

Cenário Econômico

Risco de recessão aumenta, com implicações importantes para alocação

O temor de que os bancos centrais precisarão subir mais os juros para conter as pressões inflacionárias, com o efeito colateral de esfriamento da economia global, continuou sendo o tema dominante dos mercados em junho. Com a aproximação do final do ciclo econômico, o aumento das incertezas gerou maior volatilidade e, após certo alívio ocorrido em maio, observamos em junho uma nova rodada de correção em bolsas, mercado de *bonds*, *commodities* e moedas (dólar forte).

Qual será o crescimento resultante desse aperto monetário global? O mundo ainda está num ambiente de inflação alta e crescimento resiliente (“*overheating*”) ou será que o “*hard-landing*” é inevitável? O “*soft-landing*” ainda é uma possibilidade? Essas são as principais perguntas do momento.

Dado o estágio em que se encontra no processo de aperto monetário, os desenvolvimentos na economia norte-americana trarão boa parte da resposta a essas perguntas. Nesse sentido, observamos que os juros reais nos EUA só recentemente passaram o nível considerado “neutro”, o que leva a crer que o desaquecimento do mercado de trabalho requerido para derrubar a inflação ainda não é iminente. Adicionando complexidade a esse cenário, temos indicadores recentes (mercado imobiliário, por exemplo) e de condições financeiras mais amplas sugerindo que o PIB norte-americano possa estar desacelerando mais cedo do que o esperado. É importante ter em mente, entretanto, que mesmo na hipótese de que o desaquecimento econômico ocorra antes do esperado, haverá ainda pouca convicção de se ele será suficiente para a inflação ceder de forma persistente.

Esta conjuntura traz implicações importantes para a alocação de recursos. Em primeiro lugar, porque o processo de alta nos juros longos já começa a mostrar perda de fôlego. Mesmo que o ajuste nos juros curtos seja mais intenso do que o precificado nos mercados, o aumento da probabilidade de recessão e o fato de que uma parte da inflação no mundo desenvolvido é explicada por choques pontuais (que irão se dissipar) começam a colocar limites na parte mais longa da curva de juros dos EUA, o que acaba afetando a visão para vários outros ativos – como, por exemplo, a precificação de ações ou a atratividade de *bonds investment grade vs high yield*.

Em segundo lugar, esta conjuntura descrita não foi incorporada aos preços de forma homogênea, o que acaba gerando assimetrias significativas. Isso se torna ainda mais relevante se considerarmos a recuperação em curso na economia chinesa, que vai de encontro a uma economia global em risco de recessão. Dessa forma, enquanto o mercado de ações (em especial mercados emergentes, incluindo o Brasil, e Europa) já descontaram uma alta probabilidade de recessão, outros mercados como juros, ouro e algumas moedas parecem atribuir pouca probabilidade a esse cenário – o que traz oportunidades interessantes de investimento.

No Brasil, o contexto não é diferente. Existe obviamente o risco idiossincrático ligado à direção de política econômica após as eleições. Em especial, há sinais de fadiga na estratégia de controle de gastos e a pressão deve aumentar por mudanças nas regras fiscais – sem a certeza se o equilíbrio se dará com mais gastos e mais impostos ou piora dos indicadores fiscais. Apesar disso, ativos locais, em especial a bolsa e o câmbio, já parecem descontar alta

probabilidade de cenários adversos ocorrerem. Em suma, apesar das incertezas, os níveis de preços de ativos e boas assimetrias continuam trazendo boas oportunidades.

Comentário de Desempenho

Estratégia Retorno Absoluto

O fundo **Trafalgar Victory FIC FIM** apresentou rentabilidade de -5,67% no mês de Junho. Acumula nos últimos 12 meses -2,03% e 11,71% desde o início.

