



TRIGONO
CAPITAL

Resenha **MENSAL**

MARÇO 2022



Sobre princesas, príncipes e promessas. E sapos

Prezados investidores e leitores,

Nas últimas três semanas, estive escrevendo a Resenha de março. Com minha história de 40 anos de atuação no mercado financeiro, decidi revisitar eventos e crises que vi e vivi, bem como os efeitos que tiveram no mercado acionário. Relacionei esses eventos com o sobe e desce da bolsa e as inúmeras janelas de oportunidade que se abriram – e ficou evidente como os investidores invariavelmente as ignoram e buscam refúgio na renda fixa ou no dólar.

Mas durante o processo de preparação da Resenha, eis que surge mais uma crise – a segunda envolvendo a Rússia. A primeira, como alguns aqui talvez se lembrem, ocorreu em 1998, e era de natureza predominantemente financeira. Pouco menos de um quarto de século depois, surge outra, de natureza fundamentalmente militar. Decidi que a brevíssima história das crises nos últimos 40 anos podia esperar. Uma nova crise pulou no colo de todos nós. Cumpre-nos, então, tentar entendê-la.

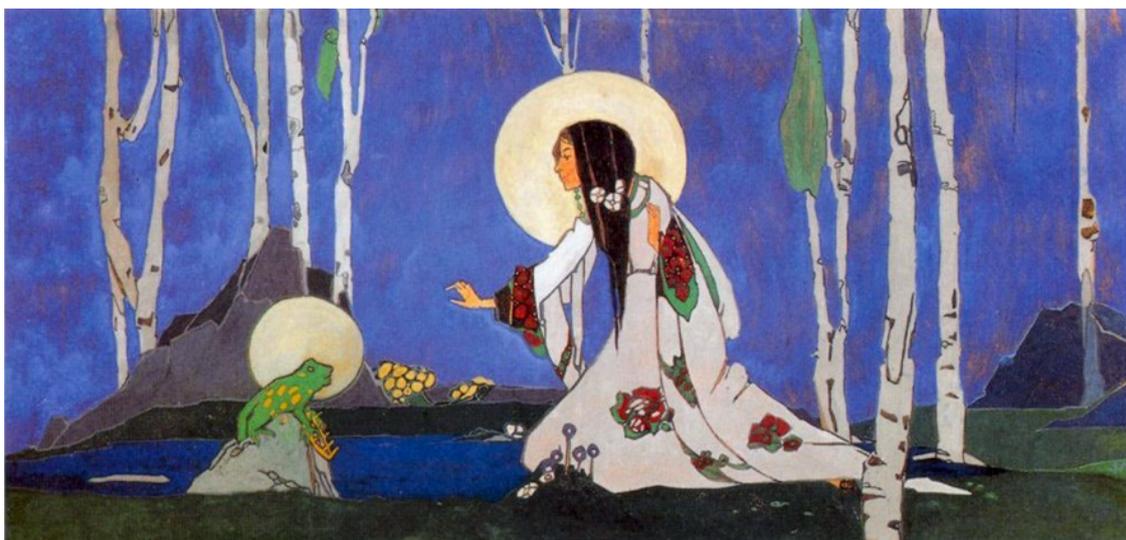
Como já sabem nossos assíduos leitores, sempre tento fazer alguma aproximação com um tema mais distante do mundo financeiro, buscando analogias na história, na filosofia, na literatura, mesmo nas chamadas *hard sciences*, como matemática e física. Desta vez, vamos para o universo das fábulas.

A que se aplica ao caso, a meu ver, é o clássico A Princesa e o Sapo, dos Irmãos Grimm. Não é, como pode parecer, apenas uma história infantil que os pais contam para os filhos na hora de dormir (e contos de fadas, por falar nisso, raramente o são, mas esse é pano para outra manga).

Trata-se, isso sim, de uma lição universal, e que serve para de algum modo ilustrar o atual momento do Brasil em se tratando de investimentos na renda variável, das diferentes visões de investidores locais e estrangeiros e da influência que a Rússia em guerra terá nos próximos meses sobre setores, empresas e países, e especialmente, no mercado financeiro e nas bolsas de valores.

Em resumo: o brinquedo – uma bola de ouro – de uma princesa cai num lago e ela não quer sujar seu vestido para recuperá-lo. Um sapo oferece ajuda, mas em troca pede favores, como a companhia da princesa, para que lhe conte histórias, durma em sua cama e lhe dê um beijo de boa noite. Ela concorda imediatamente, mas esquece rapidamente das promessas feitas. Eis que um dia o sapo aparece sem avisar enquanto ela e o pai, o Rei, jantavam. Ela, no entanto, ignora o sapo. Achando aquilo estranho, o Rei se inteira e cobra da filha o cumprimento da promessa. Ela obedece, a princípio descontente, mas vai se afeiçoando ao sapo – que se mostra uma companhia inteligente e agradável. Por fim, o sapo cobra o beijo. Com certo nojo, ela cumpre a promessa – e o sapo se transforma num príncipe. Ele explica que foi amaldiçoado por uma bruxa e que só voltaria à sua condição de príncipe se beijado por uma donzela.

Desfeito o feitiço, juntaram seus reinos após o casamento e celebraram a união por uma semana inteira.



O Brasil é a princesa, que corteja seus investidores. Estes, por sua vez, são o sapo, que acreditam nela. Como a princesa, o Brasil promete e promete e não entrega o prometido. No caso do Brasil, a história, no entanto, tem um *“plot twist”*, como dizem os roteiristas.

Os investidores (o sapo) acreditaram e fizeram sua parte: alocaram recursos na *“boa ação”* (foram ao lago buscar a bola de ouro), trazendo recursos para o país, investindo em boas empresas (suas ações). Isso faria a performance do mercado como um todo melhorar. No limite, manteria os investidores locais interessados no mercado de renda variável.

A Princesa (o Brasil – no caso, os investidores locais), no entanto, preferiu não esperar que o sapo cumprisse sua parte, e foi buscar outra bola. Ou seja: os investidores daqui correram a renda fixa (e às favas com o vestido limpinho). Sacrificaram o mercado de renda variável.

Como em toda fábula, há uma moral da história. No nosso caso, a moral é: cumpra promessas.

O Brasil é visto uma vez mais como a bola (de ouro?) da vez. Isso vai se desfazer, no entanto, se o país mais uma vez deixar de cumprir suas promessas. Transformar o Brasil numa economia de mercado de fato, realizar as reformas necessárias, privatizar o que pode ser gerido pela iniciativa privada, melhorar a gestão pública através de eficiência. Essas e outras medidas são o que permitirá ao Brasil entregar o que se espera dele, para que deixe de ser o eterno País do Futuro. Algo já foi feito nos últimos anos, como a reforma da previdência, novos marcos regulatórios para os setores de gás, ferrovias e saneamento, privatização de dutos de combustíveis, refinaria de petróleo (um grande marco), combate à corrupção, embora nossa justiça tenha liberado da prisão inúmeros criminosos condenados já em segunda instância, mas a própria justiça não tem celeridade em terminar os processos (nem os condenados em apelar, pois nada lhes acontece), e até nosso Banco Central obtendo maior autonomia, criando o PIX, facilitando a vida dos cidadãos, e reduzindo os custos de transações bancárias. Mas, isso é insuficiente para transformar o sapo no príncipe encantado. Aguardemos, portanto, se o final será feliz, ou a princesa esquecendo-se de suas promessas, para decepção do sapo, nossos investidores estrangeiros.

O final feliz, como o da fábula, seria, com as promessas cumpridas, ver o Brasil crescer e gerar prosperidade para todos os que aqui vivem e para os que investem seu capital. Na fábula adaptada, o Rei é o povo brasileiro, que cobra o cumprimento dessas promessas.

Como o sapo, que acreditou nas promessas, os investidores estrangeiros parecem uma vez mais acreditar – o que se vê nos R\$ 62 bilhões de ingresso líquido em apenas dois meses deste ano e nos R\$ 91 bilhões nos últimos 5 meses, devendo chegar nos R\$ 120 bilhões em março ao completar seis meses de fluxo positivo ininterruptos, conforme ilustramos na tabela abaixo:

Período	Estrangeiro	Investidor Individual	Clube	Institucional	Empresa Púb Priv	Inst Financeiras	Outros
set/21	-4,8	-0,9	-0,5	1,1	4,4	0,3	0,0
out/21	12,4	-4,0	-1,0	-10,6	5,1	-2,9	0,0
nov/21	1,5	-1,4	-0,3	-3,0	3,3	-0,4	0,0
dez/21	14,5	-2,8	-0,5	-13,6	0,9	0,9	0,0
jan/22	32,5	-6,7	-0,3	-28,4	1,6	1,0	0,0
fev/22	30,1	-8,0	-0,4	-23,5	-1,1	1,8	0,7
Total	86,3	-23,9	-3,0	-78,0	14,1	0,7	0,7

Fonte: B3

A grande questão é saber quanto tempo esse fluxo permanecerá. Em março de 2021, o Banco Central iniciou o ciclo atual de aperto monetário elevando a taxa Selic dos 2% em que se encontrava desde agosto de 2020, para 2,75%. Em junho de 2021, um ligeiro solavanco: a taxa vai a 4,25% - e aí o mercado passa a acreditar que altas mais parrudas estão a caminho, num movimento de prazo longo o suficiente até que se contenha a inflação. A bolsa iniciou um movimento de queda ainda em junho (mês em que atingiu um pico de 130.776 pontos), com forte movimento de venda local – e estrangeiros correndo na direção contrária.

