

Cenário Econômico

Aproximação do final de ciclo, volatilidade e “janelas” de oportunidade

O mês de maio foi marcado por movimentos intensos nos mercados globais, que acreditamos serem característicos de aproximação do final de ciclo econômico. Enquanto os desenvolvimentos relacionados ao conflito militar na Ucrânia não alteraram a percepção de risco global de forma significativa, novas divulgações de dados reforçaram um contexto bastante generalizado de mercados de trabalho aquecidos, inflação alta e crescimento econômico resiliente. Como resultado, está se consolidando cada vez mais a visão de que os juros terão que subir mais para a inflação ceder, trazendo como custo um crescimento econômico menor à frente ou, eventualmente, dinâmicas recessivas em alguns locais do mundo.

Consistente com a nossa avaliação de que a probabilidade de uma recessão nos EUA e na Zona do Euro ainda é baixa em um horizonte de 12 meses, o fato de que o “*late-cycle*” ainda deve se estender implica a existência de algumas janelas favoráveis ao risco. Do ponto de vista de alocação de investimentos, porém, é fundamental ter em mente que, nessa etapa do ciclo, os movimentos de preço tendem a mostrar uma maior volatilidade: preços que ora refletem o medo inflacionário de forma aparentemente sustentada podem dar lugar, abruptamente, à precificação de recessão, intercalados por períodos mais propícios a ativos de risco.

E isso foi, de fato, observado durante o mês de maio. Mesmo com fortes idas e vindas, a volatilidade teve tendência à queda, e bolsas de países desenvolvidos ensaiaram uma recuperação, sobretudo na Europa, onde os dados econômicos mostraram uma resistência surpreendente. Em algumas economias emergentes, a recuperação foi mais pronunciada, com destaque para a China, que está deixando para trás a fase de maiores restrições ligadas à Covid, e países que se beneficiam desta recuperação chinesa, como o Brasil e o Chile.

Outras janelas de risco foram abertas no contexto de um alívio no movimento de alta de juros nos EUA, que teve como principais gatilhos (i) a exclusão da possibilidade de acelerar o ritmo de alta de juros para 75 bps por boa parte dos diretores do Fed e (ii) sinais de que a inflação nos EUA possa estar passando seu pico em termos anuais. O dólar perdeu força, movimento que foi visível na apreciação de outras moedas de reserva, como é o caso do Euro, mas também pôde ser observado em moedas de economias emergentes, que haviam sofrido no mês anterior. Mesmo os *spreads* de crédito, que são uma importante medida de risco e mostraram alta relevante em maio, mostraram um alívio importante mais para o final do mês.

Enquanto isso, o mercado de *commodities* não fugiu à norma de fortes oscilações, mas, de forma geral, os preços se sustentaram em patamares elevados, inclusive com casos relevantes de continuidade de pressão, como no petróleo. Em nossa visão, com algum fôlego da economia mundial para a extensão do “*late-cycle*” e o contraponto feito pela China, onde o crescimento irá acelerar a partir de agora, os fundamentos seguem positivos para os preços de *commodities*, o que irá favorecer mercados acionários de países emergentes que se beneficiam dessa história. O Brasil está certamente neste contexto e, assim como outras economias emergentes com pressões inflacionárias significativas, já está avançado no processo de aperto monetário. Dessa forma, mantemos nossa visão de que a queda nos juros pré-fixados mais longos no Brasil pode ser outra janela importante de risco além da bolsa, com a vantagem de atuar como proteção para um cenário de desaceleração econômica.

Comentário de Desempenho

Estratégia Retorno Absoluto

O fundo **Trafalgar Victory FIC FIM** apresentou rentabilidade de 1,12% no mês de Maio. Acumula nos últimos 12 meses 4,72% e 18,42% desde o início.

O desempenho no mês foi resultado do bom desempenho dos *books* de renda variável, moedas e *commodities*, sendo parcialmente compensados por perdas nos *books* de renda fixa (Brasil e US). Diferentemente dos meses anteriores, neste mês o fundo aumentou gradualmente a utilização de risco.

No mês de maio observamos os mercados oscilarem entre cenários de medo inflacionário e medo de recessão. Este ambiente de *late cycle* é particularmente desafiador para bolsas, em especial para os segmentos mais ligados à atividade, com mais *duration* e mais sujeitos às pressões de margem. Neste contexto vimos uma performance relativa boa da bolsa

brasileira dado o grau de concentração em setores “*value*” (*financials* e *commodities* em especial) e patamar de *valuation* historicamente atrativo. Nossas maiores alocações atualmente concentram-se nos setores de *commodities* metálicas, *rental* e bancos. Os destaques positivos da carteira foram: Vamos (VAMO3), Itaú (ITUB4) e BTG (BPAC11), enquanto os maiores detratores foram: Mercado Livre (MELI34) e Hapvida (HAPV3). Fechamos o mês com exposição líquida de 25% em renda variável (23% Brasil e 2% EUA), ainda abaixo de nosso padrão histórico.

