



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

Resenha **MENSAL**

AGOSTO 2022



Na dúvida, consulte o oráculo de Delfos dentro de você

Prezados leitores e investidores,

Após três anos de limitações pela pandemia, finalmente elas vieram: férias. Três semanas. Dez anos depois, eis-me na Grécia, com parada final em Roma (Itália), aproveitando também para celebrar mais dez anos de casamento, que completou 40. Como veem, também no matrimônio sou um investidor de longo prazo (meu melhor investimento e como dividendos, 3 filhos e 2 netos).

Na bagagem, dois livros: *Superprevisões – A Arte e a Ciência de Antecipar o Futuro* (de Philip E. Tetlock e Dan Gardner) e, há muito na lista de leituras obrigatórias, *Desafio aos Deuses – A Fascinante História do Risco* (Peter L. Bernstein). Sobre este último, acho que o elogio impresso na contracapa dá uma pista do valor do que vai dentro: **“Com seu conhecimento extraordinário da história e das manifestações atuais de risco, Peter Bernstein nos apresenta *Desafio aos Deuses*. Nada desse nível será produzido pelo mundo financeiro este ano [1996], ou futuramente. Não é um exagero: ninguém deve deixar de ler este livro” – John Kenneth Galbraith**. Humildemente, endosso 100% o que mestre Galbraith (1908-2006), economista de linha keynesiana, professor emérito de Economia da Harvard University, comenta na contracapa. Trata-se não só de um conteúdo tremendamente útil para investidores, como um grande acréscimo ao repertório da cultura geral, além de ser uma leitura fascinante.

Aproveito para fechar uma trinca de ases com a recomendação do já clássico *A Lógica do Cisne Negro – o impacto do altamente improvável*, de Nassim Nicholas Taleb.

São três livros (os serviços de todos, aliás, estão mais adiante nesta resenha) que, como diz uma gíria já um tanto datada, fazem “click”: em conjunto, catalisam uma nova forma de pensar e tomar decisões que envolvem o incerto e o risco, e nos convidam a ponderar sobre nossos investimentos à luz dessas duas balizas. O livro de Tetlock e Gardner também mereceu um elogio ilustre de contracapa: **“Um manual para se pensar claramente em um mundo tão incerto. Leitura Obrigatória”** - Daniel Kahneman (o prêmio Nobel de Ciências Econômicas em 2002, autor de *Rápido e Devagar* e professor emérito de Psicologia e Relações Públicas em Princeton). Taleb também tem um currículo de fazer gosto: mestre pela Universidade de Wharton e Ph.D. na Universidade de Paris (Dauphine), decano de Ciências de Incertezas na Universidade de Massachusetts, em Amherst, e atual professor no Instituto Politécnico da Universidade de Nova York.

Mas o livro de Bernstein é para ser adotado como manual, livro de cabeceira, referência para se ter sempre à mão para ser estudado e anotado para investidores e todos que de alguma forma estejam envolvidos com risco (na vida pessoal inclusive). Aqui vai um trecho, já no início do livro (Capítulo 1 – Os Ventos dos Gregos e o Papel dos Dados), que vai ajudar na argumentação que se seguirá: “Para explicar o início de tudo, a mitologia grega recorreu a um gigantesco jogo de dados para explicar o que os cientistas modernos denominam Big Bang. Três irmãos, através dos dados, partilharam o universo: Zeus ganhou os céus, Poseidon, os mares, e Hades, o perdedor, tornou-se o senhor dos infernos”.

Neste ponto da leitura da Resenha deste mês, o leitor pode já estar se perguntando: “Ok, Werner, suas férias foram em lugares sensacionais e você ainda aproveitou para dar aquela polida nas suas leituras. Mas sobre investimentos, o que você quer nos dizer?”.

Bem, acredito que já disse, em algum momento, que não acredito em coincidências. Grécia, Roma e minhas leituras nas férias conversam entre si, a um fio que alinha tudo isso.

Ficamos alguns dias em Atenas, com um ligeiro bate-e-volta em Delfos, complementados com dois cruzeiros a diversas ilhas – são mais de 2 mil no arquipélago, no mar Jônico (passando pelo canal de Corinto) e nas Cíclades (no mar Egeu). Fizemos uma boa dúzia de visitas – incluindo, na Itália, além de Roma, locais como a Vila Adriana, em Tívoli – local em que, no século 2 (76 – 138 d.C.), abrigou um complexo palaciano para o imperador Adriano. Originalmente, cobria 120 hectares; hoje, há 40 hectares ainda com remanescentes em pé. Tudo isso acompanhado de guias profissionais, com grande formação em história e arqueologia. Na Grécia, a formação de um guia turístico dura três anos – e posso dizer em primeira mão, mais que visitas guiadas, tivemos verdadeiras aulas. Voltamos com uma rica bagagem de conhecimento, além das lembranças do deleite para os olhos que são aqueles locais únicos.



Vila Adriana – local onde o Imperador Adriano se isolava circundado por um fosso para não ser perturbado.

E uma inesperada mudança de planos, quase um alerta veio logo no início de nossa passagem pela região. Quando estávamos para sair da marina de Zea, em Atenas, o capitão nos comunicou que Poseidon estava zangado e ventos fortíssimos, de até 27 nós (cerca de 50 km/h), chegariam às ilhas Cíclades – entre elas Mykonos e Santorini –, o que nos impediria de navegar naquele mar Egeu, um tanto revoltoso. Mas veio uma recompensa: atravessar à meia noite, sob um luar avermelhado, o famoso Canal de Corinto (alguma coisa me faz adorar esse nome). Novo destino: mar Jônico, com suas muitas ilhas lindíssimas. Nada a reclamar.

“Mas Werner, e os investimentos” – já quase ouço o leitor se perguntar. Mas lembre-se, caro leitor: Grécia, Roma, minhas leituras e os investimentos – tudo isso se interliga. Não há coincidências.

Pois bem: chegamos ao momento em que vivemos. Em 40 anos de atividade profissional no mercado financeiro, até onde vai minha lembrança, jamais vivi um momento com a quantidade de variáveis que podem vir a impactar os investimentos que vemos em ação hoje.

Apenas para enumerar algumas que estão (ou deveriam estar) no *check-list* de gestores e investidores:

Internacional:

- Recessão (ou risco de) nos EUA e na Europa;
- Dívida do governo dos EUA, que saltou de 109% (jan/2019) para 127% (jun/2022) do PIB, tornando-se cada vez mais preocupante. Passa dos US\$ 30 trilhões, duplicando a relação per capita em 10 anos;
- O mercado imobiliário norte-americano se deteriora, com reflexos no mercado financeiro (vimos um filme parecido em 2008. Vem aí a Parte II?);
- Inflação, intensidade e velocidade do aumento das taxas de juros nos EUA, zona do Euro e Inglaterra, e ponto de inflexão (quando? quais os tetos?);
- Conflito entre Rússia e Ucrânia: duração, consequências, intensificação, efeitos relacionados;
- *Day after* da inoportuna vista da senadora Nancy Pelosi a Taiwan, com deterioração das relações diplomáticas e comerciais entre China e EUA;
- Crescimento mais lento na economia chinesa e problemas no setor imobiliário chinês contaminando outros setores;
- Crise energética na Europa poderá se intensificar no inverno e causar paralisação ainda mais severas em setores eletro intensivos e em várias indústrias – e não sem custo para toda a sociedade, na forma de (mas não apenas) novas pressões inflacionárias;
- Abandono da agenda ESG e dos compromissos de descarbonização pelos países impactados pela crise energética (especialmente na Europa, e lá, especialmente na Alemanha), onde voltaram a investir na geração de energia termoelétrica alimentada por carvão, o maior emissor de gases de efeito estufa do planeta. Ao mesmo tempo subsidiam o consumo de veículos elétricos alimentados pelas térmicas, sendo que estes veículos geram uma pequena fração do CO2 lançados à atmosfera pelas térmicas;
- Fim do superciclo das *commodities*;
- Crise dos semicondutores, ruptura das cadeias de produção e salto nos custos logísticos, além de problemas relacionados à oferta de *containers*;
- Possíveis novos *lockdowns* na China relacionados à covid;
- Possíveis Cisnes Negros: invasão chinesa a Taiwan, uso de armas ou acidentes nucleares na zona de conflito na Europa, reação da Al-Qaeda após a morte de Ayman al-Zawahri (sucessor de Osama Bin Laden) em Cabul no Afeganistão pelos EUA (novos atentados como vingança?).

Brasil

- Evolução das taxas de juros;
- Inflação;
- Crescimento do PIB;
- Eleições (possível questionamento dos resultados);
- Evolução da dívida pública e responsabilidade fiscal;
- Contaminação da economia brasileira pelos fatores internacionais listados (e eventualmente outros);
- Evolução dos preços do minério de ferro e petróleo e impacto nos resultados das duas principais empresas listadas (Vale e Petrobras);
- Evolução dos preços das demais *commodities* (inclusive do agronegócio) e visão dos investidores estrangeiros sobre economias relacionadas como o Brasil;
- Fuga de capitais pelo efeito do aumento das taxas de juros pelo Fed;
- Fluxo de investidores (individuais, institucionais e estrangeiros) em renda variável.