Após seis meses rumando para baixo, o índice bateu nos 100.775 pontos em 1º de dezembro, e daí achava-se que, tendo chegado ao fundo, encontraria um alçapão, para cair mais. Desta forma, de 8/6 a 1/12, o índice IBOV acumulou queda de 22,9%. Curiosamente, a Selic teve nova elevação – de 7,75% para 9,25% em 8 de dezembro. Mas a bolsa iniciou uma reação, que contraria a crença de queda quando aumentam as taxas de juros.

Falamos disso já na Resenha anterior, que na realidade não é o que se vê historicamente, especialmente na bolsa norte-americana. Entre 8 de dezembro e 25 fevereiro (mês em que o IBOV fechou em 113.142 pontos) a alta foi de 12,3%, enquanto a taxa Selic subiu de 9,25% para 10,75% (em 2 de fevereiro).

A conclusão é: a força compradora dos investidores estrangeiros acaba por impulsionar a bolsa, com dois motores a favor – Petrobrás (PETR4) e Vale (VALE3), cujas ações subiram 19,5% e 18,4% no ano até 25/2, enquanto o IBOV subiu 7,94%.

Os motivos pelos quais investidores locais vendem e estrangeiros compram são distintos. Os locais querem renda fixa; os estrangeiros vêm atrás de uma das bolsas mais descontadas do mundo, num país visto como fundamentalmente relacionado a *commodities* (petróleo, mineração, agronegócio, celulose etc.), a fim de "*hedgear*" contra a inflação causada por tais produtos. Com o conflito armado entre Rússia e Ucrânia, o Brasil se tornou uma opção ainda mais interessante, favorecendo o mercado de *commodities* com seus preços ascendentes – o que contribui também para bons resultados das empresas.

Outro ponto que favorece a alocação de estrangeiros no Brasil é o fato da Rússia estar sendo rebaixada como alternativa de investimentos em mercados emergentes e excluída dos principais índices, como o MSCI. Os percentuais excluídos da Rússia acabam realocados para mercados como o Brasil, que ganhará maior representatividade nos índices.

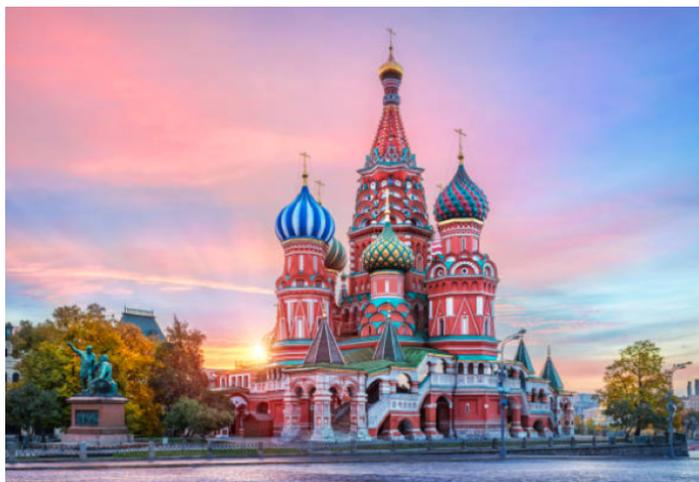
Os estrangeiros também acreditam numa valorização do real, devido ao influxo de capital estrangeiro (adicionado de aplicações em renda fixa e investimentos diretos), além do maior saldo da balança comercial pelo teórico aumento das exportações – via preços e, eventualmente, também por maior volume (notadamente do agronegócio e de minérios). Nesse caso, o ganho vem pela valorização das ações e da moeda local (que, apesar de ser um fator neutro para os locais, gera perdas em investimentos no exterior e ativos precificados em moeda estrangeira, como as criptomoedas).

Para os locais, o conflito gera pressões inflacionárias em combustíveis e alimentos, especialmente grãos e trigo. Em tese, isso prolonga a política monetária de juros elevados. Acreditamos que isso é ineficaz – juros altos locais não têm como conter pressões oriundas de fatores externos. Vejamos com mais detalhes a seguir o que aconteceu e o que está acontecendo na ótica da economia nos cenários internacional e local, e como nos posicionamos estrategicamente diante disso.

Conjuntura Internacional

Em fevereiro, o conflito entre Rússia e Ucrânia teve grande impacto sobre os mercados e seu desenrolar deverá trazer novas consequências. As cadeias logística e produtiva desses países, por exemplo, deverão sofrer disfunções, sem contar os efeitos das sanções já em vigor e de outras que estejam a caminho. Podem ter parecido amenas no início, mas tais sanções foram escalando e, por decisão das próprias multinacionais que atuam na Rússia, o país caminha para uma desglobalização brusca.

A saída rápida do país, com *impairments* e fechamento de sedes, se espalha desde serviços de entretenimento e redes sociais até indústrias e empresas de *commodities*. O número de países para os quais voos saindo da Rússia podem se dirigir está cada vez mais limitado, intensificando o isolamento russo. Foram expulsos do sistema *Swift* sete dos maiores bancos russos (o *Swift* é um importante componente do sistema financeiro mundial, responsável pela comunicação eficiente entre partes interessadas em efetuar pagamentos e transferências).





O congelamento de diversos ativos russos, sejam do Banco Central, de outros órgãos do governo e até de oligarcas, também afetou a capacidade de liquidez do país. A crise de confiança dos mercados com a Rússia se aprofunda com isso, tendo a nota de crédito sido rebaixada diversas vezes nos últimos dias. Existe uma possibilidade considerável de que o país fique insolvente se tal situação permanecer; a Rússia dispõe de mais de US\$ 650 bilhões em reservas, mas parte significativa desses recursos está congelada – e, portanto, inacessível.

Não se sabe quanto os oligarcas e o próprio país estão investidos em criptomoedas – forma invisível de meio de pagamento e “esconderijo” de dinheiro (quem nos acompanha sabe que sou crítico de primeira hora desse tipo de ativo, verdadeiro abrigo para dinheiro sujo e produto de crime, sem qualquer controle). Tudo isso tem gerado enorme incerteza para as exportações russas. Sem contar os impedimentos físicos para o deslocamento de produtos em portos, como nos dos países bálticos. Na Ucrânia, por óbvio, há um impedimento também no fornecimento de produtos para o mercado mundial.

O mercado de ações russo está impedido de abrir, mas a destruição de capital que ocorreu fica clara quando se observa o comportamento de ações e ETFs russos no mercado estrangeiro – ações de bancos do país caíram mais de 90% em questão de dias. Mas os europeus são grandes investidores na Rússia e seus mercados, fundos de pensão e ETFs terão perdas consideráveis, além dos bancos europeus que também sofrerão com a desconfiança de investidores e depositantes. Sem dúvida, a Europa – que ainda tenta se recuperar da crise do subprime, de 2008 – ainda verá um grande impacto em seus negócios, resultante de crise energética, inflação e perda de valor de ativos. Tudo isso em intensidade talvez até maior que as da própria Rússia, pelo efeito cascata em toda a economia continental.

Sendo Ucrânia e Rússia dois importantes produtores de *commodities* nos setores energético, industrial, mineral e agrícola, o impacto causado no mercado foi grande. Na primeira semana de março, tivemos a maior alta do índice de *commodities* da Bloomberg em seus mais de 50 anos de história. Como afirmamos em Resenhas anteriores, a situação da oferta de *commodities* no mundo está cada vez mais difícil, especialmente na área energética, em não pequena parte devido à chegada de um novo ator – o ESG, que impõe grandes barreiras aos investimentos em energia fóssil e bens minerais. A economia global está aquecida com o fôlego dado por todos os estímulos econômicos da pandemia e juros baixos, mas a oferta do mercado de energia não tem conseguido acompanhar a demanda. Uma diminuição na oferta, que sequer foi completamente entendida, pode ser a via para um cenário dramático.

O funcionamento do mercado de *commodities* em situações assim depende muito dos estoques. Preços podem subir em escalas geométricas mesmo, e não em meros percentuais, como viemos a nos acostumar. Façamos aqui uma ligeira manobra aristotélica – uma volta às “coisas primeiras”.

