



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

Resenha **MENSAL**

JULHO 2022



Brasil: o saco ou o copo – meio cheio ou meio vazio

Prezado investidor e leitor,

A metáfora sobre para qual a metade se prefere olhar cabe tanto para um, como para outro dos objetos mencionados no título. O primeiro se usa no contexto da paciência (ou falta de), e o segundo quanto ao par pessimismo/otimismo, mas isso só como princípio bem geral – cada um terá sua leitura própria dessas metáforas. Ao chegarmos ao meio do ano, o leitor pode sentir que está sendo testado, tanto quanto a suas expectativas para o futuro de curto, médio e longo prazos, como quanto à sua paciência para acompanhar os desdobramentos de praticamente qualquer assunto nos dias atuais.

Nós da Trígono, por falar nisso, nos vemos na ponta otimista do espectro (como teria dito Winston Churchill, “*não faz sentido não ser otimista*”). Destacamos que o mundo dependerá cada vez mais do Brasil – de nossa produção agrícola e de outros setores que virão a ser a principal mola de crescimento da economia brasileira. O país também se tornará alvo das atenções por seu ganho de competitividade (redução do “Custo Brasil”) e pela melhoria nas condições de saneamento e saúde pública – em particular na coleta e tratamento de esgoto e na gestão de resíduos sólidos urbanos.

A palavra “saco”, retomando a discussão sobre contextos e sentidos, pode ser o nome daquele singelo recipiente em que encontramos aquela iguaria tão comum nas salas de cinema ou comprada na rua, servida pelo querido pipoqueiro (aquele que produz a dita iguaria; o nome veio a ser aplicado também àqueles jogadores de futebol que tremem na hora da decisão).

Mas o uso econômico mais importante dos sacos se dá na produção agrícola – para estocar e transportar diferentes tipos de grãos, como milho (a pipoca de novo vem à lembrança), feijão, arroz (estes, a dupla mais importante da alimentação do brasileiro), soja, café, açúcar e tantos outros produtos agrícolas. Na precificação, ele também é a unidade – a saca (ou saco), especialmente na dupla milho e soja, no cafezinho nosso de todo dia, para ficar em apenas dois exemplos.

Os EUA usam o *bushel* como unidade de preços para soja e milho – mas, quando se trata de medidas e unidades derivadas do sistema britânico, nada é simples: o *bushel* de milho equivale a 56 libras (25,4 kg). Já o *bushel* de soja ou trigo equivale a 60 libras (27,2 kg). No Brasil, as sacas de soja, milho e café têm 60 kg (4 arrobas); já a unidade-saco de açúcar tem 50 kg.

Maleável, compacto, amplamente adaptável à quantidade que se precisa transportar (das sacas de soja aos saquinhos de supermercado), o saco, enfim, se tornou uma espécie de sinônimo de praticidade. Não por acaso, figura no contexto da paciência: vamos “ensacando” os abacaxis e os pepinos (que, por sua vez, são sinônimos de problemas), até o ponto em que não cabe mais nada. O saco fica cheio.

“Estou de saco cheio”, aliás, pode bem ser a expressão que melhor explica nosso sentimento em relação à realidade brasileira atual: ambiente político, dificuldades da vida diária, a covid que teima em não ir embora de uma vez, relações pessoais, amorosas e de trabalho difíceis... enfim, a vida.

Bom, esse é o ponto em que o nosso paciente e ilustríssimo leitor pode se sentir tentado a perguntar se o gestor que vos escreve também é terapeuta, ou filósofo, ou ainda algum sábio repleto de metáforas,

analogias e expressões populares. “O que ele quer dizer, afinal de contas?”, quase dá para ouvir alguém murmurar.

Ok, ao ponto: meio ano já se foi, hora de fazer um balanço (o semestral, no caso das empresas).

Na Trígono, o balanço foi positivo, mesmo enfrentando tantos desafios. A equipe cresceu mais de 50% (principalmente no gênero feminino, que representa 30% da nossa equipe). Fortalecemos, portanto, nosso ativo mais valioso: nossos recursos humanos.

As bolsas no mundo ocidental tiveram desempenho muito negativo no período (o saco furou e veio se esvaziando). No Brasil não foi diferente: o IBOV caiu 6% no ano, revertendo a alta de 14,5% no 1º trimestre (ou seja: caiu 17,9% no 2º trimestre). Nossos fundos tiveram desempenho relativamente positivo, à luz dos índices de referência: as empresas que compõem os fundos da Trígono viram resultados excelentes, mas os fundos foram contaminados pelo mercado (a seção **de desempenho dos fundos** traz os detalhes).

Nosso trabalho é marcado por dedicação, esforço, diligência, transparência e respeito aos investidores e parceiros. Tentamos fazer o melhor. O 1º trimestre mostrou, via resultados das empresas, que estamos no caminho certo. Esperamos que o 2º trimestre traga resultados ainda melhores – que serão a base do bom desempenho que queremos para nossos fundos na segunda metade do ano. Este período, aliás, talvez seja um dos mais desafiadores nos últimos anos, com um saco cheio de incertezas e variáveis (inflação, taxa de juros, crescimento da economia, eleições gerais) à espera. Mas, como já dito e repetido em várias de nossas Resenhas: é na crise que surgem as melhores oportunidades. Será este momento mais uma repetição da história?

Na minha trajetória profissional tive a satisfação e honra de gerir portfólios de grandes e sofisticados investidores internacionais e que trouxeram seus recursos ao Brasil. Alguns o fizeram, inclusive, numa estratégia considerada arriscada – as *small caps*, através da minha gestão em ambiente de grandes incertezas (2009-2017), como o pós *sub-prime* de 2008, quando o mercado tinha certeza de que caminhávamos para uma crise ainda maior. Algo parecido se vê agora, com o mercado em uníssono a declarar que a recessão é inevitável (já colocando nela, assim, um preço). É como sentir a tortura da broca do dentista antes mesmo de chegar ao consultório.

Mas os cavaleiros do apocalipse do *sub-prime* em 2008 foram derrubados (uma vez mais) por este cavalo tão imprevisível, que atende também pelo nome Economia. Em conversa com nosso mais importante investidor estrangeiro (maior fundo soberano do mundo), num momento de muita incerteza política, eu, curioso, perguntei por que estavam investindo no Brasil com um governo que contrariava tudo o que se esperava para uma gestão economicamente responsável. Não havia perspectivas naquele momento de reformas, privatizações, incentivo a livre iniciativa, finanças públicas responsáveis etc. Além disso, a corrupção se espalhava e a nossa maior empresa, Petrobras (da qual o fundo em questão é, ainda hoje, um dos maiores acionistas), caminhava para um estado de quase inviabilidade econômica.

A resposta foi rápida e simples: “Investimos em países, e não em governos, desde que estes sejam viáveis e que proporcionem oportunidades interessantes de investimentos no longo prazo. Nosso horizonte é de no mínimo dez anos, quando sua gestão (a deste que aqui vos escreve) será avaliada. Portanto, não se preocupe com retornos de curto prazo e com o índice de referência. Faça apenas o seu melhor, não se preocupe com liquidez. Somos provedores de liquidez, especialmente em países em



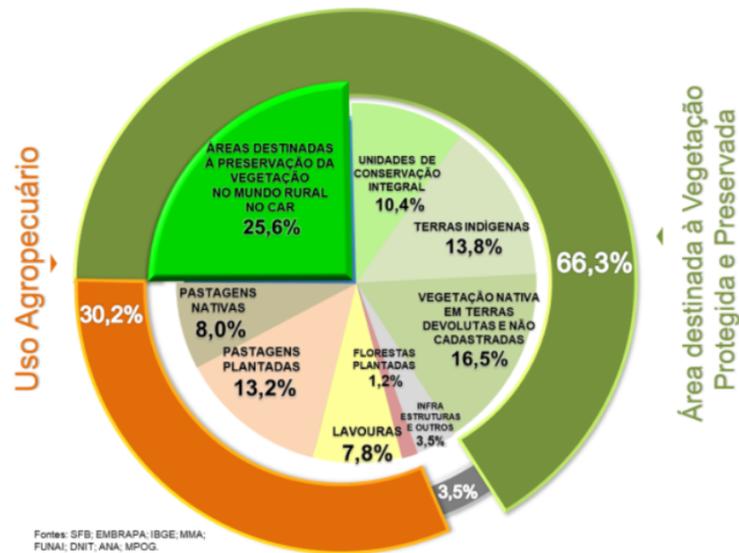
desenvolvimento do mercado de capitais, como o Brasil”. Não esqueço disso. Governos vêm e vão, e grandes investidores atuam sempre com horizonte de longo prazo, minimizando o fator liquidez (que na realidade interessa apenas a investidores de curto prazo – os *traders*).

Dito tudo isso, é de se perguntar: como está o saco do Brasil nesta metade do ano? Mas isso aos olhos de investidores estrangeiros que miram horizonte de longo prazo. No final do sumário que segue, esperamos que nosso estimado leitor esteja apto a avaliar qual o estado do saco brasileiro, qual o tamanho e, principalmente, o valor e os benefícios que poderá acondicionar ao povo brasileiro. Esperamos que o tamanho deste saco seja bem grande, bem como os benefícios que serão gerados e compartilhados.

Sabemos que na agricultura, como em nossas vidas pessoais, aquele que planta, cultiva, colhe, muitas vezes vê o seu trabalho escoar pelo saco furado. Isso frustra – ou, figurativa e paradoxalmente, enche o saco: embora tenha cumprido sua parte com muito esforço, uma safra acaba frustrada, por exemplo, pelo clima ou por preços ruins. No trabalho, muitas vezes nos frustramos pelo que chamamos de meritocracia, mas muitas vezes relações pessoais ou outros interesses furam a fila da meritocracia. Nos investimentos, o curto prazo ofusca o longo prazo, mas sabemos que no longo prazo as distorções são corrigidas (como, no caso de distâncias, os óculos fazem para o míope) e estamos confiantes nas grandes oportunidades que o Brasil oferece, com empresas aqui negociadas e disponíveis para investimentos e para composição de excelentes fundos ou portfólios.

