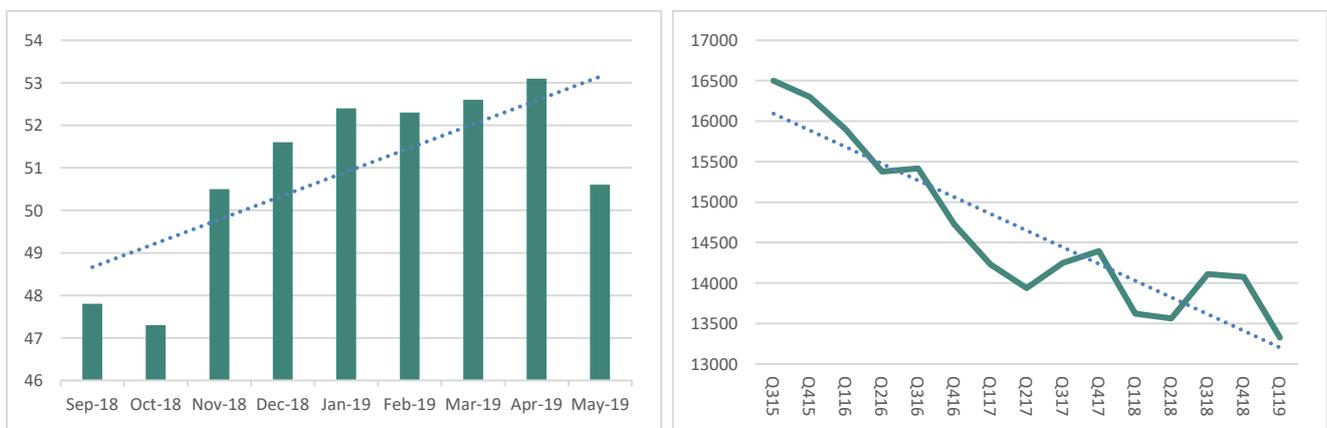


Gráfico 1 – PMI Composto (esquerda) e PIB oriundo da Construção Civil (em milhares de R\$)

Os núcleos de inflação permaneceram bem comportados, mas, na visão do BCB, ainda não justificam uma baixa da SELIC. Ademais, o presidente do Banco Central se diz contra a mudança de mandato do

BCB para incluir suavização do ciclo em adicional à inflação, também conhecido como duplo mandato. O mercado não aposta nisso, com vários agentes já projetando uma SELIC abaixo de 6,5% ao fim de 2019. Por ora o foco é manter a “credibilidade”.

No lado político, o mês de maio foi marcado pelo Executivo ganhando vantagem no contínuo cabo de guerra com o parlamento – isso graças a uma estratégia arriscada, onde a presidência conseguiu reestabelecer seu capital político pela convocação de manifestações de apoio. A reforma da previdência seguiu adiante. Com a economia em dificuldades, o congresso começa a cobrar do Executivo reformas adicionais à previdência, que já é tida como dada. No mercado surge um consenso de que a reforma da previdência não é uma panaceia, mas de fato uma questão de sobrevivência – a redução da ociosidade e aumento do crescimento só virão com reformas adicionais. Aqui, vale ressaltar a importância do crescimento da economia no lado fiscal – este é imprescindível para estabilizar a razão da dívida pelo PIB.

Os mercados reagiram de forma adversa, com os juros longos caindo substancialmente e a bolsa sendo inicialmente reprecificada, mas se recuperando após as manifestações de apoio à presidência confirmaram que o Executivo ainda tem a situação sob controle. O dólar seguiu a bolsa e chegou ao nível de R\$ 4,10 durante o mês, mas fechou próximo ao nível anterior – em torno de R\$ 3,90.

