



Carta Mensal

► *Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA*



Mais próximos da inflexão na economia global

Mercados começam a reagir ao aumento de probabilidade de recessão global. Março foi marcado por uma mudança importante no sentimento dos mercados globais, com uma reação associada ao aumento do risco de uma recessão global. Houve um movimento sincronizado global de queda na estrutura a termo das curvas de juros, valorização do ouro, piora nos *spreads* de crédito e apreciação de moedas defensivas, como o Franco Suíço e o Yen. O dólar, que costuma se apreciar durante as crises, se depreciou dessa vez, em resposta à redução dos juros curtos nos EUA; e as bolsas que, inicialmente reagiram negativamente ao ambiente de *risk off*, já se recuperaram e, em sua maioria, já superaram os níveis do fechamento de fevereiro. A reação dos mercados destoou do comportamento dos primeiros dois meses do ano, que parecia dividido entre duas narrativas: 1) a possibilidade de um *soft-landing* global, com uma reação mais positiva de mercado; e o 2) risco de uma inflação mais persistente – com pressão altista nas curvas de juros dos países desenvolvidos.

Elos Fracos e os problemas bancários. O gatilho para mudança de humor de mercado foi o surgimento dos primeiros problemas bancários nos EUA e na Europa. Em menos de um mês, ao menos 3 bancos tiveram problemas pelo mundo. A crise começou com o Silicon Valley Bank nos EUA e avançou em outro banco regional americano (Signature Bank de Nova York). As autoridades americanas atuaram para acalmar o mercado, com garantias para os depósitos dos clientes e empréstimos para instituições elegíveis. Apesar das iniciativas, após poucos dias o Credit Suisse foi vendido ao UBS, também com o apoio do Banco Central da Suíça. Movimentos como esses são típicos de final de ciclo e costumam ocorrer toda vez que as taxas de juros são elevadas no mundo. Embora nem sempre seja fácil precisar onde os problemas irão surgir; comumente eles aparecem nos elos mais fracos e/ou setores mais alavancados, cenário esse que costuma avançar para um aperto de crédito e culmina com outros setores sendo afetados e, por fim, em recessão.

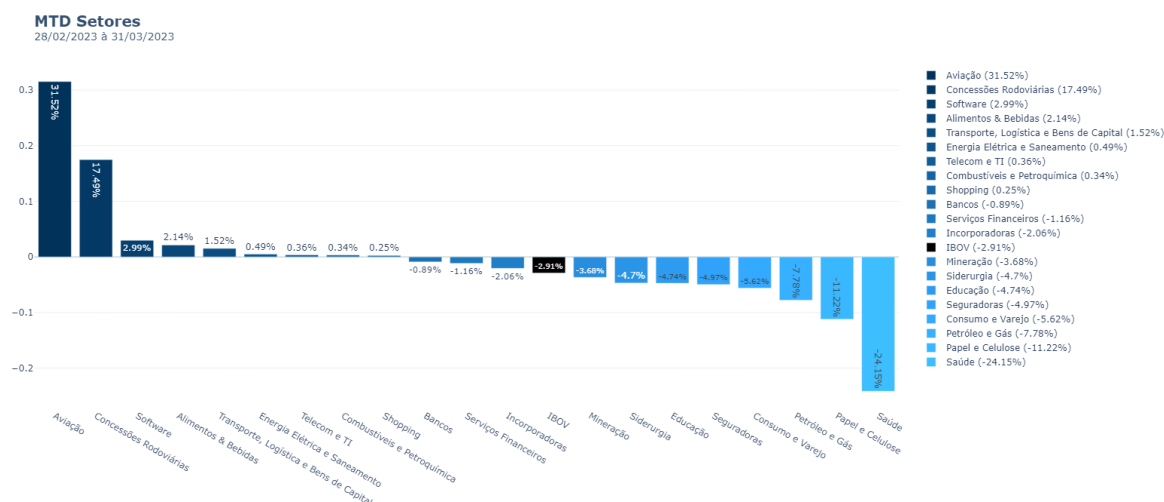
Seguimos posicionados para recessão global em 2023. Nossa visão para o ano era de que com os juros avançando para o território contracionista a partir do 3º trimestre de 2022, as chances de uma recessão global deveriam se intensificar a partir de meados deste ano, tornando vulneráveis os juros e a precificação das bolsas das economias avançadas. Indicadores antecedentes, como o formato das curvas de juros, dados de setores sensíveis a juros e algumas métricas de crédito já vinham apontando nessa direção e os eventos recentes aumentam nossa convicção. A atenção agora deve se voltar aos dados de atividade e é provável que os mercados sigam divididos no curto prazo entre as possibilidades de *soft-landing* global e o risco de recessão, com a chance de inflação persistente gradualmente caindo de probabilidade.

No Brasil, o foco foi no arcabouço fiscal. Os ativos brasileiros mostraram direção parecida com a dinâmica global, com redução dos juros e apreciação do Real, mas com uma performance relativamente pior da bolsa. No campo fiscal, o destaque foi a apresentação do arcabouço fiscal pela equipe econômica. A regra implica um crescimento real dos gastos (em comparação a estabilidade pela regra anterior) e, segundo nossas simulações, sozinha não garante a recuperação necessária do resultado primário para estabilizar a dívida pública: para isso, será necessário um aumento expressivo da carga tributária. Assim, é provável que se intensifiquem as discussões nos próximos meses sobre quais setores e segmentos podem ser mais impactados por impostos. Outro fator de preocupação é que os primeiros sinais de desaceleração estão ficando mais aparentes e, combinados a uma

expectativa de inflação ainda alta, podem intensificar embate entre governo e Banco Central sobre a trajetória dos juros. Seguimos com baixa alocação no Brasil, aproveitando os níveis atrativos de juros pós-fixados, e atentos a oportunidades muito específicas (e.g. em ativos indexados à inflação).

