



JOURNEY
CAPITAL

CARTA DO GESTOR

Janeiro/2020

CENÁRIO MACRO BRASIL

- Copom na encruzilhada e quebra-cabeças monetário
- Atividade soluçando, mas tendência ainda é positiva
- Inflação teve pressão que já se dissipou

O Copom está na encruzilhada, aquele ponto onde todo banco central certamente chegará ao realizar um ciclo de mudanças na taxa básica de juros - seja para cima ou para baixo. A encruzilhada é cheia de dúvidas, e para nosso Copom havia dois caminhos: o primeiro, fazer mais um corte e dizer que pararia na próxima encruzilhada; e o segundo, fazer mais um corte e deixar claro que poderia continuar na "caminhada" rumo a uma Selic ainda mais baixa.

O Banco Central escolheu o primeiro caminho, mas deixou claro na comunicação pós-reunião (e posteriormente na ata) que interromperia o ciclo de corte de juros e que o nível de 4,25% a.a. na Selic é apropriado para garantir uma inflação dentro da meta para os próximos anos. Nas palavras do próprio BC:

"O Copom entende que o atual estágio do ciclo econômico recomenda cautela na condução da política monetária. Considerando os efeitos defasados do ciclo de afrouxamento iniciado em julho de 2019, o Comitê vê como adequada a interrupção do processo de flexibilização monetária. O Comitê enfatiza que seus próximos passos

continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação, com peso crescente para o ano-calendário de 2021.”

Lendo apenas esse parágrafo, fica a impressão de que o comitê estaria lidando com uma inflação perigosamente próxima da meta e um hiato do produto começando a fechar mais rapidamente. Mas esses pontos não se sustentam, nem mesmo considerando os cenários apresentados na ata do BC: taxa de juros terminando 2020 em 4,50% e subindo para 6,25% ao longo de 2021, com câmbio constante em R\$4,05 e preços monitorados em 4,10% (2020) e 4% (2021), resultando em IPCA de 3,50% em 2020 e 3,70% em 2021. Esses dois resultados ficam abaixo das metas de 4% e 3,75%, respectivamente - ou seja, nos próprios modelos do BC a inflação está longe de ser uma ameaça.

Foi em cima desse quebra-cabeças de projeções que o mercado se debruçou, discutindo amplamente se o BC teria “jogado a toalha” quanto à meta de inflação para 2020 e só estaria se preocupando com 2021. No entanto, a própria ata do BC explicou por que estaria interrompendo o ciclo de flexibilização monetária: a tese da autoridade monetária é que existem outros fatores, difíceis de observar, que ainda não se manifestaram e podem impactar a inflação no horizonte.

O comitê trouxe duas preocupações, com as quais concordamos (e é bom que elas tenham entrado no balanço de riscos da autoridade monetária):

1. É possível que o longo período de subutilização da capacidade produtiva (isto é, o hiato do produto aberto já por alguns anos) possa ter gerado depreciação e desgaste maiores do que aqueles mensurados usualmente, e o lado da oferta agregada estaria em pior situação do que podemos perceber. Num cenário de crescimento mais acentuado da economia, isso geraria pressões inflacionárias.
2. A política monetária atua em defasagens temporais, e essas defasagens são medidas com alguma imprecisão - logo, um efeito relevante dos cortes passados ainda não atuou sobre a economia.

Sobre o primeiro ponto, concordamos que esse longo período de subutilização possa ter de fato prejudicado o lado da oferta; é evidente que nosso parque fabril principalmente está depreciado e bem longe do chamado estado da arte. Além da compressão da demanda interna, a indústria local ainda teve de lidar com choques externos - notadamente as crises da Argentina (nosso maior parceiro comercial em manufaturas).

Em relação ao segundo ponto, que consideramos o mais importante e que envolve maior grau de incerteza em sua determinação, em nossa visão: a derrubada da taxa de juros de 14,25% para 4,25% ainda não mostrou todo seu efeito, pois os canais usuais de transmissão de política monetária estavam obstruídos e desde 2016 começaram a passar por uma reforma total. Mesmo inacabada, essa reforma está num estágio suficientemente avançado para promover com maior eficiência a transmissão dos efeitos da política monetária para a economia real.

