

Cenário Econômico

Ambiente de risco piora e contamina emergentes, mas novos focos se abrem em ativos brasileiros

Durante o mês de abril, dois temas continuaram a ter papel de destaque nos mercados: as elevadas incertezas geopolíticas ligadas ao conflito militar na Ucrânia, e o prosseguimento da alta de juros em economias avançadas. Os dados econômicos divulgados têm sustentado nosso diagnóstico de que, em um horizonte de 12 meses, os efeitos inflacionários do conflito militar serão mais relevantes do que os efeitos sobre o crescimento da economia global, exigindo um aperto nas condições monetárias que, por sua vez, ainda contempla uma baixa probabilidade de recessão neste horizonte. Reconhecemos que há uma elevada incerteza em torno deste diagnóstico, o que justifica nosso baixo posicionamento de risco, sobretudo em mercados emergentes.

Foi justamente esta elevada incerteza relacionada à inflação global e risco de recessão que acabou finalmente afetando de forma mais negativa o ambiente de risco global. Os principais sintomas foram o aumento da volatilidade, uma correção generalizada em bolsas e uma forte alta do dólar.

É interessante notar que a alta do dólar ocorreu tanto em moedas de países desenvolvidos (como o euro, a libra esterlina, o iene e o franco suíço), como também se estendeu às moedas de países emergentes, que até então estavam “anestesiadas” no contexto de alta de juros nas economias avançadas. Em nossa visão, este tipo de movimento generalizado de alta no dólar está associado tanto ao aumento na aversão ao risco quanto ao fato de o banco central dos EUA estar com uma sinalização mais agressiva a respeito da retirada de estímulos monetários.

De fato, a alta dos juros nos EUA foi relevante durante o mês, puxada sobretudo pela elevação nos juros reais (descontada a inflação futura) e com a curva ganhando inclinação, já que os juros longos subiram de forma mais acentuada que os juros curtos. A elevação de juros também ocorreu em boa parte do mundo desenvolvido, mas em menor grau, com destaque para as economias europeias, que têm sido mais afetadas pelo conflito militar.

Neste contexto de juros mais altos, maior aversão a risco, dólar forte e bolsas em queda, é importante lembrar que os preços de *commodities* se mantiveram em patamares elevados, com petróleo relativamente estável, metálicas mostrando alguma correção (em boa parte ligada à fraqueza temporária na economia chinesa) e agrícolas seguindo o movimento de alta.

Um dos aspectos mais relevantes da dinâmica dos mercados em abril, em nossa visão, é que este ambiente global de maior volatilidade e aversão ao risco voltou a contaminar os mercados emergentes de forma mais “tradicional”. Especificamente para LATAM, os fluxos de investimentos estrangeiros perderam força, os prêmios de risco aumentaram, as curvas de juros se deslocaram para cima, as bolsas caíram e as moedas se depreciaram. Para o Brasil, estas forças globais se somam, a partir dos próximos meses, a dois fatores fundamentais: (i) nossa expectativa de uma janela de aumento de volatilidade, típica de anos eleitorais (que já se iniciou) e (ii) a possível proximidade do pico de inflação, trazendo consigo a percepção de final do processo de alta de juros. Diante disso, embora a conjuntura atual sugira alta

volatilidade em ativos brasileiros, movimentos mais consistentes de queda dos juros pré-fixados e recuperação do mercado acionário já começam a entrar em nosso radar.

Comentário de Desempenho

Estratégia Retorno Absoluto

O fundo **Trafalgar Victory FIC FIM** apresentou rentabilidade de +0,11% no mês de abril. Acumula 4,63% nos últimos 12 meses e 17,11% desde o início.

O resultado no mês é fruto do bom desempenho dos *books* de juros e moedas, enquanto os *books* de Renda Variável (Brasil e Global) foram detratores. O fundo manteve uma baixa utilização de risco no geral, tal como nos 2 meses anteriores.

Em Abril observamos uma reversão parcial do forte fluxo de investidores estrangeiros para a bolsa brasileira verificado em 2022, resultando em uma queda de mais de 10% do Ibovespa no período. Nos parece claro que, apesar dos fundamentos consolidados da bolsa brasileira permanecerem positivos (puxados por *commodities*), um movimento de alta mais disseminado na bolsa brasileira depende de uma queda estrutural dos juros. Neste contexto, permanecemos com um portfólio menos exposto à *duration*, sendo nossa maior alocação ainda no setor de *commodities* metálicas. Os destaques positivos da carteira foram VAMOS (VAMO3) e JBS (JBSS3), enquanto os maiores detratores foram VALE (VALE3) e B3 (B3SA3). Fechamos o mês com exposição líquida à renda variável de 18% (Brasil) e 3% (EUA).