Outros fatores não listados podem estar no radar dos investidores locais e estrangeiros. Como escreve Taleb, não há como prever Cisnes Negros, ou *fat tail* (curtose, ou cauda gorda), que destroem todas as modelagens de risco ou de *VaR* (o *Value at Risk* – e não o do futebol, que nos deixa loucos com os erros). O *VaR* basicamente calcula a perda esperada dentro de uma janela de tempo e intervalo de confiança (normalmente calculado com 95%, 97,5% e 99% de confiança), baseado na volatilidade dos ativos financeiros. Por exemplo, com 99% de confiança, espera-se que em 100 observações ou ocorrências, em pelo menos uma vez (1%), a perda seja superior à estimada pela modelagem do *VaR*.

O *fat tail* é um evento de baixa probabilidade de ocorrência que não é quantificado, mas quando ocorre, causa grandes perdas (pense em *tsunamis*, furacões, terremotos – inclusive financeiros, como a das hipotecas *sub-prime* em 2008). Embora teoricamente um evento de curtose (*fat tail*) tenha menos de 1% de probabilidade de ocorrer (99% de confiança), nos últimos 25 anos, podemos listar 8 (acompanhei todos em tempo real):

- *Black Monday* (19 de outubro de 1987): o índice Dow Jones Industrial caiu 22,6% num dia;
- Crise de 1994: fuga de capitais de mercados emergentes), notadamente no México e Brasil;
- Crise da Ásia em 1997;
- Crise da Rússia (17 de agosto de 1998): quando desvalorizou a moeda e deixou de honrar *bonds*, da qual emergiu Vladimir Putin como salvador da pátria, daí seu prestígio entre a população russa que viveu este período de crise;
- Quebra do *hedge fund* LTCM, em setembro de 1998, tendo como principais investidores dois prêmios Nobel, Myron Scholes e Robert Merton, e gestor John Meriwether. O fundo colapsou quando tinha cerca

de US\$126 bilhões de ativos e US\$ 1 trilhão em derivativos, e grandes bancos como investidores (a crise na Rússia foi o catalisador da quebra do LTCM). Estima-se que US\$ 100 bilhões de exposição em derivativos não foram honrados;

– Colapso de 78% da Nasdaq, entre 10 de março de 2000 e 9 outubro de 2002 (bolha da dot.com), no mesmo intervalo o índice Dow Jones caiu 26,6%;

– *Sub-prime* e quebra do banco Lehman Brothers (15 de setembro de 2008 - episódio que rendeu inclusive uma boa lista de filmes e documentários. Indico um: “Trabalho Interno”, de 2010);

– Pandemia da coronavírus, desde o início de 2020, com a queda iniciando em fevereiro, com o índice Dow Jones caindo 24% entre os dias 9 e 16 de março;

Se considerarmos as crises de 1994 a 1998 como uma só, houve cinco eventos caracterizados como *fat tails*, fora de qualquer parâmetro razoável de probabilidade de ocorrer. Convenhamos: são muitos para um período tão curto (1987-2020). A derrocada das criptomoedas pode ser considerada também um evento de *fat tail*, com uma perda de valor do bitcoin (BTC) de 75%, comparada a 2,5 anos na Nasdaq entre março de 2000 e outubro de 2002, mas num intervalo de pouco mais de seis meses e que quase US\$ 1 trilhão, que evaporou – fora as demais criptomoedas, que afundaram ainda mais, sendo quase impossível quantificar o quanto esse mercado perdeu.

Sobre as criptos, quem avisa amigo é: não foram poucas as ocasiões em que comentei sobre esse risco e sobre a falta de sustentação desse mercado altamente especulativo. Cassandra, uma das filhas do rei Príamo, previu a guerra de Tróia e vivia avisando o povo e os governantes – e era tratada como louca, ignorada, porque o deus Apolo (o mercado? Os analistas?) a amaldiçoou. Deu no que deu.

Todos estes eventos trouxeram grandes perdas financeiras, quebras, crises políticas e outras consequências. Não vou nem citar sub-crisis e eventos que ocorreram como o 11 de setembro. Ainda que tenha havido quem antecipasse alguns deles (exceto, claro, a pandemia), poucos foram os que se protegeram destas crises ou Cisnes Negros. Ganharam aqueles que aproveitaram as derrocadas do mercado para comprar ativos bastante desvalorizados por questões de stress ou liquidez, mas cujo valor intrínseco se mantiveram, pois estes ativos ou negócios nada tinham a ver com os problemas de mercado. A prática de *stop-loss* geralmente acontece com a venda dos ativos no pior momento, óbvio, sempre existe a ponta compradora do outro lado, e estas vendas tornam as perdas irre recuperáveis.

Voltando ao título dessa resenha, voltemos aos gregos. Na Grécia, embora considerada berço da democracia, filosofia, artes, medicina, lógica, geometria, astronomia e matemática, os sábios não desenvolveram qualquer prática de cálculo de probabilidade ou risco. Acreditavam que os deuses definiam os desígnios dos homens e, como eram volúveis e insensatos, eram os responsáveis pelas confusões e catástrofes que ocorriam.

Para tomar decisões importantes, os homens consultavam os oráculos, e Delfos foi o principal destes. Era consultado por gente de toda parte, inclusive do Egito e de Roma. Reis, imperadores, generais, pessoas ricas e todo grego que tinha condição financeira para chegar até lá, ia se consultar com as pitonisas (sacerdotisas do templo de Apolo, ao qual Delfos era dedicado). Suas visões eram influenciadas por gases vulcânicos ou pelas folhas de louro que mascavam (e induziam a alucinações). Pode-se dizer que elas definiram certos destinos da civilização, pois muitas guerras, acordos, casamentos, decisões importantes foram baseados nas respostas obtidas em Delfos. Até Cícero (Marcus Tullius Cicero, 106-43

a.C.), advogado, filósofo e talvez o maior orador da Roma Antiga, educado na Grécia, afirmou que não havia povo ou corpo político que pudesse dispensar dos adivinhos para levar adiante suas empreitadas.

Como seria de se esperar, as respostas das pitonisas eram sempre cifradas ou ambíguas. Cabia ao próprio consulente interpretá-las (não raro, de formas totalmente equivocadas). No pórtico de entrada do templo (foto: arquivo pessoal) estava escrito: *“Conhece-te a ti mesmo e conhecerás todo o universo e os deuses, porque se o que procuras não achares primeiro dentro de ti mesmo, não acharás em lugar algum”* (lembrando: Delfos é o nome de nosso fundo focado em dividendos; estará aí uma resposta da pitonisa para um bom investimento...?).



Entrada do Templo de Apollo de Delfos onde os consulentes liam o Conhece-te a ti mesmo, e uma vista lateral onde estava o templo e as pitonisas respondiam as perguntas.

Diante da enorme quantidade atual de variáveis e incertezas, no Brasil e mundo afora, além das possibilidades de combinação entre elas, acreditamos que as respostas que nossos investidores procuram não serão encontradas em nenhum oráculo (economistas, blogueiros, consultores etc.), mas apenas dentro de si mesmos. Somente nós sabemos até onde vamos com tolerância a risco, agressividade em investimentos, paciência, aspirações, necessidades. Assim, devemos nós mesmos planejar nosso percurso num horizonte de longo prazo, e qual parte de nosso patrimônio ou de nossos recursos pode ser empregada em sua multiplicação (renda variável) e qual deve ser preservada (renda fixa).

É natural que, em momentos de incertezas combinados à elevação nas taxas de juros, destinemos uma maior porcentagem de nossos recursos para a renda fixa, abdicando, no entanto, das grandes oportunidades de investimentos em ativos (como ações excessivamente descontadas e com grande potencial de valorização), situação análoga ao período de 2016 a 2019. Uma vez mais reforçamos nossa crença que estratégias de investimentos baseadas no *top-down* são ineficientes em cenários como os atuais.

Somos bombardeados e contaminados diariamente por notícias e prognósticos negativos. A elas, em geral, a reação é nos movermos na mesma direção em que todos estão se movendo (o efeito manada em sua manifestação mais característica). Desconheço movimentos dessa natureza que gerem valor – que, nunca é demais lembrar, não se multiplica do nada. Grandes ganhos vêm, em geral, de movimentos

contra a maré: pequenos valores deixados na mesa e que somados geram grandes valores, mal precificados, geram grandes oportunidades. O *market-timing* também é estratégia perdedora. E isso simplesmente porque ninguém (reforço: ninguém) consegue antecipar acontecimentos de forma eficiente e consistente, com ganhos ocorrendo dentro da probabilidade de alguém acertar, mas que dificilmente ocorre de forma consistente e repetitiva no longo prazo.

Antes de mais nada, precisamos de um bom planejamento de longo prazo. Aristóteles costumava, quando queria ressaltar um ponto decididamente importante, usar alguma citação. Pois bem, vamos usar aqui a ferramenta aristotélica, com duas frases:

“Planos são de pouca importância, mas o planejamento é essencial.” (Winston Churchill)

“Planejamento é tudo! Planos não são nada.” (Helmuth von Moltke)

O primeiro é o conhecido premiê britânico, que governou o Reino Unido durante a 2ª Guerra Mundial, e a frase teria sido dita quando seus planos e estratégias de defesa sucumbiam na França aos ataques da *Luftwaffe* (força aérea alemã).