Quando a oferta é menor que a demanda, o preço vai subindo: num *nutshell*, eis aí a descrição da lei universal que muitos governantes tentam manipular – a da oferta e da procura. Bem que tentam torcê-la para adequá-la a seus propósitos, mas essa lei é no mínimo tão sólida quanto outra lei: a da gravidade.

Um estoque tende a ir sendo consumido em ritmos variáveis, e o que se busca como ideal é fazê-lo diminuir de forma adequada a nossos usos, mas ainda assim em ritmo lento. Lento ou não, no entanto,



ele vai se esgotando, e quando chega perto do fim, os preços oscilam – não raro, de forma brusca. Isso pode resultar em *commodities* a preços que se julgava impensáveis. O impacto disso se faz sentir de forma muito relevante em vários setores. Afinal, são matérias-primas: estão entre os itens mais fundamentais de algumas cadeias produtivas, e via de regra são insubstituíveis, porque não há similares. É o que se chama na boa teoria econômica de inelasticidade da demanda.

Muitas vezes, a oportunidade está em *commodities* pouco conhecidas, pouco estudadas e pouco exploradas pelo mercado. É o caso das ferroligas, em particular o ferrosilício, insubstituível em diversas aplicações – como na produção de aço carbono padrão, ainda que represente apenas uma pequena parte da composição, e não pese tanto enquanto custo (talvez menos de 0,2%). Mesmo que seu preço triplique, ou suba ainda mais que isso, o efeito sobre o preço do aço carbono será pequeno, de forma que repasses são viáveis e a variação brusca de preço é possível em cenários de extrema escassez.

A Rússia é o segundo maior produtor mundial, com 580 mil toneladas de silício metálico e de FeSi75% (que é produzido pela Ferbasa). À frente está a China, com 6 milhões de toneladas produzidas em 2021. O Brasil responde por 390 mil toneladas de produção e a Noruega, por 350 mil toneladas, de um total mundial de 8,5 milhões de ton, ou seja, 86% por estes países e a Rússia, o maior exportador e responsável por quase 7% do mercado mundial, além da forte presença em níquel, fertilizantes, alumínio, paládio e platina, terras raras (10% do mundo), petróleo e gás. Quais produtores poderão substituir a Rússia, tendo em vistas tratar-se de recursos naturais e eletrointensivos, num momento que a energia é um problema, especialmente na Europa? E mais: a Rússia voluntariamente deixará de exportar seus metais para países fora da antiga União Soviética. O estratégico níquel (usado também em baterias de veículos elétricos) será um desses metais com enorme impacto em várias cadeias de produção, sem dúvida.

É importante elencar as vendas de *commodities* eletrointensivas como exportações de energia – caso do gás e do carvão. Quando se coíbe a Rússia de exportar aço, alumínio, ferroligas ou certos produtos químicos, o que se faz é impedir que o país exporte energia. E se isso acontece, se faz necessário que outros países supram essa demanda energética.

Nesse sentido, há grande pressão para a volta do Irã ao mercado internacional: o país supriria parte desse déficit energético que o mundo está vivendo. Produção e estoques de petróleo no Irã são consideráveis. Um acordo nesse sentido parece estar próximo, o que pode fazer o grande rally de preços no petróleo arrefecer em parte. Há grande preocupação sobre como isso será feito – com grandes protestos por parte de Israel.

Outro país que pode novamente entrar em negociações é a Venezuela: Maduro é alinhado com Putin e pode existir interesse por parte dos EUA em um grande acordo político que aproxime mais o líder venezuelano do Ocidente – e suas reservas de petróleo, do mercado. Interesses econômicos e políticos muitas vezes se sobrepõem a ideologias e questões ambientais (tema ESG incluído).

Sobre a política monetária internacional, o presidente do Fed (BC dos EUA), Jerome Powell, afirma não ter poder sobre a inflação de oferta (componente importante da inflação atual). O desarranjo inicial na economia global por conta das sanções contra a Rússia é um motivo muito bom para

desacelerar o planejamento inicial da autoridade monetária norte-americana de elevar sua taxa de juros – posição que já foi precificada na curva de juros de lá. O cenário de fortes juros negativos ao redor do mundo permanece, dando mais combustível ao *rally* de preços que vivemos.

Como os fundos de pensão do planeta irão se arranjar? Passivo atuarial disparando com a inflação, devendo esta ser repassada às pensões e aposentadorias; juros rendendo quase nada e muito abaixo da inflação; ações em forte queda na Europa e pesadas perdas com ativos russos. Está dada uma sinuca de bico sem solução. A Europa deverá enfrentar graves problemas em seus diversos sistemas previdenciários e mesmo financeiros.



A covid-19 parece preocupar cada vez menos. Com a rápida queda de infecções novas pela variante Ômicron, diversos países já tornaram as máscaras um acessório optativo, alguns até já rebaixaram a pandemia para endemia, dando mais um impulso para a demanda agregada global.

Expondo brevemente o cenário macro dos mercados, podemos comentar o curioso desempenho das bolsas do mundo. As europeias, sob pressão da integração maior com a Rússia, caíram bastante e apagaram seus ganhos do '*rally pós-covid*', voltando a patamares abaixo do pré-pandemia. Tudo indica que isso não mudará – o que poderá levar investidores para outros mercados, como o norte-americano e mesmo os emergentes. O Brasil então se tornaria uma escolha óbvia, um certo *hedge* para a inflação planetária e contra a escassez de energia.



Quem diria: há um ano, os cavaleiros do apocalipse preconizavam racionamento e apagões por aqui. Olhava-se para um monstro, que impressionaria e assombraria todos. Nada aconteceu. Faz lembrar um pouco o clima do poema “Ozymandias”, do romântico Percy Bysshe Shelley:

***E no pedestal estas palavras aparecem:
“Meu nome é Ozymandias, rei dos reis:
Olhai minhas obras, ó Poderosos, e desesperem-se!”
Nada ao redor permanece. À volta da colossal ruína
Desolada, infinitas e desertas,
As planas e solitárias areias se estendem ao longe.
(a tradução é livre)***

Agora, a bola está no campo europeu.

Já no mercado americano, diante da iminência de uma política provavelmente mais expansionista do Fed, e com a presente situação geopolítica mundial, a tendência de queda que se estendia ao começo de fevereiro parou; no fim do mês, andava de lado. De forma geral, o mercado internacional sofreu o baque da inevitável compressão de margens que muitas empresas vão sofrer, dado o cenário inflacionário grande não acompanhado por aumento de salários de igual ou maior proporção, mesmo nos países desenvolvidos. Vêm por aí uma diminuição do poder de compra da população e menor poder de repasse de preços por parte das empresas.

O mercado financeiro se assemelha neste instante à abertura de um jogo de xadrez. As possibilidades são infinitas: mesmo que se possa prever o próximo lance do adversário, este pode surpreender e desarranjar toda uma estratégia. A comparação é oportuna: os russos são grandes mestres enxadristas. Aprendem o jogo já na escola.

Não fazemos prognósticos, mas nossos fundos estão muito bem-posicionados no tabuleiro. Aproveitando a metáfora enxadrística, abaixo está a imagem da caixa com peças de xadrez e dedicatória do grande enxadrista nascido na Rússia, naturalizado alemão, Efim Bogoljubow (1889-1952). Ele desafiou Alexander Alekhine (1892-1946), como desafiante do campeão, considerado o maior jogador de todos os tempos, em uma série de partidas, entre as quais um match realizado em Heidelberg. O árbitro dessa “mais uma luta do século” foi meu avô paterno, opa Oswald – que me ensinou a jogar xadrez e que ganhou a caixa com as peças com dedicatória do desafiante russo naturalizado alemão Efim Bogoljubow, que guardo com grande carinho e orgulho, uma verdadeira peça de museu.



“Com estas figuras eu joguei contra o Dr. Aljechin pelo Campeonato Mundial”
Heidelberg, outubro de 1929, *EBogoljubow*

A partida (nona da série em outubro) terminou empatada, e o desafiado e campeão Alekhine manteve o título (15 1/2 x 9 1/2). O que, bem-vistas as coisas, foi uma vitória moral, ao menos, para o desafiante (o vencedor ganha um ponto e em caso de empate, meio ponto para cada jogador).

Na minissérie da Netflix “O Gambito da Rainha” (prêmio Emmy de 2021), a personagem Beth Harmon cita Bogoljubow e Alekhine, por seus diferentes estilos – o primeiro, mais cerebral, estudioso; o segundo, improvisador e genial. Mesmo para quem não é fã do jogo, a série é diversão garantida.



Para fechar o comentário lúdico: o atual campeão, o norueguês Sven Magnus Carlsen, foi o mais jovem líder do ranking mundial, aos 19 anos, e depois de conquistar a posição de campeão mundial, em 2013 (quando tinha 23 anos), nela se manteve até hoje. Entretanto, em 22 de fevereiro, numa partida amistosa, foi derrotado de forma surpreendente para Rameshbabu Praggnanandhaa, um jovem de 16 anos da Índia, num torneio relâmpago – tornando-se o mais jovem a vencer um campeão mundial. Carlsen se explicou, dizendo estar ainda impactado pelo efeito da covid, afetando sua capacidade de raciocínio. OK, normal.