Entrando na economia real, o último mês de 2019 decepcionou em termos de atividade econômica: dados da indústria (PIM), varejo (PMC) e serviços (PMS) vieram abaixo do esperado, mostrando que o melhor desempenho da economia na segunda metade de 2019 resultou da liberação dos recursos do FGTS.

O dado de comércio ampliado da PMC, importante insumo para os modelos que projetam PIB, recuou 0,8% em dezembro (-0,4% era a expectativa do mercado). Com 80% dos setores incluídos na pesquisa, o grande destaque negativo ficou com a queda nos dados de venda de veículos (-4,0%MoM) e supermercados (-1,2%MoM). No acumulado do quarto trimestre, o varejo avançou 0,7% e continua com tendência positiva.

No setor de serviços a dinâmica foi bastante similar, com queda de -0,4% em dezembro e avanço de 1,4% na receita real do setor. Como no varejo, a tendência para o setor (que corresponde a aproximadamente 70% do PIB) segue positiva.

O fraco crescimento no quarto trimestre nos fez revisar as projeções de crescimento do PIB de 0,75% para 0,4%QoQ, mantendo em 1,1% para o ano cheio. Com a piora da velocidade de crescimento no 4T, tivemos de rever o *carry over* e revisar o PIB de 2020 de 2,2% para 2,1%.

Acreditamos numa melhora gradual ao longo do começo de 2020. Os primeiros dados para indústria e varejo indicam expansão na margem, ainda modesta, mas já excluindo a possibilidade de uma piora contínua na atividade.

Por fim, olhando os preços com a divulgação do IPCA de janeiro (+0,21%MoM e 4,19%YoY), tivemos a rápida dissipação dos choques da proteína animal, que ficaram contidos em dezembro, além de um alívio no preço dos combustíveis. Isso gerou um IPCA significativamente abaixo do esperado pelo mercado (+0,35%), com a volta da redução dos principais núcleos de inflação - todos rodando consistentemente abaixo da meta, como mostra o gráfico abaixo:

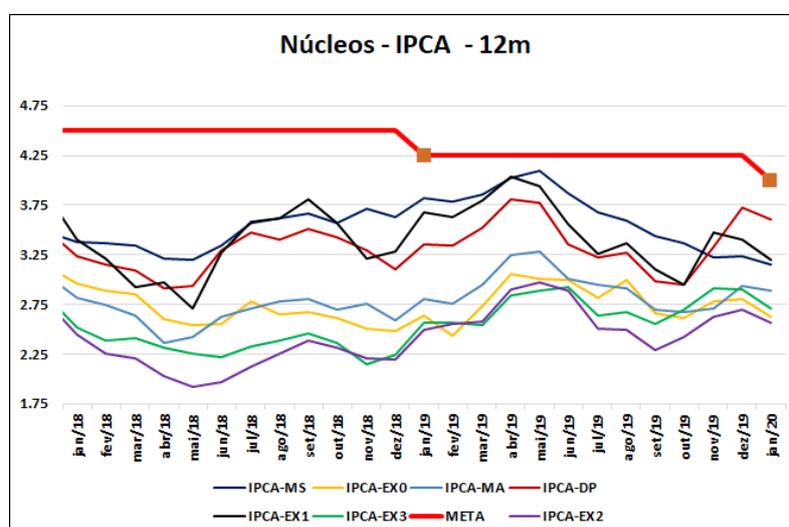


Gráfico 1 – Núcleo de inflação acumulado em 12 meses. Fonte: IBGE.

Ironicamente, a China (que gerou o choque de preços com a febre suína) poderá produzir efeitos deflacionários relevantes no mundo, principalmente sobre o preço das commodities - o que pressionaria ainda mais a inflação por aqui. Ainda não estamos incorporando esses choques em nossas projeções, e estimamos que o IPCA terminará 2020 em 3,42%.

CENÁRIO MACRO EXTERNO

- Índices americanos se mostram imunes ao vírus
- Bancos Centrais seguem estimulando
- Mercados a todo vapor

O cenário externo começou o ano na mesma levada de dezembro: estímulo massivo dos bancos centrais desenvolvidos e PMIs solidificando uma recuperação, com EUA vindo particularmente acima do esperado (51,9 frente aos esperados 51,7).

