



**TRIGONO**

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

**NOVEMBRO 2022**

# RESENHA MENSAL

Os grandes perfumes estão  
nos pequenos frascos!

## Os grandes perfumes estão nos pequenos frascos

Prezados investidores e leitores,

Esta resenha começou a ser escrita antes mesmo do dia das eleições – em outubro ainda, portanto. Isso porque gostaríamos de convidá-lo a fazer um pequeno passeio pela “*memory lane*” (alameda da memória), como se diz em inglês: afinal, completamos na Trígono cinco anos de atividade. Foi como escalar uma montanha – na verdade, montanha atrás de montanha. A subida é árdua, cheia de desafios. Mas quem chega lá no alto ganha uma recompensa que só sentindo para entender.

O alpinista começa em alguns morretes: é quando aprende, ganha confiança, experiência. Mas o sonho está em ver o mundo do alto do Everest, claro – o alpinista George Mallory foi questionado por que gostaria de chegar ao pico mais alto do mundo; respondeu: “Porque ele está lá”. A Trígono, como um pequeno alpinista, olha para a imponente montanha e não vê obstáculos (aquelas coisas feias que você vê quando tira os olhos do objetivo, como disse Henry Ford). Vê inspiração.

“E o perfume do título, Werner?”

Bem, o Everest certamente encanta – mas o ditado diz que tamanho não é documento. Afinal, a sabedoria popular também diz que frascos pequenos não raro guardam os melhores perfumes. Quem busca valor e qualidade não olha a dimensão: olha justamente para essas duas coisas, valor e qualidade. A Trígono entrega ambas – é o nosso diferencial. **Além do óbvio.**

Feita esta breve introdução: alguns de nossos leitores/investidores devem estar um tanto frustrados com o resultado do dia 30 de outubro. Falaremos mais a respeito na seção Estratégia. Aqui, vamos deixar a mensagem da canção “Volta por cima”, de Paulo Vanzolini, gravada pela primeira vez em 1962 pelo cantor Noite Ilustrada, mas tornada imortal na voz da diva Elza Soares:

*Um homem de moral/*

*Não fica no chão/*

...

*Reconhece a queda/*

*E não desanima/*

*Levanta, sacode a poeira/*

*E dá a volta por cima*

O Brasil é grande e seguirá em frente.

Pois bem: outubro tem sido um mês muito especial na minha vida profissional.

Minha carreira no mercado financeiro começa no dia 2 (em 1982) no banco Chase Manhattan (atual JP Morgan Chase). Eu e meu sócio e amigo, Freddy, nos conhecemos em 1989, quando ele começava seu estágio lá: rua Álvares Penteado, esquina Quitanda, quase ao lado da Bovespa, região chamada de Centro Velho de São Paulo, antigo centro financeiro, nossa Wall Street.

Começamos a Trígono no dia 17 (de 2017). Era uma sala (na verdade, chamar de sala é uma gentileza e um exagero) sublocada de 12 m<sup>2</sup>, com quatro estações de trabalho. Mas entre 1992 e 1995 fizemos um clube de investimento – Pulsar (nome usado para nosso fundo de crédito privado), eu na gestão e ele à frente de todo o restante (deu tão certo que continua assim na Trígono).

O clube durou três anos e o resultado foi tão fantástico que Freddy foi ampliar seu currículo intelectual – na London Business School e em Wharton financiado pelos ganhos proporcionados pelo Pulsar. Em duas ocasiões mais tarde quase nos associamos. Mas o Destino, a Fortuna, Deus, quem sabe, devia ter outros planos naqueles momentos. Eu ia ainda ganhar mais experiência como gestor de renda variável especializado em small caps – com alguns dos principais investidores estrangeiros do mundo, que confiaram a mim seus portfólios no Brasil.

Avancemos para fevereiro de 2017: nos reencontramos, conversa em dia, livres e desimpedidos. Mais dois encontros e fui por ele convencido: vamos criar uma gestora.

Achar um nome foi difícil.