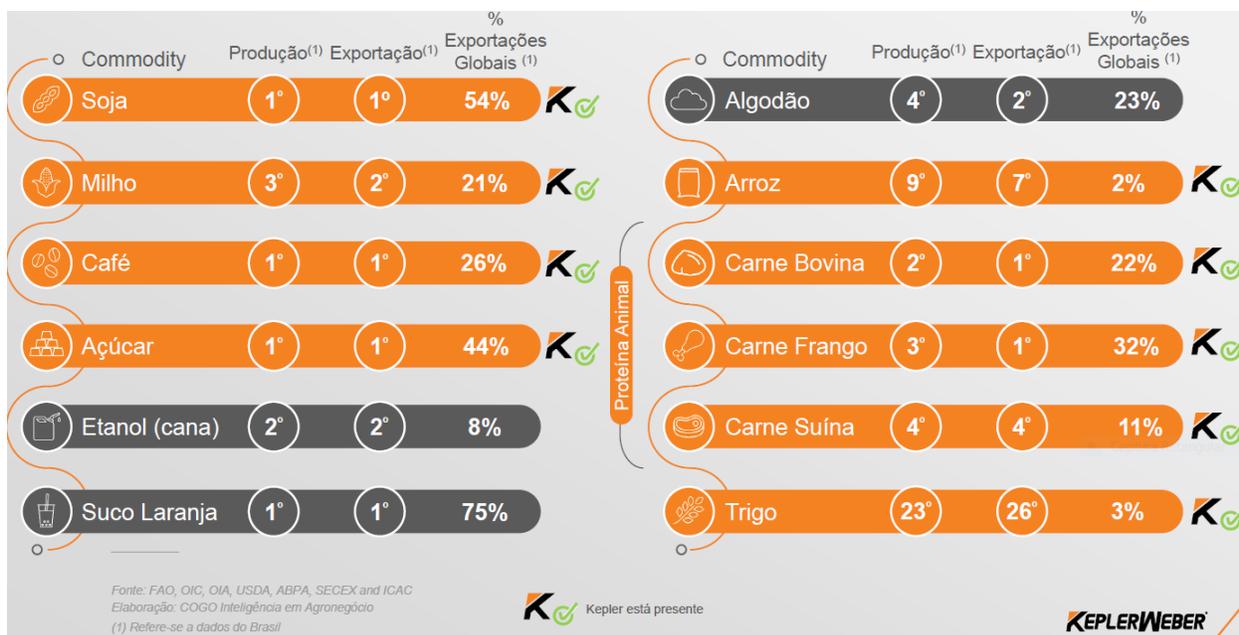
Apresentaremos a seguir, fatores importantes para encher o saco do Brasil (no melhor sentido possível), e como estamos inseridos no contexto mundial, destacamos as principais oportunidades para investidores globais e para ganho de competitividade do país. As oportunidades estão aí, disponíveis. Cabe a nós agarrar – ou como diz a sabedoria popular: o cavalo encilhado está passando sozinho. Alguns apenas observam e continuam caminhando a pé, vagarosamente. Outros montam e vão em frente – e chegam antes dos meros observadores.

1. **Terras agricultáveis e agronegócio:** o Brasil possui uma das maiores áreas agricultáveis do mundo e com maior preservação ambiental. Cerca de 2/3 do território nacional são protegidos e preservados – sendo que 1/4 desse total se encontra dentro de propriedades rurais.



Fonte: Embrapa

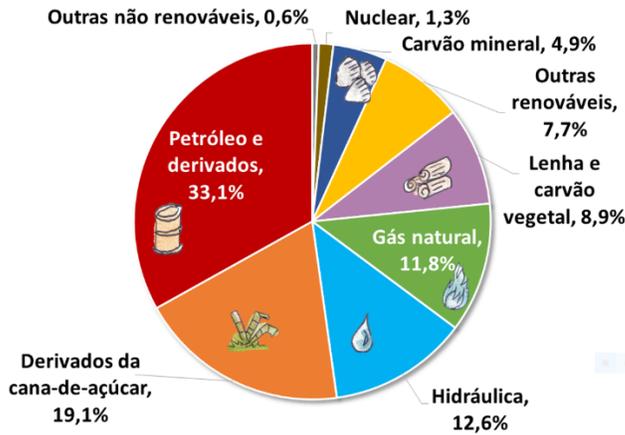
Da área de 30,2% para uso agropecuário, apenas 1/4 é destinado às lavouras; o restante é utilizado como pastagens – na proporção de 62% cultivadas e 38% nativas. O Brasil ocupa posição de destaque na produção mundial de grãos: é líder em soja e é o segundo maior de milho. É ainda o maior exportador de açúcar, café, suco de laranja, proteínas animais e celulose e o segundo maior exportador de algodão e etanol. O país deverá incrementar sua participação no mercado mundial de produtos de origem agropecuária sem necessidade de abertura de novas áreas – apenas através de ganho de produtividade (tecnologia) e de utilização de áreas de pastagem a serem convertidas para agricultura, florestas de eucaliptos (celulose) e carvão vegetal (biorredutores empregados na indústria siderúrgica). Vide a seguir como o país está globalmente posicionado neste setor e qual a nossa participação no comércio:



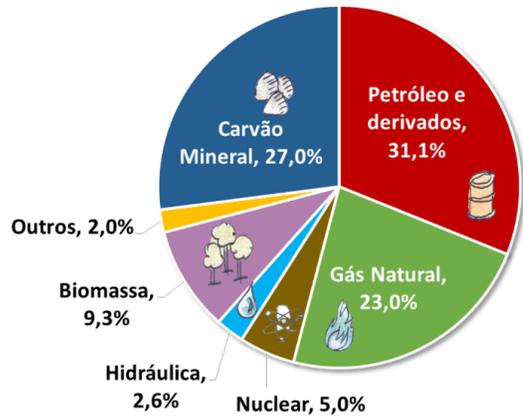
A imagem acima produzida pela Kepler Weber ilustra a relevância do Brasil no agronegócio global. E para acelerar a produção agrícola, o governo destinará na próxima safra R\$ 341 bilhões ao setor agropecuário através do Plano Safra 2022/23, um incremento de 36% sobre o ano anterior. Mesmo com uma conjuntura econômica desafiadora, no que tange a recursos do governo federal (como o Auxílio-Brasil, que demandará cerca de R\$ 40 bilhões), os recursos para o Plano Safra crescerão R\$ 90 bilhões, com elogios das principais entidades representativas do setor. Pequenos e médios produtores serão os mais favorecidos através dos programas Pronaf e Pronamp.

O Brasil é atualmente o segundo maior exportador de alimentos do mundo, atendendo cerca de 800 milhões de pessoas, exportando mais de US\$ 100 bilhões, com o agronegócio representando 27,4% do PIB. Segundo a FAO, a produção de alimentos deverá crescer 80% até 2050, e muito mais da metade disso serão atendidos pelo Brasil. Nosso país ficará, assim, em uma posição de grande destaque – e, óbvio, será alvo de ataques de outros países que perdem importância e acusam o agronegócio brasileiro das mais infundadas más-práticas ambientais – sem olhar para os próprios narizes. Poucos países têm legislação ambiental tão avançada quanto o Brasil, e nenhum rivaliza em ganhos de produtividade. E ainda existe muito espaço para avanços tecnológicos.

- Matriz energética:** em energia, o Brasil se destaca por: ter uma das matrizes mais limpas do mundo, por sua autossuficiência, pelo baixo custo de produção (incluindo petróleo do pré-sal), pela pouca necessidade de aquecimento (verdadeiro drama para países setentrionais e seus invernos rigorosos) e por ter um dos maiores rendimentos na geração eólica e solar, graças a fatores climáticos amplamente favoráveis. O Brasil é uma das principais províncias mundiais de investimento em petróleo devido às amplas reservas do pré-sal, às novas tecnologias e à política favorável para atração de investimentos (estrangeiros e locais). A expansão da matriz renovável, como etanol (de cana de açúcar e, mais recentemente, de milho), biodiesel e biometano (de resíduos agropecuários e lixo) em substituição ao diesel e na geração de energia elétrica, são outros pontos a se observar.

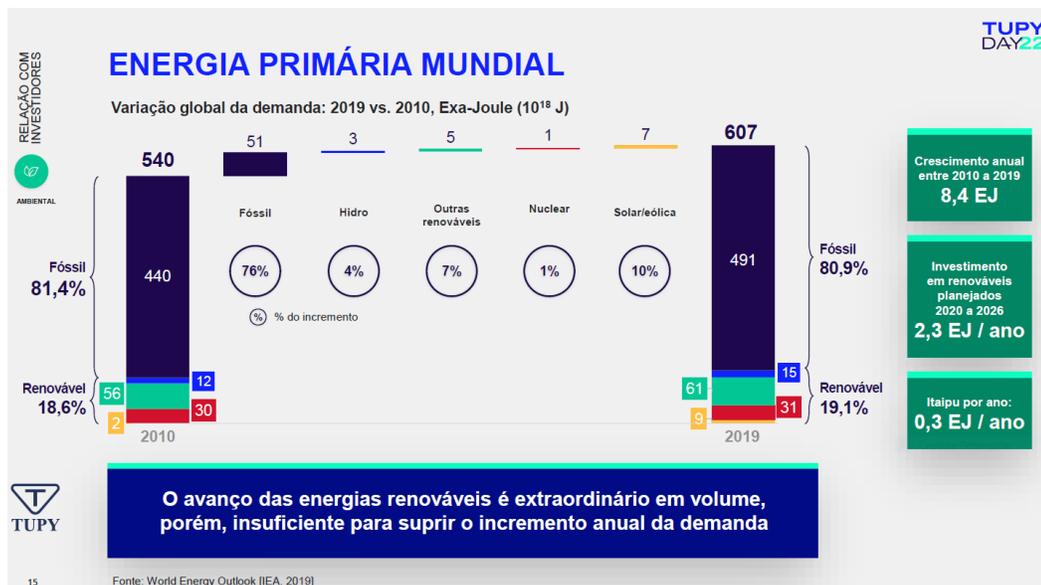


Matriz Energética Brasileira 2020 (BEN, 2021)



Matriz Energética Mundial 2019 (IEA, 2021)

A participação de petróleo e derivados no Brasil é semelhante à que se vê nos demais países, mas aqui o etanol representa 19,1% (além da energia hidráulica), enquanto no mundo, o carvão mineral representa 27%, e o total de fontes fósseis (geradores de gases de efeito estufa), 81%; no Brasil, representa 50%.