O resultado das empresas e o *guidance* no mercado de *equity* externo vieram bastante positivos, com empresas de tecnologia não só superando o EPS (*earnings per share*) esperado, mas também dando "guidance" bastante positivo para os próximos resultados. Somou-se a isso a abundância de liquidez com o Federal Reserve, que continua seu programa de assistência ao mercado de *repo* nos EUA.

Essa soma de fatores é responsável por explicar o desempenho robusto dos índices americanos, que passou ao largo do "choque" advindo do Coronavírus e renovou as máximas.

Falando em Coronavírus, ainda é cedo para dimensionar seus impactos sobre a economia global, mas é certo que haverá um *spillover* para todos os mercados – principalmente para países integrados à cadeia produtiva chinesa e aqueles que também recebem grande fluxo de turistas advindos da China. Importante notar que, antes mesmo dos efeitos serem sentidos, autoridades chinesas já anunciaram medidas massivas de suporte monetário, bombeando bilhões de dólares em liquidez para o sistema financeiro chinês – ao mesmo tempo que o governo central relaxou os *targets* fiscais para o déficit e anunciou grandes projetos de investimentos em infraestrutura.

Tudo isso nos leva a acreditar que os impactos do vírus sobre a economia chinesa serão sentidos de forma insular no primeiro trimestre de 2020 e dissipados ao longo do restante do ano. A materialização desse cenário ainda dependerá de que o vírus não se espalhe de forma mais intensa para as demais províncias chinesas.

MERCADO DE CRÉDITO

PANORAMA

Janeiro parado, parado. Após meses superando níveis históricos, janeiro teve captação modesta no Mercado de Capitais com apenas R\$14,8 bi emitidos. Analisando as estatísticas, podemos perceber sinais opostos de captação: (i) na renda fixa, passou-se o “boom” de emissões observado no 2S19, onde atingimos 732 operações e estamos observando uma movimentação maior no secundário (vide tópico a seguir); e (ii) na renda variável o *pipeline* está aquecido, com diversas empresas com perspectivas ou em apresentação de seu IPO ou *follow-on*.

MERCADO DE DEBÊNTURES

Novas estatísticas demonstram a evolução do mercado. Como falamos em cartas anteriores, 2019 foi marcado pela consolidação do mercado de capitais como forma de captação. Já analisamos mais a fundo a evolução da parte da oferta, em que todos os produtos de captações tiveram crescimento relevantes. Porém, um número divulgado pela Anbima na semana passada embaçou nossa tese de que o mercado de crédito está se consolidando: em dezembro/19 o número de debêntures líquidas¹ no mercado atingiu 84 papéis, frente a 31 do início do ano (tabela 1).

	%CDI	DI+	IPCA+	Outros	Total
Jan	4	2	24	1	31
Fev	5	1	26	1	33
Mar	7	1	28	-	36
Abr	1	4	21	-	26
Mai	7	2	41	-	50
Jun	7	-	33	-	40
Jul	8	-	36	-	44
Ago	5	4	42	1	52
Set	2	2	37	-	41
Out	2	1	45	1	49
Nov	7	3	50	1	61
Dez	17	13	53	1	84

Tabela 1 – número de debêntures líquidas em 2019. Fonte: Anbima.

Movimentação dos spreads. Após um semestre conturbado em 2019, o ano começou com uma movimentação de fechamento de spreads em dois fatores (CDI+ e %CDI) e uma leve abertura nos incentivados (NTN-B+). Três fatores começaram a ter efeito: (i) menor número de emissões no primário; (ii) investidores mais atuantes no mercado secundário; e (iii) desaceleração no volume de saque de fundos que aplicam em Crédito Privado. Os três somados contribuíram para os papéis serem negociados em spreads mais condizentes com o risco de crédito, impactando o apetite do investidor por debêntures. Essa movimentação aconteceu muito em papéis de *duration* mais curtos, que temos posição relevante em nossos fundos. Para os próximos meses, esperamos que essa mesma dinâmica aconteça com os ativos mais longos, em especial os institucionais (CDI+ e %CDI), tornando-se uma oportunidade para posicionamento pontual.