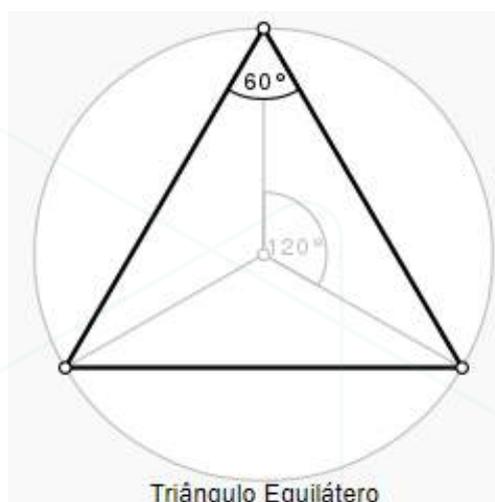
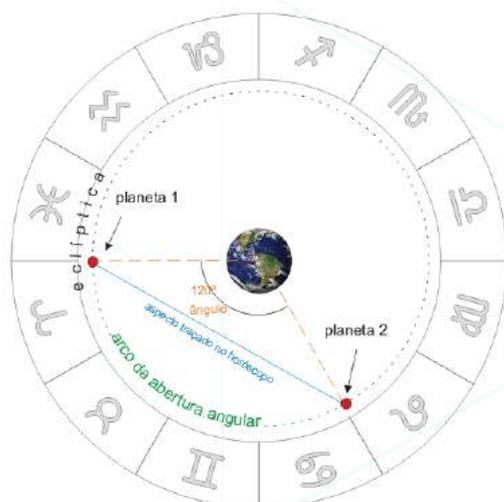
“Hermes” foi uma sugestão (minha). Nas mitologias grega e romana (que o chamou de Mercúrio) é o filho de Zeus (ou Júpiter) e deus da sorte, da riqueza e do comércio (e de outras coisas). Para os egípcios, o nome é Thoth (deus do conhecimento, da sabedoria entre outros atributos). Mas o nome já estava tomado.

“Havah” foi outra sugestão (esta, do Freddy). Foi a primeira mulher no registro bíblico. O nome é hebraico e é uma belíssima sugestão: significa “dar vida” ou “a que vive”. Na versão latina se tornou Eva – e, vejam só, EVA é a nossa metodologia de avaliação de empresas. Mas é muito similar ao nome das lojas Havan. Vetado.

Surgiu então o nome Trígono, outra influência do grego (*trigonon*, triângulo e metria). O logotipo escolhido foi o triângulo equilátero. Freddy, espirituoso, sempre relaciona o nome à astrologia: dois planetas em trígono estão a uma distância angular de 120° e atuam em harmonia entre si, produzindo fluidez, atraindo facilidades, sorte e autonomia. Também foi inspiração para o nome do nosso livro lançado ano passado: *A Trigonometria dos Investimentos* editado pela *Camelot*.

Em termos astrológicos, então, o trígono representa nossa relação como sócios; na trigonometria, representa o equilíbrio perfeito entre nossos investidores (a razão de existirmos), as empresas (nossa matéria-prima) e a própria Trígono – que faz a conexão entre ambos. Representa ainda outro triângulo: a metodologia EVA; dividendos; e observância da agenda ESG, que diferencia a Trígono (nosso mote Além do Óbvio). Combinados, são o que nos representa.

## Trígono



Avançamos para dezembro de 2017: a Trígono passa a gerir o clube de investimentos Verbier (que abrigava recursos de amigos e familiares e meus recursos sacados do FGTS e resgatados da CitiPrevi, minha previdência privada corporativa até então). Com a aprovação dos cotistas do Verbier, passamos a cobrar taxa de administração (2%) e performance (20% sobre o IBOV), gerando as receitas iniciais para cobrir parte dos nossos custos (exceto o aluguel, que saía de nossos bolsos mesmo). Entramos no mesmo mês à CVM com o processo de aprovação de atividade de gestora de recursos.

Mais dois meses (prazo recorde), já em fevereiro de 2018, o registro chega: documentos, procedimentos e manuais necessários, além da ampla experiência na gestão de recursos de terceiros demonstraram que sabíamos como fazer atendendo todos os quesitos regulatórios.

A seguir, pedimos a associação e adesão aos necessários códigos na ANBIMA. Outro recorde: em dois meses fomos aprovados e, em abril, lançamos nossos fundos, small caps (Flagship) e dividendos (Delphos).

