

Cenário Econômico

Alinhando a frota para 2022

Em dezembro assistimos à continuidade de forte aumento de casos de Covid ligados à nova variante, o que já havia afetado negativamente os mercados no mês anterior. Entretanto, parece estar sendo confirmado que, embora a transmissibilidade da nova variante seja maior, os sintomas têm sido mais leves, gerando menos pressão nos sistemas de saúde do que em ciclos passados. Tivemos também indícios de que a infecção pela nova variante faz aumentar a imunidade para a Covid de forma ampla, o que, em conjunto com o avanço nas vacinações, aponta para a possibilidade da transição de uma pandemia para uma endemia global ao longo de 2022. Diante deste quadro, as medidas de restrição à mobilidade adotadas pelos governos mundo afora têm sido seletivas e menos intensas do que o temido.

Outros dois fatores cruciais de risco para mercados também emitiram sinais positivos em dezembro. O primeiro deles é que, mesmo que o banco central dos EUA (Fed) tenha diminuído ainda mais o ritmo de compra de ativos e o mercado tenha antecipado o início da alta de juros pelo Fed, o impacto sobre o ambiente de risco foi bastante moderado. O segundo é que, diante de uma nova onda de Covid e da forte desaceleração no setor imobiliário, o banco central chinês anunciou medidas efetivas para aumentar a liquidez na economia e impulsionar o crédito. Nesse sentido, é interessante notar que, durante os últimos meses, as tendências para os juros de longo prazo têm sido em direções opostas para os EUA (alta) e a China (baixa).

Foi neste contexto que, após a maior aversão a risco ocorrida em novembro, houve uma recuperação em dezembro da maior parte das bolsas no mundo e de *commodities*, enquanto os juros dos títulos do governo americano retomaram tendência de alta moderada e os *spreads* de crédito se comprimiram. Por outro lado, não foi possível observar uma tendência definida para as moedas que, com algumas exceções, tiveram movimento limitado em dezembro. Especificamente para o Brasil, enquanto a recuperação na bolsa e a queda do risco soberano seguiram este contexto global, chamou atenção a compressão importante ocorrida na curva de juros, que refletiu também a desaceleração da atividade econômica e indícios de que inflação está chegando ao pico. Vale lembrar que, no Brasil, mesmo após a aprovação do orçamento de 2022, o risco fiscal continua presente através das pressões por reajustes nos salários do funcionalismo público.

Para 2022, atribuímos maior probabilidade a um cenário de continuidade da recuperação cíclica da economia global, com a normalização monetária sendo implementada de forma gradual e comunicada de forma eficiente pelos principais bancos centrais, e a pandemia de Covid transitando para uma situação de endemia global. Com isso, a tendência de alta em bolsas deve continuar, embora de forma menos acentuada, as *commodities* devem se manter em patamares altos e os juros globais devem seguir subindo gradualmente. Para os mercados emergentes, que já tiveram correção importante em suas curvas de juros e moedas, antevemos oportunidades relevantes nesse cenário, embora de maneira seletiva. Os principais riscos em torno deste cenário de maior probabilidade são, por um lado, o recrudescimento da pandemia levando a uma nova recessão global e, por outro, uma maior disseminação inflacionária global, que levaria a reações mais fortes dos bancos centrais de países desenvolvidos, com efeitos negativos sobre liquidez global e mercados emergentes.

Na América Latina, com os principais bancos centrais surpreendendo pelo lado conservador (mais aperto monetário) ao longo de dezembro, o cenário de desaceleração econômica, com pressões inflacionárias e fiscais, seguirá desafiador, e isso será acentuado pelo ambiente político: eleições na Colômbia e no Brasil; novo governo de esquerda no Chile (com tensões no Congresso e na Comissão Constituinte); nova onda de intervencionismo estatal na segunda metade do mandato de Lopez Obrador no México. Nesse sentido, o Brasil se destaca como um dos destinos onde o aperto monetário terá sido maior, o que se somará à volatilidade trazida pelas eleições presidenciais. A depender da evolução do risco fiscal e do cenário eleitoral, os preços bastante descontados dos ativos brasileiros poderão gerar boas oportunidades em 2022.

Comentário de Desempenho

Estratégia Retorno Absoluto

O fundo **Trafalgar Victory FIC FIM** apresentou rentabilidade de +3,39% no mês de dezembro. Acumula nos últimos 12 meses +0,09% e +9,58% desde o início.

O desempenho do mês reflete, principalmente, o forte desempenho da carteira base comprada em ações e das posições aplicadas em juros nominais no Brasil. Não houve perda relevante nos demais mercados.

Conforme destacado em nossa carta anterior, apesar da deterioração dos fundamentos da economia brasileira nos últimos meses, entendíamos que o patamar de preços de algumas classes de ativos domésticos já embutia uma boa dose de pessimismo. Diante deste cenário fizemos aumentos graduais na exposição líquida ao longo do último mês, refletindo-se no bom desempenho de dezembro. Do lado micro os destaques positivos foram Bradespar (BRAP4) e Multilaser (MLAS3) e Vamos (VAMO3). Encerramos o período com alocação líquida comprada de 34%.