Em renda fixa internacional aumentamos taticamente a posição tomada nos juros americanos (*Treasury* de 10 anos) dado o *price-action* oscilante comentado anteriormente e nossa visão de que o aperto das condições financeiras seguirá em curso com a atividade resiliente. Conforme comentado em nossa última carta, seguimos com a posição aplicada na parte longa da curva de juros brasileira em função dos elevados prêmios de alongamento, potencial desaceleração da atividade no segundo semestre e provável pico inflacionário a ser atingido nos próximos meses.

Em moedas operamos de forma mais tática posições compradas em SEK e CLP, capturando ganhos de curto prazo. De forma mais estrutural continuamos com a posição em Yen por entendermos como um bom *hedge* em um cenário alternativo de recessão. Por fim, decidimos encerrar a posição de MXN dado a não convergência do preço aos fundamentos observados e nossos limites de *stop*.

Performance Attribution		
	Maio	2022
Renda Variável	0.39%	2.95%
Brasil	0.34%	1.52%
Latam	-0.34%	-1.22%
Global	0.40%	2.65%
Volatilidade	0.49%	0.47%
Brasil	0.67%	1.75%
Latam	0.00%	0.00%
Hedge	-0.18%	-1.27%
Juros	-0.52%	1.24%
Brasil	-0.02%	0.44%
Global	-0.50%	0.81%
Moedas	0.14%	0.87%
Latam	0.14%	0.94%
Global	0.00%	-0.07%
Brasil	0.00%	0.00%
Commodities	0.35%	0.66%
Caixa	0.45%	2.66%
Custos	-0.31%	-1.41%
Outros	0.13%	0.62%
Total	1.12%	8.06%

Em *commodities* encerramos com ganhos relevantes a posição comprada em um ETF diversificado dado o atingimento de nossos objetivos iniciais. Entretanto, permanecemos com visão positiva para *commodities* de forma geral e materializando-a também em algumas posições da carteira de renda variável.

Estratégia Long Biased

O fundo **Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA** apresentou rentabilidade de -0,01% no mês de Maio. Acumula nos últimos 12 meses -11,34% e 54,82% desde o início.

No mês de maio observamos uma recuperação da bolsa brasileira puxada pelos setores de Bancos e *Commodities*. De forma geral permanecemos observando preços deprimidos e sem sinais de grandes re-precificações de múltiplo à frente dado o cenário de altas taxas de desconto (curva de juros) e crescimento morno.

Por outro lado, vale ressaltar que apesar da percepção de crescimento “morno”, diversas companhias comentaram em seus *calls* de resultado a brusca recuperação da demanda a partir de fevereiro e março deste ano. Esta recuperação, posteriormente confirmada pelos dados macro de alta frequência divulgados, levou a uma sequência de revisões altistas para a atividade doméstica em 2022 e algum *upside risk* em termos de receita para as cias este ano. A natureza da recuperação ainda nos parece efêmera e influenciada por fatores *one-off* ocorridos este ano (ex: liberação de FGTS, reabertura de serviços, etc), entretanto, não deixa de ser uma surpresa positiva. O desafio para o segundo semestre reside na manutenção ou não dessa recuperação em um contexto de acúmulo dos efeitos da política monetária contracionista e incerteza eleitoral.

Do lado micro o cenário continua o mesmo, ou seja, tendência de continuidade do forte resultado operacional dos setores de *commodities* e bancos, contrabalanceados por uma recuperação lenta e incerta dos demais setores ligados à atividade doméstica. As melhores empresas, em nossa visão, continuam aproveitando o momento para se consolidarem (M&A ou organicamente), aproveitando restrições de caixa dos *players* menos capitalizados e o fim da oferta de dinheiro “grátis” no mundo. Mesmo em setores até pouco tempo super capitalizados e “*overhyped*”, como *fintechs*, temos visto algum grau de racionalização no uso de capital com reduções de equipe, fusões e revisões do plano de negócios. Este cenário, naturalmente, deveria reduzir um pouco as pressões de novos entrantes (e de margens) a médio prazo.

Um bom exemplo da dinâmica citada no parágrafo anterior pode ser visto no setor de *e-commerce* brasileiro. De um lado, os novos entrantes começaram a ser mais vocais sobre a necessidade de sustentabilidade e rentabilidade de suas operações locais e, por outro lado, alguns *players* nacionais, mesmo capitalizados recentemente, enfrentam dificuldades para manter o ritmo de melhoria do nível de serviço (investimento) necessário para competir com o *player* líder (Mercado Livre). Sobre este segundo aspecto, inclusive, já é possível observar a divergência das trajetórias de crescimento de GMV (e receita) do Mercado Livre vs demais *players* nacionais.

Com relação à carteira, 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 91% 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	1,12%	8,06%	4,72%	11,24%	18,42%	R\$ 63,522,261	03/05/18
% CDI	108,51%	182,40%	60,64%	109,16%	79,86%		

Long Biased	Mês	Ano	12 meses	24 meses	Desde o início	PL Atual	Início
Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA	-0,01%	2,56%	-11,34%	12,86%	54,82%	R\$ 66,687,340	29/03/18
IPCA + 6% a.a.	1,13%	7,44%	18,59%	35,72%	65,17%		

Indicadores	Mês	Ano	12 meses	24 meses
CDI	1,03%	4,34%	7,90%	10,25%
IBOVESPA	3,22%	6,23%	-11,78%	27,40%
IPCA + 6%	1,13%	7,44%	18,59%	35,72%



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.