

### Cenário Econômico

#### Focos de oportunidades se sobressaem a risco global crescente

O desenrolar da invasão russa em território ucraniano continuou sendo o eixo central para os mercados durante o mês de março. Com as informações que temos até o momento em que escrevemos esta carta, não há indicações conclusivas de que um acordo esteja iminente, assim como ainda parece cedo para afastar a possibilidade de que as fortes sanções econômicas à Rússia possam reverberar de forma mais preocupante nos mercados globais. De qualquer forma, a nova conjuntura que o conflito militar trouxe é de mais pressão inflacionária global trazida pela alta do preço do petróleo e de outras *commodities*, em conjunto com um efeito de desaquecimento em parte importante da economia mundial, em especial na Europa. Mas em que medida as implicações desta nova conjuntura ficaram próximas do que esperávamos no início do mês, e aonde fomos surpreendidos?

No campo das implicações que ficaram dentro do esperado, houve uma sustentação dos preços de *commodities* em níveis elevados, intensificando o foco inflacionário que já se desenhava na economia global em início de "late cycle". O ponto, porém, é que esses preços desaceleraram seu ritmo de alta ou até tiveram correções em alguns casos, a despeito da continuidade do conflito militar e de um aumento efetivo nas sanções econômicas à Rússia. Dessa forma, os níveis de preços de *commodities* ainda estão bastante aquém de patamares que levariam a uma interrupção da recuperação cíclica global, confirmando nossa inclinação a um cenário no qual o aumento do risco inflacionário será mais relevante do que o efeito negativo sobre o crescimento global.

De fato, este cenário parece ter se confirmado, durante o mês de março, tanto no mercado acionário como no de juros. A grande maioria das bolsas no mundo mostrou alta relevante, com exceção de algumas bolsas em países asiáticos, que refletiram políticas de restrição à mobilidade na China em meio a novo foco de Covid, além de questões regulatórias. E a alta nas curvas de juros seguiu em curso de forma global, confirmando a visão de que a normalização das condições monetárias das principais economias avançadas seguirá em curso, com bancos centrais vigilantes a sinais de contaminação das expectativas de inflação – mesmo na Zona do Euro, região cujas matrizes energéticas e cadeias produtivas foram relativamente mais afetadas pelo conflito militar.

No caso específico do Federal Reserve (banco central dos EUA), o mercado voltou a precificar uma alta de juros mais rápida ao longo deste ano e, embora o achatamento da curva de juros entre os segmentos de 2 e 10 anos tenha levantado o sinal de alerta para o risco de recessão, acreditamos que um conjunto amplo de indicadores ainda sugere que este risco é baixo no curto prazo. Nesse contexto, prosseguimos com nossa visão de preferência por ativos que protejam contra a inflação (incluindo mercados acionários de forma seletiva) e de sustentação de preços de *commodities* em níveis elevados.

Por fim, no campo das surpresas, chamamos atenção para o fato de que um ambiente de elevadas incertezas geopolíticas e de alta de juros em economias avançadas não tem levado a uma aversão a risco generalizada. Em alguns mercados emergentes, pôde-se observar dinâmicas bastante positivas em bolsas, moedas, crédito corporativo e soberano. A América Latina foi destaque deste movimento, tanto porque o ambiente de alta em preços de *commodities* afeta positivamente boa parte dos países da região e os bancos centrais já fizeram boa parte do aperto monetário necessário, mas também porque a região é mais

isolada do conflito e, talvez, fosse um dos poucos focos de oportunidade em termos de risco/retorno em um mundo com liquidez ainda excessiva. Justamente por nossa visão cautelosa sobre as implicações para os mercados emergentes das incertezas geopolíticas e da alta de juros nas economias avançadas, mas também devido ao calendário político e riscos fiscais, mantemos nosso norte de posicionamentos táticos em mercados emergentes.

## Comentário de Desempenho

### Estratégia Retorno Absoluto

O fundo **Trafalgar Victory FIC FIM** apresentou rentabilidade de +2,20% no mês de março. Acumula nos últimos 12 meses +6,43% e +17% desde o início.

O resultado do mês foi puxado pelo bom desempenho do book de renda variável (Brasil e Global) e posições aplicadas em juros reais no Brasil, sem perdas relevantes nos demais mercados. O fundo, tal como no mês anterior, manteve uma baixa utilização de risco ao longo do período.

Em Março observamos o terceiro mês seguido de forte fluxo de investidores estrangeiros para a bolsa brasileira, movimento que tem mais que compensado os resgates dos institucionais locais. Tal movimento tradicionalmente privilegia *large caps* (bancos e *commodities*, principalmente) em um primeiro momento, porém, em março, começamos a observar uma dinâmica melhor também para outros setores. Fica o questionamento se este *rotation* em direção a setores mais ligados à atividade doméstica de fato se iniciou ou foi pontual. Os destaques positivos da carteira foram VAMOS (VAMO3) e B3 (B3SA3), enquanto os maiores detratores foram Grupo Mateus (GMAT3) e Hapvida (HAPV3). Fechamos o mês novamente com baixa exposição líquida à Renda variável (Brasil – 15% e EUA – 5%).