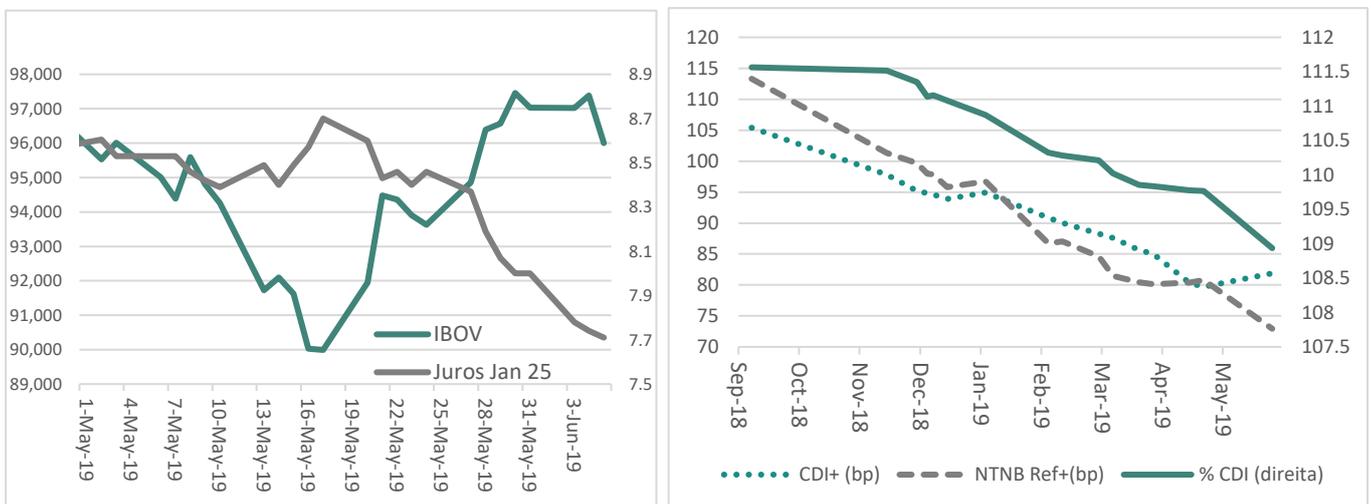


Gráfico 2 – Juros e Ibovespa com reações distintas à volatilidade (esquerda). Spreads de crédito retomam tendência de queda (direita).

O que se nota é que os juros olham para atividade econômica, enquanto o mercado de ações e o dólar respondem à situação política e seu impacto na reforma da previdência.

Mercado de Crédito

Mercado primário foi agitado

Com 67 papéis e um valor total de emissões primárias de R\$25,6 bilhões, o mês de maio¹ foi o mais movimentado do ano. Oito emissões foram responsáveis por R\$15,6 bilhões: Eletrobras (R\$5bi), Engie (R\$2,5bi), Eneva (R\$2bi), Gerdau (R\$1,4bi), Smartfit (R\$1,3bi), B3 (R\$1,2bi), Duratex (R\$1,2bi) e Taesa (R\$1bi). Além disso, as ofertas registradas em maio na CVM atingiram um total de 45 papéis distribuídos em 77 séries, o que mostra um aumento de empresas procurando o mercado de capitais para se financiar.

Mercado Secundário

Os volumes negociados no secundário também seguiram em alta. Ao analisarmos a amostra desde janeiro e expurgando *outliers*, o mês de maio atingiu uma média diária de R\$550 milhões de debêntures negociadas, frente a média de R\$450 milhões nos quatro meses anteriores. Isso pode ser observado no Gráfico 3, onde a média móvel do mês mostra bem essa ascendência.

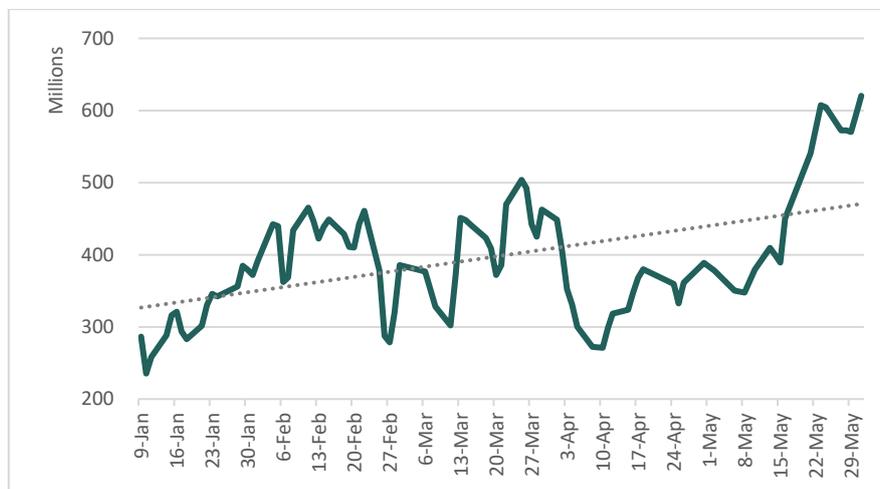


Gráfico 3 – Mercado secundário mostrando contínua evolução

Os spreads de crédito no mercado secundário, após ensaiarem uma estabilização, retomaram a tendência de baixa, com os ativos em IPCA mostrando um fechamento de spread pronunciado (Gráfico 2, direita). O mercado por ativos de crédito no secundário continua altamente demandado.