¹ Segundo a Anbima, são considerados líquidos os ativos que atenderem os seguintes critérios: (i) média de R\$1mi negociado por dia; (ii) média de 1 negócio por dia; (iii) mínimo de 50% dos dias com negócios.

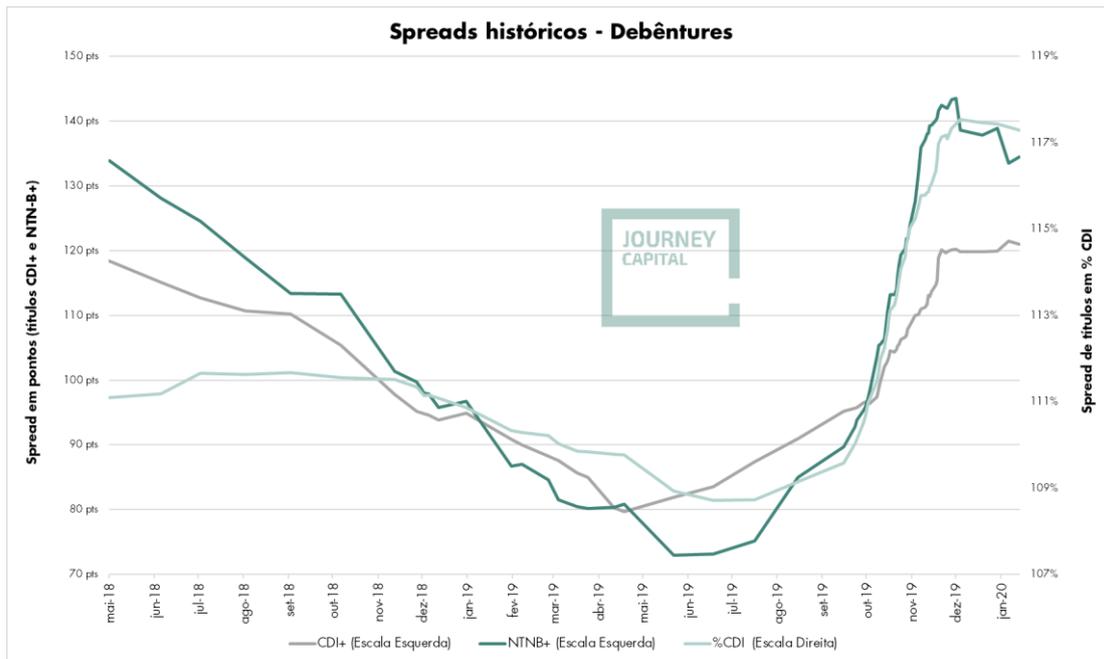


Gráfico 2 – Spreads de crédito abrindo de maneira geral a partir de julho. Na esquerda CDI+ e NTN-B +, na direita percentual do CDI.

PERFORMANCE DOS FUNDOS

Journey Capital ENDURANCE PLUS

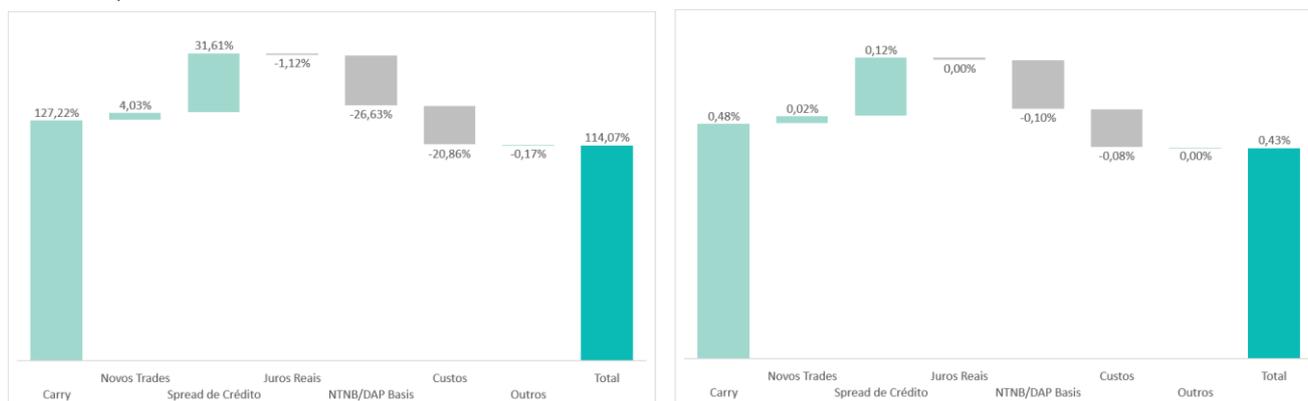
Fundo Incentivado de Investimento em Infraestrutura RF (FI-INFRA)

