



# *Carta Mensal*

▶ *Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA*



**TRAFALGAR**  
INVESTIMENTOS

### Cenário Econômico

#### Precificação Global de soft-landing e otimismo com o Brasil

**Mercados globais refletem ambiente favorável em junho.** A reação dos mercados em junho refletiu a continuidade de um ambiente macro favorável, marcado pela percepção de uma redução na probabilidade de recessão global e a precificação associada a um cenário global de soft-landing. As bolsas tiveram um desempenho positivo, com destaque para a bolsa americana (S&P500 +6,5%, Eurostoxx +4,3%; Ações Emergentes +4,4%); e as *commodities* se valorizaram (+3%), impulsionadas por um dólar fraco (que costuma ser característico de um ambiente favorável a risco). O ouro foi o destaque negativo, com queda de 2%. No Brasil, os movimentos positivos foram mais acentuados, impulsionados pela expectativa iminente de corte juros e crescimento melhor: a bolsa brasileira teve um aumento expressivo (+9%), a moeda se valorizou em mais de 5% e os juros também apresentaram uma performance positiva, em especial os títulos pré-fixados.

**Bancos Centrais priorizando o combate à inflação e evidências de desaceleração.** No cenário macroeconômico global, destacaram-se eventos relevantes em junho. O Federal Reserve adotou uma postura mais dura em relação à política monetária dos Estados Unidos, enfatizando a importância de se combater a inflação e sinalizou altas adicionais nas taxas de juros. O Fed tem priorizado o controle da inflação, com menor preocupação em relação à atividade econômica. Isso, aliado a um bom desempenho do mercado de trabalho, tem contribuído para a retirada no risco de recessão dos mercados. No entanto, continuam surgindo evidências de desaceleração econômica global, como a redução nos índices PMIs e no índice ISM nos EUA, além dos indicadores de atividade na Europa e na China. Na Europa, houve revisões para baixo do PIB, com a região entrando em uma leve recessão no inverno. Na China, destaca-se a redução da taxa de juros, reflexo das preocupações da autoridade monetária com a desaceleração econômica. Embora o setor de serviços ainda apresente bom desempenho, a indústria manufatureira está se aproximando de níveis historicamente associados a recessões, aumentando o risco de contágio para o setor de serviços.

**Indicadores seguem apontando para desaceleração mais pronunciada a frente.** Apesar da boa performance dos mercados e das incertezas em relação ao momento exato da desaceleração, mantemos a expectativa de uma desaceleração mais acentuada da atividade global no segundo semestre. A alta da inflação e o aperto de política monetária foram muito intensos e sincronizados nesse ciclo e, ao nosso ver, muito desse efeito ainda deve aparecer na atividade. Indicadores antecedentes, como a inclinação da curva, divulgações cíclicas de atividade (*leading hard-data*) e vetores relacionados ao mercado de crédito, já vinham apontando nessa direção e agora começam a surgir os primeiros sinais em indicadores mais iminentes de recessão, como os PMIs – apesar de os *nowcasting* de PIB e métricas de mercado de trabalho ainda estarem em bons níveis.

**Vetores favoráveis impulsionam otimismo nos ativos brasileiros.** Conforme abordamos na carta anterior, o Brasil também está se beneficiando em virtude de diversos vetores favoráveis que estão no radar dos estrangeiros. Por exemplo, o banco central agiu de forma preventiva no combate à inflação, o país possui um juros atrativo em termos relativos (num ambiente onde a demanda por renda fixa costuma crescer), ainda possui uma moeda desvalorizada e as instituições são vistas como mais robustas do que em outros países emergentes. Também vimos eventos relevantes no Brasil no mês que potencializaram essa tendência positiva: i) o

CMN manteve a meta de inflação inalterada em 3%, com a banda de +/- 1,5pp, alterando apenas o horizonte de convergência da meta – esse foi um fator importante para ancorar as expectativas de inflação e permitir o início do corte de juros antes –; ii) a S&P revisou a perspectiva para o país para positivo (de estável); iii) a atividade segue avançando melhor que o esperado – com as expectativas de crescimento do PIB se aproximando de 2,5% para o ano –; e, por fim, iv) o BC sinalizou que o primeiro corte de juros é iminente. Essa combinação levou a uma boa performance dos ativos brasileiros e, apesar dos riscos a médio prazo, também nos levou a adotar uma visão mais positiva com os ativos do país.

## Cenário – Renda Variável

Um junho a bolsa brasileira apresentou forte valorização e o destaque foram setores/empresas até então mais “esquecidos”. O movimento, por sinal, foi ainda mais expressivo no segmento de empresas de menor capitalização e que vinham sofrendo enormemente com a rápida alta das taxas básicas de juros dos últimos anos.