¹ Esse número refere-se à data em que o ativo começa a ser negociado, e não à data de registro da emissão na CVM.

Cenário Internacional

- PMIs caminhando em direção à contração, PMI global abaixo de 50
- Um tweet muda o humor - guerra comercial a todo vapor
- Tarifas comerciais, pequeno impacto no PIB, grande impacto nos mercados
- Mercados voláteis, pausa no período de calma
- Economia americana segue bem, mas desacelera

China resiliente, Europa fraca, ambas estáveis

Na Europa tivemos mais do mesmo: economia morosa e juros seguindo em tendência de baixa, com boa parte dos títulos soberanos agora com *yield* negativo. A fraqueza na manufatura continuou devido a diversos fatores (Brexit, Turquia, Guerra comercial). A “Japanificação” segue seu curso, com diversos analistas apostando que o ECB manterá os estímulos na economia por tempo indeterminado.

A China apresentou números estáveis, apesar da guerra comercial com os EUA. Nos números oficiais, a economia chinesa mostrou resiliência, mesmo com o impacto das tarifas e o movimento de migração do *supply chain* mundial para países adjacentes como o Vietnã.

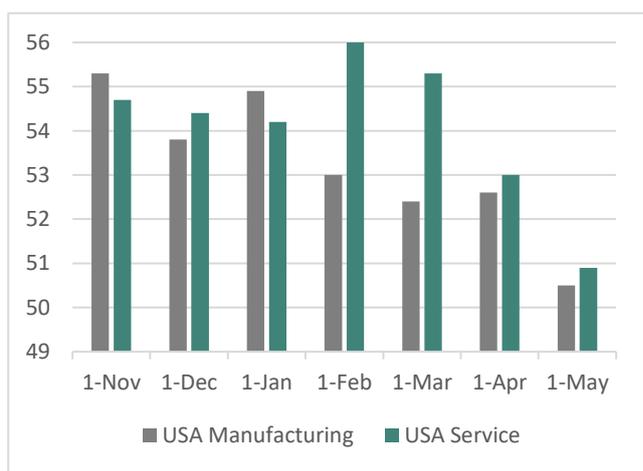
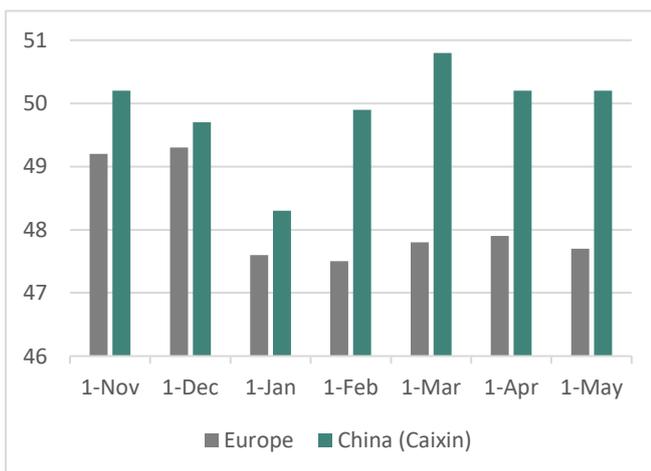


Gráfico 4 – PMI de Manufatura na Europa permanece em contração. Na China, o mesmo índice se mostra estável em expansão. Nos EUA, o PMI de serviços mostra recuperação apesar da fraqueza na indústria.