Através da imagem acima apresentada durante o evento do Tupy Day 2022, observa-se que nos últimos 10 anos até 2019 (antes da pandemia, portanto), a energia primária mundial de origem fóssil manteve-se em torno de 81%, mesmo com a introdução de fontes renováveis e tecnologias. O Brasil dispõe tanto de energia fóssil, como de renovável nas diversas fontes (biomassa, eólica e solar, e potencialmente, hidrogênio verde), o que é uma grande vantagem comparativa e competitiva: empresas produtoras e consumidoras e a população podem se beneficiar.

- Energia elétrica:** um dos pilares do crescimento econômico de uma nação é a disponibilidade de energia elétrica (mas não só) e de combustíveis. Basta ver os problemas inflacionários no Ocidente

e de indisponibilidade energética na Europa e na África do Sul (principal economia africana). Além disso, o mundo persegue a descarbonização – e aí o Brasil está entre os mais bem posicionados, em composição e potencial de produção, em energia eólica, solar, biomassa e biometano. Além de serem renováveis e limpas, têm um dos menores custos de produção do mundo (e mesmo assim atingem o bolso do consumidor, com o fardo de tributação e encargos; a burocracia e a fome fiscal pesam). A crescente autoprodução (sem o fardo burocrático e de custo ainda menor) deverá favorecer muito os setores eletrointensivos (bem como o crescente uso de gás natural, biogás e biomassa).

Aerogeradores e placas solares (além de outras tecnologias) mais eficientes, biomassa e biometano e a expansão no uso do gás natural após a aprovação do novo marco regulatório são outras vantagens do Brasil. Desta forma, novas termelétricas vão monetizar a disponibilidade de gás do pré-sal, trazendo mais segurança à matriz energética brasileira, compensando fatores climáticos que impactam principalmente as fontes hídrica e eólica sazonalmente, ou mesmo em anos atípicos climatologicamente. Regiões hoje sem acesso à energia elétrica, no interior do país, poderão ser beneficiadas com tais fontes, sem que, para isso, se façam imensos investimentos em linhas de transmissão, produzindo-se energia próxima aos centros consumidores.

Segundo o Plano Decenal de Expansão de Energia do Ministério de Minas e Energia, o país tem que investir R\$ 530 bilhões em geração e transmissão até 2031. Privatizada, a Eletrobrás (que responde por 30% da geração e 40% das linhas de transmissão) terá nisso um papel importante, ganhando agilidade e eficiência gerencial.

4. **Saneamento:** saneamento básico e gestão de resíduos de lixo domiciliar urbano e reciclagem são pontos fracos do Brasil. Embora cerca de 96% da população brasileira tenha água tratada (com perda de 40% entre a produção e consumo), apenas 55% é atendida por rede de esgotos – e destes, apenas 51% são tratados. Esse é um grande flagelo para a saúde pública do país, especialmente crianças, mais vulneráveis à falta de saneamento. Em relação à coleta de lixo, 90% da população brasileira é atendida (98,7% da população em áreas urbanas). O Brasil gera 82 milhões de toneladas de lixo anualmente; deste total, 51% são de lixo orgânico. Mas apenas 3% dos recicláveis são recuperados e só 1% do orgânico aproveitado. Do total coletado, 60% vão para aterros sanitários; 23% para aterros controlados; e 17% acabam em lixões. O novo Marco Regulatório do Saneamento, aprovado em 2020, prevê universalização dos serviços de água e esgoto até 2033, viabilizando investimentos privados, ampliando o fornecimento de água tratada para 99% da população e coleta de 90% do esgoto. O marco também estabeleceu metas para eliminar três mil lixões até 2024 e atingir 48% de reciclagem de resíduos sólidos. Para cumprir as metas de universalização, estima-se investimentos de R\$ 70 bilhões por ano (com R\$ 50 bilhões estimados como realizados em 2021).
5. **Infraestrutura:** a necessidade de investimentos em infraestrutura no Brasil é grande. Inclui-se aí construção, pavimentação e duplicação de rodovias; construção, modernização e ampliação de ferrovias; navegação de cabotagem (BR do Mar); portos e aeroportos. Além disso, estamos em processo de implementação da tecnologia 5G no país (que começa a ser ativada neste mês, a partir de Brasília e em outras grandes capitais em setembro), o que vai melhorar de modo significativo a qualidade e o acesso da população às telecomunicações, principalmente no campo. A deficiência da infraestrutura é um dos maiores gargalos para crescimento e desenvolvimento no interior – e o fator-chave do “Custo Brasil”, dado o peso que exerce no custo da logística. Para 2022, o Ministério

da Economia estima investimentos de R\$ 188 bilhões em infraestrutura (e destes, R\$ 82 bilhões relacionados a energia). Esse valor deve crescer, mas depende do setor privado – privatizações e PPPs (Parcerias Públicas e Privadas).

Em suma, o Brasil reúne amplas possibilidades de investimentos em setores-chave para seu desenvolvimento. O setor de energia mostra diversas vantagens, mas infraestrutura e saneamento básico carecem de muitas melhorias. Nossos fundos estão bem-posicionados para capturar tais oportunidades através das principais empresas investidas, e acreditamos que investidores estrangeiros e domésticos terão papel bastante ativo na alocação de recursos nestes setores. Isso favorecerá indiretamente as empresas investidas pela Trígono, através das diversas estratégias.

Conjuntura Internacional

No mês de junho, a curva dos juros do Fed (BC dos EUA) apresentou grande volatilidade. O título de 2 anos do Tesouro americano chegou a quase 3,5% de rendimento (*yield*), mas teve forte retração, para menos de 2,9%. Isso, depois da divulgação do resultado negativo do PIB do 1º trimestre, reforçando temores de uma recessão. Grande parte do mercado, aliás, já antevê esse cenário – que estaria, assim, já precificado (ao menos em parte). O Fed de Atlanta (uma das 12 divisões regionais do BC norte-americano) tem um indicador não oficial, baseado em outros indicadores econômicos dos EUA, chamado GDPNow, que é famoso por ser considerado uma espécie de prévia do PIB (no Brasil, algo parecido é o IBC-Br, do nosso BC).

O GDPNow mais recente antecipou uma possível recessão nos EUA em 2023. O indicador tem um histórico de bastante precisão, mas é necessário ter em mente que a bagunça que pandemia, guerra e outros fatores da conjuntura econômica atual podem ter afetado o modelo usado pelo Atlanta Fed. Isso tudo poderia afetar a precisão do indicador, como um magneto próximo à bússola.

O temor de recessão, no entanto, faz com que o mercado precifique uma mudança no ritmo de alta de juros, seja pela menor inflação (dada a menor demanda), seja porque o mandato do Fed é duplo – em sua decisão sobre juros, o banco também tem de levar em conta o nível de emprego na economia. Ou seja: dados econômicos ruins e queda dos juros futuros se retroalimentam.

As condições de compra do consumidor americano deterioraram rapidamente nos últimos meses – apesar do poder (ainda que temporário) dado pelos “cheques da COVID”, a versão norte-americana do Auxílio-Brasil. De forma geral, tais condições são dadas por renda disponível e acesso a crédito. A primeira está diminuindo por conta da inflação, com níveis de poupança baixíssimos e endividamento recorde em cartão de crédito. Com a expectativa de aumento no juro sendo repassada ao mercado de crédito, o endividamento fica mais caro, e mais caros ficam os produtos. Essa mistura tóxica é mais que suficiente para barrar o consumo – e, conseqüentemente, desacelerar a economia.

O mercado de trabalho nos EUA, um tanto contra o que talvez fosse de se esperar, continua forte: o desemprego bate recordes de baixa e a tendência de aumento na participação da força de trabalho (pessoas buscando emprego ou empregadas em relação à população total) avança. O fenômeno da troca

de emprego em busca de melhores salários continua, com recorde de pedidos de demissão. Esse é um mecanismo de reajuste dos salários à inflação alta vivida por lá, condicionada à falta de mão de obra.

Como aqui, por lá a massa salarial real segue em queda: apesar de mais pessoas estarem entrando na força de trabalho e de haver reajustes salariais, a renda disponível da população cai. O Tio Sam talvez não tivesse vivido esse fenômeno nada agradável; bem-vindo ao mundo inflacionário. No Brasil, mesmo com o aumento expressivo nos juros, essa tendência se reverteu e a massa salarial real voltou a subir depois da estabilização da inflação, com a economia crescendo continuamente.

Mas quaisquer semelhanças entre eles e nós meio que param por aí. O déficit americano e a dívida/PIB dos EUA são muito superiores às métricas do governo brasileiro; tentar controlar a inflação com juro alto não é uma opção. Na realidade, no caso dos EUA, isso nem é necessário. O país é o *safe haven* (porto seguro) do mercado financeiro mundial, de forma que qualquer nível de juro real (principalmente no atual cenário) faz com que o dólar já se valorize de forma substancial – e mesmo suficiente para coibir a inflação. Não por acaso, o euro tem se desvalorizado (quase até à paridade) em relação ao dólar.