Agora, mais um procedimento regulatório, desta vez junto a B3: solicitamos a transformação do Verbier de clube de investimentos em fundo de ações carteira livre, mantendo o IBOV como índice de referência.

Em 14 de julho de 2018 saímos da nossa pequena Bastilha: nos mudamos para o atual endereço. Nos acompanharam dois colaboradores, Sílvia e Mozart – profissionais dedicados e muito importantes nesta fase inicial, a quem muito agradecemos a grande contribuição.

Foi o dia da abertura da Copa do Mundo daquele ano – Rússia 5 x 0 Arabia Saudita. O Brasil, em grupo muito parecido ao atual, estreou no dia 17, de forma um tanto morna (1 x1), com a Suíça. No mesmo dia, a Sérvia batia a Costa Rica (1 x 0). Na Copa no Qatar, Camarões entra no lugar da Costa Rica – e no próximo dia 24 o Brasil estreia contra a Sérvia. Boa sorte e força, Seleção Canarina!

Nossa estratégia no início da Trígono foi lançar três fundos com os referenciais (*benchmarks*) mais importantes (IBOV, IDIV e SMLL) e construir um histórico de desempenho (*track record*) em três anos (vejam só, tudo 3, considerado o número perfeito) – que em geral é o prazo

mínimo que investidores institucionais levam para avaliar fundos. Assim, nossa distribuição ficou limitada a plataformas digitais e pessoas físicas. Mas a equipe foi crescendo com os ativos sob gestão e, passado o triênio, conquistamos em 2021 três medalhas de ouro (cinco estrelas), atribuídas pela Morningstar.

Com o perdão da eventual falta de modéstia, fizemos história. A Trígono se tornou na ocasião a única gestora no Brasil com mais de um fundo elegível, no caso os três citados (mais de três anos de histórico) e 100% com a nota máxima. É apenas atestar um fato, diante disso, ressaltar o excelente desempenho de nossos fundos nas três estratégias (small caps, dividendos e carteira livre). A Morningstar é uma empresa baseada em Chicago e maior provedora de classificação de fundos do mundo. As notas atribuíveis se dividem em escalas de 1 a 5 estrelas, baseadas em metodologia proprietária tendo como fatores, por exemplo, a relação de risco-retorno.



Melhor Fundo de Previdência de Renda Variável InfoMoney na categoria ouro em 2021.

Destacamos que logo no início da pandemia ajustamos as estratégias de nossos fundos, concentrando as posições nas empresas mais sólidas financeiramente (em especial as com receitas em dólar). Minha experiência em crédito – e o couro curtido em inúmeras crises – me ensinou que esta (e não a diversificação) era a melhor estratégia de proteção das carteiras. Como o desempenho dos fundos veio a demonstrar, funcionou – muito bem, e continua funcionando.

Mas (batendo um pouco mais o nosso próprio bumbo) as premiações não parariam aí. Também no ano passado, conquistamos o prêmio de melhor fundo de previdência de renda variável, através de pesquisa do IBMEC em parceria com a Infomoney, mais uma medalha de ouro – esta para o Trígono 70 FIC, com até 70% dos recursos investidos em renda variável.

Em 2022 tivemos um cardápio novo de crises: já de entrada nada menos que uma guerra, entre Rússia e Ucrânia; na sequência vieram aperto monetário pelo Fed e a perspectiva de recessão nos EUA e Europa. Seguimos, não obstante isso tudo, com nossa estratégia. E estávamos certos em fazê-lo:

## Equities elite: The top manager running 10 funds

BY JONAS HURUY KIDANE | JUN 8, 2022 | DISTRIBUTION, FEATURE, FUND MANAGERS

Werner Roger runs more funds on our elite list than any other manager. Citywire finds out how 'Werner the analyst' keeps several strategies spinning gold.