A segunda frase é atribuída ora ao “Velho Moltke” – o marechal de campo prussiano Helmuth Karl Bernhard Graf von Moltke (1800 e 1891) –, ora ao “Jovem Moltke” – o general Helmuth Johannes Ludwig von Moltke (1848-1916). O Velho Moltke (o mais provável autor da frase) revolucionou as táticas militares e empregadas até hoje por alguns exércitos. Foi o responsável pelas estratégias que levaram a vitórias contra Dinamarca (1864), Áustria (1866) e França (1871), e que culminaram com a unificação da Alemanha. O exército prussiano do Velho Moltke criou um jogo de tabuleiro com dados, introduzindo o elemento acaso e incerteza – da qual os campos de batalha são cheios. Foi ele que pela primeira vez usava em seu tabuleiro, soldados de sua linha em cor azul, e inimigo em vermelho.

Moltke inspirou vários militares, como o general e depois presidente (1953-1961) dos EUA, Dwight Eisenhower (1890-1969), comandante do desembarque na Normandia (França) no Dia D e primeiro comandante supremo da OTAN, em 1951. Também é dele a frase: “Nenhum plano de operações se estende com certeza para além do primeiro encontro com as forças do inimigo [tradução livre]”, que ficaria muito famosa numa versão mais compacta e direta: “Nenhum plano de batalha sobrevive ao contato com o inimigo”.

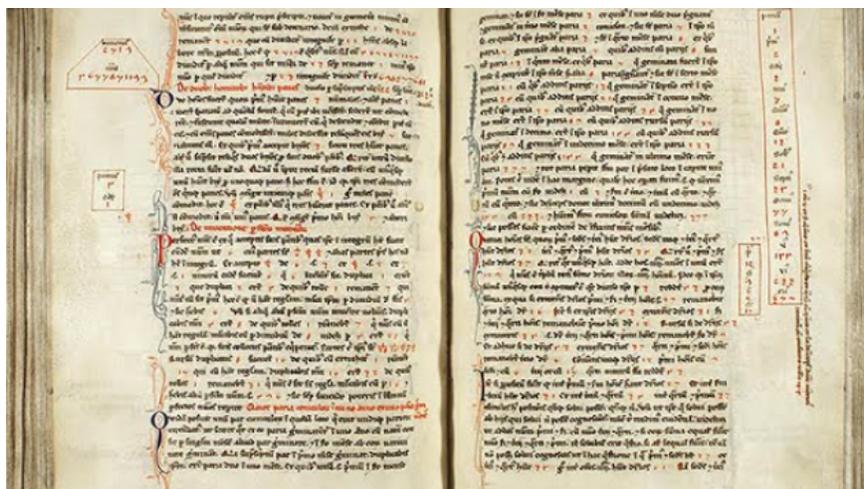
As duas frases, nas quantas versões delas que existam, refletem a vida real e nossas decisões de investimentos, sempre sujeitas a mudanças completamente fora de nosso controle e de nossa capacidade de prever. Exemplo rápido: antes do embarque em nosso segundo cruzeiro, os passageiros tinham que fazer um teste de covid. Um amigo que nos acompanhava testou positivo. Imaginem a frustração e os transtornos pelo fato de não ter sido autorizado a fazer o cruzeiro. Mas a vida é assim: mudanças de plano surgem a todo instante. Essa dinâmica das coisas nos obriga a investir e manter uma grande proximidade com as empresas – o que é impossível para quem investe em dezenas delas.

Na Trígono, temos plena consciência de nossa incapacidade de prever e antecipar tantos eventos possíveis de natureza econômica e política – e suas ainda mais numerosas combinações possíveis. Desta forma, nossa estratégia é focar na análise das empresas da forma mais próxima e densa possível. Concentramos nossos investimentos em poucas empresas e temos a satisfação de constatar que as escolhas têm sido corretas, o que os excelentes resultados exibidos a cada trimestre por elas evidenciam. Essa combinação de resultados é capturada pelo desempenho de nossos fundos, que, dentro do

horizonte de investimento que buscamos (2 a 3 anos), atestam o pleno cumprimento de nossos objetivos (vide seção Desempenho dos Fundos).

Na dúvida, consulte o oráculo de Delfos que cada um de nós traz dentro de si. Conheça-te a ti mesmo. E se a dúvida ainda persistir, confie seus investimentos à Trígono – à nossa equipe e ao nosso processo de investimentos. Não somos como as pitonisas. Pelo contrário, tentamos ser o mais transparente possível através de nossas *lives*, *podcasts* e resenhas, como esta e já cerca de 50 produzidas.

Para fechar este papo inicial: dados e jogos muito contribuíram para o estudo de probabilidade, essencial para quantificar risco. Nomes como Bernoulli, Pascal, Fermat e Cardano foram importantíssimos nesse processo – e, antes deles, houve um que proporcionou um salto quântico na matemática europeia, até então atrasadíssima: Leonardo Pisano, que entrou para a história da matemática conhecido como Fibonacci (1170 - 1250). O italiano é considerado o mais talentoso matemático da Idade Média. Com o livro *Liber Abaci* (de 1202), introduziu na Europa os algarismos indo-arábicos, usados até hoje, em substituição aos algoritmos romanos (impraticáveis para qualquer forma de matemática mais sofisticada que a pura e simples contagem, desde que não vá muito longe). Para saber mais, *Desafio aos Deuses* proporcionará um incrível conhecimento sobre a origem da matemática e da probabilidade e uma infinidade de informações com as quais, a meu ver, o leitor vai se deleitar.



Liber Abaci de Leonardo Pisano - Fibonacci

(Últimas duas dicas – com serviço no fim: História da Matemática, de Carl B. Boyer e Uta C. Merzbach, para uma visão didática do assunto; e Finding Fibonacci, de Keith Devlin, para uma biografia mais acessível sobre o gênio italiano).

Conjuntura Internacional

Começamos nossos comentários a respeito de um tema que tem prejudicado o setor automobilístico (no Brasil inclusive): oferta limitada de alguns componentes.

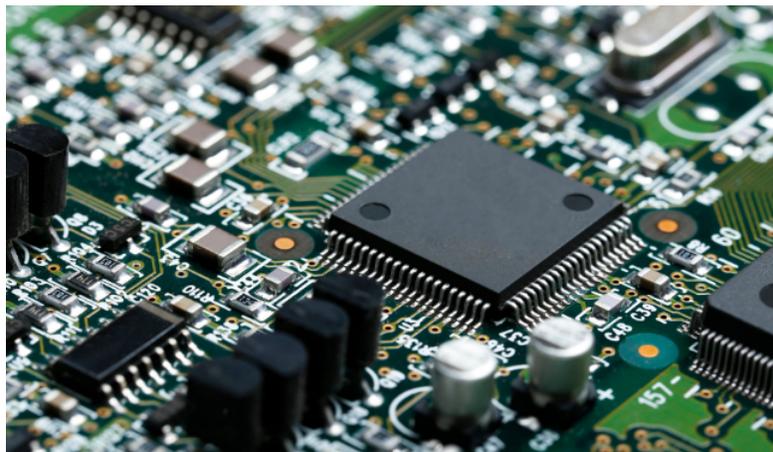
As empresas investidas deste setor apresentam desempenho muito bom, mas que ainda está estrangido por esse gargalo. Trata-se, no entanto, de uma situação transitória, e a tendência é melhorar.

A oferta de *chips* para a indústria automobilística foi (bem) difícil no segundo trimestre, mas a perspectiva é bastante favorável para o período de julho a setembro, com as montadoras surpreendidas positivamente com a melhora na oferta. Em parte, essa melhora se relaciona à queda na demanda de eletrônicos – o que fez a indústria redirecionar o que era possível para a produção de veículos. Na Europa, o conflito na Ucrânia fez com que faltassem componentes que antes não faltavam (fios elétricos, por exemplo), mas a falta de semicondutores é o que preocupa. A boa notícia é que, com uma menor produção de veículos na Europa, menor é a demanda pelos semicondutores por lá – e isso favorece montadoras e fornecedores de outros locais, como América do Norte e Brasil.

Para a indústria de carros de passeio na Europa, na verdade, o problema passou a ser mais a demanda do que a falta de insumos. O primeiro semestre teve a pior venda de carros de passeio no Velho Continente desde 1996, ainda que a oferta de insumos tenha melhorado em relação a um ano atrás.

Na China, a interferência governamental na indústria também está cada vez maior e a percepção de migração de fábricas para lá é menos favorável do que era há 10 anos. Como dito em resenhas anteriores, a posição que o Brasil sustenta atualmente, dos pontos de vista geopolítico e de competitividade, é bastante privilegiada como polo de investimentos para manufatura e terceirização de produção. No entanto, em julho a China vendeu 20% mais veículos que há um ano, e já é o maior mercado mundial. A notícia é boa: mostra que o efeito do *lockdown* ficou para trás e o mercado de consumo está forte.

Já as relações China/EUA andam azedas, com a visita da senadora Nancy Pelosi (Democrata) a Taiwan. A ilha é grande fornecedora de *chips* – e qualquer problema lá pode ter impacto severo na oferta mundial. Os EUA, inclusive, já aprovaram um projeto para incentivo à produção doméstica dos componentes, e parte da produção em Taiwan deve migrar e passar a ser “Made in USA”. No entanto, a complexidade é grande, inclusive para componentes das fábricas, que são limitados por um pequeno número de fornecedores.



Assim como a Europa foi alvo de considerações mais aprofundadas na Resenha anterior, nesta deveremos nos deter um pouco mais na China. O setor imobiliário no país inspira preocupação.