EUA desacelera, juros podem baixar

Nos Estados Unidos, os dados de serviço e indústria se mostraram bons, mas confirmaram tendência de queda já vista em abril. Em pleno emprego e com o PIB crescendo a mais de 3%, é de se esperar alguma acomodação dos números. A grande questão é o impacto da guerra comercial com a China e, em particular, o enfraquecimento da atividade global e suas implicações numa economia há 10 anos em expansão. Esses dois riscos foram repetidamente levantados não apenas pelo presidente do *Federal Reserve*, mas também por vários membros do comitê. O resultado é que, agora, o mercado precifica os juros caindo nos EUA (*Gráfico 5*) em uma política monetária mais acomodativa.

A reversão abrupta de rumo a um acordo comercial entre EUA e China causou considerável volatilidade nos mercados de ações, com grandes quedas principalmente no setor de tecnologia. Ao nosso ver, a reação foi muito mais pelo que pode vir do que pelas tarifas em si – por ora, 25% em US\$200 bilhões importados da China pelos EUA. De um lado, a China exige o cancelamento das tarifas como condição para negociar e, do outro, os EUA querem que China mude sua legislação para criar algum mecanismo de fiscalização – dado o histórico da gigante asiática de prometer e não cumprir. As negociações estão paradas e os dois países seguem trocando farpas enquanto outras medidas não menos impactantes são postas em curso. De fato, pouco deve acontecer até o encontro dos dois líderes no *Summit* do G20 em 28 e 29 de junho.

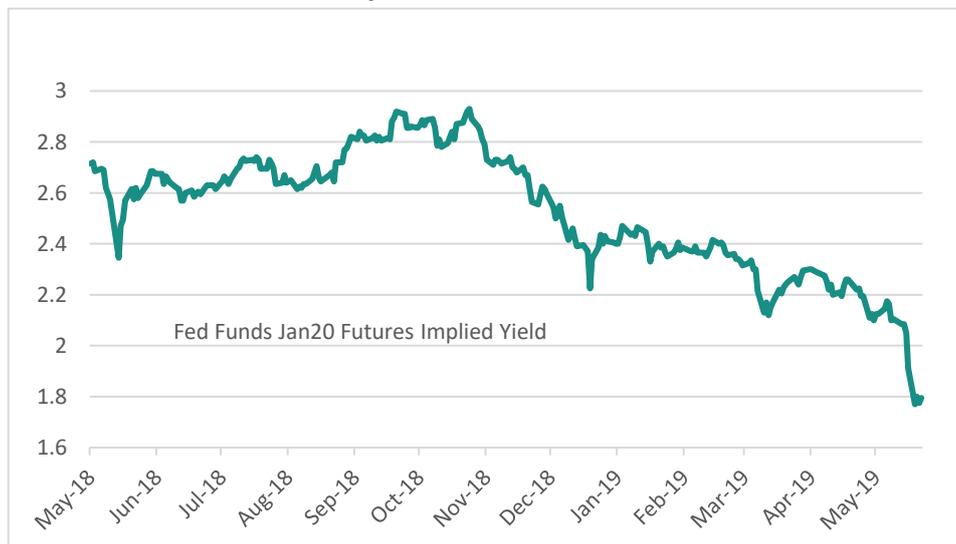


Gráfico 5 – Mercado precificando baixa de juros na economia americana – o consenso sendo 3 baixas de 25 basis points

Economia Global Enfraquece, Juros em Queda Livre

Reunindo todas essas informações, vemos um contexto de enfraquecimento da economia global (*Gráfico 6*), com o PMI industrial global caindo abaixo de 50 pela primeira vez desde outubro de 2012 e o risco de uma recessão global aumentando.

Frente a esse cenário, os juros longos das grandes economias colapsaram em maio, com o tesouro de 10 anos chegando à faixa de 2,10% e boa parte da Europa (além do Japão) com juros negativos.