Manager	Gender	Group	Number of Funds	Total Fund Size (\$m)
Werner Roger	Male	Trigono Capital	10	437.3
Mark Davids	Male	J.P. Morgan AM	7	5166.1
Howard Wang	Male	J.P. Morgan AM	6	15333.5
Rebecca Jiang	Female	J.P. Morgan AM	6	15333.5
Lars Erik Moen	Male	Danske Fund Management	6	2356.8
Franz Weis	Male	Comgest	6	11813.2
Mark Baribeau	Male	PGIM Investments	5	14261.3
David J Eiswert	Male	T Rowe Price	5	9041.3
Mark East	Male	Benelux Funds Management	5	5928.6
Gerhard Wagner	Male	Swisscanto	5	2428.1

A Citywire é uma empresa britânica criada em 1999 por jornalistas econômicos e contando a agência Reuters entre seus sócios, nos colocou no topo entre os melhores gestores do mundo. São avaliados cerca de 16 mil gestores, para se ter a dimensão do que é esse topo. Mais uma medalha de ouro para a Trígono – e esta com um *plus*, mais uma montanha conquistada.

A Citywire avalia o desempenho dos fundos e dos respectivos gestores em dólar e leva em conta a relação risco-retorno e a consistência. Como nossos fundos sofrem o efeito da volatilidade do mercado brasileiro e da nossa moeda, somos duplamente impactados – e fomos comparados a gestores que navegam em águas bem mais tranquilas. Isso mereceu uma longa entrevista publicada na *newsletter* global da Citywire.

Essa conquista – e as já citadas, e as próximas – no entanto, não é pessoal: a Trígono é um time, uma equipe. Perder ou ganhar, nós perdemos ou ganhamos juntos. E crescemos e nos reforçamos com profissionais excelentes. Obrigado a cada um e a todos.

Mas vamos em frente. Contratamos a Moody's, uma das mais importantes agências classificadoras de risco do mundo, para avaliar a qualidade de gestão da Trígono. Bola na rede.

## Comunicado de Avaliação

Moody's Local atribui MQ2.br à Trígono Capital Ltda.  
Comunicado de Avaliação

SÃO PAULO, 14 DE OUTUBRO DE 2022

### CONTATOS

Henrique Ikuta +55.11.3043.7354  
AVP – Analyst  
[henrique.ikuta@moody.com](mailto:henrique.ikuta@moody.com)

Diego Kashiwakura +55.11.3043.7316  
VP – Senior Analyst/Manager  
[diego.kashiwakura@moody.com](mailto:diego.kashiwakura@moody.com)

A Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco Ltda. ("Moody's Local") atribuiu a Avaliação de Qualidade de Gestor de Investimentos MQ2.br à Trígono Capital Ltda. (Trígono). A avaliação MQ2.br reflete a opinião da Moody's Local de que a gestora de recursos tem características de gestão muito boas. A Trígono é uma gestora de recursos independente focada em renda variável. Em 31 de agosto de 2022, os ativos sob gestão da Trígono totalizaram R\$ 2,3 bilhões.



Após análise criteriosa, recebemos a avaliação MQ2.br – um grau apenas abaixo da nota máxima. Orgulho que mal cabe no peito. Mas a nota máxima será mais uma montanha a ser conquistada.

Dado que temos quase 99% de nossos fundos centrados em renda variável (ou seja, é quase como o “Samba de uma nota só”, do mestre Tom Jobim, mas logo esta nota terá uma companhia muito importante, crédito privado no nosso fundo Pulsar), apenas 5 anos de existência e somos relativamente pequenos se comparados às grandes gestoras, algumas ligadas a conglomerados financeiros globais... nós, como uma *boutique*, temos para mostrar um quadro de medalhas bastante notável. E lembrem-se dos perfumes e dos pequenos frascos.

Na Trígono temos como prática celebrar as conquistas, e nossos *milestones* (as “placas” na estrada) são o valor dos ativos sob gestão. Mas os aniversários são igualmente celebrados – e marcamos com um jantar de confraternização nossas bodas de madeira (os 5 anos vividos). Ou de ferro, também símbolo desse tempo decorrido.

Gosto da imagem das bodas de madeira: remete a raízes, e relações fortes. Também faz lembrar da multiplicação de galhos – e do nascimento de filhos. Bodas de ferro também são um símbolo que inspira solidez, força. Ambas retratam bem o que temos com nossa equipe e nossos investidores.