Outro fator importante para o controle da inflação nos EUA, é o nível de preços dos ativos, como comentado em Resenhas passadas. As principais classes de ativos por lá são: títulos de dívida, ações e investimentos imobiliários. Todos continuaram a perder valor de forma significativa em junho, como já vinha acontecendo ao longo do ano. Isso pesou na confiança do consumidor, que tem sua riqueza pessoal atrelada a tais ativos.

Assim, do ponto de vista da inflação de demanda, o problema americano está em boa parte endereçado e deve ser controlado naturalmente com o tempo. Se bem conduzido pelo Fed, esse processo pode não causar recessão. Ou, ao menos, fazer com que ela dure pouco.

Temos então em tela uma complexa equação nos EUA: se por um lado o mercado de trabalho está forte e a inflação alta, por outro há uma forte trava para a alta de juros, dadas a situação fiscal e a já deteriorada situação do consumidor, com o que parece ser uma recessão a caminho. Jerome Powell, presidente do Fed, disse que comprometerá a elevar o juro até levar a inflação à meta de até 2%. Não será fácil: se a situação do consumidor se deteriorar muito com a alta de juros, o mercado de trabalho poderá sentir o baque, e o Fed pode ter de voltar atrás (o que o mercado já precificou parcialmente, via a curva de juros).

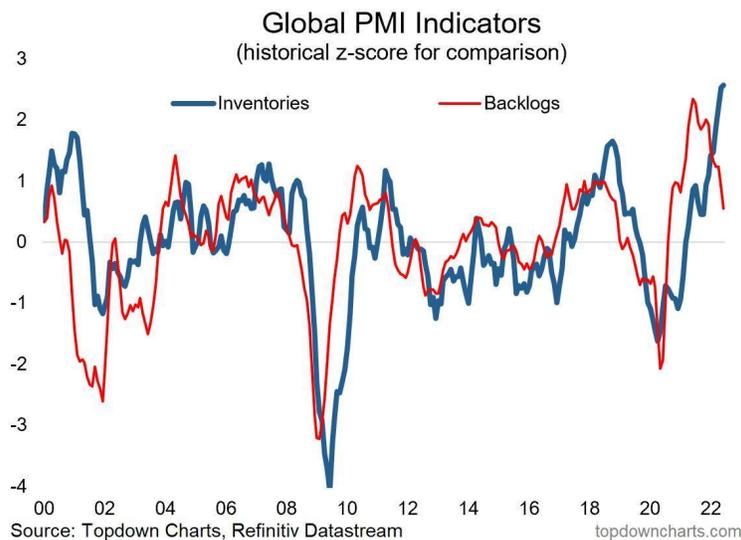
Do ponto de vista de oferta, a dificuldade de aumentar o suprimento para atender a demanda e sustentar o crescimento do PIB tem gerado a forte pressão inflacionária que vivemos. Essa restrição de oferta tem uma raiz estrutural e outra conjuntural. Esta (temporária) é composta de: conflito na Ucrânia, falta de containers e impacto dos *lockdowns* da pandemia – os passados e o atual, na China. Aquela é composta pela falta de investimentos (comentada em Resenha anterior).

Mas o fato importante é o pensamento que vai se generalizando em relação à globalização: produzir onde é mais econômico, pelo *nearshoring* (trazer a produção para mais perto do país ou mesmo dentro deste). Isso minimiza custos logísticos e os riscos de se produzir em países sujeitos a problemas que possam mesmo impactar parte da cadeia de produção ou mesmo as próprias matrizes, além do risco e volatilidade cambial em outros países.

Na frente conjuntural, o frete já está ficando menos caro. O FBX (Índice Global de Frete) caiu de mais de US\$ 11 mil em setembro de 2021 para algo próximo a US\$ 6 mil atualmente, apontando para baixo. Não

que isso esteja sequer perto de estar bom: no MPP (mundo pré-pandemia), esse valor rondava os US\$ 2 mil.

A situação dos *chips*, mesmo com a questão da falta do néon ucraniano, também tem melhorado. Em parte, por causa da queda das criptomoedas – grande fonte de demanda de semicondutores para as “mineradores” (basicamente, grandes unidades de processamento computacional). Quanto à utilização da capacidade fabril, as indústrias do Ocidente já reabriram há algum tempo e as asiáticas retomaram boa parte da atividade – notadamente na China, impactada mais recentemente por *lockdowns* rigorosos. O cenário agora é o oposto: acúmulo de estoques e *backlogs* (encomendas) caindo.



Ou seja, existem grandes pressões deflacionárias em atividade na economia mundial, seja na parte da demanda, seja na da oferta. Mas restam questões sobre a sustentabilidade do controle inflacionário. Uma delas é se a falta de oferta de *commodities* é apenas transitória – relevante para o contexto inflação/recessão. Outra é a da solidez econômica dos países para levarem o juro real no mínimo para níveis positivos, com a parada do *quantitative easing* (compra de títulos públicos pelos bancos centrais para injetar dinheiro na economia). Mesmo que haja um *soft landing* (um processo de aumento de juro sem cair na recessão), o componente estrutural da oferta de *commodities* ainda será um problema para a inflação. Retomado um crescimento econômico sustentado, haverá necessidade de aumento do consumo de barris de petróleo e de metais, por exemplo. Como acomodar essa demanda, quando a OPEP sequer consegue produzir o que se propõe a entregar mês após mês?

E como aumentar a oferta de bens minerais, que depende de grandes investimentos, aprovações ambientais e principalmente da confiança em que haverá demanda e sustentação dos preços? Nesse sentido, parece que, mesmo que o problema do descontrole acabe, os níveis inflacionários no futuro podem ser maiores de forma sustentada.

Outra questão diz respeito à Europa e sua possível dependência dos níveis de juros atuais e do *quantitative easing*. Nos EUA, lembremos, os juros já sobem e já se vê recessão – isso num cenário de mercado de trabalho forte e de economia que se recuperou a uma velocidade incrível após o impacto da

covid. Na Europa, o que se tem é uma economia fragilizada, com o conflito na Ucrânia a tiracolo ameaçando a oferta de gás para abastecer a manufatura e os domicílios. A estabilidade do euro depende fortemente do fluxo comercial internacional alemão – mas a Alemanha teve no mês passado seu primeiro déficit comercial em décadas. O proverbial gato subiu no telhado: frágil e sem saber como conduzir os conflitos entre russos e ucranianos a um fim, segue a Europa seu passo incerto.

O euro começa a bambejar ante o juro em alta nos EUA: a moeda europeia passou de US\$ 1,19 em 2021 para US\$ 1,03 em 2022. Até junho, o BCE (Banco Central Europeu) vinha realizando *quantitative easing* e tem planos de subir seus juros também. Nesse contexto, os *yields* das dívidas longas de países mais problemáticos do bloco em termos fiscais já sobem – vertiginosamente: na Itália, por exemplo, o *yield* de 10 anos passou de 0,5% para mais de 4,2% em junho, no intervalo de um ano. Para se ter noção, o mesmo título alemão paga cerca de 1,2%. Bem se vê que na Europa o “desmame” do *quantitative easing* não será tão simples. Se for tentada uma de juros, o risco de recessão é ainda maior que nos EUA. Correndo por fora está o problema energético – e, quando chegar o “General Inverno”, os europeus vão desejar ter sido mais efetivos para resolver a questão do gás. Afinal, Napoleão e Hitler já enfrentaram esse poderoso combatente russo, e deu no que deu.

Italy 10 Year Government Bond



Na frente inflacionária, portanto, num *nutshell*: ainda que questões conjunturais tenham colocado de lado a perspectiva do descontrole, o problema da alta generalizada de preços deverá permanecer no radar durante anos. Essa lógica nos deixa mais confiantes também com *commodities*, contrariando o senso comum, já que, apesar das claras flutuações de curto prazo no contexto global, o problema na oferta ainda é estrutural e o apetite do dragão chinês permanece insaciável, em ano de eleições e da necessidade de se recuperar o tempo perdido com os *lockdowns* recentes.

Ainda sobre o problema do gás europeu, a Rússia cortou drasticamente o fornecimento ao continente. As expectativas são de racionamento, se esse corte não for revertido. Isso vai bater duro na indústria, que pode recorrer ao carvão energético para se manter operando. Aí, todo o acordado COP26 no ano passado vai ralo abaixo.

Olhando agora pela lente do mercado, praticamente nenhum ativo financeiro tem uma perspectiva favorável diante de si e os juros estão longe de oferecer alguma proteção aos investidores contra a inflação. O Brasil é um dos poucos atores a já terem visto esse filme antes; afinal, inúmeros ensaios desse *script*, por décadas (até a chegada do Plano Real), nos deram alguma experiência.

No primeiro semestre, a tendência tinha se mantido positiva para *commodities*, mas agora, no apagar das luzes de junho, elas também começaram a ceder. Criou-se um fenômeno importante de descasamento entre o comportamento da *commodity* pura e o das ações a ela relacionada: se as

commodities caíram, as ações caíram muito mais. Ou seja: o mercado está precificando a continuidade dessa queda motivado pela **certeza da recessão** (veja o Anexo Cultural, no fim da próxima seção).

Conjuntura Nacional

O descasamento mencionado acima é visto também no Brasil: se os preços de *commodities* caem, os de ações a elas ligadas despencam. Mesmo no caso da celulose, cujo preço está subindo e com forte demanda na China, as ações de empresas brasileiras desse setor vêm sendo penalizadas, pelo efeito *top-down*. Durante a fase de alta das *commodities* no 1º semestre, as ações relacionadas mal subiram – de forma que, na prática, os preços implícitos das *commodities* embutidos no *valuation* (valor calculado) dessas ações são menores (muito abaixo dos preços *spot* negociados nos mercados). Isso cria margem de segurança para o investimento em certos ativos – desde que os preços não caiam demasiadamente.