Companhias como a Evergrande pegavam o crédito (muito) barato dos bancos estatais e investiam em diversos negócios - alguns muito alheios ao seu core. A Evergrande tem o time de futebol mais famoso da China, por exemplo. Muitos desses negócios não deram certo, no desenrolar clássico de diversas empresas que tentam diversificação excessiva.

O governo, então, numa medida de certa forma necessária ao desenvolvimento sustentável do segmento, alterou drasticamente as condições de crédito para as empresas que nele atuam. As construtoras, acostumadas ao dinheiro barato, aos poucos viram as linhas secarem e subirem as restrições à alavancagem. Somando isso aos sucessivos *lockdowns* decorrentes da pandemia, houve uma grande crise no setor.

As construtoras chinesas também usavam táticas duvidosas para aumentar seu número de projetos, como utilizar o pagamento do adiantamento de lançamentos para comprar terrenos e lançar mais obras ou para construir obras antigas, já vendidas. Somadas às alavancagens conseguidas do dinheiro de clientes e bancos, as construtoras conseguiam se endividar de forma impressionante. Como os imóveis chineses vinham de décadas de valorização, sem expectativa de que isso fosse se reverter, elas conseguiam sustentar essa situação. De fato, hoje o mercado imobiliário da China é a classe de ativos de maior valor de mercado no planeta: mais de U\$ 50 trilhões – nada menos que o dobro do valor do mercado residencial dos EUA. Com a desaceleração nas vendas (devido à covid e ao crédito minguante), muitas construtoras não conseguiram dinheiro para terminar obras antigas, que ficaram paradas.

Sabendo disso, clientes começaram a protestar parando de pagar as parcelas das obras não iniciadas. Isso começou a virar tendência e se alastrou pela na China. O setor imobiliário é bastante tradicional na China e faz parte de uma forte cultura de buscar imóveis, já que é praticamente o único modo da média da população de fato acumular ativos. Por exemplo: para que o homem possa propor um noivado, a tradição manda que ele deve possuir um apartamento antes.

Com uma situação já delicada, diversas construtoras chinesas quebraram. Para piorar, os bancos que emprestaram a elas também entraram em crise e começou uma corrida aos saques. O governo chinês proibiu, assim, o resgate de diversos bancos e congelou contas.

A política de filho único, que perdurou por muito tempo, também fez com que a média de filhos por casal fosse baixíssima na China – muito baixa mesmo: menor até que a taxa de reposição da população. Isso gera preocupações de longo prazo a respeito do aumento da população idosa, apesar do ainda forte potencial de urbanização chinês.

Uma das soluções em avaliação pelo governo é a venda de terrenos de construtoras inadimplentes – os recursos arrecadados seriam dirigidos para tocar obras paradas. O problema reside (sem trocadilho) no conflito direto gerado com os credores financeiros – já que assim, pouco sobraria para ressarcir-los. Um cenário de resgate amplo no setor por parte do governo e de limpeza dos exageros praticados, em busca de um setor mais sustentável, parece ser o cenário mais provável. Mas há um risco considerável da crise se agravar cada vez mais e o setor entrar em uma depressão, da qual poderia levar anos para sair.

O setor de infraestrutura chinês pode tentar contrabalancear esse golpe na economia com o pacote de mais de U\$ 1,1 trilhão para o financiamento de portos, aeroportos, ferrovias, parques industriais, saneamento etc. (comparável ao aprovado por Joe Biden para os EUA no ano passado). Somados aos investimentos já anunciados na terra do Tio Sam, a demanda por máquinas, equipamentos e veículos

para obras será substancial. O governo chinês também sinalizou que esse tipo de pacote será o foco do orçamento do país nos próximos anos e que tais valores serão o “novo normal” daqui em diante.

Para que os EUA atraíam novamente investimento na indústria, a renovação da infraestrutura deve ser maciça, até para acompanhar o avanço dos demais países. Aliados ao aumento dos investimentos ligados a *commodities*, que de maneira geral, estão com problema de oferta, tudo indica que a indústria de bens de capital terá um enorme ciclo positivo à frente. Some-se a isso ainda um novo pacote (aprovado por um voto) pelo Senado americano de mais US\$ 430 bilhões em energia renovável e segmentos relacionados à energia, e teremos diante de nós um verdadeiro jato de gasolina na fogueira dos investimentos em infraestrutura, feitos pelas duas maiores economias mundiais – e que a Europa não deixará de seguir. Nossos fundos estão muito bem-posicionados em empresas que serão envolvidas direta e indiretamente nesses investimentos – com efeitos já em 2023.

Os *lockdowns* da China seguem, com uma parte considerável da população idosa não vacinada e o governo insistindo na política do COVID zero – insistem em bater no bumbo do estrondoso sucesso que tiveram no passado, diante de um Ocidente que tropeçava nas próprias pernas para conter o avanço da doença. Os casos aos poucos vão diminuindo e boa parte da população já toca a vida normalmente, em contraste com o que se viu no segundo trimestre.

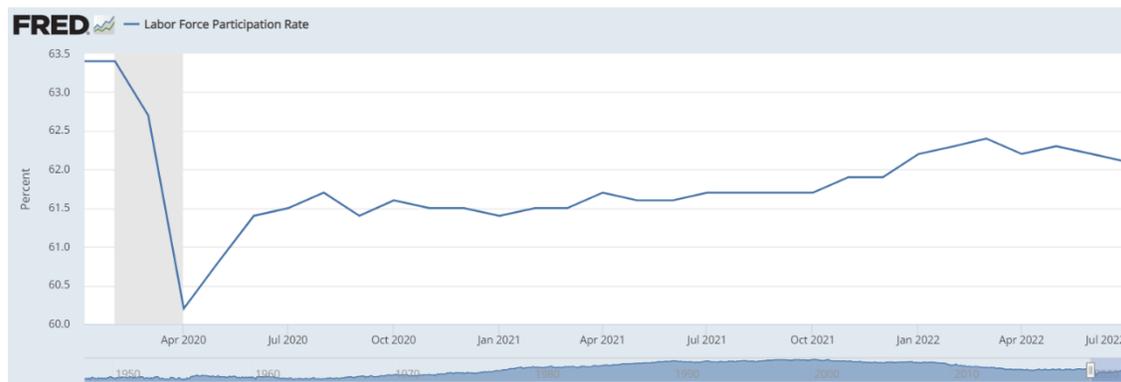
Já o conflito na Ucrânia prossegue. A Rússia avança lentamente em território ucraniano, com a população civil suportando o fardo mais pesado. Na última estimativa do Pentágono, houve aproximadamente 15 mil mortes de soldados russos – número que poderia ser largamente superado se houvesse uma contagem das vítimas ucranianas, militares e civis.

Houve o anúncio da União Europeia sobre o embargo ao carvão da Rússia para este mês. Isso deverá prejudicar fortemente as economias de um e de outro. Já abordamos a crise energética da Europa na resenha anterior, mas sem o carvão russo, o parafuso da confusão dará outra volta, pois o gás já está racionado. O racionamento de energia agora parece inevitável, caso os russos não voltem atrás em relação ao suprimento de gás. Nesse racionamento, as residências são priorizadas, de forma que a indústria europeia sofrerá muito. Metalurgia, siderurgia, indústria química etc. serão altamente prejudicados. O que, claro, deve melhorar as margens das indústrias concorrentes em outras localidades. Mas a nós parece que, no inverno, o general russo que responde por esse nome – o mesmo que derrotou Napoleão, Hitler e todos que eventualmente o tenham desafiado – se fará notar.

Os embargos, porém, não são efetivos. Países participantes do embargo se aproveitam de brechas, principalmente usando outros como fachada (a Turquia é o caso mais emblemático). Alguns países ainda substituíram a compra de produtos de outros para comprar produto russo com desconto. A Rússia parece lidar bem com os embargos – e não parece haver pressão interna sobre o Kremlin para que a guerra seja encerrada por conta disso. A China também parece estar sendo especialmente favorecida com um forte aumento das importações de gás e petróleo russo com preços especiais.

Nos EUA, o número do *payroll* (relatório de emprego fora do setor agrícola) veio fortíssimo, acima do esperado. Se olharmos qualitativamente os dados, veremos que boa parte dos empregos gerados tem sido de pessoas já empregadas e que trocaram de emprego ou conseguiram mais um trabalho em meio período. A taxa de participação no mercado de trabalho segue caindo desde março deste ano, quando estava 62,4% e agora está 62,1%. No pré-pandemia, esse número estava em 63,4% (este número reflete o % de pessoas que estão empregadas em relação à quantidade de pessoas em idade de

empregabilidade). Este é um índice em que o Fed dá grande importância na avaliação do mercado de trabalho.



Este gráfico indica que muitas pessoas que estavam na ativa no mercado de trabalho (63,4%) não voltaram (62,1%).

Isso são más notícias para a contenção da inflação. Apesar disso, o choque inflacionário das *commodities* segue arrefecendo, com o índice S&P GSCI caindo mais 2% em julho e entrando em agosto em queda. O índice de *commodities*, porém, segue ainda fortíssimo no ano. Apesar disso, a perspectiva de estabilização ou de queda maior passa a mensagem tranquilizadora de que o pior da inflação pode já ter passado.