Quais são as placas na estrada da Trígono? Vamos às principais:

- Dez/2017: iniciamos a gestora com pouco mais de R\$ 30 milhões, abrigados pelo Clube de Investimentos Verbier e menos de 50 cotistas.
- 5/dez/2019: eram R\$ 100 milhões sob gestão.
- 10/fev/2021: chegamos aos R\$ 500 milhões.
- 25/maio/2021: cravamos a bandeira de R\$ 1 bilhão – dobramos em 3 meses
- 27/agosto/2021: dobramos de novo, R\$ 2 bilhões – e de novo, em 3 meses.

A partir desse ponto, o mercado decidiu que o vento estava soprando para o lado da renda fixa. Mas nós, que sabemos que na vela, o vento de través (de lado), é muito desejado, ficamos firmes e mantivemos nosso leme e as nossas velas capturando o melhor vento. E aí:

- Out/2022: mês fechado com R\$ 2,4 bilhões, mirando os R\$ 3 bilhões como próximo objetivo.

Com a confiança de nossos investidores – os que já estavam conosco e os que estão chegando – temos certeza de que celebraremos juntos mais um pico conquistado.

### Conjuntura Internacional

A economia mundial sofre, neste momento, de inflação. O problema deve ser discutido de maneira conjuntural (no curto prazo) e estrutural (no médio e longo prazo). Isso, por si só, já seria bem ruim. Mas há um palavrão que vem circulando à socapa também; não se pronuncia muito seu nome em voz alta por medo de se invocar o mal que se quer evitar. É a estagflação. Nada menos que recessão e inflação combinadas. Um pesadelo. Separar estagnação e inflação não é simples, já que muitos fenômenos aparentemente conjunturais estão se desenvolvendo e se transformando em fatores causadores de mudanças estruturais na economia e na política globais.

Vista por alto, a inflação é uma questão puramente conjuntural, que resulta de se imprimir dinheiro – que foi usado para financiar medidas emergenciais contra a covid-19 – e de restrições da oferta causadas pelos *lockdowns*. De fato, boa parte da inflação observada nos últimos anos foi ocasionada por esses fenômenos. O tempo deveria dar conta desse cenário – dado que os cheques emergenciais são temporários por definição (finda a emergência, cessam-se os cheques), as cadeias globais estão se normalizando e o chamado *quantitative tightening* (“aperto quantitativo”, ferramenta contracionista dos BCs para reduzir a liquidez – a oferta de moeda – na economia) tem diluído o impacto inflacionário, com o aumento dos juros. Mas agora devemos nos atentar ao que pode causar a inflação futura.

Em muitos países (Brasil entre eles) os cheques emergenciais temporários duraram mais tempo que o planejado inicialmente (em alguns tornaram-se permanentes) e causaram de fato um aumento estrutural de demanda e déficit fiscal. Como disse Milton Friedman, nada é mais permanente que um programa temporário do governo: com isso, o que era uma questão temporária de desbalanceamento monetário vira um problema fiscal estrutural de difícil solução.

No caso da guerra Rússia x Ucrânia (com EUA e Europa a reboque, já que fornecem armamentos e recursos financeiros), já comentamos os graves efeitos que tem causado no mercado de energia e no agronegócio globais. Tais efeitos, severos como sejam, também seriam a princípio temporários. Mas o conflito já gerou consequências geopolíticas estruturais sobre a cadeia global, já que afetaram a percepção de risco político da Rússia e da China (na questão com Taiwan) – embora esta e Índia tenham elevado as trocas comerciais com os russos de forma substancial, em particular com o petróleo.

Em eventos sequenciais, pandemia e guerra levantaram grandes dúvidas sobre segurança e confiabilidade das cadeias de suprimento chinesas para o ocidente e países alinhados. Aqui também se esperava um efeito temporário, mas já se vê a coisa indo para um prazo mais longo. E envolvendo um dos pilares mais importantes do crescimento da produtividade global nas últimas décadas: a terceirização da cadeia manufatureira para a Ásia (principalmente a China). Além das eventuais repercussões na segurança alimentar.