O índice brasileiro EWZ (representante do Ibovespa dolarizado), apesar de ter sido destaque de performance global no 1º semestre, com queda de 2%, se desatrelou fortemente do índice de *commodities* GSCI – em escala não vista desde os anos 2000. Mesmo com a pequena queda no GSCI, este se encontra em um nível elevado – como comentado anteriormente, talvez pela combinação de um choque na oferta e do efeito do petróleo e seus subprodutos.



Vemos hoje no mercado brasileiro uma distorção não vista há muito tempo. O juro real mais elevado do mundo, combinado a tensões eleitorais e *bear market* (queda no mercado de ações) global criou um cenário de bolsa muito atrativo no país. Uma abordagem diferente para avaliar o nível de pessimismo que temos hoje (já que múltiplos já foram abordados extensamente em outras resenhas) é considerar as quedas em termos individuais, e não dos índices Ibovespa ou *Small Caps*. Mais de 80% das empresas listadas na bolsa apresentam queda em 12 meses (na média, 40%). Essas métricas são piores agora do que na grande queda durante o governo Dilma, quando o cenário fiscal caminhava para um rumo muito perigoso. Havia quedas sucessivas nos lucros das empresas e no PIB (recessão de fato), o índice de

commodities estava no nível mínimo do gráfico acima e a instabilidade política no Brasil era notável, com o processo de *impeachment* instalado.

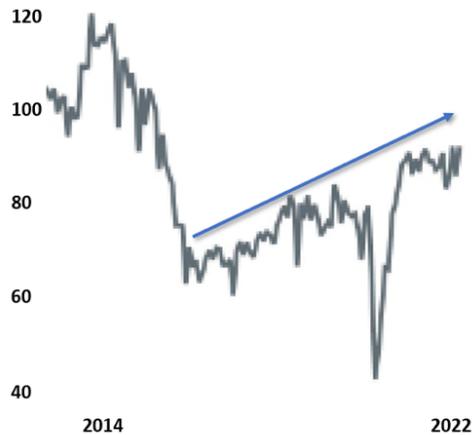
Hoje vemos ainda bons fundamentos para as *commodities*, devido principalmente aos problemas na oferta (mesmo que com flutuações de curto prazo), demanda mundial por alimentos produzidos no Brasil (vide parte inicial da resenha) e uma situação fiscal bem mais favorável – com sucessivos superávits primários, situação competitiva industrial melhor, câmbio mais favorável aos exportadores e crescimento econômico com forte geração de emprego mês após mês. As atuais preocupações fiscais são fundadas, mas compensadas pelo próprio superávit inesperado e por outras fontes de recursos, como dividendos recebidos, privatização da Eletrobras e devolução de recursos do BNDES à União.

Na hipótese da economia global se estagnar, pode-se criar um cenário em que o Brasil estará comparativamente superior. Ainda mais em relação ao lado Ocidental do planeta, com a Europa e seus complicados problemas atuais, e um risco de estagflação (inflação alta, sem avanço do PIB).

Acreditamos que o Brasil continuará apresentando crescimento econômico, e os economistas já revisam estimativas para cima. O país está muito à frente dos outros no ajuste de juros – que foi dramático e deve, associado aos fatores conjunturais deflacionários comentados, mitigar a inflação por aqui. A expectativa de lucratividade das empresas é boa, com o cenário de *commodities* ainda favorável. A indústria tem se tornado mais competitiva, inclusive com redução do IPI – além do quê, grande parte das empresas está bastante descontada em bolsa. O cenário lembra o pós *sub-prime*, quando o Brasil se destacou como uma das economias que mais rapidamente se reergueu, com forte ganho na bolsa que seguiu.

Em muitos setores da economia nacional, a perspectiva é favorável em termos estruturais para os próximos anos. A indústria poderá se beneficiar do fato de a China vir buscando uma mudança do modelo de crescimento econômico de exportações, por consumo interno, associado à crescente tensão geopolítica global. Com o patamar de câmbio atual, a diminuição de impostos para a indústria, a reforma trabalhista e o ganho de competitividade em termos de custo energético, o Brasil pode estar no começo de um novo ciclo industrial – revertendo a tendência das últimas décadas, de sucateamento e perda de participação global. Poderíamos deixar de ser o exportador de *commodities* (minerais e agropecuário) e importador de bens industriais, químicos (fertilizantes inclusive), consumo (eletrônicos e vestuário entre outros), que marca o país desde a colonização portuguesa. Há também a possível implementação mais forte dos sistemas de crédito de carbono no comércio internacional – do que o Brasil também muito se beneficiaria, notadamente no agronegócio (celulose e indústria canavieira, além do biometano).

Em maio, a produção industrial cresceu 0,3% sobre abril, mas no caso de bens de capital, o crescimento atingiu 7,4%. É um sinal, como diz o bordão do humorista Paulo Bonfá, “totalmente excelente”, pois está na base da cadeia industrial.



O setor de serviços ainda carrega grande nível de desemprego, de forma que há espaço para crescimento sustentado e formalização. Funcionaria como um fator de expansão do PIB sem pressão inflacionária – como ocorre nos EUA, por exemplo. A massa salarial real brasileira segue subindo, com crescimento de 3,1% em maio (ano contra ano). Os dados das companhias listadas de shopping center mostram recuperação animadora no varejo, com um crescimento substancial no consumo sobre 2019. Em maio, a taxa de desemprego – medida na PNAD – caiu para 9,8%, a menor em 6 anos; e segundo o Caged, foram gerados 277 mil empregos formais. Lembremos que isso aconteceu numa conjuntura desfavorável (juros altos e impactos da pandemia em vários setores).

O governo central apresentou superávit recorde para abril: R\$ 28,5 bilhões – acima do esperado pelo mercado –, mesmo com redução do IPI. Houve ainda uma redução nas despesas com funcionários públicos, de 8,2% em termos reais sobre abril de 2021. A inflação tem tido papel importante no controle de gastos do governo e no enxugamento das despesas com funcionalismo. Há, claro, as pressões típicas de anos eleitorais por medidas populistas – como a PEC dos combustíveis e o aumento do Auxílio-Brasil, de R\$ 400 para R\$ 600.

Independentemente de ideologia ou preferência política, é positivo o saldo de um corte de impostos associado a um de despesas recorrentes num cenário superavitário. Obviamente, dado que pagamos o maior juro real do mundo, o ideal do ponto de vista de responsabilidade fiscal seria mirar no respeito ao teto de gastos, no aumento do superávit e na redução da dívida pública. A recente e forte queda do petróleo, além da desoneração tributária dos combustíveis, reduz o risco de interferência política na política de preços da Petrobras, dado que os preços dos combustíveis nas refinarias estão praticamente na paridade de importação.

A proposta da PEC do etanol (biocombustível) deve ser associada a medidas como o aumento do Auxílio-Brasil, vale-gás, Auxílio-Caminhoneiro (R\$ 1.000) e Auxílio-Táxi (R\$ 200). Essas propostas ainda estão em discussão, dado o malabarismo legal necessário para aprová-las em ano eleitoral. Isso pode atrasar na Câmara a PEC dos biocombustíveis, que resolve boa parte da queda de competitividade do etanol frente à gasolina criada a partir da PEC de combustíveis.

O dólar se fortaleceu bastante em junho, valorizando em 11% (ou R\$ 0,52), refletindo as questões fiscais comentadas – fortalecimento este que foi visto em relação a todas as moedas, diante do discurso mais

duro do Fed. Isso pode trazer novas pressões inflacionárias, neutralizando o esforço para reduzir a inflação através da desoneração dos combustíveis e da redução do IPI.

Desempenho dos Fundos

O desempenho negativo das diversas bolsas no primeiro semestre reflete uma combinação de fatores ruins: inflação, elevação das taxas de juros, perspectivas de recessão nos EUA e Europa, conflito entre Rússia e Ucrânia, problemas nas cadeias de produção e logística derivados da pandemia, e aumentos nos preços de combustíveis e energia, com impacto nos custos de vários setores eletrointensivos e cadeias logísticas, e o *lockdown* na China, provocando uma forte queda nos preços de algumas *commodities* mais relacionadas ao dragão chinês. Diante deste cenário, houve um movimento negativo nos preços de *commodities* e nos preços das ações de empresas relacionadas. O setor de petróleo foi uma exceção, devido à perspectiva de preços seguirem elevados, uma vez que não se vê modo de substituir a Rússia como grande exportador mundial de petróleo, gás natural e derivados.

Nossa estratégia permanece inalterada: concentração em poucas empresas e setores, com o dólar como proteção para incertezas locais de cunho político, econômico e global. As principais empresas investidas têm receitas ou negócios direta ou indiretamente relacionados à moeda estrangeira. Também nossos fundos estão investidos em empresas de baixa exposição às taxas de juros domésticas – salvo exceções devido a características específicas (casos de Simpar e Positivo) e apresentam balanços fortes e com posição elevada de caixa que se beneficiam da elevação das taxas de juros.

Das 5 principais empresas investidas pelos nossos fundos – Ferbasa, Kepler Weber, Metal Leve, São Martinho e Tupy –, apenas a Metal Leve deu contribuição negativa no semestre, o que demonstra nossa estratégia assertiva na alocação dos investimentos. Os destaques negativos de Tronox e Positivo nos fundos em que estão alocadas, se deram por fatores conjunturais – no caso da Tronox, problemas de fornecimento de ácido sulfúrico pela Paranapanema (em processo de mitigação); no da Positivo, a percepção negativa do mercado em relação às empresas de tecnologia, associada à alta de juros e à menor demanda por produtos de consumo como eletrônicos (celulares e notebooks). O mercado ignorou sua crescente participação no setor corporativo (servidores), e como única fabricante e fornecedoras das urnas eletrônicas utilizadas nas eleições e no segundo e terceiro trimestre sendo fornecidas e faturadas junto ao TSE.