Em julho, o S&P 500 subiu 9% e a NASDAQ, 12%. O índice Hang Seng (Hong Kong) caiu 8%, refletindo a crise imobiliária chinesa. O *yield* da *Treasury Note* de 10 anos caiu perto de 0,3%, refletindo perspectivas melhores quanto à inflação das *commodities* e uma expectativa de um Fed menos duro na condução da política monetária. O que não deixa de ser uma boa notícia para o Brasil.

Conjuntura Nacional

Em julho, o Brasil apresentou deflação de 0,68% no índice IPCA, novamente abaixo do consenso e o maior recuo da série histórica. Queda dos preços dos combustíveis e da energia elétrica, após a redução do ICMS, puxaram o índice para baixo. A curva de juros nacional sofreu uma leve queda durante o mês após as surpresas positivas na inflação, sugerindo o fim de ciclo de alta de juro; setembro seria o ponto em que tal ciclo chegaria ao fim, com a manutenção dos 13,75% ou com um incremento final de 0,25 ponto percentual. A situação fiscal segue de forma positiva, com superávit primário de R\$ 14,4 bilhões, positivo em R\$ 56 bilhões no semestre. Há sete meses seguidos, a relação dívida bruta/PIB cai, tendo atingido 78,2% em maio, menor patamar desde o início da pandemia, e abaixo das expectativas do mercado (que se preocupa com um possível desajuste fiscal).

Não percamos de vista que o Brasil é um dos poucos países a ter conseguido esse ajuste de contas tão rapidamente. Nem tampouco o acerto do governo federal nas projeções de crescimento do PIB contra as do mercado, que vem revisando suas previsões para algo próximo do que os órgãos oficiais já estavam projetando: crescimento pouco acima de 2% para 2022. E o que chama mais a atenção: nos EUA, juros abaixo de 3% levam a expectativas de recessão. No Brasil, a SELIC subiu de 2% para 13,75% em um ano e

meio, e mesmo assim, o PIB cresce – pode mesmo chegar a 2,5% neste ano, segundo o ministro Paulo Guedes (Economia).

Que muitos economistas viessem projetando PIB negativo nos leva à primeira parte desta Resenha: ao mercado falta capacidade para antecipar dados econômicos, pondo por terra a estratégia de usar o *top-down* baseado em fatores macroeconômicos na montagem das carteiras e estratégias. Os sucessivos prognósticos equivocados do FOCUS, que inclusive influencia decisões do Banco Central, apenas evidenciam a ineficácia do *top-down*.

Outro dado positivo de julho veio da ANFAVEA: aumento de 7,5% na produção de veículos leves, em relação a junho, e de 33,4% sobre julho de 2021. As exportações de veículos leves também cresceram: no acumulado do ano, já estão 76,3% acima do registrado em todo 2021. Já a produção de caminhões sofreu com a parada da fábrica da Mercedes Benz em julho, devido à falta de semicondutores. No acumulado do ano, a produção de caminhões caiu 6,6% em relação a um ano antes. O ritmo de pedidos segue forte e a fila de espera é grande. No segmento de tratores, o crescimento no semestre (ainda não há dados de julho), foi de 35%, em linha com o excelente desempenho do agronegócio (e o setor também é pouco exposto aos semicondutores). Para a 2ª metade do ano, o desempenho do setor automobilístico dependerá principalmente da oferta dos *chips*, já que a demanda se encontra reprimida devido à pandemia.

Existe uma grande demanda do lado das locadoras de veículos, com frotas envelhecidas, e do segmento logístico, inclusive para se antecipar ao aumento de preços de 15% a 20% que deverá ocorrer no próximo ano, pela introdução da legislação Proconve 7 (equivalente ao Euro 6, que regula as emissões de veículos movidos a diesel). Queda de juros, crescimento do PIB e redução do IPI deverão favorecer o crescimento do setor – que está com cerca de 50% de capacidade ociosa e dispõe de amplo espaço para crescimento.

A Produção Industrial Mensal do IBGE para junho veio com decréscimo de 0,5% em relação ao ano passado, e de 0,4% em relação a maio deste ano. De modo geral, as categorias apresentaram decréscimo na produção, com exceção da indústria de bens de consumo duráveis, que foi destaque positivo com um crescimento de 6,4% mês contra mês, mostrando a recuperação do varejo e a reposição de estoques.

Essa melhora no varejo se explica pelo avanço da massa salarial real, de 0,8% (mês sobre mês anterior) em junho avançou – e de 4,8% sobre junho de 2021, de acordo com a PNAD. Em tendência oposta aos EUA, a taxa de participação da população também segue aumentando e atingiu 62,7% – já se aproximando da média de 2013-2018, mas ainda abaixo do pico pré-pandemia (de quase 64%). Esse contínuo avanço da taxa de participação é mais um dos fatores a contribuir para a desaceleração da inflação, já que traz mais arrecadação fiscal (fortalecendo o real) e segura o reajuste salarial para os trabalhadores pelo aumento da força de trabalho. Pela pesquisa CAGED, em junho houve geração de mais 278 mil empregos formais no país, com 2,62 milhões acumulados nos últimos 12 meses. A taxa de desemprego, de 9,3% (em linha com o consenso), é a menor desde 2015, com o ministro Guedes apontando para 8% até o final do ano.

Sobre a situação política, agora há a preocupação sobre possíveis reajustes dos servidores e aumentos dos pisos salariais. Isso poderá trazer aumento das despesas públicas e deve ser grande fonte de debate no Congresso e no Planalto. Houve a decisão do ministro Alexandre de Moraes (STF) para suspender a redução de IPI, decidida pelo governo federal, para produtos que passem por algum tipo de processo

industrial na Zona Franca de Manaus. O Senado também aprovou a MP do programa Renovar (já comentado em resenhas anteriores), que agora segue para sanção presidencial. O programa será bancado por recursos de multas de trânsito e recursos diversos da cadeia do petróleo. A expectativa é tirar de circulação, a cada ano, nos próximos 10 anos, 16 mil caminhões com mais de 30 anos de idade. Isso aponta para um crescimento potencial de 10% na produção.

Neste mês começa o pagamento dos diversos auxílios aprovados, o que pode mudar as tendências eleitorais para o fim do ano. Trata-se de um movimento importante que deve ser observado – com efeito positivo no consumo e na redução da inadimplência (que já vem impactando *fintechs* e grandes bancos, com deterioração das carteiras de crédito).

Em julho, finalmente o SMLL (+5,1% no mês) superou a rentabilidade do Ibovespa (+4,7% no mês), vencendo uma tendência que vinha forte desde o início do ano. O dólar caiu 1,5%, mas segue bem acima de R\$ 5 – patamar ainda excelente para as exportadoras. Houve uma grande discrepância entre setores na bolsa no mês: diversos deles haviam sofrido desde o início do *bear market*, como varejo e construção civil, apresentando grande valorização (com a perspectiva do fim do ciclo de aumento de juros e de recuperação acelerada da renda das famílias). Já o segmento de *commodities* exhibe tendência inversa – os seguidores do *top-down* relacionam o setor a uma perspectiva de recessão nos EUA e um menor nível de crescimento da economia chinesa (além do efeito redutor da inflação no poder de consumo da população).

Temos escrito, e não é de agora, em nossas resenhas: a queda mais rápida da inflação e das taxas de juros talvez possa ser a grande surpresa e o principal catalisador para trazer mais interesse pela renda variável, tanto de investidores individuais como institucionais. Para os estrangeiros, o crescimento do PIB é um dos principais fatores para alocarem recursos em mercados emergentes – além, claro, da necessidade de diversificação, pois tanto Europa como EUA deverão enfrentar economias menos dinâmicas. Os europeus ainda terão de enfrentar o desafio de contornar o problema energético durante o inverno, ao mesmo tempo que várias indústrias necessitam de gás e energia elétrica em suas atividades (com o forte aumento de custos que virá a reboque).

Desempenho dos Fundos

Antes de abordar sobre o desempenho dos fundos no mês de julho, pedimos licença para fazer uma pequena alusão à primeira parte dessa resenha, onde comentamos sobre as inúmeras variáveis que afetam o mercado atualmente. Podemos dizer que assim como o mar, grandes tempestades atingem o mercado de tempos em tempos, com ondas que atingem a embarcação (nossos fundos) por todos os lados. O icônico navegador e escritor brasileiro Amyr Klink, quando estava planejando sua travessia em 1984, num pequeno barco a remo da costa brasileira até a África, pretendia construir um barco que aguentasse todos os desafios no caminho e caso capotasse nas águas turbulentas, voltaria à posição normal, como o princípio do “João bobo”. Porém, ao contrário do que se pensa, a saída que ele achou para realizar tal façanha foi construir um barco feito para capotar, mas que logo em seguida se recuperasse.

Na Trígono, construímos nossos portfólios através da forma mais próxima e densa possível, como já comentado, analisando as empresas de baixo para cima (*bottom-up*) e concentrando nas melhores teses

– assim montamos nosso de “barquinho a remo” capaz de ir da África (ou por que não ir além?) até o Brasil, mesmo com vários capotes no percurso. E como o tema é navegação, lembrando nosso fundo Flagship, não poderia deixar de citar e recomendar mais um livro: Uma Viagem para Loucos – de Peter Nichols – editora Objetiva, na edição brasileira com prefácio do nosso grande velejador Lars Grael (no meu exemplar tive o prazer de obter seu autógrafo), talvez a maior aventura náutica esportiva de todos os tempos, em que 9 velejadores em 1969, disputam a primeira volta ao mundo solo em um veleiro, sem paradas. *“Nichols descreve de forma magnífica os sentimentos de reverência e solidão que o mar inspira. Na sua maneira suave de contar a história, ele nunca busca sua paixão. Ele simplesmente dilacera seu coração.”* **New York Times Book Review.** Ainda fazendo analogia aos gregos, um verdadeiro desafio a Poseidon (Netuno para os romanos). Não vou contar o final desta eletrizante história, mas olhando nossa estratégia e composição dos fundos, intimamente faço um grande paralelo e inspiração pela leitura deste livro.