Em paralelo, os sinais de desinflação e os avanços dos temas fiscais se tornaram mais evidentes, permitindo que o banco central adotasse uma comunicação mais *dovish* na ata da última reunião. De fato, a mudança de tom do BC praticamente sacramentou o início do ciclo de corte de juros nos próximos meses que, do ponto de vista cíclico (explorado na última carta), tende a ser um vetor bastante favorável à renda variável doméstica.

Os fenômenos acima nos levam ao questionamento imediato sobre a natureza das empresas que devem (ou deveriam) performar bem no ciclo de afrouxamento monetário. Cias mais alavancadas naturalmente tendem a ser as primeiras candidatas. Ainda assim, qual a magnitude do movimento que podemos esperar?

O exercício abaixo explora um cenário hipotético de duas empresas (A – menos alavancada e B- mais alavancada). Mantivemos todas as demais variáveis constantes e alteramos apenas as taxas de juros base (13.75% para 9%, em linha com curva DI ao final de 2024) sobre as quais são calculadas as despesas financeiras de cada cia. O objetivo ao final é entender o potencial impacto da queda dos juros sobre o lucro e, conseqüentemente, sobre o valor de mercado de cada cia.

| Antes da Queda de Juros |          |          | Pós Queda de Juros      |          |          |
|-------------------------|----------|----------|-------------------------|----------|----------|
| Tx Juros                | 13.75%   | 13.75%   | 9.00%                   | 9.00%    | 9.00%    |
| <b>Empresa</b>          | <b>A</b> | <b>B</b> | <b>Empresa</b>          | <b>A</b> | <b>B</b> |
| Custo Dívida (% CDI)    | 110%     | 120%     | Custo Dívida (% CDI)    | 110%     | 120%     |
| Alavancagem (ND/Ebitda) | 2.0x     | 4.0x     | Alavancagem (ND/Ebitda) | 2.0x     | 4.0x     |
| Receita                 | 1,000    | 1,000    | Receita                 | 1,000    | 1,000    |
| EBITDA                  | 150      | 150      | EBITDA                  | 150      | 150      |
| Mg Ebitda               | 15%      | 15%      | Mg Ebitda               | 15%      | 15%      |
| Desp. Fin.              | -45      | -99      | Desp. Fin.              | -30      | -65      |
| Imposto                 | -26      | -13      | Imposto                 | -30      | -21      |
| Lucro Líquido           | 78       | 38       | Lucro Líquido           | 90       | 64       |
| Mg Líquida              | 8%       | 4%       | Mg Líquida              | 9%       | 6%       |
| Múltiplo P/E            | 15.0x    | 12.0x    | Múltiplo P/E            | 15.0x    | 12.0x    |
| Mkt Cap                 | 1,177    | 459      | Mkt Cap                 | 1,353    | 767      |
|                         |          |          | Alta/Queda              | 15%      | 67%      |

O exercício parte de 2 hipóteses principais:

Hipótese 1: Receita, alavancagem e margens ebitda constantes (realista)

Hipótese 2: Múltiplos permanecem constantes (pouco realista)

Observando os resultados, notamos que ambas as cias tendem a se beneficiar da queda de juros com valorizações (tudo mais constante) de 15% e 67% para A e B, respectivamente. O curioso, entretanto, é que ambientes de juros mais baixos também tendem a coincidir com múltiplos estruturais mais altos para todas as cias, ou seja, não parece realista considerar o múltiplo P/E atual como estático. Como exercício, podemos também realizar a sensibilidade da valorização das duas cias a potenciais expansões de múltiplo abaixo:

|            |     | Múltiplo da Empresa A (menos alavancada) |     |     |     |     |     |     | Múltiplo da Empresa B (mais alavancada)   |     |     |     |      |      |      |      |     |
|------------|-----|--|-----|-----|-----|-----|-----|-----|---|-----|-----|-----|------|------|------|------|-----|
|            |     | 12x                                      | 13x | 14x | 15x | 16x | 17x | 18x |   |     | 9x  | 10x | 11x  | 12x  | 13x  | 14x  | 15x |
| Juros 2024 | 6%  | 0%                                       | 8%  | 16% | 24% | 33% | 41% | 49% | 6% <td>57%</td> <td>75%</td> <td>92%</td> <td>109%</td> <td>127%</td> <td>144%</td> <td>162%</td> | 57% | 75% | 92% | 109% | 127% | 144% | 162% |     |
|            | 7%  | -3%                                      | 5%  | 13% | 21% | 29% | 37% | 46% | 7% <td>46%</td> <td>63%</td> <td>79%</td> <td>95%</td> <td>112%</td> <td>128%</td> <td>144%</td>  | 46% | 63% | 79% | 95%  | 112% | 128% | 144% |     |
|            | 8%  | -5%                                      | 2%  | 10% | 18% | 26% | 34% | 42% | 8% <td>36%</td> <td>51%</td> <td>66%</td> <td>81%</td> <td>96%</td> <td>111%</td> <td>126%</td>   | 36% | 51% | 66% | 81%  | 96%  | 111% | 126% |     |
|            | 9%  | -8%                                      | 0%  | 7%  | 15% | 23% | 30% | 38% | 9% <td>25%</td> <td>39%</td> <td>53%</td> <td>67%</td> <td>81%</td> <td>95%</td> <td>109%</td>    | 25% | 39% | 53% | 67%  | 81%  | 95%  | 109% |     |
|            | 10% | -11%                                     | -3% | 4%  | 12% | 19% | 27% | 34% | 10% <td>15%</td> <td>27%</td> <td>40%</td> <td>53%</td> <td>66%</td> <td>78%</td> <td>91%</td>    | 15% | 27% | 40% | 53%  | 66%  | 78%  | 91%  |     |
|            | 11% | -13%                                     | -6% | 1%  | 9%  | 16% | 23% | 30% | 11% <td>4%</td> <td>16%</td> <td>27%</td> <td>39%</td> <td>50%</td> <td>62%</td> <td>74%</td>     | 4%  | 16% | 27% | 39%  | 50%  | 62%  | 74%  |     |
|            | 12% | -16%                                     | -9% | -2% | 6%  | 13% | 20% | 27% | 12% <td>-6%</td> <td>4%</td> <td>14%</td> <td>25%</td> <td>35%</td> <td>45%</td> <td>56%</td>     | -6% | 4%  | 14% | 25%  | 35%  | 45%  | 56%  |     |

Por fim, reflexões e exercícios como este têm permeado nosso ambiente de discussão em busca das melhores alternativas para combinarmos geração de alfa e prevenção a perdas permanentes em um eventual novo ciclo de valorização a bolsa doméstica.

## Comentário de Desempenho

O **Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA** apresentou rentabilidade de +4,15% no mês de junho. Acumula nos últimos 12 meses +18,20% e +56% desde o início.

O desempenho do mês foi impulsionado pelo bom desempenho dos books de renda variável de Brasil (direcional e volatilidade), enquanto as posições em aplicadas em juros americanos e venda de S&P apresentaram retornos negativos. A utilização de risco continua próxima das médias históricas do fundo.

Em junho a bolsa brasileira consolidou o movimento de recuperação iniciado no mês anterior, convergindo aos demais ativos domésticos que já vinham performando muito bem nos meses anteriores. Contribuíram para essa performance o fluxo positivo de notícias (aprovação do arcabouço fiscal, dados baixistas de inflação), dados de crescimento mais forte que o esperado e a perspectiva de corte de juros na reunião do BC em agosto. Os destaques positivos de nossa carteira foram Banco do Brasil (BBAS3), Grupo Mateus (GMAT3) e BTG (BPAC11), enquanto os maiores detratores foram VALE (VALE3) e PetroReconcavo (RECV3). Finalizamos o mês com exposição líquida em torno de 90% com hedges no índice e posição vendida no S&P.

Em renda fixa mantivemos a posição aplicada nas *treasuries* de 10 anos e fizemos aumentos marginais na medida em que os *leading indicators* que acompanhamos continuam apontando para uma desaceleração mais acentuada da economia americana pela frente.

Por fim, zeramos a posição comprada em ouro por enxergamos melhor assimetria concentrando a visão sobre desaceleração nos juros nominais dos EUA.

| <i>Long Biased</i>                | Mês   | Ano   | 12 meses | 24 meses | Desde o início | PL Atual       | PL Médio 12M   | Início   |
|-----------------------------------|-------|-------|----------|----------|----------------|----------------|----------------|----------|
| Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA | 4,15% | 5,33% | 18,20%   | -14,67%  | 55,88%         | R\$ 84,511,120 | R\$ 82,351,692 | 29/03/18 |
| IPCA + 6% a.a.                    | 0,41% | 5,83% | 8,13%    | 28,23%   | 80,44%         |                |                |          |
| IBOV                              | 9,00% | 7,61% | 19,83%   | -6,87%   | 38,33%         |                |                |          |

| Indicadores | Mês   | Ano   | 12 meses | 24 meses |
|-------------|-------|-------|----------|----------|
| CDI         | 1,07% | 6,50% | 13,54%   | 23,38%   |
| IBOVESPA    | 9,00% | 7,61% | 19,83%   | -6,87%   |
| IPCA + 6%   | 0,41% | 5,83% | 8,13%    | 28,23%   |



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](http://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](http://www.intrag.com.br)) e da [cvm \(www.cvm.gov.br\)](http://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](http://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 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.