Destacamos fatores catalisadores das principais empresas investidas e que justificam alocações importantes pelos nossos fundos:

Ferbasa (FESA4): atuando em mineração, ferroligas, gestão de florestas plantadas e energia eólica, a Ferbasa foi a empresa de maior valorização na B3 nos últimos 25 anos (90.084%, ou 31,3% ao ano, ante 882% do IBOV – ou 9,1% ao ano). Autossuficiente em minérios (cromo e quartzo), a Ferbasa se destaca em siderurgia por atuar em nichos, e seus diferenciais são o uso de energia elétrica limpa e renovável de baixo custo, e uso de biorredutores (carvão vegetal) produzidos pela própria empresa (em seus 26 mil hectares de florestas próprias de eucaliptos, de baixo custo e até gerando créditos de carbono, neutralizando parte do CO2 produzido em sua atividade metalúrgica).

As fortes elevações nos custos da energia elétrica em todo o mundo e do coque (mitigado pelo uso de biorredutor), a busca da China e países europeus pela descarbonização, e a intensificação da demanda

por produtos e equipamentos de maior eficiência energética (que usam FeSi75% HP – alta pureza), além da alta nos preços das ferroligas (resultante dessa conjunção de fatores) favorecem a demanda pelos produtos da Ferbasa, não só no curto prazo, mas especialmente no longo prazo, quando estes fatores ganharão ainda mais importância em todo o planeta.

A empresa também investe em novas tecnologias de minas e em recuperação de minérios, e busca cerca de 70% de autossuficiência em energia elétrica – com futuros impactos positivos na redução de custos. Em relação ao mercado, a oferta de FeCr (ferro-cromo) dependerá da resposta que a África do Sul (maior exportador mundial deste ferroliga) vier a encontrar para seus problemas energéticos, logísticos e trabalhistas – o que poderá impactar de forma significativa a produção e exportação para a China (que tem 75% de sua necessidade do produto suprida pelo país africano). O mercado associa (de forma equivocada) a Ferbasa ao minério de ferro e ignora as especificidades de seus negócios, como as vantagens relacionadas a energia e biorredutores – bem como a necessidade de a cadeia de produção reduzir a pegada de carbono – campo em que a Ferbasa é campeã e muito contribui para a redução desta pegada dos clientes, notadamente europeus e chineses, e brasileiros (embora aqui pouco atenção se dá a isto).

Tupy-TUPY3: maior produtora do mundo ocidental de blocos e cabeçotes de ferro fundido utilizados em motores (principalmente a diesel), a Tupy passa por um rápido processo de crescimento desde a aquisição da Teksid (sua maior concorrente) em outubro de 2021. Em maio deste ano, a Tupy anunciou outra aquisição – a da MWM (ainda sob aprovação do CADE) –, num importante movimento de entrada no segmento de motores e geradores. A combinação destas aquisições com a gestão das cinco plantas industriais (duas no México, uma em Aveiro – Portugal, e as de Joinville e Betim), mais sinergias, repasses de custos aos preços, aumento do valor agregado dos produtos. Destacamos ainda o mercado em que atua com grande demanda reprimida, e que trará nos próximos anos forte crescimento de receitas, expansão de margens de rentabilidade e geração de caixa operacional livre (para dividendos e novos investimentos).

A Tupy atua basicamente na economia circular – sucata transformada em produtos de elevada complexidade industrial) e descarbonização junto aos fabricantes de motores – e em tecnologia disruptiva – através das iniciativas Tupy Tech e Tupy Up, que poderão levar à entrada em novos negócios, como reciclagem de baterias através de novas tecnologias e uso de hidrogênio e biometano pelos seus clientes. Os produtos e iniciativas da Tupy estão intimamente relacionados à busca de eficiência energética dos combustíveis, à redução da pegada de carbono e ao uso de novos produtos e combustíveis alternativos como etanol, biometano e hidrogênio.

Do modo como vemos, a Tupy é pouco acompanhada pelo mercado, porque não precifica adequadamente este movimento de grande transformação e crescimento da empresa. Isso num momento de grande demanda reprimida (devido à escassez de componentes nos últimos dois anos, que prejudicou sua cadeia de produção) e de perspectivas de investimentos em infraestrutura e renovação das frotas de veículos pesados nos EUA, Europa, Brasil e China (consome indiretamente seus produtos exportados por fabricantes norte-americanos).

Metal Leve-LEVE3: uma das principais fornecedoras de componentes relacionados a motores (*power train*) originais e reposição (*after market*) no Brasil, a empresa também é uma das principais distribuidoras de dividendos (equivalente a 95% do lucro líquido) na B3. A Metal Leve atende os mercados domésticos, mas tem parte relevante de seus negócios ligados à exportação. Com o Brasil em

busca de maior eficiência energética dos combustíveis e de reduzir as emissões veiculares (Programa Rota 2030 e Proconve 7), a indústria de motores e automobilística terá que renovar quase que totalmente seus produtos. Isso é muito favorável à Metal Leve, com a agregação de produtos mais sofisticados tecnologicamente e com preços atualizados, já que ao longo dos anos os preços vão ficando defasados.

Além disso, uso de híbridos com biocombustíveis (etanol) e a introdução do biometano nos motores deve se intensificar nos próximos anos. O envelhecimento da frota de veículos no Brasil e no mundo, favorece duplamente a Metal Leve: a frota obsoleta precisará de manutenção até que seja renovada – e a renovação também é boa para a empresa atendendo às montadoras e fabricantes de motores.

Outro fator a favorecer a empresa é o grande potencial para crescimento da produção de veículos no Brasil, que saiu de 3,7 milhões de unidades em 2013 (de uma capacidade instalada estimada em 5 milhões de veículos) para uma produção estimada de 2,4 milhões em 2022 (ainda sob efeito dos problemas na cadeia de produção). O setor representa cerca de 22% do PIB do país e deverá ganhar maior presença no mercado internacional: as exportações de maio foram as maiores mensais desde agosto de 2018, favorecidas pelo câmbio, pela introdução de modelos globais no Brasil, da tecnologia *flexfuel* em vários países (em particular a Índia), pela necessidade de nacionalização na produção de motores e pela inserção dos veículos híbridos no Brasil com etanol. Com suporte da Mahle e um dos principais centros de pesquisa e desenvolvimento do grupo no Brasil (município de Jundiaí), a Metal Leve está apta a acompanhar as demandas mais exigentes em tecnologia e novos produtos demandados no Brasil e no exterior, além da globalização dos modelos e o Brasil produzindo modelos similares a outros países, o que aumenta a escala de produção.

Kepler Weber-KEPL3: com 97 anos de existência, Kepler Weber é quase um sinônimo de silos metálicos no Brasil, com seus mais de 40% de participação do mercado. A empresa também oferece soluções para transbordo de grãos, reposição de componentes, serviços associados e exportações. Apenas para dimensionar o potencial deste mercado, o déficit atual do Brasil em capacidade de armazenagem de grãos é de 88 milhões de toneladas – ou uma capacidade estática de 183 milhões de toneladas para uma colheita estimada em 271 milhões de toneladas na safra 2021/22. Para a safra 2022/23, estima-se um avanço para 300 milhões de toneladas na produção de grãos, com um acréscimo de apenas 5 milhões na capacidade de armazenamento – elevando, assim, o déficit para 112 milhões de toneladas. Segundo recomendação da FAO, um país deveria ter capacidade para armazenar 120% da produção e consumo de grãos para garantir a sua segurança alimentar. O déficit brasileiro então seria de 172 milhões de toneladas.

Apenas para cobrir o déficit estimado para 2023, seriam necessários investimentos da ordem de R\$ 90 bilhões, sendo 50% para silos e armazéns e 50% para obras civis complementares. Cabendo à KW 40% do mercado, tal participação equivale a uma receita potencial de R\$ 18 bilhões (a receita em 2021 foi de R\$ 1,2 bilhão; para 2022, a nossa estimativa é de ao menos R\$ 2,1 bilhões – no 1º tri, foi de R\$ 438 milhões).

Para cada 5% de crescimento na produção de grãos, a capacidade adicional de armazenamento tem de aumentar em 15 milhões de toneladas (3 vezes superior ao ritmo de novas capacidades nos últimos anos). O Plano Safra 2022/23, alocou para o setor R\$ 5,1 bilhões, (contra R\$ 4,2 bilhões em 21/22), com juros entre 7% e 8,5% (5,5% e 7% na safra 21/22), com três anos de carência e 12 de prazo.



Investimentos no etanol de milho e a busca da autossuficiência na produção de trigo favorecem uma demanda adicional por silos. Além disso, investimentos em infraestrutura – hidrovias, ferrovias e terminais portuários – favorecem aportes não só em silos, mas em equipamentos de transbordo. A possível introdução do terceiro turno garante à KW expansão de 25% na capacidade atual, além de investimentos em tecnologia (como a recente aquisição de 50% da Procer, pioneira e líder no país na automação de silos), modernização, produtividade e expansão na unidade de Campo Grande.

Destacamos também a evolução progressiva das práticas do *lean manufacturing*, gerando ganhos de produtividade, eficiência operacional, redução da necessidade de capital de giro e expansão das margens de rentabilidade.

São Martinho-SMTO3: uma das mais sustentáveis e rentáveis empresas do setor no mundo, a São Martinho se destaca pelos investimentos em tecnologia, produção própria de cana de açúcar (70%), escala industrial das principais usinas, posicionamento geográfico e logístico e uma invejável estrutura de capital. A empresa inicia neste ciclo a produção de etanol de milho e DDGs (proteína subproduto do etanol de milho), integrada à planta em Goiás, além da expansão (em andamento) em 25% na capacidade de geração de energia elétrica de biomassa.