O mês de junho foi muito turbulento, no qual nossos fundos chegaram a cair entre 12% e 15%, para em julho as “águas” acalmarem e nos dar parcial recuperação entre 4% e 6%, na maioria dos fundos. Engana-se quem acha que a partir de agora as águas ficarão calmas por um longo período – é nosso desejo navegar em um mar calmo, mas as inúmeras variáveis podem acabar interferindo no curto prazo. Não temos o dom das pitonisas de prever o futuro, mas o que está em nosso alcance é entender de forma minuciosa cada empresa, suas vantagens competitivas, suas fraquezas e o modelo de negócio, capaz de prosperar mesmo em ambientes inflacionários ou em recessões e capacidade de repassar custos aos preços. **Devemos ser meticulosos com uma empresa e somente investir quando considerarmos o projeto seguro o suficiente para não ter perda de capital permanente aos nossos cotistas.**

Na metáfora em que o mercado representa um grande oceano, também podemos dizer que há o mar em que cada empresa navega – levando pela ótica da concorrência. O livro de Chan Kim e Renée Mauborgne, *“A estratégia do Oceano Azul - Como criar novos mercados e tomar a concorrência irrelevante”*, lançado em 2004, analisa casos de sucesso como o Starbucks e *Cirque Du Soleil*, sendo que este último apresentou uma mudança de paradigmas ao abandonar as apresentações com animais e adicionar elementos de teatro (lembra dos gregos?), enredo e danças nos espetáculos. Este livro aborda que há dois tipos de Oceanos, o Azul e o Vermelho, sendo o primeiro navegado por empresas com diferenciais únicos. Já o Oceano Vermelho, é aquele navegado por diversas empresas que brigam por centavos para conquistar os clientes - alguma semelhança com o varejo brasileiro? Também usamos os ensinamentos de Michael Porter (P.h.D em Harvard em economia, engenheiro mecânico e aeroespacial em Princeton e professor de negócios em Harvard, desde os 26 anos), autor das 5 Forças, para lembrar – Rivalidade entre Concorrentes, Entrada de Novos Concorrentes, Produtos Substitutos, Poder de Negociação com Clientes e Poder de Negociação dos Fornecedores.

Geralmente as grandes varejistas vendem os mesmos produtos, assim, a briga deixa de ser pelo melhor produto ou serviço e passa a ser pelo “título” de empresa que vende mais barato. Na maioria dos casos, é o acionista quem paga a conta destas liquidações. Porter explora muito bem estas questões e o poder de impor preços e/ou negociar com fornecedores.

Enxergamos que nossas empresas navegam em grandes “Oceanos Azuis”. Para facilitar o entendimento, vamos listar de forma breve alguns dos grandes diferenciais de 4 das nossas principais participações, que acreditamos ser duráveis e feitas para atravessar grandes tempestades:

- **Ferbasa:** Única produtora integrada de Ferro-cromo (FeCr) das Américas, a Ferbasa possui ativos irreplicáveis, como 95% das reservas de cromita do Brasil (únicas exploráveis comercialmente) para 80 anos de exploração, 64 mil hectares de florestas (25 mil ha voltados para produção de biorredutores) e 14 fornos elétricos em sua planta metalúrgica – 8 para produção de FeCr e 6 para Ferrosilício (FeSi75%), e um parque eólico com cerca de 85 MW de capacidade firme (custaria pelo menos R\$ 1 bilhão para construir). A Ferbasa vale R\$3,4 bilhões, já descontado o caixa líquido. Para completar, o cenário de crise energética e descarbonização da economia chinesa deve beneficiar a companhia no futuro. Hoje o FeSi75% da Ferbasa gera 0,8 tonelada de CO²/t de ferroligas produzida ante 10,6 do FeSi chinês, enquanto o FeCr gera 2,4 CO²/t, contra 5,8 do FeCr sul-africano. Esperamos que um dia, tal diferencial produza um prêmio para ser produto devido a menor pegada de carbono.
- **Kepler:** Líder de mercado com 40% de participação, está pronta para “surfear” no crescimento do agronegócio nos próximos anos. Estima-se que a produção agrícola global vá aumentar 49% até 2040, com pelo menos 40% desse aumento vindo do Brasil, que hoje é um dos poucos países com área agriculturável ainda disponível, além dos ganhos de produtividade. Além de todo crescimento previsto, hoje o Brasil possui 100 milhões de toneladas de déficit em armazenagem, com a safra 2022/23 podendo aumentar em mais 40 milhões de toneladas. A Kepler é a única empresa do setor com presença nacional, com Centros de Distribuição 24/7 e com capacidade de adicionar 25% de capacidade instalada ao adotar o 3° turno em suas plantas fabris, além de uma série de melhorias em processo e investimentos em tecnologia.
- **Tupy:** Com a incorporação da Teksid e em breve trazendo a MWM como subsidiária integral, a companhia está pronta para os próximos 10/20 anos. Com 950 mil toneladas de capacidade instalada, a Tupy possui quase 40% do mercado de blocos e cabeçotes (sem China) do mercado mundial, tendo como concorrentes duas empresas alemãs (que disputam o mercado europeu), uma na Turquia e a pequena unidade da Teksid no México que não foi comprada. Para construir do zero uma capacidade igual à da Tupy, seria necessário pelo menos 2,5x o valor de mercado atual (em R\$3,5 bilhões), isso sem levar em consideração os diversos contratos com as maiores montadoras do ocidente, tecnologia, carteira de clientes etc. O *backlog* de caminhões pesados segue em níveis recordes no mundo ocidental, enquanto o volume de produção ainda está 10% abaixo do pré-pandemia, mesmo com o EBITDA avançado 29% neste período, e ainda com 25% de capacidade instalada disponível. Merece destaque o elevado capital humano, com mais de 2,2 mil engenheiros em seu quadro de funcionários. Com isso, através de parcerias desenvolveu o *Ultra Light Iron Block*, que promete revolucionar novamente os blocos de veículos leves, por se tratar de um bloco de ferro fundido 5% mais leve que o de alumínio, mais barato e ainda emite 50% CO² a menos, e com uma pegada de carbono substancialmente menor, dado que o alumínio é bastante eletro intensivo.
- **Schulz:** Recentemente premiada como melhor fornecedora global da John Deere na categoria Agricultura, possui excelência operacional no setor. É uma das indústrias que mais cresceu desde o Plano Real. Assim como a Kepler, vai se beneficiar do avanço do agronegócio brasileiro ao fornecer e usar peças para as montadoras globais de veículos pesados, máquinas e equipamentos. O envelhecimento da frota é um forte *driver* de crescimento, com 53% de toda a

frota tendo 11 anos ou mais. O projeto de lei Renovar será um importante catalisador para a indústria de veículos pesados, removendo de circulação e transformados em sucata (matéria prima das fundições de ferro), veículos já sem condições econômicas, segurança e ambiental de circulação.

Julho representou um mês tranquilo para as bolsas brasileiras, com o IBOV valorizando 4,7%, o SMLL 5,2% e o IDIV 2%. Nossos fundos não deixaram a desejar, apreciando-se de maneira similar. Por exemplo: Verbier subiu 4,4%, Flagship 5,5%, e o Delphos 6,2%. Analisando-se uma curta janela de tempo (não recomendamos), os fundos chegaram a cair mais de 4% no mês, o que mostra mais uma vez a importância de o investidor não se deixar levar pela volatilidade do mercado.

Os setores que mais se destacaram em nossas carteiras foram o Agronegócio e Indústria, seguido de perto por Tecnologia. Do lado negativo, não tivemos nenhum setor que penalizasse duramente nossos fundos, mas o setor Químico apresentou uma leve queda no mês.

O bom desempenho do Agronegócio foi puxado mais uma vez pela Kepler Weber, que encerrou julho subindo 38%, tendo desvalorizado em apenas 1 pregão no mês. No acumulado do ano, a empresa já valoriza mais de 60%, mesmo em um ambiente desafiador, o que acaba por refletir seus excelentes resultados, que abriu a temporada de resultados do segundo trimestre do nosso portfólio com grande estilo. A companhia reportou lucro líquido de R\$63 milhões ante R\$13,5 milhões no mesmo período de 2021. Foram necessários apenas 6 meses de 2022 para praticamente igualar os R\$160 milhões de lucro apresentados em todo o ano passado.

A companhia divulgou vários novos projetos fechados durante o 2T22 e que irão incrementar a receita futuramente, o que nos traz boa previsibilidade. Em destaque, seis projetos que superam R\$100 milhões em valor. O PCA (linha de financiamento de longo prazo para silos e armazéns) de R\$5,13 bilhões renova nosso otimismo com a demanda por armazenagem. A procura continua muito aquecida, fato que deverá esgotar a linha de crédito rapidamente.