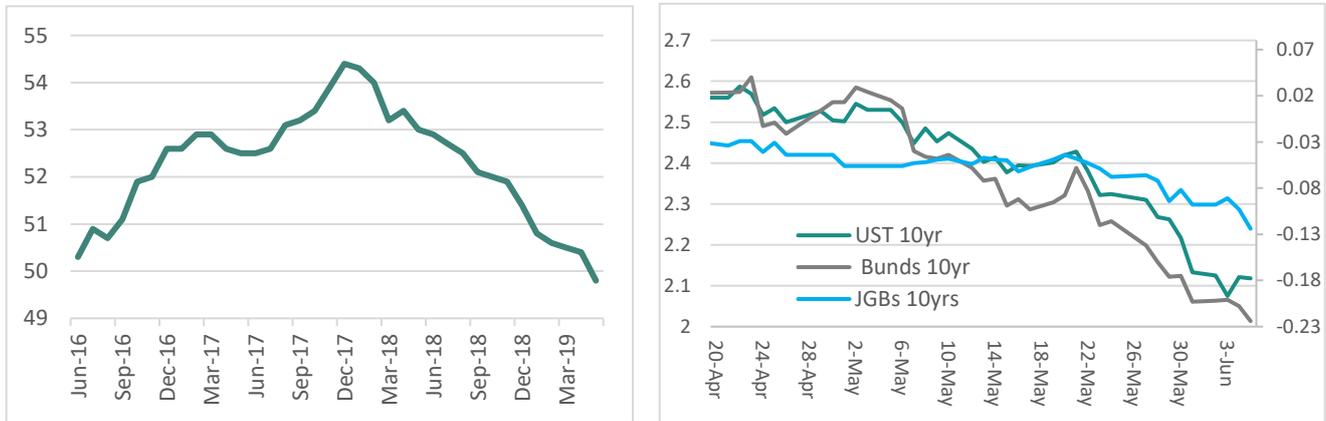


Gráfico 6 – JPMorgan Global Manufacturing PMI (esquerda) e juros colapsando (direita).

É importante observar que o estresse e a liquidez nos mercados permaneceram relativamente bem-comportados, como mostram os indicadores que usualmente observamos – o VIX e o spread do Libor com o OIS (Gráfico 6, esquerda). O mercado de crédito, que geralmente antecipa pioras na economia, também teve alta – mas uma alta modesta, se comparada a níveis históricos. Ademais, ao final do período essa alta já mostrava sinais de se reverter (Gráfico 6, direita).

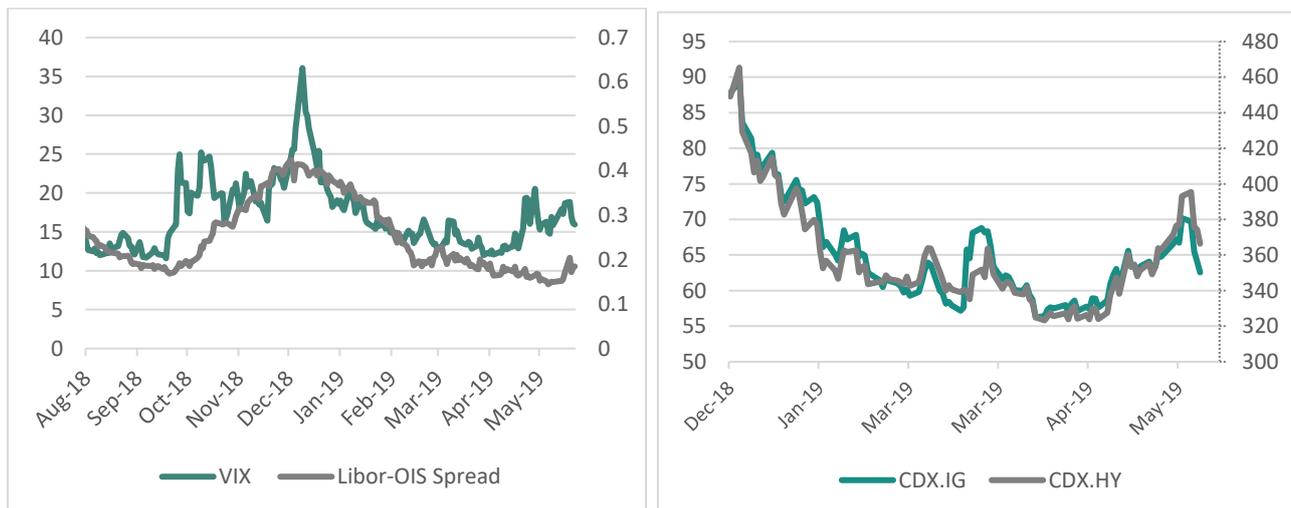


Gráfico 7 – Condições financeiras e de liquidez se mostraram bem-comportadas (esquerda). Spreads de crédito offshore reverterem alta ao fim do período.