Surpresas acontecem também no xadrez, como já citamos o Desastre do Sarriá na sofrida derrota da nossa Seleção Canarinho, fantástica, para a sempre perigosa Azurra.

Conjuntura nacional

No mercado brasileiro, o fluxo estrangeiro para a bolsa e outros ativos locais (aposta na nossa moeda) continua a ter impacto relevante no câmbio: o dólar caiu mais 3% neste mês, tendo recuado 7,9% até 25 de fevereiro. Pelo segundo mês seguido, os estrangeiros entraram com mais de R\$ 30 bilhões no mercado local. Dos grandes índices globais, o EWZ (espelha o IBOV) é de longe o de melhor desempenho em 2022 até aqui.

Na visão do estrangeiro, existem várias razões para investir no Brasil. O país se antecipou na tendência global de aumento de juros no pós-covid, e está com uma das maiores (a maior?) taxa real de juro projetada. Isso faz com que haja um prêmio relevante para o carregado do real frente a moedas com juros negativos projetados.

Os índices brasileiros em termos de rentabilidade sobre capital investido das empresas, múltiplos e pagamento de dividendos têm atualmente as melhores métricas. Como comentado antes, em termos de emergentes o Brasil vem se apresentando como escolha óbvia para investidores globais que buscam mercados líquidos, dadas suas transparência e segurança jurídica superiores às dos demais BRICS e outros países emergentes.

Mas para os investidores locais, isso pouco importa, e a perda de rentabilidade da renda fixa em relação à bolsa vai se avolumando (como comentamos mais acima).

Provavelmente o fator mais importante é que as performances tanto da economia, quanto do mercado brasileiro estão bastante correlacionadas com a precificação das *commodities*. Dado o momento atual, é perfeitamente plausível para um gestor global alocar uma pequena porcentagem no Brasil. Mas, para a bolsa brasileira, mesmo uma pequena alocação de grandes fundos globais pode fazer uma grande diferença, trazendo momentum e estabilizando a moeda (grande preocupação de quem vem de fora para investir aqui).

Cria-se então um ciclo virtuoso para a bolsa brasileira: a percepção do Real melhora e isso abre espaço para mais alocadores, ativos e passivos. Para explicitar esse bom momento, basta comparar com o desempenho do EEM – índice dos emergentes que caiu mais de 4% em 2022 até fevereiro – ao do EWZ – que subiu 17% no mesmo período. É provável que o Brasil não só ganhe peso nas carteiras do EEM (acentuando



o fenômeno), como substitua parte da parcela alocada na Rússia para os índices que capturam a bolsa brasileira e respectivos ETFs.

Para investidores que procuram diversificar, indo em busca de bolsas estrangeiras, a perda é brutal: a depender da parcela alocada no exterior, pode corroer todo o ganho da renda fixa e privá-los da oportunidade do IBOV.

Sobre os dados macroeconômicos nacionais: o PIB brasileiro do 4º trimestre de 2021 surpreendeu positivamente, crescendo 0,5% em relação ao 3º trimestre (esperava-se apenas 0,1%), apagando as perdas da covid-19 na economia. No ano como um todo, o avanço de 4,6% foi o maior desde 2010, colocando o PIB no nível pré-pandemia.

Os dados de inadimplência do mercado corporativo e da pessoa física tiveram uma alta relevante no último mês. Sinal amarelo para o mercado bancário: a alta brusca de juros pode fazer com que muitos fiquem inadimplentes pelo cálculo errado do juro a ser pago no futuro, já que muitos empréstimos são atrelados à Selic de alguma forma. Desde o início da pandemia, alertamos para o fato de que o efeito no crédito e na inadimplência pode demorar dois anos, além de ser atenuado pelos auxílios governamentais (que beiraram R\$ 1 trilhão).

No setor automotivo, as (bem) baixas produção e vendas de veículos novos no começo do ano se explicam em parte pela troca de linha nas montadoras para a fabricação de novos modelos (resultado de novas legislações brasileiras para controle de poluição e eficiência de motores). Mas o segmento de pesados continua forte: as vendas de máquinas agrícolas cresceram 23,5% em janeiro sobre 2021 (último dado disponível), e 33,5% sobre dezembro de 2021. As vendas de caminhões cresceram 2,3% sobre fevereiro do ano passado e acumulam ganho de 10% no bimestre (os veículos leves, na contramão, caíram 26,7%). Motos cresceram 14,3% no ano (eis um mercado que continua crescendo forte e quase se rivalizando com o de veículos leves: está apenas 14% abaixo em número de unidades vendidas no ano).

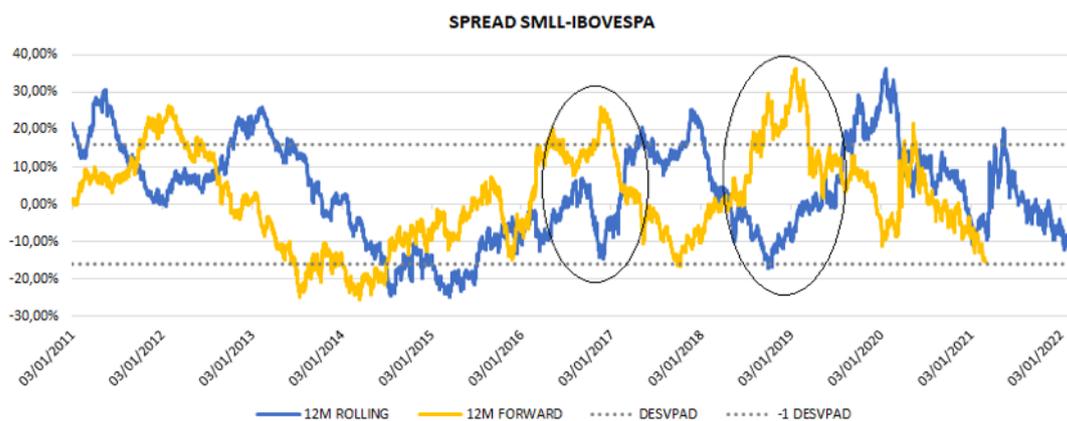
O governo reduziu o IPI em 25% para toda a indústria (exceto tabaco). A repercussão foi muito positiva em toda a cadeia – e, quanto mais longa esta, mais beneficiada. O setor automotivo deverá ser particularmente favorecido, pelo elevado valor unitário dos veículos, e isso deve amortecer custos relacionados às *commodities*, que poderão impactar o setor.

No agronegócio, tem início a plantação da safrinha de milho (que na realidade é a principal), com fertilizantes e insumos já estocados. Para o futuro, o estoque de fertilizantes de potássio preocupa, já que quase metade deste insumo vem de Rússia e Belarus (ambos atualmente impedidos de exportar por questões logísticas e de seguros). É possível importar de outros países, mas fica cada vez mais evidente a necessidade de uma produção nacional maior. Os insumos petroquímicos para o setor tendem a ficar mais competitivos com o pré-sal e os terminais de regaseificação, além do aumento da produção on-shore. As minas de potássio e fósforo são um problema maior, com poucas reservas conhecidas no Brasil. O governo deverá apresentar em breve um projeto para estímulo de investimentos no setor de fertilizantes e poderá trazer um polêmico projeto de mineração em reservas indígenas, locais que abrigam grandes quantidades de minerais utilizados pela indústria.

Caberia ouvir a opinião dos povos indígenas e discutir com eles *royalties* que poderiam receber como compensação. Não se pode mais ignorar a opinião daqueles que seriam impactados ou beneficiados.

Sobre o momento das *small caps*, sabemos que o índice SMLL não representa fielmente o cenário das empresas de menor capitalização na bolsa. Mas o uso dessa *proxy* agora é válido, já que o índice TRIG, por exemplo, que representa melhor as *small/microcaps* no nosso universo de investimento, exhibe o mesmo fenômeno que o SMLL (de forma menos acentuada).

No gráfico, podemos perceber que o diferencial entre os retornos de IBOV e SMLL atingiu mais de 15% em 12 meses no começo do mês (linha azul). A linha amarela, por sua vez, mostra o que aconteceu 12 meses depois. Em momentos como o atual, o mercado abre grandes oportunidades para arbitrar esse diferencial de preço. Eventualmente, como mencionado na Resenha anterior, o fluxo nas blue chips se espalha, fazendo as *small caps* superarem a rentabilidade das maiores empresas, num fenômeno inverso. Pelo histórico de 11 anos do gráfico, em duas das três vezes em que esse mesmo fenômeno ocorreu, o diferencial se fechou rapidamente, num intervalo de 12 meses.