Para os próximos trimestres, esperamos margens ainda maiores, semelhantes ao apresentado no primeiro trimestre, visto que o preço do aço cedeu com os acontecimentos do mercado nos últimos meses. A KW encerrou o semestre com R\$310 milhões de adiantamentos de clientes (muitos projetos a performar) e caixa líquido de R\$110 milhões, mesmo pagando R\$75 milhões em proventos no período.

Apesar do segmento de Mineração e Metalurgia não ter sido destaque positivo, segue uma breve atualização sobre a Ferbasa, que valorizou 4,2% no mês. Com os temores de desaceleração da economia e risco de recessão, a cotação de várias *commodities* foram penalizadas. Apesar de ter uma dinâmica própria, o preço do FeCr AC foi contaminado pelo temor do mercado e o preço de referência voltou ao mesmo patamar do 1T22, para US\$1,80 por libra peso, declínio de 16,7% frente a 2T22. Mesmo assim, os preços estão 15% superiores ao terceiro trimestre de 2021. Se considerarmos que os preços fiquem estáveis até o fim do ano, o FeCr AC será negociado em média em 2022 com preços 20% maiores do que o ano anterior.

O contexto energético mundial continua a favorecer a Ferbasa, que se beneficia do aumento dos preços de energia na China e África do Sul, que por sua vez, está próxima de atingir mais um ano recorde em

relação aos cortes de eletricidade. Dado todos os problemas na manutenção das usinas e na geração de energia, a Eskom solicitou à Nersa (agência regulatória sul-africana) um aumento de pelo menos 33% nos preços da energia a partir de 01 de abril de 2023. Assim como ocorreu no início deste ano, este aumento na tarifa ainda será avaliado.

Os elevados preços de energia em todo mundo atingem em cheio o FeSi75% (o que de certa maneira é favorável à Ferbasa), por ser 2x mais eletro intensivo do que o FeCr. A FerroGlobe (maior produtora de ferroligas da Europa) paralisou temporariamente todos os seus fornos que ainda estavam em operação na Espanha, pelo fato de a alta da energia inviabilizar a produção do FeSi75%.

Antes de descrever os desempenhos de cada fundo, vale um breve comentário sobre as empresas sucroenergéticas (São Martinho e Jalles Machado), que sofreram fortes oscilações nos últimos meses, em razão das medidas tomadas pelo Governo a fim de reduzir os preços dos combustíveis. Para quem tiver interesse em entender com maiores detalhes, no nosso Trígono Connection do dia 27 de julho, o CFO Rodrigo Siqueira, da Jalles, detalhou os impactos que essas medidas causarão nos preços do etanol. De forma resumida, acredita-se que a partir de 2023, os preços do etanol ficarão com um “prejuízo” de 5% nos preços em relação à gasolina, dado todas as medidas regulatórias tomadas pelo Governo.

Agosto nos reserva grandes expectativas com a divulgação do resultado da maior parte de nossa carteira. Estamos otimistas a respeito dos resultados que serão divulgados (Kepler Weber foi um exemplo) e não seria anormal se o mercado corrigisse a cotação de algumas de nossas empresas de maneira rápida, como já vimos ocorrer várias vezes. Para o leitor que não quiser esperar até a próxima resenha para saber sobre os resultados reportados pelas nossas empresas, fica o convite para assistir nossas *lives* semanais (realizadas todas às quartas), no qual abordaremos sobre os resultados na medida em que forem divulgados.

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

O Fundo apresentou valorização de 5,5% em julho, ligeiramente acima do *benchmark* SMLL, que avançou 5,2% no mês. No acumulado do ano, o Flagship caiu -3,5%, ante -15,6% do índice referencial – o que representa um alfa (retorno acima do índice de referência) de 12,1%. Mesmo em janelas mais longas, o desempenho é ainda mais positivo: alta de 107,1% em 36 meses contra -11,9% (simplesmente 119% de alfa!). Ressaltamos a importância de o investidor ter um horizonte de pelo menos 3 anos para investir em nossos fundos, tempo necessário para as teses se consolidarem e o mercado enxergar o real valor nas empresas de nosso portfólio, e fato que comentamos reiteradas vezes a respeito de nosso horizonte de investimentos.

A volatilidade anual do Flagship 60 ficou em 25,7%, abaixo dos 28,1% apresentado pelo índice SMLL – mesmo com uma carteira concentrada em 6 empresas que, juntas, representam 75% da carteira. O que demonstra elevada convicção nas teses investidas.

Os setores que contribuíram para o bom desempenho foram Agronegócio (+3,3%) e Indústria (+0,84%). Aos poucos, estamos percebendo uma retomada do interesse do mercado pelas empresas Industriais, mesmo em um cenário de juros elevados. No campo negativo, não tivemos nenhuma grande desvalorização, mas apenas para não deixar em branco, o setor Químico teve uma leve queda de -0,2%.

Fundo	jul-22	2022	12M	24M	36M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	5,5%	-3,5%	-13,7%	66,4%	107,1%	203%
SMLL	5,2%	-15,6%	-34,3%	-19,9%	-11,9%	14%

Fundo	jul-22	2022	12M	24M	36M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	5,5%	-3,5%	-14,2%	67,2%	101,7%	195%
SMLL	5,2%	-15,6%	-34,3%	-19,9%	-11,9%	14%

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

Já o Delphos obteve uma valorização de 6,2% em julho, ante apenas 2% do IDIV (alfa de 4,2% no mês). Essa boa performance foi puxada pela forte valorização do Agronegócio (5,73%) – sendo a Kepler o grande destaque – e Indústria (+0,92%). O destaque negativo ficou por conta do setor Químico (-0,5%). No acumulado do ano, o Delphos sobe 2,3%, contra 6,7% do IDIV – favorecido pelo bom desempenho das empresas de Serviços Financeiros e Concessão e Energia, além de Petrobras e Vale (que têm distribuído proventos recordes).

O Fundo é concentrado em empresas com histórico e perspectivas de distribuição elevada de dividendos – seis delas representam 86% 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 (23,9% ante 18,3%).

Acreditamos que a alta concentração não é motivo de preocupação ao cotista e sim um diferencial do fundo, que aloca nas melhores oportunidades da bolsa (em nossa visão, é claro), com elevado grau de convicção. Mesmo com uma alta concentração em apenas 4 setores – Agronegócio, Mineração e Metalurgia, Químico e Indústria juntos representam 95% do fundo -, ressaltamos que cada empresa está bem inserida em nichos específicos (priorizamos análises *bottom-up*), com características próprias e excelentes avenidas de crescimento. Na figura abaixo, é possível avaliar o desempenho do Delphos em janelas mais longas:

Fundo	jul-22	2022	12M	24M	36M	INÍCIO
DELPHOS	6,2%	2,3%	-2,4%	104,3%	141,5%	160,9%
IDIV	2%	6,7%	-2,3%	13,3%	17%	52,7%

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

Quanto ao Verbier, este apresentou valorização de 4,4% no mês, pouco abaixo do *benchmark* IBOV, que subiu 4,7% no período. No acumulado de 2022, nosso fundo recua 2,1%, enquanto o Ibovespa recua 1,6%. Novamente o Agronegócio foi o responsável pela maior contribuição positiva (3,65%), seguido pela Indústria (0,97%) e Mineração e Metalurgia (0,4%). O desempenho negativo veio mais uma vez do setor Químico (-0,55%).

Com uma estratégia de ações livres, o Verbier consegue alocar em empresas além do universo das *Small Caps* e *Micro Caps*, podendo aproveitar oportunidades pontuais nas *Large Caps*, se assim o mercado permitir. Mesmo com a estratégia livre, atualmente o fundo praticamente não possui sobreposição com o referencial IBOV, com 8% de alocação nas *Mid Caps* e 92% nas *Small* e *Micro Caps* – que é onde acreditamos estar neste momento, as melhores oportunidades da Bolsa, além de terem sido penalizadas pelo mercado, mas sem qualquer relação aos resultados apresentados, como será percebido ao final deste período de publicação dos resultados do segundo trimestre até meados de agosto. Tradicionalmente, nossos fundos reagem positivamente nestes períodos, especialmente devido ao fator surpresa positiva.

Fundo	jul-22	2022	12M	24M	36M	INÍCIO
VERBIER	4,4%	-2,1%	-12,8%	79,5%	89%	163,5%
IBOVESPA	4,7%	-1,6%	-17,9%	-2,3%	-0,3%	32%

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

Em julho, o 70 Prev apresentou ganho de 6,03%, contra “apenas” 1,03% do CDI. Este fundo tem sido o destaque da Trígono em 2022, e destaque entre os fundos de previdência desde seu início, em 2 de setembro de 2019 – tendo sido eleito pelo IBMEC/Infomoney como o melhor fundo de previdência na categoria renda variável em 2021. No acumulado de 2022, o 70 Prev avança 8,4% contra 6,5% do CDI. Se comparado ao IBOV, nosso fundo se destaca ainda mais, pois possui 70% de exposição em ações, e bate o IBOV com ampla margem em 2022 (8,4% vs. -1,6%) – em 24 meses, o fundo apresenta 44,6% de alfa em relação ao Ibovespa.

As maiores contribuições positivas vieram novamente do Agronegócio (+4,8%) e Indústria (0,76%), e na contribuição negativa Concessão e Energia, com apenas 0,06% de queda. Vale adicionar que praticamente 6 empresas representam os 70% alocados em renda variável.