PERFORMANCE DOS FUNDOS

Journey Capital ENDURANCE Debêntures Incentivadas FI RF CP

(Fundo de debêntures de infraestrutura isento de imposto de renda para pessoas físicas)

O ENDURANCE teve uma grande captação em maio, indo de R\$ 30MM de patrimônio líquido, para R\$ 210MM no final do mês. Nesse período, a gestão focou principalmente em fazer boas compras em créditos de baixo risco aprovados em comitê. Ao final do mês, com o fundo completando 6 meses, optamos por fechá-lo temporariamente para preservar a performance, já que a partir deste momento o fundo deve manter ao menos 67% de seu PL em debêntures de infraestrutura – uma captação mais intensa em determinado dia poderia gerar um desenquadramento ou sermos obrigados a comprar papéis a preços menos atrativos. A decisão de fechar o fundo foi fortuita – não só preservamos o enquadramento e a cota do fundo, mas também tivemos o melhor mês no ano devido às boas compras de ativos nos mercados primário / secundário e algumas vendas de papéis, que nos permitiram realizar parte do lucro obtido com o fechamento do spread de crédito - consoante com nossa política de gestão ativa do portfólio. Além disso, analisamos, aprovamos e compramos novos emissores, aumentando ainda mais a diversificação. Reduzimos o risco de volatilidade da cota e aumentamos nossa participação no mercado secundário. Devido ao cenário incerto político, mantivemos o fundo neutro no hedge, sem posição de curva na maior parte do mês. Agora que o Endurance completou 6 meses, podemos divulgar sua performance e não mais mostraremos a atribuição em base 100, como nas cartas anteriores.