Performance Attribution		
	Abril	2022
Renda Variavel	-1.54%	2.53%
Brasil	-1.09%	1.16%
Latam	-0.28%	-0.86%
Global	-0.17%	2.23%
Volatilidade	-0.83%	-0.05%
Brasil	-0.54%	1.03%
Latam	0.00%	0.00%
Hedge	-0.29%	-1.08%
Juros	1.22%	1.80%
Brasil	0.32%	0.46%
Global	0.90%	1.34%
Moedas	0.27%	0.72%
Latam	0.10%	0.79%
Global	0.17%	-0.07%
Brasil	0.00%	0.00%
Commodities	0.26%	0.28%
Caixa	0.49%	2.17%
Custos	-0.22%	-1.07%
Outros	0.46%	0.48%
Total	0.11%	6.87%

Em renda fixa internacional mantivemos posições tomadas nos juros americanos (*Treasury* de 10 anos) com leve redução de *sizing* em função de estarmos atingindo patamares próximos ao necessário para que o aperto das condições financeiras na economia se acentue e reduza a atividade abaixo do potencial. Adicionalmente, os riscos associados à guerra e inflação elevada por mais tempo permanecem no radar sem que necessariamente estejamos vendo uma atividade global muito mais fraca, reduzindo o risco de recessão no curto prazo. Na curva brasileira iniciamos posição aplicada na parte média e longa da curva em função dos elevados prêmios de alongamento da curva e provável pico inflacionário a ser atingido nos próximos meses.

Em moedas zeramos as posições em CLP e ZAR e mantivemos o short em MXN explicitado na carta anterior. Adicionalmente, iniciamos uma posição comprada em JPY (Yen) tanto pela excessiva outperformance do USD recentemente (*valuation* atrativo do Yen) como pelo fato

da moeda japonesa funcionar também com hedge em um cenário alternativo de recessão global.

Em *commodities* iniciamos uma posição comprada em um ETF diversificado tanto de *soft* quanto *hard-commodities* em função do estágio do ciclo econômico (bom para essa classe de ativos) e de observarmos contínuos indícios de choques de oferta duradouros (efeito guerra) em diversas cadeias globais.

Estratégia Long Biased

O fundo **Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA** apresentou rentabilidade de -7,35% no mês de abril. Acumula nos últimos 12 meses -10,23% e 54,84% desde o início.

Em abril observamos, diferentemente dos meses anteriores, uma elevada contaminação da aversão à risco global na bolsa brasileira. Foi o pior mês da bolsa brasileira desde mar-20 (início da pandemia). O Brasil (e LATAM de forma geral) até então tinha passado ileso e até se beneficiado do panorama global de guerra, inflação elevada e pressões adicionais em *commodities*. Os motivos, já comentados na carta anterior, permanecem válidos, porém, o grau de deterioração se intensificou e provavelmente está associado a níveis de moeda que não se encontram em níveis tão depreciados.

Considerando que não nos parece plausível fazer grandes previsões a respeito do desenrolar do conflito Rússia x Ucrânia e muito menos seu efeito líquido sob a economia brasileira (até que “nível” de conflito beneficia países exportadores isolados como o Brasil?), voltemos à tarefa de analisar o panorama das empresas domésticas. Do ponto de vista macro, além da inflação elevada, temos visto revisões altistas nas expectativas do PIB em 2022, crescimento robusto do mercado de trabalho e dos volumes de crédito. Estes fatores, visto de forma isolada, contribuem para a melhora gradual da demanda doméstica e, conseqüentemente, das receitas das empresas.

Do ponto de vista micro a safra de resultados do 1T22 não trouxe grandes novidades além dos efeitos temporários da variante ômicron (Jan e Fev), demanda fraca e margens ainda pressionadas de forma geral. Por outro lado, a situação de liquidez e alavancagem das cias permanece sob controle (muito diferente do período 2015/2016), fator especialmente importante em um ambiente de elevação expressiva da taxa Selic ao longo deste ano. Este cenário “morno” para as cias, combinado com um nível de *valuation* depreciado, nos faz acreditar que uma eventual re-precificação da bolsa brasileira tem como condição necessária a uma queda acentuada dos juros de longo prazo. Sem esse vento favorável vindo da taxa de desconto nos parece improvável que as cias, sobretudo as mais ligadas à economia local, apresentem crescimento de lucros ou receitas suficientes para observarmos grandes desempenhos.

Com relação à carteira, aumentamos nossa alocação no setor de bancos em detrimento à serviços financeiros e seguimos tendo *commodities*, *rental* (pesado e leves) e *e-commerce* como maiores alocações. Finalizamos o período com uma alocação líquida comprada em renda variável em torno de 84% 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	0,11%	6,87%	4,63%	12,73%	17,11%	R\$ 62,824,444	03/05/18
% CDI	13,31%	205,90%	66,11%	133,62%	78,41%		

Long Biased	Mês	Ano	12 meses	24 meses	Desde o início	PL Atual	Início
Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA	-7,35%	2,57%	-10,23%	21,63%	54,84%	R\$ 66,664,570	29/03/18
IPCA + 6% a.a.	1,41%	6,12%	18,65%	34,17%	63,13%		

Indicadores	Mês	Ano	12 meses	24 meses
CDI	0,83%	3,28%	7,08%	9,38%
IBOVESPA	-10,10%	2,91%	-9,27%	34,00%
IPCA + 6%	1,41%	6,12%	18,65%	34,17%



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.