O desempenho fortemente negativo no mês ocorreu principalmente em função das perdas nos *books* de Renda Variável (Brasil) e Juros Nominais (Brasil), enquanto o *book* de Juros Globais contribuiu positivamente no período. Vale ressaltar que, conforme descrito na carta anterior, aumentamos paulatinamente o risco do fundo no final de maio e início de junho.

Em junho observamos forte aversão global ao risco na medida em que o mercado atribuía probabilidades crescentes para os cenários de estagflação ou recessão. Neste ambiente as bolsas globais passaram a descontar, além de um múltiplo de equilíbrio mais baixo (juros reais mais elevados), uma potencial revisão de lucros para baixo a partir de 2023. A bolsa brasileira, até então imune à deterioração global dado sua composição mais *pró-commodities*, também sentiu o impacto da mudança de patamar juros locais e globais. A queda da bolsa local, entretanto, contrasta com o fato de a atividade doméstica estar surpreendendo positivamente de forma recorrente desde o início do ano. Na carteira de ações tivemos como destaque positivo as ações da BLAU (BLAU3), enquanto os maiores detratores foram Grupo Mateus (GMAT3), Vamos (VAMO3) e Vale (VALE3). Encerramos o mês com exposição líquida em torno de 40%, patamar acima de nossa média histórica.

Em renda fixa internacional o aumento da posição tomada em Treasuries de 10 anos realizado no mês anterior rendeu bons frutos e mantivemos posição relevante até julgarmos que a assimetria começava a se inverter. O aperto das condições financeiras recente e alguns dados (*soft data*) já apontam na direção de uma desaceleração relevante da economia americana nos próximos trimestres. Neste ambiente julgamos adequado não ter posições relevantes na curva americana por ora. Já na curva brasileira decidimos realizar o

Performance Attribution		
	Junho	2022
Renda Variável	-3.73%	-1.01%
Brasil	-3.08%	-1.83%
Latam	-0.14%	-1.38%
Global	-0.51%	2.19%
Volatilidade	-1.28%	-0.92%
Brasil	-1.23%	0.41%
Latam	0.00%	0.00%
Hedge	-0.05%	-1.33%
Juros	0.65%	1.88%
Brasil	-1.29%	-1.31%
Global	1.95%	3.20%
Moedas	-0.97%	0.02%
Latam	-0.65%	0.24%
Global	-0.31%	-0.22%
Brasil	0.00%	0.00%
Commodities	-0.39%	0.30%
Caixa	0.37%	3.39%
Custos	-0.31%	-1.71%
Total	-5.67%	1.94%

stop da posição aplicada em função de estarmos observando piora das expectativas de inflação, aumento dos riscos fiscais e atividade bem mais forte que o esperado.

Em moedas encerramos a posição comprada em Yen. O BoJ parece estar firme na sua estratégia “*fighting the curve*”, promovendo um ritmo de compra de títulos longos aparentemente insustentável, mantendo os juros longos de mercado artificialmente baixos. Taticamente vislumbramos retorno à posição quando o BoJ sinalizar alguma mudança de postura, o que tende a provocar forte reversão do movimento recente de depreciação da moeda japonesa. Por fim, adicionamos o par CLP x MXN como forma de explorar o ambiente ainda favorável para *commodities* com a reabertura da economia chinesa no segundo semestre, além da ausência de fundamentos para a outperformance do MXN vs outras moedas emergentes. Em um cenário de recessão mais aguda o CLP também tende a performar melhor que o MXN.

Em *commodities* permanecemos com visão positiva na margem (sustentação dos patamares atuais), porém, enxergamos maiores *upsides* explorando o tema através de cias que se beneficiam desse cenário, mas cujo *valuation* embute forte correção das respectivas *commodities* à frente (assimetria positiva).

Estratégia Long Biased

O fundo **Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA** apresentou rentabilidade de -14,82% no mês de Junho. Acumula nos últimos 12 meses -27,81% e 31,88% desde o início.

