

Cenário Econômico

Digerindo a nova fase do ciclo econômico

Quando passamos da fase inicial do ciclo econômico para o chamado “*late-cycle*”, o pano de fundo é um crescimento econômico ainda forte, mas os sinais de que a utilização de recursos está pressionada (sobretudo no mercado de trabalho) começam a trazer alertas para a inflação, alimentando a percepção de que a política monetária está muito frouxa. No ciclo global que estamos vivendo, a fase inicial não teve a inflação tipicamente baixa devido às fricções geradas pela pandemia, o que dificultou ver com clareza esse padrão. De qualquer forma, aqui estamos: a confirmação de que a variante Ômicron não está gerando grandes restrições à mobilidade e coincidindo com um cenário de crescimento acelerado nos principais blocos econômicos, enquanto sinais inflacionários preocupantes começam a vir de mercados de trabalho já apertados em boa parte do mundo desenvolvido.

Isso tem levado a reações dos principais bancos centrais dos países desenvolvidos, com o grande destaque de janeiro sendo a reação do Federal Reserve nos EUA: após confirmar o plano de voo traçado em dezembro de terminar as compras de ativos em março e começar a subir os juros a partir de então, traçou uma perspectiva mais preocupada com o aperto do mercado de trabalho e o risco de aumento nas expectativas de inflação, sinalizando que os juros serão sua principal ferramenta de atuação. Somou a isso a sinalização de que a diminuição de seu balanço de ativos, embora subordinada à política de juros, será provavelmente muito mais pronunciada do que em episódios anteriores. Isso levou a uma elevação relevante na curva de juros dos EUA, com destaque para a parte mais curta, além de fortalecimento do dólar e alta acentuada na volatilidade. Os mercados acionários sofreram fortes correções, sobretudo em setores mais sensíveis a risco como tecnologia, enquanto preços de *commodities* de forma geral ainda se mantiveram em alta. À sensação de que o “*late-cycle*” possa ser mais curto do que em episódios passados, juntam-se os fatores de risco que não convém esquecer: tensão geopolítica em torno da Ucrânia, desaquecimento da economia chinesa, limites fiscais dos países no pós-pandemia que começam a se tornar mais claros com juros mais altos e a possibilidade de surgimento de uma nova variante mais severa do que a Ômicron.

Dentre todos esses riscos, o mais importante para a duração deste “*late-cycle*” será, em nossa visão, a dinâmica de inflação global e, em última análise, a necessidade de reação de bancos centrais dos países desenvolvidos, com destaque para o Federal Reserve. O ponto fundamental a reter é que, historicamente, esta fase do ciclo econômico ainda é positiva para mercados acionários em economias avançadas e para *commodities*, mas o cenário é de forma geral negativo para mercados emergentes, em especial para os mercados de câmbio e juros.

Apesar disso, chamou nossa atenção a performance positiva de bolsas e moedas nas principais economias da América Latina, com exceção do México. Isso ocorreu a despeito de uma alta importante nas curvas de juros locais, em um contexto de alta nos juros internacionais e, também, respondendo a fatores internos: cenário de inflação corrente e expectativas piorando e levando os bancos centrais a reagirem (Chile, Colômbia, México) e sinais de persistência de fragilidade fiscal (Brasil). Acreditamos que, dada a forte correção ocorrida ao longo do ano passado (juros, moedas e bolsas), os gestores já começam a enxergar alguns preços favoráveis à entrada na América Latina. Embora continuemos cautelosos para a performance em mercados emergentes nos próximos trimestres, a

possibilidade de um “late-cycle” mais prolongado pode trazer oportunidades relevantes na região.

Especificamente para o Brasil, diante do aperto considerável nas condições financeiras, nossas projeções para crescimento e inflação estão abaixo do consenso, o que pode trazer oportunidades na curva de juros caso esta percepção se consolide de forma mais ampla. Vale lembrar, também, que a moeda e a bolsa já mostram assimetrias favoráveis. Acima de tudo, no entanto, será um ambiente de elevada volatilidade, que no Brasil não responde somente ao contexto internacional, mas também ao ano eleitoral. O mapeamento da tipicidade característica da volatilidade nesses períodos eleitorais é fundamental para que o posicionamento em boas oportunidades seja feito de forma a minimizar o risco.

Comentário de Desempenho

Estratégia Retorno Absoluto

O fundo **Trafalgar Victory FIC FIM** apresentou rentabilidade de +3,86% no mês de janeiro. Acumula nos últimos 12 meses +4,36% e +13,81% desde o início.

O forte desempenho no mês foi reflexo do bom desempenho da carteira de ações brasileiras, da posição tomada em juros americanos e do *book* de moedas. As perdas, em menor magnitude, ocorreram na posição de juros Brasil (já encerrada).