Fonte: DataJoca

Mas voltando aos temas econômicos: a arrecadação de R\$ 235 bilhões pela Receita Federal em janeiro de 2022 (expansão de 18,3% já ajustado pelo IPCA), foi a maior para o mês em toda a série histórica. Os técnicos da Receita destacam o forte aumento na arrecadação do Imposto de Renda e da contribuição social – reflexo do avanço no lucro das empresas. Isso deve ter incentivado a equipe econômica a reduzir o IPI. Apesar da perda da receita estimada em pouco menos de R\$ 20 bilhões em 2022, o imposto menor traz grandes benefícios – entre eles redução da inflação (o que não é pouca coisa), aumento da competitividade da indústria, novos investimentos, aumento de lucros e da arrecadação de impostos sobre estes.

Cabe ainda destacar o superávit primário de Estados e DF em 2021: foram R\$ 124 bilhões (91% a mais que os R\$ 64,8 bilhões de 2020). Aumento de arrecadação e contenção de despesas explicam grande parte desse desempenho. Mas as boas notícias não param aí: em janeiro, o superávit primário do Governo



Central atingiu R\$ 76,5 bilhões – expansão de 59,4% sobre janeiro de 2020 (R\$ 43,5 bilhões), já descontada a inflação. Trata-se de novo recorde para o mês na série iniciada em 1997. Tal resultado causou um pequeno déficit primário acumulado em 12 meses de R\$ 9,7 bilhões, equivalente a 0,02% do PIB – o menor para tal período desde 2014 (roam-se de inveja, países desenvolvidos).

Interessante que tais dados são pouco assuntados pela mídia, ocupada com manchetes de tamanho inversamente proporcional à sua relevância, como a “trágica redução na oferta de fertilizantes, que vai levar à falta de alimentos para a população”. São evidência da alienação e dos interesses ideológicos e políticos em um ano eleitoral. Os resultados do Governo Central atendem aos requisitos da Regra de Ouro – que proíbe o governo federal de tomar empréstimos para cobrir despesas correntes, ou o obriga a contingenciar despesas para não a infringir.

Para finalizar esta seção, falemos de balança comercial – muito importante na formação das reservas internacionais e para fortalecer a confiança de investidores na nossa moeda e no risco Brasil. Fevereiro apresentou superávit (ele de novo) de US\$ 4 bilhões, mais que o dobro do US\$ 1,8 bilhão reportado há um ano e o segundo melhor saldo em fevereiro – abaixo apenas dos US\$ 4,2 bilhões de 2017. E o resultado ainda não captura o aumento de preços de grãos, petróleo e minério de ferro, que deverá ter peso positivo no saldo dos próximos meses.

Mas o que chama mais atenção é o aumento tanto das exportações (+32,6%) quanto das importações (+22,9%). Esses dados mostram a corrente de comércio de uma economia dinâmica e em expansão, em linha com o aumento da arrecadação de impostos, e que remete para a expansão do PIB em 2022.

O saldo acumulado da balança comercial, US\$ 3,8 bilhões, é 125% superior ao saldo bimestral de US\$ 1,6 bilhão reportado em 2021. Os setores de maior peso no crescimento das exportações no acumulado do ano foram agropecuário (106,6%) e Indústria de Transformação (32,4%), ambos muito importantes para os portfólios da Trígono. Já a indústria extrativa teve queda de 7,1%: as chuvas no Sudeste impactaram as exportações de minério de ferro.

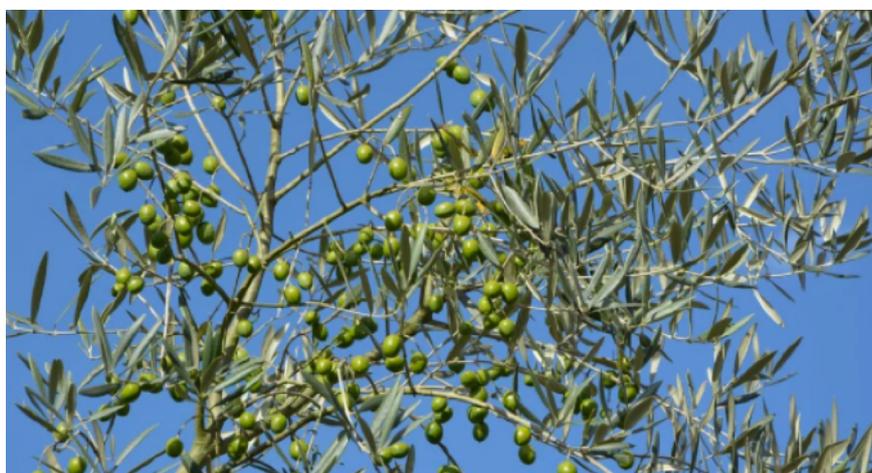
Será torcida de nossa parte? Ou o que estamos observando nos indicadores econômicos é de fato positivo? Os cavaleiros do apocalipse, claro, todos operando em modo inercial, vão apontar recessão e PIB píffio ou negativo.

Na seção estratégia, comentaremos como nossos fundos “conversam” com estas informações econômicas e falaremos sobre o conflito militar entre Rússia e Ucrânia. Não somos Polianas, que só enxergam as coisas positivas, mas há que se destacar fatos positivos, que julgamos importantes para a economia brasileira e que talvez os investidores estrangeiros (sempre muito bem baseados em seus departamentos econômicos) estejam monitorando para decidir se aportam seus recursos na bolsa daqui.

Para notícias negativas, já basta o que fazem dia sim, outro também, os jornais e suas manchetes. Mas estas, como dissemos, tendem a ser impressas em letras muito maiores que a importância do que comunicam – enquanto o que de fato importa e faz diferença fica enterrado, se tanto, em algum canto de alguma página interna.

Estratégia

Como comentamos nas seções anteriores, um novo evento – a guerra Rússia x Ucrânia – trouxe uma grande perturbação aos preços de *commodities* (notadamente, petróleo, gás, carvão, metais e grãos), e muitas cadeias de produção serão seriamente afetadas, principalmente em insumos produzidos pelos dois países. O preço do níquel já se multiplicou 4 vezes em uma semana, por exemplo, e aumentos em múltiplos ainda desconhecidos também já rondam alumínio, cobre e ferroligas, petróleo e o trigo, entre os grãos. Não há taxa de juros que contenha tal aumento de preços. Só um ramo de oliveira entre russos e ucranianos poderá contribuir para atenuar a atual escalada de preços e a escassez de energia, componentes e alimentos. Tal ramo, no entanto, não está em qualquer lugar à vista no momento.



Do nosso lado, a estratégia de proteção desde sempre foi alocar grande parte das carteiras em empresas com receitas em moeda estrangeira, exportações e mesmo subsidiárias fora do país. Agronegócio, mineração e metalurgia, química e petroquímica e parte do setor industrial (veículos pesados, máquinas agrícolas e *offroad*) foram os setores privilegiados por esta estratégia e logística, que acaba interagindo com estes setores, direta ou indiretamente. Mas se o real se apreciar? Ótimo. Indica que há confiança do “sapo” aqui, fluxo de capitais, PIB crescendo, juros caindo, arrecadação de impostos subindo, serviço da dívida caindo. O que poderíamos querer mais? Os preços das *commodities* subiram tanto, que uma valorização do real em 20% é pouco em relação aos preços. De fato, até torço para um real de R\$4,50/US\$1,00, fato que certamente leva a bolsa para cima, deixando “o sapo” duplamente felizes, pelo ganho com as ações e com a moeda. E aqueles que investiram no exterior e deixaram o mercado acionário duplamente infelizes. Será que os juros compensaram? Cada um sabe.

Portanto, esta crise acabou por favorecer nossa estratégia e, em especial, empresas que têm na energia elétrica parte de seus negócios ou custos, pois o Brasil ficou em posição muito favorável. Nossa matriz energética tem tudo que qualquer país gostaria de ter em suas próprias: é limpa, renovável, abundante em recursos ainda inexplorados e (last, but not least) de baixo custo. O fundo Trígono Power & Yield será



especialmente favorecido, o que já ficou demonstrado pelos resultados publicados (que sequer incluem ainda os efeitos do conflito).

Nesses dois meses iniciais do ano, reforçamos nossas principais posições – de 86% (top-10) no total no início do ano para 90%, privilegiando as ações mais líquidas. Como já escrevemos e comentamos antes: em time que está ganhando, não se mexe. Apenas reforçamos o fôlego e a musculatura dos nossos atletas (empresas). Como num time de futebol: são 10 craques na linha, um goleiro para defender (risco e ESG) e um técnico (gestor), auxiliado por sua equipe (analistas e *traders*).

Já com uma sala de troféus repleta, vamos atrás de mais um caneco neste ano – que, aliás, é de Copa do Mundo. Juntem-se à nossa torcida, que já tem quase 110 mil fiéis torcedores. Nem o Maracanã comporta nosso público.