Após passar os primeiros 5 meses do ano praticamente imune à forte queda das bolsas pelo mundo, em Junho o Ibovespa não resistiu à alta concomitante dos juros locais e globais, além do aumento de risco de recessão e estagflação. Por outro lado, temos visto uma grande surpresa nos indicadores de atividade doméstica (destaque para a taxa de desemprego), o que não deixa de ser um vetor positivo para as cias listadas. O efeito colateral dessa combinação de atividade mais forte, maiores riscos fiscais e choques de oferta traz ainda mais riscos à trajetória de convergência da inflação e, conseqüentemente, mantém os juros longos pressionados no Brasil. Qualquer *re-rating* de múltiplos neste ambiente parece ter baixa probabilidade.

Do lado das empresas temos visto mais do mesmo: (i) recuperação consistente da atividade local impulsionando recuperação dos setores mais cíclicos, apesar da inflação mais alta; (ii) manutenção dos elevados preços de *commodities* se traduzindo em rentabilidade recorde para as cias do setor; e (iii) setor de bancos com resultados resilientes, com forte demanda por crédito, mas com aumento gradual e desconfortável da inadimplência do consumidor.

Colocando na balança os principais temas dos parágrafos anteriores (ausência de triggers para *re-rating* vs resultados crescentes e saudáveis), a pergunta natural passa ser: Quão premiados ou descontados estão os preços dada a situação atual e os possíveis cenários probabilísticos à frente? É neste ponto que temos concentrado as discussões.

Na carteira micro permanecemos com as maiores posições nos setores de *commodities*, *rental* e bancos. Finalizamos o período com uma alocação líquida comprada em renda variável em torno de 96% e com posições em outros mercados (semelhantes às descritas para o fundo de retorno absoluto) que auxiliam no equilíbrio e busca por alfa do portfólio.

Retorno Absoluto	Mês	Ano	12 meses	24 meses	Desde o início	PL Atual	Início
Trafalgar Victory FIC FIM	-5,67%	1,94%	-2,03%	3,43%	11,71%	R\$ 59,847,048	03/05/18
% CDI	-576,48%	36,51%	-24,70%	31,96%	49,92%		

Long Biased	Mês	Ano	12 meses	24 meses	Desde o início	PL Atual	Início
Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA	-14,82%	-12,64%	-27,81%	-11,35%	31,88%	R\$ 56,808,835	29/03/18
IPCA + 6% a.a.	1,21%	8,62%	18,66%	36,23%	66,97%		

Indicadores	Mês	Ano	12 meses	24 meses
CDI	1,02%	5,40%	8,66%	11,13%
IBOVESPA	-11,50%	-5,99%	-22,29%	3,67%
IPCA + 6%	1,21%	8,62%	18,66%	36,23%