No mercado de renda fixa local começamos a aumentar nossa posição aplicada em vértices intermediários da curva com mais intensidade no final do mês anterior, pois avaliamos que os patamares embutiam um prêmio de risco excessivo. Com os primeiros sinais de pico da inflação, surgimento da variante Ômicron e a perda de ímpeto da atividade observada no período, houve um fechamento de mais de 100bps da curva doméstica em poucas semanas, beneficiando nosso posicionamento. Embora os prêmios de risco ainda permaneçam altos, entendemos que a assimetria para a posição aplicada já não é mais tão favorável quanto

Performance Attribution		
	Dezembro	2021
Renda Variável	1.84%	-1.75%
Brasil	1.43%	-1.83%
Latam	0.30%	-0.66%
Global	0.11%	0.74%
Volatilidade	0.23%	0.12%
Brasil	0.23%	0.12%
Latam	0.00%	0.00%
Juros	0.88%	1.70%
Brasil	0.80%	0.48%
Global	0.07%	1.23%
Moedas	0.09%	0.18%
Latam	0.00%	-0.24%
Global	0.09%	0.53%
Brasil	0.00%	-0.11%
Caixa	0.55%	2.71%
Custos	-0.20%	-2.89%
Outros	0.00%	0.02%
Total	3.39%	0.09%

anteriormente, o que nos levou a reduzir substancialmente a posição. Em renda fixa global seguimos com a posição tomada em juros americanos (vértice de 10 anos), sem posicionamento específico na inclinação da curva. O surgimento da nova variante Ômicron tornou o cenário de normalização da política monetária americana um pouco mais incerto no curto prazo, porém, acreditamos que os fatores estruturais e cíclicos continuam presentes e apontam para juros mais altos.

Em moedas encerramos nossa posição de BRL x EUR, capturando ganhos moderados em função da desvalorização do EUR. Não temos posições em moedas atualmente.

Conforme discutido na carta anterior, o cenário de piora em W da atividade já havia sido objeto de discussão e implementamos um hedge com opções de petróleo assim que as primeiras notícias surgiram. Seguimos com a posição de hedge apesar dos riscos aparentemente terem se reduzido na margem.

Estratégia Long Biased

O fundo **Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA** apresentou rentabilidade de +6,61% no mês de dezembro. Acumula nos últimos 12 meses -11,06% e +50,96% desde o início.

Observamos uma descompressão de risco relevante na bolsa brasileira ao longo do mês de dezembro, fruto de um movimento (ainda pequeno) de redução da curva de juros aliado a notícias marginalmente positivas sobre a potencial severidade da nova variante Ômicron. Entretanto, os fatores de risco estruturais (inflação, fiscal, política etc.) que fazem com o que a bolsa brasileira negocie muito abaixo de seus patamares históricos de *valuation* permanecem latentes e não esperamos nenhuma reversão estrutural de tendência no curto prazo. Como se não bastasse, o ano eleitoral que se inicia traz desafios adicionais em termos de volatilidade e avaliação de cenários.

No lado micro, conforme já comentamos, não vislumbramos um cenário de *stress* para o balanço das empresas tal como observado no último momento de forte aperto de condições financeiras (2015/2016), o que pode ser considerado um aspecto positivo do momento atual. Por outro lado, a perda de ímpeto da atividade doméstica e o contexto de queda de renda real tem nos surpreendido na margem, tornando ainda mais desafiador uma recuperação mais ampla de lucros na bolsa brasileira em 2022. Neste cenário, permanece a já citada excessiva dependência dos lucros de poucas cias (VALE, Petrobrás, Itaú, Bradesco e Banco do Brasil) quando olhamos as perspectivas de EPS do índice Bovespa de forma agregada.

Não obstante o cenário citado no parágrafo anterior, continuamos observando patamares de *valuation* muito atraentes em diversas cias que acompanhamos. O cenário de Brasil sem dúvida permanece nebuloso (como quase sempre é), porém, a margem de segurança para o investimento de médio e longo prazo em algumas cias têm nos chamado atenção. Como exemplo podemos citar Vamos (VAMO3) e Grupo Mateus (GMAT3), duas cias com trajetórias de crescimento futuro bastante sólidas na nossa visão.

Com relação à carteira, permanecemos com posições semelhantes ao mês anterior, com destaque para nosso posicionamento em mineração, saúde, *rental* (pesados e leves) e-commerce LATAM e serviços financeiros. Finalizamos o período com uma alocação líquida comprada em renda variável em torno de 88% 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	3,39%	0,09%	0,09%	0,34%	9,58%	R\$ 58,914,787	05/03/18
% CDI	438,03%	2,17%	2,17%	4,81%	54,09%		

Long Biased	Mês	Ano	12 meses	24 meses	Desde o início	PL Atual	Início
Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA	6,61%	-11,06%	-11,06%	5,06%	50,96	R\$ 63,442,950	03/29/18
IPCA + 6% a.a.	1,18%	16,55%	16,55%	29,09%	53,56%		

Indicadores	Mês	Ano	12 meses	24 meses
CDI	0,76%	4,40%	4,40%	7,29%
IBOVESPA	2,85%	-11,93%	-11,93%	-9,60%
IPCA + 6%	1,18%	16,55%	16,55%	29,09%



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.