O avanço na tecnologia de aproveitamento de resíduos industriais (vinhaça) permitirá a produção de biometano com capacidade equivalente a 100% do consumo de diesel (que hoje representa seu principal custo). Isso, ao lado da oferta de veículos e motores alimentados por este combustível, permitirá reduzir custos de produção e aumentar a produção de CBIOS (créditos de carbono). Mas a rota tecnológica e a partida destes investimentos ainda se encontra em fase de estudos.

A São Martinho gera cerca de 1,1 milhão de toneladas de CBIOS (neutralizando o equivalente em CO₂ da atmosfera), cotados a quase R\$ 200/CBIO. A empresa tem 55 mil hectares de terras com canais próprios e responde pela gestão de 350 mil hectares com a mais moderna tecnologia disponível. Devido a fatores climáticos adversos nas últimas duas safras (21/22 e a atual), a empresa ainda tem 4 milhões de toneladas de capacidade não utilizada para processar cana. Em condições climáticas normalizadas, isso garante um crescimento de 20% na produção sem a necessidade de novos investimentos.

A introdução da tecnologia *flexfuel* em outros países, motorização híbrida com etanol e o aumento da mistura do etanol na gasolina em vários países fazem ver um uso mais intensivo do etanol como biocombustível limpo. Sendo a produção de cana de açúcar afetada por uma série de fatores, haverá uma limitação na produção mundial de açúcar, favorecendo a manutenção dos preços no atual patamar elevado – ou mesmo a valorização do adoçante no longo prazo (dada a crescente demanda nos países em desenvolvimento, maior nos asiáticos).

Acreditamos que a São Martinho deverá aumentar nos próximos anos a distribuição de dividendos, devido ao excesso de geração de caixa em relação aos investimentos e a uma estrutura de capital sub-ótima, com baixa alavancagem financeira e decrescente (a despeito de novos investimentos em etanol de milho e energia, por exemplo). Em relação ao etanol de milho, existe a perspectiva de dobrar a capacidade de 200 milhões de litros neste primeiro investimento com a duplicação da planta em Goiás, onde 100% da produção é destinada ao etanol.

Como nossos atentos leitores podem observar, as empresas acima citadas estão envolvidas direta ou indiretamente em eficiência energética, descarbonização e até segurança alimentar. Todos estes são fatores ligados às melhores práticas de ESG e às necessidades do planeta, para uma atmosfera mais limpa e para conservação energética. A Trígono está concluindo a atualização do relatório de pegada de carbono de 100% das empresas investidas no final de 2021, interagindo com elas através da consultoria ATA Sustentabilidade.

Acreditamos que este é um grande diferencial da nossa gestora, que não se apoia meramente em discurso, mas de fato pratica o que fala – e mais: dá a isso total transparência. Esperamos influenciar conselheiros e empresas para que publiquem e/ou melhorem seus relatórios de sustentabilidade, dando a todos os stakeholders transparência a respeito de práticas, melhorias e novas iniciativas.

A produção dos relatórios acaba despertando novas ações internas e melhorias das práticas existentes, um efeito positivo indireto. Nossa atuação em ESG é reforçada pelo G, com a Trígono indicando e logrando êxito na eleição de muitos conselheiros de administração e fiscal nas empresas investidas, tendo estes grande responsabilidade nas práticas sociais, ambientais e de governança, além de respeito por investidores minoritários.

Trígono Flagship Small Caps FIC FIA 60 (CNPJ: 29.177.013/0001-12)

O Flagship encerrou o primeiro semestre de 2022 com desvalorização acumulada de 8,5% – queda bem menor que a do SMLL (-19,7%). Apesar da desvalorização, o fundo registrou alfa (retorno acima do índice de referência) de 11,2% no período. Nos seis primeiros meses do ano, as maiores contribuições positivas vieram do Agronegócio (+2,3%), seguido pela Indústria (+1,0%). Os destaques negativos vieram dos setores Químico (-5,1%) e de Tecnologia (-2,2%). Ambos explicados no preâmbulo desta seção.

A forte queda do SMLL no semestre foi puxada basicamente por empresas de bens de consumo e tecnologia (principalmente as que fizeram IPO em 2020/21), que podem encontrar dificuldades em repassar custos no cenário inflacionário atual. As empresas de tecnologia são inseridas no rol de crescimento. O aumento das taxas de juros impacta este tipo de empresa pela expectativa de menor crescimento e na metodologia de avaliação através do fluxo de caixa descontado (uma maior taxa de desconto, implicando em menor valor).

Outro grupo penalizado pelo mercado foi o das companhias endividadas, em razão da alta dos juros: maiores despesas, portanto, menor lucro, maior risco e menos dividendos e capacidade de investir.

Ao analisar apenas o mês de junho, o fundo acompanhou o *sell-off* das bolsas mundiais causado pelo temor cada vez maior de recessão nas principais economias e de inflação persistente – além das preocupações com *lockdown* na China. A queda no período foi de 15,8% - mas ainda assim, foi menor que a do índice SMLL (-16,3%). O temor de que os ciclos das *commodities* estariam terminando derrubou diversas empresas expostas a esse mercado – o que explica os desempenhos negativos de Agronegócio (-6,22%) e Mineração e Metalurgia (-3,51%) no mês.

A volatilidade anual do fundo foi de 25,37%, contra 27,74% do referencial, mesmo com 85% do portfólio sendo representado por apenas 8 empresas (o que demonstra elevada convicção em nossas teses investidas). Na tabela abaixo, vemos o desempenho do Flagship por um horizonte de tempo maior e pode-se constatar sua consistência de retornos acima do índice de referência, mesmo em um ambiente desafiador como o atual.

Fundo	jun-22	6M	2022	12M	24M	36M	INÍCIO
FLAGSHIP	-15,2%	-8,5%	-8,5%	-15,2%	62,2%	110,1%	187,2%
SMLL	-16,3%	-19,7%	-19,7%	-39,6%	-15,6%	-11,3%	8,4%

Fundo	jun-22	6M	2022	12M	24M	36M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	-15,8%	-8,5%	-8,5%	-15,8%	63,7%	104,6%	179,6%
SMLL	-16,3%	-19,7%	-19,7%	-39,6%	-15,6%	-11,3%	8,4%

Trígono Delphos Income FIC FIA (CNPJ: 29.177.024/0001-00)

Nos seis primeiros meses do ano, o Delphos teve desvalorização de 3,6%, enquanto o índice IDIV apresentou ganho de 4,6%. Do lado positivo, os destaques ficaram por conta do Agronegócio (4,7%), puxado por Kepler e São Martinho, e da Indústria (0,6%), puxada por Tupy. Os setores que penalizaram a performance foram Químico (-3,8%) e de Consumo (-0,9%).

Em junho, o Delphos teve desvalorização de 14,8%, ante uma queda menor (-8,4%) do *benchmark*. Houve forte correção nas empresas do Agronegócio (-8,2%) – que, mesmo assim, apresentaram forte valorização no semestre – e no setor de Mineração e Metalurgia (-3,8%). O destaque positivo ficou com Serviços Financeiros (leve valorização de 0,6%).

O Delphos é concentrado em empresas com histórico e perspectivas de distribuição elevada de dividendos – seis delas representam 85% do portfólio. Em 2021, o fundo apresentou *yield* de 12,19%, ante 8,01% do IDIV (formado por empresas que possuem histórico de pagar excelentes dividendos). Essa grande concentração explica a volatilidade maior em relação ao IDIV (23,6% ante 18,4%).

Em momentos de pânico, o mercado não considera os fundamentos das empresas. Prevalece a perspectiva *top-down* de setores. Estamos confiantes de que as empresas de nosso portfólio divulgarão excelentes resultados na nova safra de balanços – que vai do final deste mês a meados de agosto. Como já comentamos em Resenhas anteriores, as temporadas de resultados são excelentes pontos de inflexão para empresas que divulgam resultados sólidos e consistentes, e que acabam por surpreender o mercado que não acompanha de perto o segmento *small caps*. Acreditamos que as principais empresas do nosso portfólio têm os requisitos necessários para de fato serem surpresas positivas para o mercado e atrair a atenção de investidores.

Fundo	jun-22	6M	2022	12M	24M	36M	INÍCIO
DELPHOS	-14,8%	-3,6%	-3,6%	-5,8%	94,3%	132,5%	145,7%
IDIV	-8,4%	4,6%	4,6%	-4,1%	18,7%	18,5%	49,7%

Trígono Verbier FIC FIA (CNPJ: 08.968.733/0001-26)

Quanto ao Verbier, houve queda de 6,3% no ano, desempenho em linha com o IBOV (-6,0%). No semestre, os destaques positivos também ficaram por conta de Agronegócio (+2,6%) e Indústria (+0,66%). A contribuição negativa veio do setor Químico (-5,3%), afetado pelo problema no

fornecimento de ácido sulfúrico que atinge a Tronox (já comentado anteriormente), e do Comércio (-2,4%).

Em junho, o desempenho foi negativo (-14,6%), tal como o do IBOV (-11,5%), com desvalorização nos principais setores – Agronegócio (-6,4%), Mineração e Metalurgia (-3,8%) e Indústria (-2,3%). Não houve destaques positivos no mês. A volatilidade anual do Verbier ficou em 23%, contra 20,2% do IBOV.

Mesmo ligeiramente (-0,3%) atrás do *benchmark* no semestre, desde o início da gestão pela Trígono, o fundo bateu seu referencial nos quatro anos seguidos e gerou alfa de 126%. Em 2021, o *yield* do Verbier foi de 9,7%, ante 7,6% do IBOV.