Cenário – Renda Variável

Em março mais uma vez observamos um desempenho negativo da bolsa local em relação ao restante do mundo. Apesar da queda dos juros domésticos e do bom desempenho da moeda, prevaleceu no mercado de *equities* o temor em relação aos setores/empresas cujo aumento da carga tributária eventualmente recairá. Adicionalmente também começamos a observar sinais mais contundentes da desaceleração da atividade em curso.



Fonte: Bloomberg, elaboração Trafalgar

O desempenho foi bastante desigual entre setores, com destaque negativo para Saúde e Papel & Celulose, enquanto Aviação e Concessões Rodoviárias se destacaram positivamente. Vale notar o desempenho positivo, ainda que não uniforme, de setores tradicionalmente mais ligados à taxa de juros, como incorporadoras, concessões rodoviárias e transportes/logística. Este movimento pode, em teoria, já estar começando a refletir a queda marginal da curva de juros doméstica.

Aggregate Index Valuation metric	Current	Historical %ile
EV/ T12M Sales	1.23	96%
Price/ Book	1.23	96%
EV/ Best EBITDA	4.22	98%
Free Cash Flow Yield	14.45	99%
Forward P/E	6.86	98%
Median metric		98%
Yield gap vs. real 10-year BRT (bps)	844.40	97%
Yield gap vs. 10-year BRT (bps)	175.08	96%
Median metric		97%

Fonte: Bloomberg, elaboração Trafalgar (Mar23)

Com relação a métricas e múltiplos de *valuation*, os dados continuam mostrando uma visão agregada bastante favorável ao *valuation* do índice Bovespa. Tanto as métricas absolutas (*Price/Book*, *P/E*, *Cashflow Yield*, etc) quanto as relativas ao patamar de juros (*equity risk premium*) continuam muito próximas aos percentis mais baratos da série histórica. Por outro lado, não parece haver nenhum *trigger* visível para o *re-rating* destes múltiplos a curto prazo. O principal candidato continua sendo o início do ciclo de corte de juros no Brasil.

Por fim, referente ao portfólio de ações, continuamos direcionando as posições para setores domésticos mais resilientes (principalmente *Utilities* e grandes Bancos), cuja natureza dos negócios e o *valuation* implícito nos parecem ter melhor assimetria de retorno no atual cenário.

Comentário de Desempenho

O **Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA** apresentou rentabilidade de -0,87% no mês de março. Acumula nos últimos 12 meses -15,69% e +40,91% desde o início.

A geração de alfa positivo no mês foi resultado da boa performance do book de renda fixa global (*Treasuries*) e *commodities* (Ouro), além do desempenho relativo positivo da carteira de ações. Permanecemos com visão mais cautelosa e utilização de risco mais baixa que a média histórica do fundo.

Em março observamos uma dicotomia entre a bolsa local e grande parte dos índices globais de ações. No Brasil, o peso da discussão fiscal e o provável aumento de carga tributária impactaram negativamente diversos setores em um contexto já complexo de juros altos e restrições no mercado de crédito. Já na bolsa americana, a despeito dos primeiros sinais de inflexão da atividade, vimos um bom desempenho puxado pelas ações de tech e de maior peso nos índices S&P e NASDAQ. Os destaques positivos de nossa carteira foram Mercado Livre (MELI34), Equatorial (EQTL3) e Grupo Mateus (GMAT3), enquanto os maiores detratores foram 3R (RRRP3), BLAU (BLAU3) e PetroReconcavo (RECV3), além da posição short em S&P. Finalizamos o mês com exposição líquida de 76% com hedges no índice e posição vendida no S&P.

Em renda fixa global, conforme comentado na carta anterior, tínhamos aumentado a posição aplicada na curva americana (*Treasuries* de 10 anos) ao longo do mês de fevereiro. Após o forte movimento de fechamentos de juros em março, reduzimos taticamente a posição, mas continuamos posicionados para o início do ciclo recessivo e consequente queda adicional dos juros. Na curva doméstica mantivemos a posição comprada na inclinação da curva como *hedge* que tende a se beneficiar de uma eventual desancoragem adicional das expectativas de inflação.

Atualmente não temos posição em moedas. Continuamos comprados em Ouro, cujo patamar julgamos ter boa assimetria considerando nosso cenário base de *hard-landing* (alta correlação do ouro com juros reais) e também como *hedge* para eventuais riscos de cauda geopolíticos.

Long Biased	Mês	Ano	12 meses	24 meses	Desde o início	PL Atual	PL Médio 12M	Início
Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA	-0,87%	-4,78%	-15,69%	-16,32%	40,91%	R\$ 76,496,999	R\$ 77,844,174	29/03/18
IPCA + 6% a.a.	1,31%	3,59%	9,79%	29,48%	76,61%			
IBOV	-2,91%	-7,16%	-15,10%	-12,65%	19,35%			

Indicadores	Mês	Ano	12 meses	24 meses
CDI	1,17%	3,25%	13,28%	20,55%
IBOVESPA	-2,91%	-7,16%	-15,10%	-12,65%
IPCA + 6%	1,31%	3,59%	9,79%	29,48%



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 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 Latam FIC FIA (CNPJ: 26.406.529/0001-01) ("ROYAL LT") ocorreu 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.