O Journey Capital Endurance Plus teve uma boa performance durante o mês, superando o benchmark muito em função do carregamento atrativo e menos por fechamento de spreads de papéis da carteira (que continuam bem atraentes). O fundo possui 12% da carteira em ativos que ainda não refletiram na marcação os níveis de spread praticados no mercado. A expectativa é que a cota reflita o ganho em P.U. quando os preços convergirem.

Posicionamento Atual

Seguimos com uma postura construtiva no mercado de debêntures incentivadas, notando que ainda há muitas oportunidades de créditos de alta qualidade a spreads largos. Nos juros, o fundo deve seguir moderadamente dado nos vértices mais curtos e colocando posições táticas nos vértices mais longos.

Atribuição de Performance



Journey Capital ENDURANCE JUROS REAIS

Debêntures Incentivadas

O Journey Capital Endurance Juros Reais performou bem durante o mês, beneficiando-se do fechamento de spreads no mercado de crédito e do fechamento da curva de juros – principalmente nos últimos dias do mês.

Posicionamento Atual

Seguiremos com a estratégia atual, com exposição de *duration* médio no spread de crédito e *duration* levemente mais curto nos juros reais.

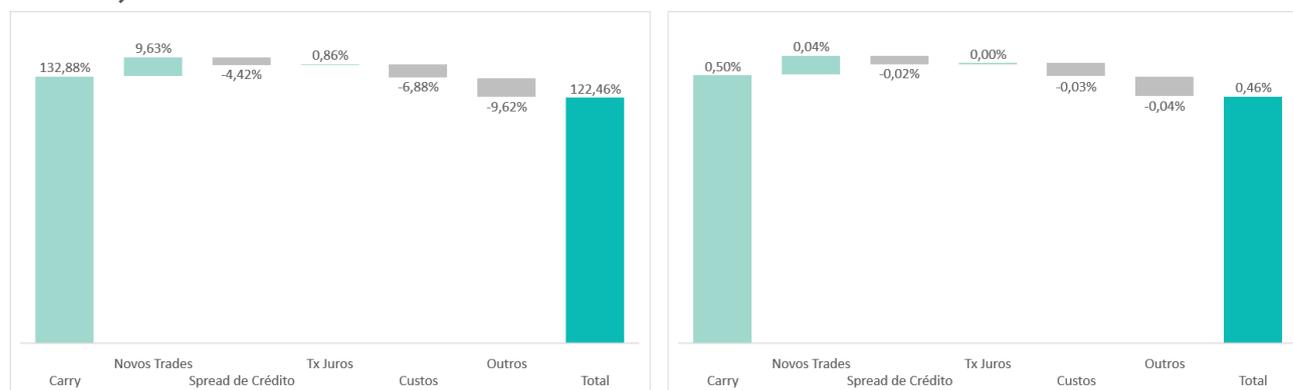
Journey Capital EXPEDITION

O Journey Capital Expedition obteve retorno acima do benchmark (CDI), muito em função do carregó da carteira que segue a níveis bastante atraentes.