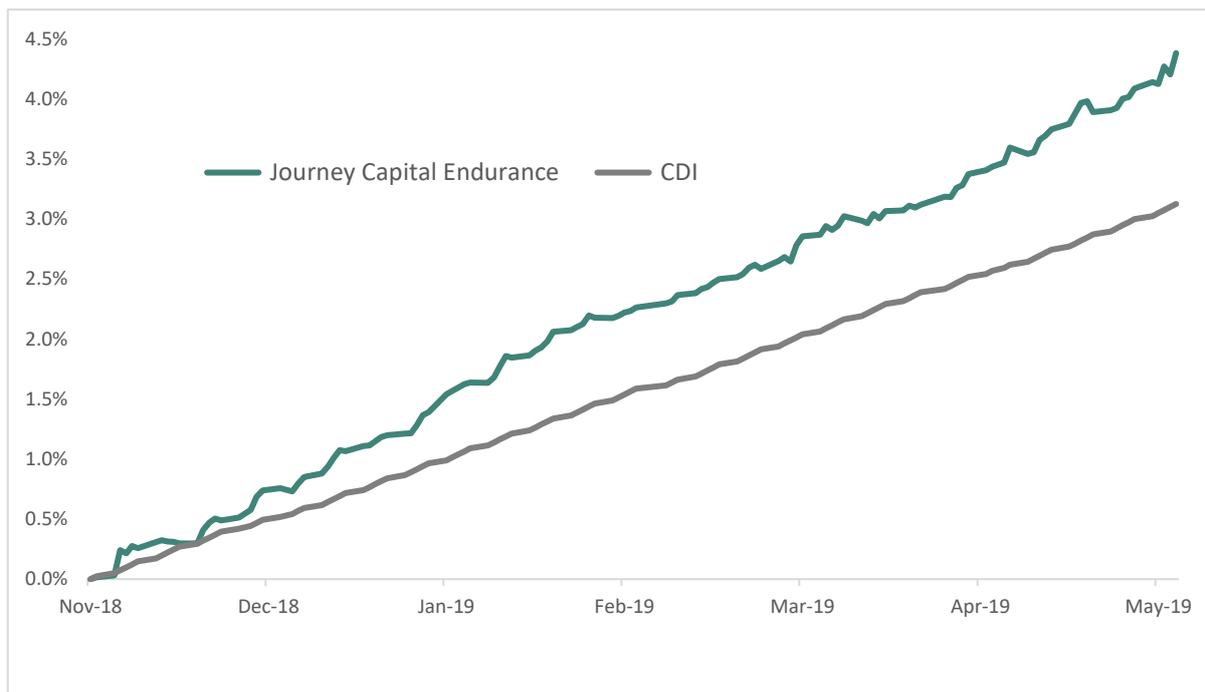


Gráfico 8 - Performance do fundo para o cotista desde o início versus o CDI

Atribuição de Performance

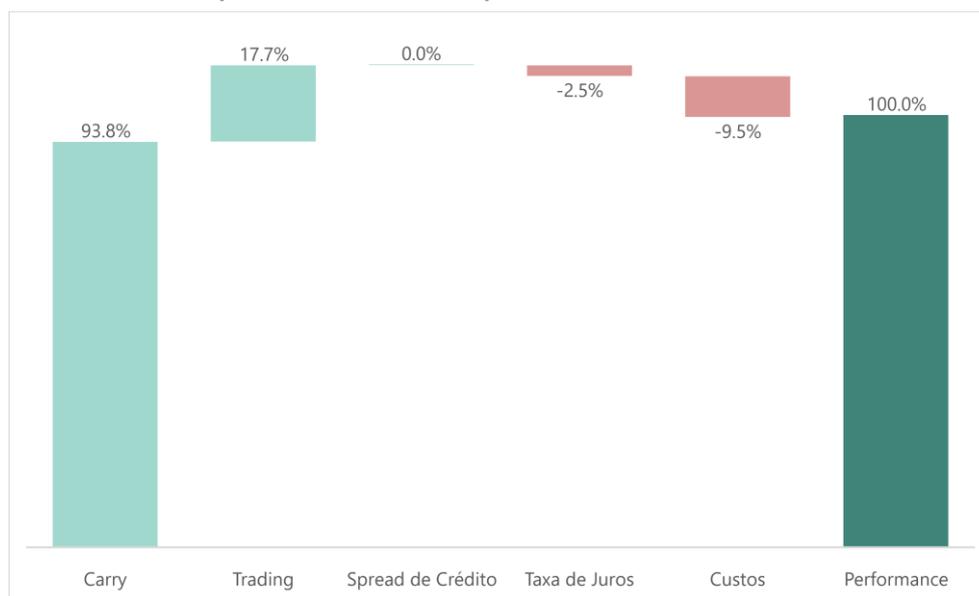


Atribuição de Performance em Maio (esquerda) e no acumulado de 2019 (direita)

Journey Capital EXPEDITION

O EXPEDITION obteve retorno acima do *benchmark* (CDI), mantendo-se em linha com a proposta do fundo: baixo risco, baixa volatilidade e bons retornos. Asseguramos essas duas variáveis a partir de boas compras no mercado secundário e uma exposição diversificada em ativos com baixo risco de crédito, pouco expostos às flutuações de curva de juros a termo.

Atribuição de Performance (utilizando base 100)

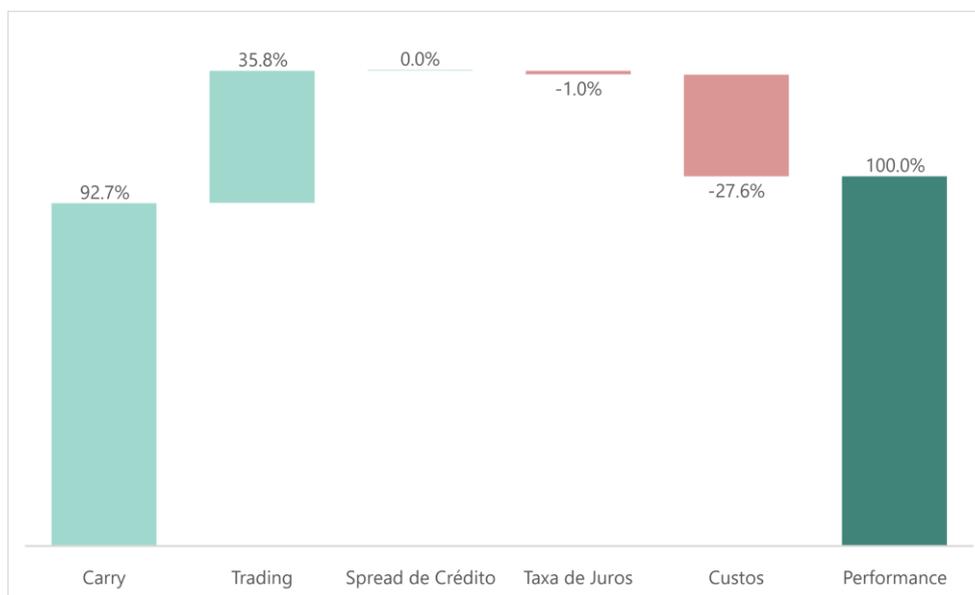


Nota: Em atendimento à regulação da CVM no. 555, art.50, a rentabilidade nominal das cotas não pode ser divulgada nos primeiros 6 meses de existência do Fundo

