

Cenário Econômico

Persistência inflacionária, elos vulneráveis e oportunidades

Durante o mês de outubro, seguiu em destaque o principal fator de risco percebido pelos investidores: a persistência inflacionária no mundo pós-pandemia e, em última análise, a reação dos principais bancos centrais a este risco. Embora prevaleça a tese de que o choque inflacionário atual seja essencialmente de natureza temporária, houve uma consolidação da visão de que o tempo de dissipação desses choques será mais longo, e de que os bancos centrais não terão que esperar tanto tempo para diminuir a intensidade dos estímulos monetários que estão na mesa. Isso porque, se demorarem muito, aumenta o risco de que esses choques de preços contaminem as expectativas e tornem o processo inflacionário mais permanente.

Isso pôde ser visto no comportamento das curvas de juros das principais economias desenvolvidas, onde os juros de longo prazo sustentaram os patamares mais altos alcançados em setembro (condizente com a recuperação das economias), porém os prazos mais curtos tiveram mais pressão de alta (condizente com persistência inflacionária). Este movimento de “flattening” da curva de juros ocorreu de forma mais suave no mundo desenvolvido, mas de maneira acentuada em diversas economias emergentes, onde os bancos centrais têm sido mais agressivos na retirada dos estímulos monetários, diante de um cenário mais preocupante para as expectativas de inflação.

Confirmando nossa expectativa, o movimento de alta nos juros globais não foi negativo de forma indiscriminada para o ambiente global de risco, ao mesmo tempo reforçando a importância da seletividade em ativos para investimento. No caso de mercados acionários, por exemplo, houve uma forte retomada na tendência de alta em bolsas dos EUA e em economias avançadas da Europa, mas algumas bolsas de países emergentes na América Latina e na Ásia tiveram desempenho fraco ou negativo, refletindo vulnerabilidades internas. Vale lembrar que este ambiente positivo para bolsas de economias avançadas foi reforçado pela temporada de fortes resultados das empresas e pela diminuição do risco de uma desaceleração abrupta da economia chinesa.

O mesmo padrão de seletividade foi observado em outros mercados. O fortalecimento do dólar, que foi um dos sintomas da correção dos mercados em setembro, perdeu força em outubro, mas moedas de países emergentes mais vulneráveis ainda apresentaram alta volatilidade e tendência de depreciação – em alguns casos, potencializados por eventos locais. Isso também se estendeu, de forma geral, para ativos de crédito de muitas economias emergentes. No mercado de *commodities*, observamos a continuidade de pressões altistas no setor ligado a energia, o que está na raiz de boa parte da preocupação com a inflação global.

Olhando para a frente, reiteramos nossa visão de que i) a alta nos juros globais reflete bons fundamentos da economia mundial e deve continuar; ii) parte do choque inflacionário deverá se dissipar, com inflação subjacente subindo de forma gradativa; e iii) esse processo será acompanhado por uma comunicação eficiente dos principais bancos centrais e retirada gradual dos estímulos monetários. Este cenário implica em um ambiente ainda positivo para risco nos próximos dois trimestres, mas com oportunidades cada vez mais seletivas em mercados de ações, *commodities*, moedas de economias emergentes e crédito.

No Brasil, observamos que os movimentos ocorridos em outubro de alta na curva de juros, depreciação da moeda e queda da bolsa foram na mesma direção de mercados emergentes mais vulneráveis, porém a intensidade da deterioração foi muito maior, diante da percepção de perda de uma âncora fiscal permanente.

Apesar de ainda cautelosos, nossas simulações já apontam para assimetrias de risco relevantes para a valorização de setores importantes da bolsa e na curva de juros. O quanto dessa visão se tornará posicionamento tático ou estrutural, no entanto, irá depender em grande medida das sinalizações políticas em torno de uma resolução permanente para o problema das contas públicas.

Comentário de Desempenho

Estratégia Long Biased

O fundo **Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA** apresentou rentabilidade de -7,80% no mês de outubro. Acumula nos últimos 12 meses +3,32% e +47,46% desde o início.

Conforme destacado anteriormente, o mercado de renda variável brasileiro segue refletindo o aumento da percepção de risco expresso da curva de juros doméstica e, conseqüentemente, exige-se um desconto maior (preço menor) para o investimento em ações neste ambiente. Apesar do “filme” não ser novo (o movimento atual traz diversas semelhanças com o período 2015/2016), entendemos que há também diversas diferenças, tais como o grau de endividamento substancialmente menor das cias listadas, o grau de hiato muito maior na economia (maiores margens) e uma demanda doméstica que, apesar das turbulências, segue em recuperação lenta com o processo de reabertura nos seus estágios finais.