As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não constituem qualquer tipo de recomendação de investimentos, oferta ou distribuição de cotas de fundos de investimento ou qualquer outro valor mobiliário por parte da Trafalgar. A Trafalgar não comercializa nem distribui cotas de Fundos de Investimentos. Os fundos citados neste material podem ter suas cotas comercializadas por vários distribuidores, o que pode gerar diferenças de horários e valores mínimos para aplicação ou resgate, e telefones para atendimento ao cliente. Verifique com o Distribuidor se a liquidação financeira e conversão dos pedidos de aplicação e resgate destes fundos ocorrem em data diversa do respectivo pedido. A Trafalgar não se responsabiliza por quaisquer danos decorrentes da utilização das informações contidas neste material por terceiros. Este material pode conter informações destinadas a destinatário(s) específico(s) e com propósito(s) específicos. Caso você não seja o receptor correto, solicitamos que desconsidere este material e comunique imediatamente o remetente sobre o equívoco. É proibida a utilização, acesso, cópia ou divulgação não autorizada das informações presentes nesse material. Caso exista alguma dúvida sobre as informações aqui contidas, favor contatar seu distribuidor e/ou consultor. Os fundos citados são supervisionados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários CVM (Serviço de atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br). A aplicação em fundos de investimento apresenta riscos para os investidores, podendo resultar em significativas perdas patrimoniais e a consequente perda do capital aplicado. Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito – FGC. Leia o regulamento e a lâmina de informações essenciais antes de investir e para mais informações consulte o website do administrador (www.intrag.com.br) e da [cvm](http://www.cvm.gov.br) (www.cvm.gov.br). Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e de taxa de saída (quando aplicável). Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Estes fundos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos são administrados pela Intrag Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda (CNPJ: 62.418.140/0001-31) e sua custódia, tesouraria e escrituração de cotas é de responsabilidade do Itaú Unibanco S.A. (CNPJ: 60.701.190/0001-04). Dúvidas, reclamações e sugestões, fale com o seu distribuidor. Se necessário, entre em contato com o administrador (11) 3072-6109, dias úteis, das 9 às 18h, ou utilize o SAC Itaú 0800 728 0728, todos os dias, 24h, ou o Contato (www.intrag.com.br). Se desejar a reavaliação da solução apresentada após utilizar esses canais, recorra à Ouvidoria Corporativa Itaú Unibanco 0800 570 0011, dias úteis, das 9 às 18h, Caixa Postal nº 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala 0800 722 1722, disponível 24h todos os dias.

Trafalgar Victory FIC FIM (CNPJ: 28.581.175/0001-59); Classificação Anbima: Multimercado Estratégia Macro; Objetivo: buscar a valorização de suas cotas no longo prazo, preferencialmente através de aplicações em cotas de investimento de diversas classes que investem em ativos financeiros de diferentes naturezas, riscos e características, conforme previsto em Regulamento do fundo; Público-alvo: investidores em geral que estejam dispostos a aceitar os termos e condições descritas no regulamento do fundo e legislação em vigor; Cota de aplicação: D+1 (cota de fechamento / dias úteis), cota de resgate: D+30 (cota de fechamento / dias corridos), liquidação do resgate: D+1 (dias úteis) da cota do resgate; Tributação: Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo (para possibilitar o benefício das alíquotas decrescentes de IRF concedidas aos cotistas de fundos classificados como Longo Prazo, conforme previsto na legislação, a Trafalgar buscará manter a carteira com prazo médio superior a 365 (trezentos e sessenta e cinco) dias. Todavia, caso este objetivo não seja atingido, haverá alteração do tratamento tributário dos cotistas e consequente pagamento de IRF com alíquotas mais altas, conforme regulamento do FUNDO e legislação em vigor).

Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA (CNPJ: 41.360.111/0001-96); Classificação Anbima: Ações Ativo Livre; Objetivo: buscar a valorização de suas cotas no longo prazo, preferencialmente através das aplicações de seus recursos em cotas de fundos de investimento classificados como "Ações", conforme previsto no Regulamento do fundo; Público-alvo: investidores qualificados que estejam dispostos a aceitar os termos e condições descritas no regulamento do fundo e legislação em vigor; Cota de aplicação: D+1 (cota de fechamento / dias úteis), cota de resgate: D+30 (cota de fechamento / dias corridos), liquidação do resgate: D+2 (dias úteis) da cota do resgate; Tributação: Renda Variável. O fundo Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA ("ROYAL") foi constituído a partir da incorporação da parcela cindida do fundo Trafalgar Royal Long Bias Latam FIC FIA (CNPJ: 26.406.529/0001-01) ("ROYAL LT") ocorrida em 07-jun-2021. O fundo Trafalgar Royal Long Bias Master FIA (CNPJ: 41.301.308/0001-54) ("ROYAL MASTER"), fundo investido pelo ROYAL, foi constituído a partir da incorporação da parcela cindida do fundo Trafalgar Royal Long Bias Latam Master FIA (CNPJ: 26.470.533/0001-20) ("ROYAL MASTER LT"), fundo investido pelo ROYAL LT, ocorrida em 07-jun-2021.