Journey Capital VOYAGER

O VOYAGER seguiu uma estratégia similar ao mês anterior e obteve retorno significativamente acima do *benchmark* (CDI). Assim como no Expedition, efetuamos boas compras no mercado secundário enquanto aumentamos a diversificação de ativos que compõem a carteira do fundo, diluindo o risco de crédito. Continuamos gerando alfa a nossos cotistas através de uma gestão ativa no mercado secundário, aproveitando oportunidades pontuais de compra e venda de papéis. O VOYAGER teve uma boa captação no mês e esperamos que isso se intensifique à medida que ele cresce em tamanho.

Atribuição de Performance (utilizando base 100)



Nota: Em atendimento à regulação da CVM no. 555, art.50, a rentabilidade nominal das cotas não pode ser divulgada nos primeiros 6 meses de existência do Fundo

Este material foi preparado pela Journey Capital Administração de Recursos Ltda. (“Journey”) e tem caráter meramente informativo. Seu conteúdo não constitui e nem deve ser interpretado como oferta de venda de cotas de fundos geridos, oferta ou solicitação de compra de valores mobiliários, instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócio específica, qualquer que seja a jurisdição aplicável; tampouco deve ser considerado como única fonte ou recomendação de investimento, pois não são abrangidos os objetivos de investimento ou necessidades individuais e específicas em quaisquer análises ou comentários eventualmente externados.

Os fundos são supervisionados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Os fundos de condomínio aberto e não destinados a investidores qualificados possuem lâminas de informações essenciais; estes documentos podem ser consultados no site da CVM (<http://www.cvm.gov.br>) ou no site dos Administrador dos fundos.

Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais e o regulamento do fundo de investimento, antes de efetuar qualquer decisão de investimento.

Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros; em função das aplicações do fundo, eventuais alterações nas taxas de juros, câmbio ou bolsa de valores podem ocasionar valorizações ou desvalorizações de suas cotas. Alguns fundos informam no regulamento que utilizam estratégias com derivativos como parte de sua política de investimento, que da forma que são adotadas, podem resultar em perdas de patrimônio financeiro para seus cotistas superiores ao capital aplicado, obrigando o cotista a aportar recursos adicionais para cobertura do fundo.

Os regulamentos dos fundos mencionados nesse material podem estabelecer data de conversão de cotas e de pagamento do resgate diversas da data de solicitação do resgate. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e, se for o caso, de taxa de saída.

Fundos de investimento não são garantidos pelo administrador do fundo, gestor da carteira, por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

Não há garantia de tratamento tributário de longo prazo para os fundos que informam buscar este tratamento no regulamento.

As opiniões, estimativas e projeções refletem o atual julgamento do responsável pelo seu conteúdo na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio.

Comentários, cenários e projeções utilizam dados históricos e suposições diversas; apesar do cuidado na elaboração das mesmas, não se pode garantir a inexistência de erros ou inexatidão, nem mesmo que resultados e/ou cenários traçados venham efetivamente a ocorrer; ainda, tais comentários, cenários e projeções não devem ser utilizados para embasar nenhum procedimento administrativo perante órgãos fiscalizadores ou reguladores.

Algumas das informações aqui contidas foram obtidas com base em dados de mercado e de fontes públicas consideradas confiáveis; todavia, a Journey não declara ou garante, de forma expressa ou implícita, a integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização desse material e de seu conteúdo.

O conteúdo desse material não pode ser distribuído, reproduzido ou copiado sem a expressa concordância da Journey.

Para obtenção do Regulamento, Histórico de Performance, Prospecto, além de eventuais informações adicionais, favor entrar em contato com o administrador dos fundos da Journey. Para mais informações, ligue para (55) 11 4561-6006 ou acesse www.journeycapital.com.br