No contexto acima exposto, é natural que o fundamento micro das cias se torne menos relevante no curto prazo e os preços acabem respondendo de forma muito mais aguda à deterioração ou melhora dos riscos macro percebidos. O desafio, nestes momentos, é manter o foco nos fundamentos das cias e aceitar que eventuais *triggers* de melhora não se tornarão tão óbvios até que o mercado passe a precificá-los. Por estes motivos, nossa visão tem se baseado na busca por assimetrias positivas nas empresas que investimos, ou seja, cias capazes de gerar valor em diversos ambientes e cujos preços parecem descontar cenários excessivamente pessimistas (que, inclusive, podem se materializar).

Finalizamos o período com uma alocação líquida comprada em renda variável em torno de 93% (85% Brasil e 8% em bolsa americana) e com posições em outros mercados (semelhantes às descritas para o fundo de retorno absoluto) que auxiliam no equilíbrio portfólio.

Estratégia Retorno Absoluto

O fundo **Trafalgar Victory FIC FIM** apresentou rentabilidade de -2,81% no mês de outubro. Acumula nos últimos 12 meses -2,84% e -2,15% nos últimos 24 meses.

O resultado negativo no período foi resultado, principalmente, da alocação estrutural em renda variável e juros reais no Brasil. Os ganhos foram concentrados nas posições de *Treasuries*, S&P e moedas (RUB x ZAR).

Na renda variável Brasil, observamos uma queda expressiva de preços, em especial em cases cuja geração de valor esperada concentra-se na perpetuidade. Tais companhias são mais afetadas pelo aumento das taxas de desconto requeridas pelo mercado, o que, por sua vez, é resultado do forte movimento de alta das curvas de juros. Neste ambiente é de se esperar que os preços no curto prazo respondam pouco aos fundamentos de longo prazo das cias e mais ao risco macroeconômico percebido no momento, resultando em assimetrias de valor interessante. No período, nossas perdas foram concentradas em Vamos (VAMO3), Intermédica (GNDI3) e Blau (BLAU3), sem posições com ganhos relevantes na carteira de ações. Apesar de não enxergarmos *triggers* claros para a descompressão do risco macro e fiscal no Brasil, entendemos que o atual patamar de preços de algumas empresas e setores sugere assimetria favorável para o aumento gradual de exposição à renda variável local.

No mercado de renda fixa, seguimos com a posição tomada em juros americanos, cuja assimetria nos parece atrativa nos níveis atuais e a gradual elevação da inclinação da curva de juros americana segue como cenário mais provável, favorecendo nosso posicionamento. Ainda em renda fixa, iniciamos uma posição (pequena) aplicada na curva de juros doméstica por entendermos que os atuais patamares começam a apresentar assimetria favorável ao precificarem um nível de aperto monetário muito elevado, mesmo para padrões brasileiros.

No mercado de moedas, encerramos com ganhos nossa posição em RUB x ZAR e iniciamos uma nova posição de BRL x EUR, cujos fundamentos baseiam-se na visão de que a alta de juros no Brasil, atrelada ao patamar inicial já depreciado da moeda, devem trazer algum potencial de valorização e bom *carry* para o Real nos períodos à frente. Já para o EUR esperamos que o USD continue globalmente forte dado diferencial de crescimento vs. mundo, início do processo de *tapering* e eventual discurso sobre alta de juros em 2022/2023.

Performance Attribution		
	Outubro	2021
Renda Variável	-2.88%	-2.83%
Brasil	-2.42%	-2.78%
Latam	-0.47%	-0.38%
Global	0.01%	0.33%
Volatilidade	-0.28%	-0.23%
Brasil	-0.28%	-0.24%
Latam	0.00%	0.00%
Juros	0.23%	0.45%
Brasil	-0.43%	-1.04%
Global	0.67%	1.49%
Moedas	0.08%	-0.02%
Latam	0.00%	-0.24%
Global	0.08%	0.33%
Brasil	0.00%	-0.11%
Caixa	0.25%	1.75%
Custos	-0.21%	-2.41%
Outros	0.00%	0.02%
Total	-2.81%	-3.27%

Long Biased	Mês	Ano	12 meses	Desde o início	PL Médio	PL Atual	Início
Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA	-7,80%	-13,13%	3,32%	47,46%	R\$ 153.521.418	R\$ 61.448.470	29/03/2018
IPCA + 6% a.a.	1,50%	13,33%	16,99%	49,32%			

Retorno Absoluto	Mês	Ano	12 meses	Desde o início	PL Médio	PL Atual	Início
Trafalgar Victory FIC FIM	-2,81%	-3,27%	-2,84%	5,90%	R\$ 63.399.898	R\$ 56.518.805	03/05/2018
% CDI	-	-	-	36,81%			

Indicadores	Mês	Ano	12 meses	24 meses
CDI	0.49%	3.01%	3.33%	6.66%
IBOVESPA	-6.74%	-13.04%	10.16%	-3.47%
IPCA + 6%	1.50%	13.33%	16.99%	28.76%



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 (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 fundos 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.