O ano de 2022 começou de forma bastante turbulenta para as bolsas globais, em especial nos mercados desenvolvidos. Entretanto, a combinação de um nível de *valuation* bastante depreciado (fruto do mal desempenho em 2021) associado a um perfil de empresas mais relacionadas à *commodities* e *value* (“old economy”) fez com que o Ibovespa tivesse uma performance bastante positiva em janeiro.

Os destaques positivos da nossa carteira base no mês foram B3 (B3SA3), BTG Pactual (BPAC11) e Hapvida (HAPV3), enquanto as perdas, em menor magnitude, concentraram-se em Multilaser (MLAS3) e JBS (JBSS3). Aproveitamos o bom desempenho da bolsa brasileira neste início de ano para reduzir substancialmente a exposição líquida em ações brasileiras para 26% (vs 34% no final de dezembro).

No mercado de renda fixa global observamos a convergência para nosso cenário de alta de juros em países desenvolvidos, materializado na nossa posição tomada em juros americanos (vértice de 10 anos) comentada na carta anterior. Aproveitamos este movimento para realizar parte dos ganhos da posição, mas continuamos com a perspectiva de que o ciclo de aperto monetário tende a ser mais duro do que o atualmente precificado pelo mercado,

Performance Attribution		
	Janeiro	2022
Renda Variável	2.30%	2.30%
Brasil	2.14%	2.14%
Latam	-0.50%	-0.50%
Global	0.65%	0.65%
Volatilidade	0.79%	0.79%
Brasil	0.79%	0.79%
Latam	0.00%	0.00%
Juros	0.10%	0.10%
Brasil	-0.41%	-0.41%
Global	0.51%	0.51%
Moedas	0.35%	0.35%
Latam	0.35%	0.35%
Global	0.00%	0.00%
Brasil	0.00%	0.00%
Caixa	0.54%	0.54%
Custos	-0.22%	-0.22%
Outros	0.00%	0.00%
Total	3.86%	3.86%

em especial quando observamos os patamares de juros reais longos da curva americana. Finalizamos o mês sem posição na curva de juros brasileira.

Em moedas iniciamos posições compradas em CLP x EUR e USD x MXN. No caso do CLP x EUR a posição convergiu de forma mais rápida que o esperado e decidimos encerrá-la com ganhos antes da reunião do FOMC. No caso do USD x MXN seguimos com a posição na carteira, alinhada com nosso cenário de perspectiva mais negativa para mercados emergentes em função do ciclo de alta de juros em economias desenvolvidas e fragilidades domésticas.

Estratégia Long Biased

O fundo **Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA** apresentou rentabilidade de +6,66% no mês de janeiro. Acumula nos últimos 12 meses -5,70% e +61% desde o início.

Em janeiro observamos a continuidade do movimento de recuperação da bolsa brasileira. O movimento, desta vez, ocorre não só em função de um patamar de preços e *valuation* muito depreciado (comentado em nossas duas últimas cartas) mas também como reflexo da forte rotação de *growth* para *value* ocorrida globalmente. A bolsa brasileira, por sua composição, possui forte exposição a cases de *commodities* e "old economy", tipicamente setores de *valuation* baixo (perfil *value*) e *cashflow yield* elevado, justamente os ativos mais demandados por investidores globais em ambientes de alta de juros. Esta característica se traduziu na entrada líquida recorde de mais de R\$32 bi de fluxo estrangeiro na bolsa brasileira em janeiro de 2022, compensando boa parte dos resgates de investidores domésticos.

Do lado micro continuamos focando em cias cujos patamares atuais de *valuation* trazem boas assimetrias em nossa visão, independentemente de serem classificadas como *growth* ou *value*. Alguns cases da carteira possuem dinâmicas próprias de crescimento (como VAMOS e Grupo Mateus) e/ou rentabilidade (como VALE e BTG) que, embora não desconectadas das turbulências macroeconômicas típicas de Brasil, tendem a prevalecer e serem mais relevantes para o desempenho do investimento no longo prazo.

Com relação à carteira, permanecemos com posições setoriais semelhantes ao mês anterior, com destaque para nosso posicionamento em mineração, saúde, *rental* (pesados e leves) e serviços financeiros. Finalizamos o período com uma alocação líquida comprada em renda variável em torno de 88% (83% Brasil e 5% 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	3,86%	3,86%	4,36%	4,44%	13,81%	R\$ 61,177,148	03/05/18
% CDI	519,52%	519,52%	87,36%	58,76%	73,33%		

Long Biased	Mês	Ano	12 meses	24 meses	Desde o início	PL Atual	Início
Trafalgar Royal Long Bias FIC FIA	6,66%	6,66%	-5,70%	9,79%	61,01%	R\$ 68,245,064	29/03/18
IPCA + 6% a.a.	1,04%	1,04%	17,00%	29,58%	55,33%		

Indicadores	Mês	Ano	12 meses	24 meses
CDI	0,73%	0,73%	5,01%	7,67%
IBOVESPA	6,98%	6,98%	-2,54%	-1,42%
IPCA + 6%	1,04%	1,04%	17,00%	29,58%



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.