Muito grato a todos. Só existimos por causa de vocês.

Desempenho dos Fundos

Em fevereiro, o fluxo de capital estrangeiro continuou a todo vapor na bolsa brasileira: mais de R\$ 26 bilhões em dinheiro externo ingressaram no mês, e no ano o volume já passa de R\$ 60 bilhões. Para se ter ideia: em 2021 todo, o ingresso estrangeiro somou R\$ 72 bilhões.

O fluxo se intensificou na última semana de fevereiro, com o desenrolar dos conflitos entre Rússia e Ucrânia – os investidores passaram a buscar proteção contra a inflação causada pelo aumento dos preços das *commodities* (e contra os efeitos negativos em economias de países fortemente ligados a elas). As inúmeras sanções impostas à Rússia pelos países do Ocidente contribuem para esse movimento, que limita ainda mais as opções de investimentos em países emergentes – o que deixa o Brasil na curiosa posição de ser uma das poucas opções viáveis. Investimentos são realocados da Rússia para cá devido ao rebalanceamento dos índices e dos ETFs que os seguem, além do fato de que Brasil e Rússia têm características semelhantes.

Já os investidores locais continuam a entregar ativos brasileiros de bandeja para os gringos enquanto correm para a renda fixa, cujo retorno anual voltou a ficar acima do patamar de dois dígitos após quase cinco anos. Como comentado na Resenha anterior, o capital estrangeiro que chega ao país tem priorizado ações menos líquidas neste momento e, com isso, o IBOV continuou a se descolar do desempenho das *micro/small caps*. Em fevereiro, o índice subiu 0,89%, enquanto o SMLL caiu 5,19%.

Em nossos portfólios, os setores que se destacaram positivamente foram Agronegócio e Comércio (também ligado ao agro). A Kepler deu a maior contribuição, ao reportar o lucro líquido histórico de R\$ 84 milhões no 4º tri – resultado que, sozinho, foi nada menos que **57% maior que todo o auferido em 2020!**

Esse recorde resulta principalmente de:

- estabilização dos preços do aço (todo o aumento de custos já foi repassado aos produtores);
- PCA (linha de financiamento a silos e armazéns) elevado;
- taxa de câmbio favorável;
- uma forte rentabilidade do produtor;
- e um déficit de quase 100 milhões de toneladas de capacidade estática de armazéns – o que representa a necessidade de investimentos de R\$ 80 bilhões apenas para estabelecer um nível adequado de segurança alimentar.

Outro ponto que nos deixa bem animados na tese da Kepler é a renovação da carteira de pedidos para 2022, no momento que os custos não pressionam mais. Para se ter ideia, a companhia deu início a 8 grandes projetos (já fechados e com entrega prevista ao longo deste ano) que somam uma receita esperada de R\$ 320 milhões (uma parte menor desse valor já foi contabilizada no 4T21), o que representa, por sua vez, cerca de 25% da receita contabilizada em 2021 – ano em que a empresa entregou mais de 250 projetos.

A KW segue focada em oferecer atendimento *premium* e diferenciado a seus clientes (o que significa entrega e qualidade de execução garantidas), e isso permite cobrar preços de 5% a 15% superiores aos da concorrência. Para este ano, espera-se um aumento de 60% nos investimentos em relação a 2021. Isso deve expandir a capacidade instalada em 6,5%. Também é esperada uma atualização no processo de pintura na planta de Panambi.

Num cenário de conflitos entre Rússia e Ucrânia, a Kepler aparece como proteção contra altas de preços e como forma de garantir segurança alimentar, sem correr os mesmos riscos que os produtores. O Brasil é hoje um dos poucos países no mundo com potencial relevante de expansão da área agricultável e, com a saída de Ucrânia e Rússia (dois grandes *players* nos segmentos de trigo e milho) do mercado de grãos, sobra espaço para os produtores brasileiros substituírem essa oferta.



A Kepler encerrou fevereiro com valorização de 27,7%, refletindo os bons resultados e o atual voo em céu de brigadeiro da companhia. O radar do *research* dos grandes bancos começou a captar a empresa no início deste ano – o que mostra mais uma vez que a Trígono está sempre na frente. A Kepler foi convidada de nossa primeira *live* de 2022, dia 12 de janeiro - confira em nosso canal do YouTube.

Trígono
CONNECTION

**INFRAESTRUTURA E
LOGÍSTICA NO BRASIL:**
Por dentro da Kepler Weber

12
Janeiro
19h00

Ao vivo no:



Werner Roger
Gestor Trígono



Piero Abbondi
CEO Kepler Weber



Paulo Polezi
CFO Kepler Weber



Carlos Cogo
Sócio-Proprietário
Cogo Consultoria

2:25:07

Também o consultor Carlos Cogo apresenta um amplo panorama da agricultura do Brasil e do setor de armazenagem, com informações de grande valor àqueles que se interessam pelo agronegócio.

A São Martinho fechou como destaque positivo em nossos fundos pelo segundo mês consecutivo, com seu lucro recorde de R\$ 639 milhões no terceiro trimestre (neste caso em dezembro, pois fecha seu balanço em março, no final de cada safra). Mesmo com a quebra de safra próxima a 10%, a margem da companhia avançou na comparação trimestral em razão de preços melhores de etanol e açúcar – o primeiro subiu 77% em 12 meses, e o segundo avançou 31%. Os resultados de açúcar poderiam ter sido melhores: parte relevante da produção está *hedgeada* em preços defasados, atingindo R\$ 1.800 por tonelada (em média). Para o 4T22 são 293 mil toneladas travadas a R\$ 1.950 por tonelada e para a safra 2022/23 já são 570 mil toneladas travadas em R\$ 2.100 (17% superior). E o avanço continua prometendo preços médios ainda maiores nas safras 22/23 e 23/24.



A elevação dos preços dos combustíveis ainda deve favorecer a companhia, uma vez que o etanol tende a acompanhar os preços do petróleo e da gasolina. Estamos bastante otimistas com a produção de etanol de milho, que deve dobrar nos próximos anos. Para completar, o milho necessário para a produção até abril de 2023 já se encontra adquirido por preços 30% menores que o atual, e isso garante 100% do abastecimento. No início, essa produção deverá usar 50% da capacidade instalada, mas na safra 23/24 toda a capacidade deverá estar em uso – e se novos investimentos forem aprovados, deverá dobrar.

Outro desempenho positivo, ainda que não tão relevante na composição final do nosso portfólio, veio da WLM. A companhia é favorecida neste momento por ser uma das maiores revendas Scania do Brasil (que, por sua vez, é o maior mercado mundial da Scania), com vendas em ascensão de caminhões para as cadeias de agronegócio, mineração e logística. Em tempos de ESG, merece destaque o fato de ser a primeira montadora a implementar a tecnologia de motores a gás natural e biogás no Brasil, com enorme redução na emissão de CO2 e sem perda de potência (e, melhor ainda, sem elevação de custos).

A fábrica da Scania no Brasil recentemente suspendeu as exportações para a Rússia. Isso é positivo para nossa investida: dada a demanda reprimida por caminhões, a empresa pode priorizar o mercado interno. Outro ponto muito favorável são suas terras voltadas para o agronegócio em parceria firmada com a Sierentz Agro: são cerca de 14 mil hectares de terra alocados para a produção principalmente de soja, além de um amplo acervo imobiliário (propriedades para diversos fins) não ajustado a valor de mercado e ainda não monetizado. A empresa não tem dívidas, apresenta forte posição de caixa e paga bons dividendos. Atua em RJ, SP, MG e PA (sendo estes dois últimos Estados grandes províncias minerais).



Coincidência ou não, nossas duas melhores performances vieram de empresas que reportaram resultados ao longo de fevereiro. Isso reforça a convicção da Trígono nos fundamentos das empresas investidas. Esperamos que no decorrer da temporada de divulgação de balanços, o mercado deixe a irracionalidade de lado e passe a avaliar nossas empresas por preços mais próximos do valor justo.



Já os destaques negativos vieram de Indústria e Mineração/Metalurgia – reflexos das quedas de três empresas relevantes em nosso portfólio: Tupy, Metal Leve e Ferbasa.

Em nossa visão, tais quedas não decorrem dos fundamentos atuais dessas empresas, que se encontram estrategicamente posicionadas para surfarem boas ondas em 2022.

A Tupy completou seu quinto mês após a consolidação da Teksid e aos poucos vem extraindo as sinergias possíveis dessa aquisição, que poderá elevar o patamar da companhia. Tivemos a oportunidade de visitar sua planta em Betim (MG) no início deste mês e percebemos in loco como faz sentido esse movimento. São muitas as oportunidades que podem surgir nos próximos trimestres, como a de implementar tecnologia nos processos produtivos e abrir espaço para venda de produtos de maior valor agregado, como CGI e usinagem.