Fundo	jul-22	2022	12M	24M	INÍCIO
70 PREV	6,3%	8,4%	0,5%	42,3%	61%
CDI	1,03%	6,51%	9,44%	12,12%	16,21%

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

O fundo ICATU, também previdenciário, diferencia-se do Prev 70 por contar com uma alocação 100% em renda variável, o que o sujeita a diferentes quesitos regulatórios definidos pela SUSEP. Em julho, o fundo valorizou 5,4%, praticamente zerando o prejuízo acumulado em 2022, frente à valorização de 4,7% do IBOV. No ano, o ICATU 100 cai 0,1%, enquanto o IBOV recua 1,6%. Destacamos que, assim como o Trígono 70 Prev, o ICATU é focado em *Small Caps* – o que talvez faça deles uma dupla única no segmento de previdência privada, permitindo para os investidores uma diversificação em relação ao IBOV, que é praticamente a única alternativa de investimento em renda variável no ambiente previdenciário.

O desempenho positivo foi sustentado pelo Agronegócio (2,96%), enquanto Tecnologia e Indústria também contribuíram com 1,47% e 1,13% respectivamente. Do lado negativo, mais uma vez ficou o setor

Químico, com -0,42% de desvalorização. Com uma concentração de 69% em 6 empresas, a volatilidade anual do fundo atingiu 24,5%, ante 20% do IBOV. No longo prazo, o desempenho do fundo apresenta ampla vantagem em relação ao IBOV.

Fundo	jul-22	2022	12M	24M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	5,4%	-0,1%	-8,7%	61%	64,9%
IBOVESPA	4,7%	-1,6%	-17,9%	-2,3%	2,7%

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

Iniciado em fevereiro de 2021, o Power & Yield acumula 12,3% de alta nestes 18 meses, contra queda de -1,4% do IEE (13,7% de alfa). Entretanto, este fundo foi o único que encerrou julho no campo negativo, com desvalorização de 2,6%, contra alta de 3,1% do IEE. Gostaríamos de ressaltar o que já foi dito em diversas de nossas Resenhas e *lives*. Este fundo está muito bem-posicionado para capturar as oportunidades que surgem com os problemas energéticos enfrentados pelo mundo e a recente alta do petróleo, carvão e gás no exterior.

Observando as performances por setor, nenhum apresentou desempenho positivo, por outro lado, os destaques negativos entre os setores não foram grandes, mas que somados justificam a queda de -2,6% no mês. Para não deixar de citar alguns, o setor Químico teve um peso negativo de (-0,88%), Agronegócio (-0,68%) e Óleo e Gás (-0,59%).

Fundo	jul-22	2022	12M	INÍCIO
POWER	-2,6%	-7,6%	-11,4%	12,3%
IEE	3,1%	6,5%	1,6%	-1,4%

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

Com foco 100% em Micro Caps (empresas com valor de mercado inferior a R\$ 3 bilhões), nosso “caçula” (lançado em setembro de 2021) apresentou valorização de 4,4% em julho, levemente abaixo do SMLL, que subiu 5,2%. O desempenho positivo foi sustentado pelo Agronegócio (3,66%) e Tecnologia (0,98%). Por outro lado, não tivemos nenhum desempenho negativo relevante.

Desde seu início, em setembro do ano passado, o Horizon cai 21,7% contra 29,8% de queda do SMLL, já se diferenciando com um alfa de 8,1% em pouco menos de um ano de existência. Entretanto, o resultado negativo reflete o movimento da bolsa a partir de uma visão puramente *top-down*: em momentos de incerteza, o mercado tende para empresas mais líquidas, penalizando estas empresas mesmo com resultados bastante positivos e consistentes.

Fundo	jul-22	2022	INÍCIO
HORIZON	4,4%	-12,2%	-21,7%
SMLL	5,2%	-15,6%	-29,8%

Mais uma vez, reforçamos nossa convicção a respeito dos fundamentos das empresas que compõem o Horizon. No tempo certo, os retornos serão colhidos. Assim como nos demais fundos da Trígono, selecionamos as empresas que atendem nossos princípios e estratégia-base: beneficiam-se do dólar elevado, nichos bem definidos, aderentes às melhores práticas ESG, boas pagadoras de dividendos e com excelentes descontos através da ótica do EVA. Seu tamanho atual nos permite posicionar em companhias ignoradas totalmente pelo mercado e com baixíssimo número de investidores institucionais em suas bases acionárias. Compõem nossa carteira nomes que praticamente não estão presentes na carteira dos outros fundos do mercado, como: Irani, Aço Altona, Pettenati e Romi. Sendo que várias estão apresentando resultados recordes e outras possuem a particularidade de estar valendo bem menos do que seus ativos.

Uma vez mais agradecemos o apoio e confiança de nossos investidores e esperamos poder retribuir com desempenho dos fundos que atendam e até superem as expectativas. E que na próxima resenha, já refletindo os resultados do segundo trimestre, possamos comemorar e compartilhar com todos investidores e leitores uma ótima colheita, e desde já, convidando aqueles que ainda não investem conosco, que venham se juntar aos mais de 110 mil investidores que confiam em nós recursos tão valiosos e que sabemos quão difícil é poupar e formar um pecúlio de longo prazo. Temos certeza que quem o fizer, colherá bons frutos.

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

*O geólogo americano Jelle Zellinga de Boer afirmou que a zona do monte Parnaso onde estava Delfos assenta-se sob uma fratura geológica subterrânea (encontro de placas tectônicas) da qual fluíam gases. Estes eram aspirados pelas pitonisas, que entravam em transe e seriam a raiz de suas revelações. Na mitologia grega, Delfos ficava no centro do mundo: Zeus, para encontrar esse ponto, soltou duas águias nos lados opostos da Terra. Onde cruzassem o voo, ali seria o centro do mundo; esse cruzamento se deu em Delfos. Por 15 séculos, pessoas peregrinavam até o Oráculo de Delfos/Templo de Apolo e se consultavam sobre seu destino, pagando tributos que eram guardados nos diversos templos. Na famosa peça teatral de Sófocles, “Édipo Rei” (que Aristóteles considerava a maior tragédia grega), Édipo é informado em Delfos que mataria o pai e casaria com a mãe. Creso, Rei da Lidia (atual Turquia), obteve a seguinte resposta ao consultar o oráculo sobre o resultado de atacar a Pérsia: “Se você o fizer, destruirá um grande império”. O grande império era o dele mesmo (o que talvez jamais lhe tenha ocorrido). Nero (37-68 d.C.) saqueou Delfos, que à sua época guardava os maiores tesouros da Grécia. Já em grande decadência, o imperador bizantino Juliano (331-363), o último pagão (seu sucessor, Constantino, adotou o cristianismo como religião oficial do império), consultou Delfos e recebeu a seguinte: “Diga ao rei isso: o templo glorioso caiu em ruínas; Apolo já não tem um teto sobre a sua cabeça; as folhas dos lauréis estão silenciosas, as fontes e arroyos proféticos estão mortos”. Acredita-se que esta foi a última previsão. Em 385, o imperador Teodósio, último a governar o todo do Império Romano (Roma, no Ocidente, e Constantinopla, no Oriente), fechou definitivamente o Oráculo: cristianizado, o Império (cada vez mais

centrado em Constantinopla – antes chamada Bizâncio) considerava Delfos um espaço pagão e um centro de superstição que deveria ser extinto. O local foi continuamente saqueado pela população até ser totalmente perdido. Em 1892, arqueólogos franceses iniciaram escavações e encontraram o local – que atualmente é considerado Patrimônio Mundial pela Unesco, e abriga um dos mais importantes museus arqueológicos da Grécia – além do museu a céu aberto e seu sítio arqueológico. O único templo restaurado é o Tesouro de Atenas construído pela cidade de Atenas para comemorar a Batalha de Maratona (490 a.C.).

=====

SERVIÇO

Superprevisões: A arte e a ciência de antecipar o futuro

Philip E. Tetlock e Dan Gardner

Editora: Objetiva

1ª edição (28 janeiro 2016)

320 páginas

Dimensões: 23 x 15.6 x 2 cm

Preço: a partir de R\$ 20 (usado) e de R\$ 39,80 (novo)

Desafio aos Deuses

Peter Bernstein

Editora: Alta Books

1ª edição (20 maio 2019)

400 páginas

Dimensões: 22.4 x 15.8 x 1.8 cm

Preço: a partir de R\$ 20 (usado) e de R\$ 68 (novo)

A Lógica do Cisne Negro – o impacto do altamente improvável

Nassim Nicholas Taleb

Editora: Objetiva

1ª edição (28 junho 2021)

528 páginas

Dimensões: 23 x 15.6 x 3.2 cm

Preço: a partir de R\$ 30 (usado) e de R\$ 57 (novo)

História da Matemática

Carl B. Boyer e Uta C. Merzbach

(Prefácio: Isaac Asimov)

Editora: Blucher

3ª edição (1º janeiro 2012)

508 páginas

Dimensões: 25.2 x 20 x 2.8 cm

Preço: a partir de R\$ 98 (novo)

Finding Fibonacci: The Quest to Rediscover the Forgotten Mathematical Genius Who Changed the World

Keith Devlin

Editora: Princeton University Press

Edição: 21 março 2017

256 páginas

Dimensões: 14.61 x 2.54 x 22.23 cm

Preço: a partir de R\$ 94 (e-book)



www.trigonocapital.com

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