Performance Attribution		
	Março	2022
<b>Renda Variável</b>	<b>1.88%</b>	<b>4.19%</b>
Brasil	0.56%	2.33%
Latam	0.01%	-0.56%
Global	1.31%	2.41%
<b>Volatilidade</b>	<b>0.04%</b>	<b>0.84%</b>
Brasil	0.61%	1.61%
Latam	0.00%	0.00%
Hedge	-0.57%	-0.77%
<b>Juros</b>	<b>0.12%</b>	<b>0.49%</b>
Brasil	0.29%	0.12%
Global	-0.16%	0.38%
<b>Moedas</b>	<b>-0.15%</b>	<b>0.43%</b>
Latam	0.15%	0.68%
Global	-0.30%	-0.24%
Brasil	0.00%	0.00%
<b>Caixa</b>	<b>0.72%</b>	<b>1.64%</b>
<b>Custos</b>	<b>-0.33%</b>	<b>-0.83%</b>
<b>Outros</b>	<b>-0.07%</b>	<b>-0.01%</b>
<b>Total</b>	<b>2.20%</b>	<b>6.75%</b>

Em renda fixa internacional mantivemos posições tomadas nos juros americanos (*Treasury* de 10 anos e juros reais longos), em linha com nosso no cenário de necessidade de redução dos estímulos e aperto das condições financeiras na economia americana o quanto antes. Por outro lado, reconhecemos que os riscos associados à guerra, inflação elevada por mais tempo e menor crescimento global aumentam o temor de recessão, embora não seja nosso cenário base. Neste equilíbrio entre necessidade de aperto/normalização monetária e riscos relevantes de desaceleração optamos por operar de forma mais tática a curva de juros americana. Na curva brasileira encerramos a operação comprada em inclinação e seguimos

umentando a posição comprada em NTNBs com visão de bom *carry* e proteção inflacionária.

Em moedas zeramos a posição comprada no SEK citada na carta anterior dado o momento ruidoso de Europa e seguimos com um *play* relativo entre EMs: comprados em CLP e vendidos em MXN e ZAR, cujo racional se baseia, entre outros, no benefício da alta de *commodities* para o CLP e situação inversa para o MXN e ZAR, que também devem se mostrar mais vulneráveis à alta de juros nos EUA. Adicionalmente, temos uma posição comprada em AUD x USD que se beneficia, entre outros motivos, do patamar de preço elevado das *commodities* metálicas e da tendência ao banco central da Austrália sinalizar altas de juros mais próximas e mais intensas do que o precificado pelos mercados.

### Estratégia Long Biased

O fundo **Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA** apresentou rentabilidade de 4,77% no mês de março. Acumula nos últimos 12 meses -0,76% e +67% desde o início.

Em março o Brasil continuou sendo um dos grandes destaques dos mercados globais, tanto pelo bom desempenho da bolsa quanto pela moeda. O fluxo de investidores estrangeiros continuou forte e, a princípio, segue ininterrupto. Em um ano de inflação mais alta que o esperado, eleições, crescimento pífio, guerra na Europa e alta de juros no mundo desenvolvido nos chama atenção o desempenho do Brasil. Se alguém pudesse, na virada do ano, “ver o futuro” dos 3 meses frente certamente não apostaria em um desempenho tão forte dos ativos brasileiros. O que explica essa performance?

Longe de buscarmos uma resposta precisa, o que nos parece mais razoável é entender que um conjunto de fatores ajudam a explicar o movimento: (i) *valuation* (de forma agregada) depreciado; (ii) alta exposição à *commodities*; (iii) distância do conflito; (iv) estágio do ciclo de aperto monetário; dentre outros. De todo modo, o fator que nos pareceu preponderante neste contexto foi o nível de *valuation* que as cias negociavam na bolsa brasileira, sobretudo as empresas do setor financeiro e de *commodities* que representam parte muito relevante do índice Bovespa.

Sobre empresas do setor de *commodities*, talvez por estarem inseridas na discussão macro doméstica a respeito dos riscos fiscais, taxas de juros reais longas, inflação etc., observamos que as cias negociavam com um prêmio de risco excessivo vis-à-vis a qualidade de seus ativos e perspectivas de geração de caixa tangível no curto prazo. Vale lembrar que tais empresas são muito pouco impactadas pelos vetores macroeconômicos domésticos. De forma análoga, por outro ângulo, os preços das ações só se justificavam sob premissas muito pessimistas a respeito dos preços de longo prazo das respectivas *commodities*. Como partimos do pressuposto de não fazer grandes *assumptions* a respeito dos preços de *commodities*, o investimento em tais cias naturalmente se apresentavam com elevada margem de segurança e foi parte importante da nossa alocação nos últimos trimestres.

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 87% (77% Brasil e 10% internacional) 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	2,20%	6,75%	6,43%	16,11%	16,98%	R\$ 62,739,566	03/05/18
% CDI	236,85%	272,72%	100,19%	177,34%	81,21%		

Long Biased	Mês	Ano	12 meses	24 meses	Desde o início	PL Atual	Início
Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA	4,77%	10,71%	-0,76%	49,58%	67,13%	R\$ 71,766,528	29/03/18
IPCA + 6% a.a.	1,79%	4,31%	17,56%	32,11%	60,35%		

Indicadores	Mês	Ano	12 meses	24 meses
CDI	0,92%	2,42%	6,42%	8,79%
IBOVESPA	6,06%	14,48%	2,89%	64,34%
IPCA + 6%	1,79%	4,31%	17,56%	32,11%



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 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.