Nas próximas semanas, publicaremos uma resenha especial sobre a Tupy, na qual traremos mais detalhes sobre nossa visita. Vamos deixar claro os principais motivos da Tupy ser top-2 em nossas carteiras. Trata-se de uma das empresas com grande potencial de valorização e talvez uma das menos entendidas pelo mercado (“ignorância” que, claro, favorece nossa arbitragem).

No caso da Metal Leve, a companhia consegue se beneficiar em dois cenários:

- 1) Com a redução das vendas de veículos 0km devido à falta de componentes, a frota no Brasil tende a envelhecer. Isso fará aumentar a demanda por peças para manutenção no *aftermarket* – mercado em que a companhia apresenta melhores margens.
- 2) A linha de Equipamentos Originais, que atende diretamente as montadoras, deve apresentar bons resultados com a retomada esperada do mercado. Historicamente a Metal Leve trabalhou com um *payout* próximo de 100% e, nos preços atuais, não descartamos um *dividend yield* acima de 2 dígitos no ano (até a renda fixa ficará com inveja).

Por último, a Ferbasa. A empresa também apresentou resultado negativo no mês passado em termos de performance para nossas carteiras. Mas em termos de resultado da empresa, o 4T21 foi o melhor trimestre de sua história de 60 anos, o mesmo para o ano de 2021, e o desempenho estelar deverá ser ainda melhor em 2022, fato que será evidenciado ao reportar em maio o resultado do 1T22.

Os papéis da companhia chegaram a bater em R\$ 39 nos últimos dias do mês passado, ante R\$ 46,45 no fechamento em janeiro, em uma rápida recuperação, abrindo uma ótima janela de oportunidade para aumentar posição em preços favoráveis. Destacamos uma grande posição (acima de 900 mil) de ações alugadas, e que poderá se traduzir em perdas para especuladores em caso de *short squeeze* (necessidade de recompra da posição alugada a qualquer preço) e chamadas de margem pela B3 em caso de valorização.

Mesmo com a retomada da cotação, não foi possível impedir o recuo de 9,8% das ações no mês passado.



O cenário para as companhias eletrointensivas continua muito desafiador, com preços de energia disparando em diversos países – China e europeus em particular. Para completar, a África do Sul reajustou os preços da energia produzida pela estatal Eskom em 9,6% (metade do montante pedido pela empresa, e abaixo do que esperávamos). A situação é grave: a estatal pede desesperadamente por reajustes e isso complica ainda mais a situação energética do país, que convive com apagões cada vez mais frequentes.

Quanto aos preços do FeCr e FeSi75%, estes continuam em patamares elevados, o que deve continuar beneficiando os resultados ao longo deste ano, em especial a partir do 2º tri – os contratos de FeSi75% HP com os japoneses serão reajustados em abril. No início deste mês, a Ferbasa divulgou nos resultados do 4T21 um lucro recorde de R\$ 236 milhões, encerrando o ano passado com lucro de R\$ 643 milhões (contra R\$ 37 milhões e R\$ 70 milhões em 2020 respectivamente). Mas, ainda que expressivos, os resultados apresentados neste mês nos parecem ainda distantes do pico, uma vez que preços e custos em Europa, EUA e China, aos quais a Ferbasa não está exposta, sofreram forte elevação. Isso só reforça nossa tese na companhia.

Destacamos que o FeSi75% - item de maior relevância no resultado da Ferbasa (e talvez com o menor custo do mundo) – tem a Rússia como segundo maior produtor mundial e maior exportador, e EUA, Europa, Japão e Coréia do Sul entre os principais clientes e maiores importadores. Abordaremos os resultados com mais detalhes em lives neste mês, e em uma exclusiva sobre a empresa.

TRÍGONO FLAGSHIP SMALL CAPS FIC FIA 60 (CNPJ: 29.177.013/0001-12)

O fundo teve desvalorização de 2,7% em fevereiro – queda menor que a do SMLL (-5,2%). A maior contribuição positiva veio do Agronegócio (+3,02%), seguido do Comércio (+0,44%). O setor Industrial apresentou queda de 2,98%, seguido pelos setores Químico (-1%) e de Mineração e Metalurgia (-0,82%).

A queda do SMLL foi puxada por empresas de bens de consumo, que podem encontrar dificuldades em repassar custos em um cenário inflacionário. Companhias endividadas também foram penalizadas em razão da alta dos juros – as de tecnologia foram severamente impactadas pelo aumento das taxas, pela avaliação através do fluxo de caixa descontado (maior a taxa de desconto que segue os juros) e pelo menor crescimento da economia (que reduz o consumo).

Ao analisar janelas mais longas, o Flagship apresenta ganhos de 139,5% em 36 meses e de 205% desde seu início em abril de 2018, contra 21,4% e 33,6% do SMLL, respectivamente. A volatilidade anual ficou em 23,4%, abaixo em 2,5 pontos percentuais da volatilidade do SMLL (25,9%), mesmo com uma concentração em oito empresas que, juntas, representam 81% da carteira do fundo. Isso demonstra nossa convicção nas principais posições e evidencia o diferencial de nossa estratégia em relação às demais gestoras – que buscam “colar” nos índices e manter uma ampla diversificação. Seguimos o mandamento dos maiores gestores, como *Buffet* e *Munger*: guarde seus ovos em um único cesto e cuide muito bem dele.

Destacamos que em 2021 o Flagship apresentou *yield* (retorno dos dividendos em relação aos preços das ações) de 9,82%, ante apenas 3,33% do SMLL. Na Trígono, conseguimos conjugar crescimento e *yield* – que em tese são como óleo e água. Só empresas financeiramente sólidas e com forte geração de caixa – como as que compõem nossos portfólios – conseguem esta proeza. Para muitos, ver isso acontecer é uma surpresa. Na Trígono, isso é um dos vértices da nossa metodologia de investimentos e construção das carteiras. Estamos acostumados.

TRÍGONO DELPHOS INCOME FIC FIA (CNPJ: 29.177.024/0001-00)

O Delphos apresentou desvalorização de 2,4%, em linha com o referencial IDIV, que encerrou fevereiro em queda de 2,3%. A contribuição positiva veio do Agronegócio (4,98%), puxado por Kepler (3,84%) e São Martinho (1,14%). Já do lado negativo, a Indústria teve forte desvalorização (-4,77%), seguida de Mineração e Metalurgia (-1,6%). Sobre as empresas responsáveis por esta desvalorização e o cenário que vemos para elas nos próximos meses já comentamos mais acima.

No acumulado do ano, o Delphos apresenta queda de 4,4%, ante valorização de 4,98% do IDIV. Ao comparar janelas mais longas (desde seu início, em 26 de abril de 2018), o fundo apresentou valorização de 143,8%, contra apenas 50,3% de seu *benchmark*, apresentando alpha (retorno acima do índice de referência) de 93,5%. Já a volatilidade do Delphos ficou em 21,6%, ante 17,7% do IDIV.

O Delphos possui elevada concentração em empresas que são boas pagadoras de dividendos – seis delas representando 84% do fundo. Para esta estratégia, valem os mesmos comentários do Flagship. No ano passado, o Delphos apresentou *yield* de 12,19%, ante 8,01% do IDIV (formado por empresas em tese excelentes pagadoras de dividendos). Cumprimos o que buscamos, sem promessas: apenas seguimos nossos preceitos e nossa filosofia de investimentos com diligência.

TRÍGONO VERBIER FIA (CNPJ: 08.968.733/0001-26)

Já o Verbier apresentou queda de 1,7% em fevereiro, contra ganho de 0,9% do IBOV – puxado por um fluxo estrangeiro em busca de empresas mais líquidas. No acumulado de 2022, nosso fundo recuou 4,06%, contra alta de 7,95% do IBOV. Novamente o Agronegócio foi responsável pela maior contribuição positiva (3,4%), seguido pelo Comércio (1,08%). O desempenho negativo veio de Indústria (-3,6%), Mineração e Metalurgia (-1,37%) e do setor Químico (0,91%).

Vale acrescentar que deixamos de reportar resultados como clube de investimentos, por já ser suficientemente longo o período decorrido para justificar a análise apenas como fundo. Desde seu início como fundo (17/07/2018), o Verbier apresentou ganhos de 166,2%, contra 47,4% do IBOV. Em dezembro de 2017, quando passou a ser gerido pela Trígono, passou a cobrar taxa de administração de 2%, e 20% de performance sobre o IBOV.

Em termos de volatilidade anual, a do Verbier ficou em 20,92%, um pouco acima do IBOV (19,25%).

Mesmo estando atrás do IBOV no início deste ano, vale lembrar que, desde o início da gestão pela Trígono, o fundo bateu o índice da B3 nos quatro anos seguidos e com alpha de 118,8% na condição de fundo por três anos e oito meses. No ano passado, o Verbier apresentou yield de 9,69%, ante 7,65% do IBOV.