Posicionamento Atual

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

Atribuição de Performance



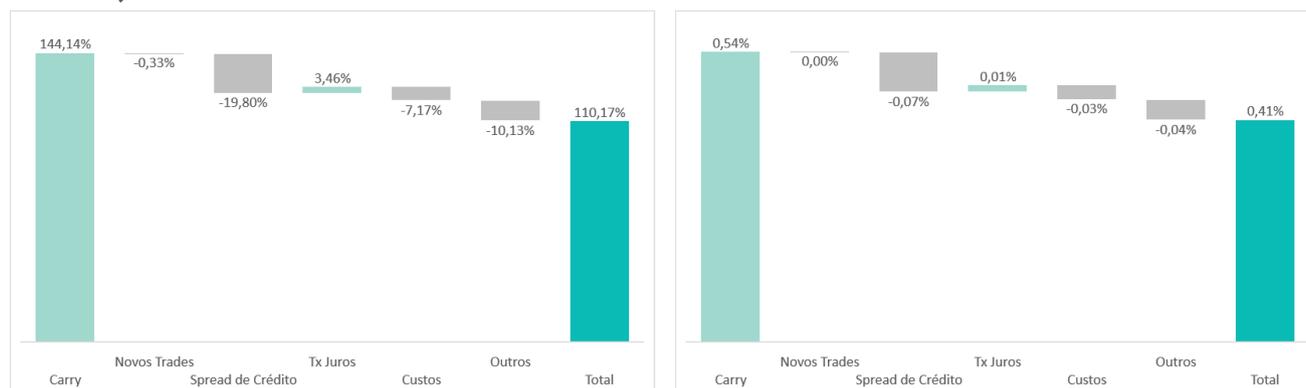
Journey Capital VOYAGER

O Journey Capital Voyager performou levemente acima do benchmark, devido à abertura de Intercement nos últimos dias do mês. Isso possivelmente pode reverter, dada a situação do crédito e níveis de negócio praticados no mercado secundário.

Posicionamento Atual

O fundo está com um carregó muito atraente e deve seguir performando acima do benchmark. Estamos esperando alguns papéis serem remarcados a níveis mais próximos do mercado, o que deve melhorar ainda mais o desempenho.

Atribuição de Performance



Journey Capital ENDURANCE Debêntures Incentivadas FI RF CP

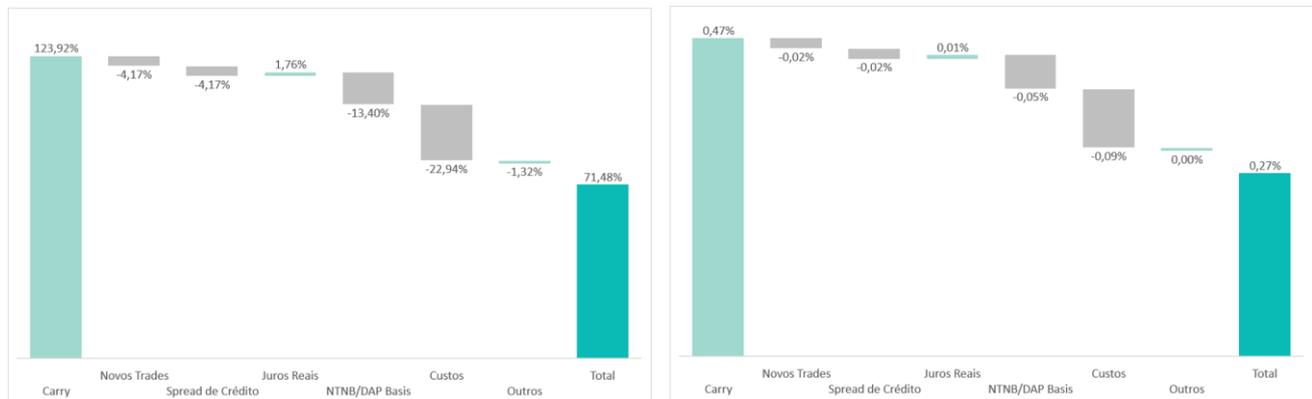
Frente aos meses passados, o Journey Capital Endurance teve uma performance substancialmente melhor em janeiro. Usamos o mês para realizar ajustes importantes na carteira, reduzindo a exposição a instituições financeiras e melhorando o carregamento do fundo sem comprometer qualidade de crédito.

O mercado de crédito se apresentou bem mais saudável em janeiro, repetindo a boa performance da segunda metade de dezembro.

Posicionamento Atual

Recompusemos a carteira do fundo ao longo do mês, aumentando exposição em papéis de companhia fechada com spread atrativo e aumentando gradativamente o *duration* do fundo. Seguiremos nossa estratégia de ir ajustando a carteira conforme apareçam oportunidades de compra e de venda.

Atribuição de Performance





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

externados.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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