Fundo	jun-22	6M	2022	12M	24M	36M	INÍCIO
VERBIER	-14,6%	-6,3%	-6,3%	-14,5%	72,2%	92,6%	152,4%
IBOVESPA	-11,5%	-6,0%	-6,0%	-22,3%	3,7%	-2,4%	26,1%

Trígono 70 Previdência FIC FIM (CNPJ: 33.146.130/0001-96)

Mesmo com um semestre desafiador para a renda variável, o 70 Prev finalizou com valorização de 2%, contra alta de 5,42% do CDI. Comparado ao IBOV (que perdeu 6,0% no semestre), o desempenho é bem favorável, uma vez que 70% do fundo está alocado em renda variável e 30%, em títulos do Tesouro. Essa alocação 70/30 nos permite um constante ajuste na carteira, realizando lucro nas ações com maior alta, e comprando as que caem, mantendo a exposição de 70% em renda variável, sem praticar o *market timing* – que não passa de um jogo de adivinhação. Investimos em empresas, cujos negócios e expectativas de resultados podemos monitorar adequadamente e não em apostas para que lado vai o mercado.

No semestre, o retorno positivo veio de Agronegócio (2,77%), Indústria (0,43%) e Mineração e Metalurgia (0,25%). Na contramão, veio o setor de Logística (-0,94%).

Em junho, o fundo perdeu 12%, em razão dos fatores comentados no início desta seção. Assim como os demais fundos, isso se deu em razão da forte correção em Agronegócio (-7,25%), Mineração e Metalurgia (-2,51%) e Indústria (-1,66%).]

Desde seu início, em setembro de 2019, o 70 Prev apresentou valorização de 51,5%, contra apenas 15,02% do CDI – o que representa uma valorização de 242,8% do CDI no período.

Fundo	jun-22	6M	2022	12M	24M	INÍCIO
70 PREV	-12,0%	2,0%	2,0%	-4,6%	38,4%	51,5%
CDI	1,0%	5,4%	5,4%	8,7%	11,2%	15,0%

Trígono Icatu 100 FIA PREV (CNPJ: 35.610.342/0001-08)

Nosso outro fundo previdenciário (que, diferentemente do 70 Prev, é 100% alocado em ações, o que o sujeita a diferentes quesitos regulatórios da SUSEP) teve, no 1º semestre, desvalorização de 5,2%, desempenho ligeiramente melhor que o do *benchmark* IBOV (-6,0%). O destaque positivo do período foi o Agronegócio (7,0%), puxado por Kepler e São Martinho. Do lado negativo, os destaques foram os setores de Tecnologia (-3,8%) e Logística (-1,1%).

Ao analisar o mês de junho, o fundo teve desvalorização de 14,1%, ante perda de 11,5% do IBOV. Todos os setores que compõem o fundo apresentaram queda no mês, com destaque para Agronegócio (-7,1%), Mineração e Metalurgia (-2,7%) e Indústria (-2,3%). A volatilidade do Trígono Icatu 100 foi de 24,2%, contra 20,2% do IBOV (oito papéis representam 81% do portfólio).

Enxergamos o Trígono Icatu 100 como uma excelente opção de diversificação da carteira previdenciária por estar exposto ao universo de *small caps* – no qual a Trígono acredita estarem as melhores oportunidades da bolsa no longo prazo em crescimento e dividendos, fato que combina com os objetivos de investimentos previdenciários. Atualmente, 82% do portfólio está alocado em Micro e *Small Caps*, com sobreposição muito baixa ao Ibovespa (o que proporciona excelente alternativa para diversificação).

Ao analisar janelas mais longas, o fundo apresenta desempenho destacado, com valorização de 56,4% desde seu início (14/07/2020), ante perda de 1,9% do Ibovespa no mesmo período.

Fundo	jun-22	6M	2022	12M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	-14,2%	-5,2%	-5,2%	-12,0%	56,4%

Trígono Power & Yield 100 FIC FIA (CNPJ: 40.265.153/0001-85)

O Trígono Power & Yield finalizou o semestre com desvalorização de 5,2%, frente à alta de 3,3% do *benchmark*, o IEE. Este fundo está posicionado para capturar as oportunidades que surgiram a partir da atual crise energética mundial e local, principalmente através de produtos eletrointensivos, biocombustíveis, energias renováveis e setor elétrico (de olho também bem em oportunidades no setor em nosso país). A tarefa do fundo é desafiadora: seu *benchmark* é o IEE, que talvez seja um dos melhores índices da bolsa, abarcando as 18 maiores e mais líquidas empresas do setor elétrico, distribuídas quase que igualmente (base 5,5%, pouco mais ou menos).

Os principais destaques positivos no ano até o momento ficaram por conta dos setores de Óleo e Gás (1,25%) e Concessão e Energia (0,7%). No lado negativo, Agronegócio (-1,78%) e setor Químico (-0,47%) foram os destaques.

Apesar do desempenho negativo em relação ao seu *benchmark* no semestre, desde seu início (em fevereiro de 2021) o Power & Yield entregou valorização de 15,3%, contra queda de 4,4%, correspondente a um alfa de 19,9% em apenas 17 meses. Portanto, mesmo diante de uma tarefa desafiadora e comparado àquelas que são as maiores e mais líquidas empresas do setor elétrico, estamos cumprindo nossa missão, abrindo um diferencial de desempenho de quase 20% sobre índice em menos de um ano e meio.

Em termos de volatilidade anual, o fundo finalizou com 18,1%, pouco acima dos 17,8% do IEE.

Fundo	jun-22	6M	2022	12M	INÍCIO
POWER	-13,0%	-5,2%	-5,2%	-8,1%	15,3%
IEE	-4,9%	3,3%	3,3%	-2,1%	-4,4%

Trígono Horizon Microcap FIC FIA (CNPJ: 43.104.134/0001-65)

Focado 100% em Micro Caps (empresas com valor de mercado inferior a R\$ 3 bilhões), o fundo “caçula” da Trígono (lançado em setembro de 2021) apresentou desvalorização de 15,9% no semestre, contra

perda de 19,7% do índice SMLL. O resultado reflete o movimento da bolsa a partir de uma visão *top-down*: em momentos de incerteza, o mercado tende para empresas mais líquidas, penalizando mesmo que os fundamentos e resultados das menos líquidas estejam melhorando a cada trimestre. Grande parte das empresas que selecionamos é formada por líderes em seus respectivos segmentos de atuação (mesmo no universo micro caps), esquecidas e desprezadas pelo mercado, e que possuem excelentes vantagens competitivas e potencial de valorização.

No semestre, o desempenho negativo ficou por conta de Agronegócio (-4,2%), Indústria (-3,1%) e Tecnologia (-2,7%), com apenas o setor de Serviços Financeiros como destaque no lado positivo (+1,2%). Quanto ao mês de junho, o fundo apresentou desvalorização de 12,3%, ante queda de 16,3% do SMLL – o que implica em um alfa de 4%. Desde seu início, o Horizon entregou uma queda de 25%, menor que a de 33,2% do referencial. Ou seja: há um diferencial de mais de 8% sobre o SMLL após dez meses de seu lançamento.

Fundo	jun-22	6M	2022	INÍCIO
HORIZON	-12,3%	-15,9%	-15,9%	-25,0%
SMLL	-16,3%	-19,7%	-19,7%	-33,2%

Gostaríamos de reforçar que estamos convictos a respeito da qualidade das empresas que compõem este fundo. No tempo certo, os retornos serão colhidos. Assim como nos outros fundos da Trígono, para este selecionamos empresas que atendem nossos princípios e estratégia-base: beneficiam-se do dólar elevado, com nichos bem definidos, aderentes às melhores práticas de ESG, bem descontadas através da metodologia do EVA e boas pagadoras de dividendos.

=====

Aos nossos prezados investidores, manifestamos mais uma vez gratidão pela confiança, em meio a um período de grande volatilidade e incertezas. Mantemos nosso rumo e a absoluta convicção da qualidade e das perspectivas das empresas investidas, como demonstrado pelos resultados do 1º trimestre – e convictos que tal tendência será reforçada com a publicação dos resultados semestrais. Esperamos continuar a contar com o apoio de nossos investidores, atravessando juntos estes mares turbulentos, colhendo bons frutos no final do ano. Muito obrigado a todos.

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

ANEXO CULTURAL

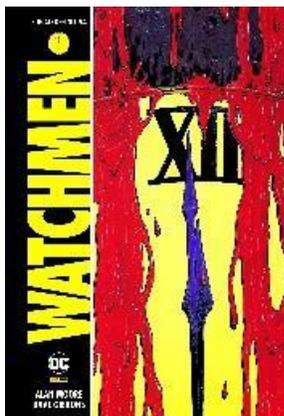
Sobre certezas, uma nota filosófica, tirada da cultura pop. E dica de leitura também.

Lembro-me da série em quadrinhos “Watchmen”, de 1987 (adaptada para o cinema em 2009), que rendeu ao escritor britânico Alan Moore (autor também de “V de Vingança”, entre outros) o Prêmio Hugo (dado a cada ano a trabalhos de fantasia ou ficção científica) e é considerada por quem entende de HQs como a melhor obra do tipo (um exagero, na minha leiga opinião).

Pois bem, há em “Watchmen” um diálogo memorável entre os personagens Ozymandias/Adrian Veidt e Dr. Manhattan. O primeiro, uma espécie de superatleta, é o vilão da história; o segundo, o herói, é quase um semideus, de poderes ilimitados.

Depois de executar (com sucesso) um plano mirabolante – e diabólico – para fabricar a paz mundial, Ozymandias se volta para o Dr. Manhattan e pergunta: “Eu fiz a coisa certa, não? Tudo ficou bem no fim”. Este último (com um sorriso do tipo “sabe-de-nada-inocente”) responde: “No fim? Nada termina, Adrian. Nada **jama**s termina” (grifo no original).

Certeza da recessão? Só o tempo dirá. Em economia, nada é definitivo. E certezas em economia definitivamente não existem.



SERVIÇO:

WATCHMEN – Edição Definitiva

Alan Moore

Editora: Panini (1ª edição - 4 março 2022)

Capa dura - 216 páginas



www.trigonocapital.com

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