TRÍGONO 70 PREVIDÊNCIA FIC FIM (CNPJ: 33.146.130/0001-96)

Em fevereiro, o 70 Prev apresentou leve queda de 0,7%. Isso não o impediu de registrar, no acumulado de 2022, um ganho (também leve) de 0,15%. Ainda está abaixo de sua referência, o CDI, que rendeu 0,76% no mês passado e 1,49% no acumulado do ano. Por setor, o destaque positivo ficou novamente com o Agronegócio (3,77%) e o negativo, com a Indústria (-3,6%).

O fundo teve início em 2/9/2019. Desde então, apresentou ganho de 48,7%, contra meros 10,7% do CDI – ou seja, gerou um alpha de 38% no período, equivalente a 454% do CDI. Mesmo com 70% alocados em ações e 30% em Selic, nos últimos 12 meses, o fundo teve valorização de 16,1%, contra 5,7% do CDI.

Na janela de 24 meses, o retorno totalizado é de 29,9%, contra 8,2% do referencial. Não por acaso, foi premiado pela *Infomoney*, com avaliação do IBMEC, como o melhor fundo de previdência em 2021. Que o ambiente no mercado acionário tenha sido negativo, e mesmo assim, 70% do fundo tenham ficado alocados em ações, torna ainda mais importante tal conquista.

TRÍGONO ICATU 100 FIA PREV (CNPJ: 35.610.342/0001-08)

O fundo ICATU, também previdenciário, se difere do 70 PREV por contar com uma alocação de 100% em ações, o que o sujeita a diferentes quesitos regulatórios determinados pela SUSEP. Em fevereiro, o fundo teve desvalorização de 2,56%, ante alta de 0,89% do IBOV. Destacamos que nosso fundo é focado em *small caps*, assim como o Trígono PREV70 – o que talvez faça de ambos uma dupla única no segmento de previdência privada. Isso permite uma ampla diversificação para investidores que têm no IBOV a única alternativa de investimentos em renda variável no ambiente previdenciário.

Assim como nos fundos comentados mais acima, o Agronegócio foi o destaque positivo (3,1%), enquanto Indústria (-3,7%), Mineração e Metalurgia (-0,9%) e Tecnologia (-0,9%) foram os destaques negativos. No acumulado do ano, o ICATU 100 Prev recua 3,5%, contra alta de 7,9% do IBOV.

Olhando o curto prazo, esse desempenho negativo pode ser explicado pela elevada concentração do fundo, que acaba distorcendo a rentabilidade em períodos curtos e a busca do mercado por ativos mais líquidos no IBOV. Ao analisar janelas mais longas, o fundo apresenta ganho de 30,4% nos últimos 12 meses e de 62,8% desde seu início (14/07/2020), ante altas de apenas 3,6% e 14,7% do IBOV, respectivamente. A volatilidade foi de 23,25%, contra 19,25% do IBOV (oito papéis representam 72% da composição da carteira, dentro da estratégia empregada pela Trígono e comentada anteriormente).

TRÍGONO POWER & YIELD 100 FIC FIA PREV (CNPJ: 40.265.153/0001-85)

O Power & Yield foi o único de nossos fundos que encerrou fevereiro no campo positivo (0,7%), contra leve queda de 0,34% do IEE. Como já comentamos em diversas de nossas Resenhas e lives, este fundo está muito bem-posicionado para capturar oportunidades que surgem com a crise energética mundial e a recente alta do petróleo e do gás no exterior. No acumulado do ano, o Power & Yield apresenta desvalorização de 2,7%, contra alta de 2,3% do IEE.

Observando as performances por setor, os desempenhos positivos vieram do Agronegócio (1,59%) e do setor Químico (0,3%). Na contramão, vêm Concessão e Energia (-0,47%) e Mineração e Metalurgia (-0,42%). Desde seu lançamento, há pouco mais de um ano, o fundo acumula alta de 18,4%, ante queda de 5,24% do IEE – o que representa um alpha de 23,6%. A volatilidade do fundo se encontra em 16,16%, abaixo dos 17,3% apresentados pelo IEE (já de baixa volatilidade).

O Power & Yield está concentrado em sete posições; juntas, elas detêm participação de 81% do fundo – que, sublinhamos, investe em empresas relacionadas à energia, incluindo eletrointensivas que gerem energia e invistam na condição de autoprodutores (o que tem enormes vantagens de custos e ambientais). Este fundo tende a ser um dos mais beneficiados pela alta nos preços da energia no mundo (reflexo do conflito Rússia x Ucrânia) e pelo fato de ser o Brasil grande produtor de energia limpa e renovável, como etanol e a energia de biomassa.

TRÍGONO HORIZON MICROCAP FIC FIA (CNPJ: 43.104.134/0001-65)

Pela primeira vez comentamos os resultados do Horizon. Lançado em 01/09/2021, o fundo completou os seis meses de período de silêncio – regulamentação determinada pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

O foco está 100% em microcaps – empresas que consideramos com valor de mercado abaixo de R\$ 3 bilhões. Selecionamos as líderes em seus respectivos segmentos de atuação e que, mesmo esquecidas pelo mercado, não só possuem boas vantagens competitivas como se beneficiam do dólar elevado e atendem nossos princípios e estratégia base: são boas pagadoras de dividendos, aderentes às melhores práticas de ESG e muito descontadas através da metodologia de avaliação pelo EVA (sigla de valor econômico adicionado, traduzido do inglês).

Em fevereiro, o Horizon apresentou queda de 1,7%, o que é um bom desempenho se considerarmos a desvalorização de 5,2% do SMLL no mesmo período. Os destaques positivos foram Agronegócio (2,66%) e logística (0,9%). Na contramão, vieram Indústria (-2,6%), Mineração e Metalurgia (-0,96%) e Varejo (-0,77%). Ao analisar o desempenho por setor, fica clara a tendência da bolsa de se movimentar através de uma visão *top-down* no curto prazo: apesar do desempenho por setor ser similar ao dos outros fundos, as empresas são diferentes em sua maioria, havendo pouca sobreposição em relação a nossas outras carteiras.

Até o momento em 2022, o Horizon apresenta desvalorização de 4,5%, contra recuo de 1,95% do SMLL. Numa janela mais longa, o fundo acumula desvalorização de 14,9% em seis meses, contra queda de 18,5% do índice SMLL no mesmo período (ou seja, uma perda de 3,6 pontos percentuais inferior), mesmo num ambiente mais desfavorável para as menores empresas na bolsa.

Isso não significa, no entanto, desempenho fraco em seus negócios, que seguem bastante positivos – o que foi demonstrado pelas empresas de nosso portfólio que já reportaram resultados de 2021. A volatilidade deste fundo, em 27%, se encontra ligeiramente acima dos 25,9% do SMLL – o que pode ser explicado pela menor capitalização dessas empresas comparadas com seu referencial.

No momento, este fundo possui diversificação um tanto maior se comparado aos demais da casa: as oito principais empresas representam 74% da carteira – que deve se concentrar ainda mais à medida em que nossas principais teses forem se solidificando e conforme venhamos a conhecer melhor as empresas, encerrada a publicação de resultados neste mês.

Uma vez mais, agradecemos o amplo apoio de nossos investidores – que já passam de 108 mil. Isso no caso dos diretos: considerando os indiretos (através de fundos de fundos e de fundos de pensão que também investem em nossos fundos), são muitos mais. Seguimos otimistas com os resultados das empresas em fase de publicação e já antecipamos que, para o primeiro trimestre deste ano, esperamos desempenhos ainda mais positivos para a empresa. Quiçá, se traduzam em desempenho em nossos fundos.

Werner Roger, gestor, e equipe de analistas, Pedro Carvalho, Shin Lai e Yuhzô Breyer.

Apêndice



Há inúmeras edições e outras tantas boas traduções dos irmãos Grimm no mercado. Deixo ao caro leitor escolher a que mais o agrade. Mas se posso fazer uma sugestão, indico a versão de autoria do premiado quadrinista norte-americano Will Eisner (1917-2005), que conseguiu transformar um clássico em algo ainda “mais clássico”, se me perdoam a impropriedade. Eisner é o criador de outro personagem clássico, The Spirit, que influenciou a linguagem dos quadrinhos de forma irreversível. Não se enganem pela apresentação supostamente infantil: Eisner deixou obras como “Um Contrato com Deus”, “Fagin, o Judeu” (em que reconta “Oliver Twist”, de Charles Dickens, a partir da ótica de outro dos personagens do livro) e “O Edifício”, que no futuro (próximo, arrisco) terão o valor literário do próprio Dickens. “Há algo entre mim e os brasileiros. Eu posso não falar a língua, mas de algum modo eu os entendo. Talvez em uma outra vida eu tenha sido brasileiro (risos). É o meu segundo lar”, disse Eisner sobre o Brasil em uma entrevista, em 1999.



www.trigonocapital.com

Av. Chuchi Zaidan, 1550/2206-7 | 04583-110 - São Paulo - SP