Um *twist* positivo, no entanto, é o desdobramento para os fenômenos conhecidos como *friendly-shoring* e *near-shoring* (que já comentamos em resenhas anteriores). Ambos tendem a

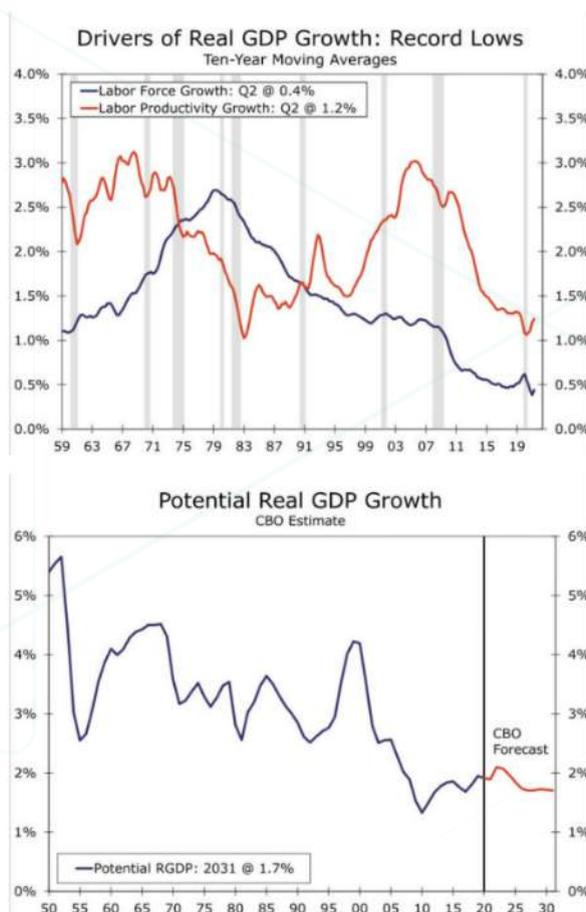
favorecer o Brasil, deixando-o “bonito na foto” como parceiro confiável no comércio internacional (beneficiando o agronegócio em especial).

A economia global tem crescido nas últimas décadas devido a quatro fatores principalmente, que comentaremos mais à frente:

- i) aumento da alavancagem global;
- ii) aumento da produtividade;
- iii) aumento populacional; e
- iv) efeitos previdenciários.

O aumento da produtividade, turbinada pela tecnologia, é chave para o fenômeno de crescimento com inflação controlada, principalmente em associação ao aumento da alavancagem. A informatização dos processos de trabalho – e o avanço da tecnologia de forma geral – vem ocorrendo há mais de 30 anos, mas o ganho proporcionado tem sido cada vez mais marginal. Parte desse *boom* no aumento da produtividade também vem da terceirização das cadeias manufatureiras para a Ásia (e isso, como comentado, tende a diminuir). Junto a isso, o mundo exportou a geração de gases de efeito estufa para a China – que vem implementando metas rigorosas para reduzi-la. Eis aí um nó que se vai querer ver como desatar: a China precisa dessa produção que emite poluentes para sustentar seu crescimento e, ao mesmo tempo, quer inibir a emissão de tais gases, o que vai afetar a produção que sustentará seu crescimento.

Nos próximos anos, a inflação deve ganhar força com a diminuição estrutural no crescimento da produtividade, ao mesmo tempo em que os salários deverão ter aumento real e a oferta de força de trabalho deve diminuir nos países mais desenvolvidos.



Sobre a alavancagem, os aumentos de déficit estrutural e de nível de dívida de diversos países desenvolvidos, combinados ao ambiente inflacionário e ao aumento de juros nos EUA, expõem um problema há muito em construção: muitos deles não conseguem elevar os juros para controlar a inflação ou estabilizar a moeda. Em diversos países europeus e no Japão a tendência é de desvalorização contínua de euro e iene, a menos que impostos ou juros subam. São dois remédios bastante amargos, no entanto – o que leva a supor que as duas moedas deverão continuar na descendente frente ao dólar. O que significa que a inflação na Europa deve seguir acima da média, com baixo crescimento econômico.

Crescimento populacional em desaceleração é uma força deflacionária atuante e crescente na maioria dos países desenvolvidos e mesmo na China. O reverso da medalha, no entanto, é o aumento de gastos previdenciários com uma população que envelhece. A previdência, numa ampla maioria de países, é ligada a verbas públicas. Mais idosos, mais aposentadorias – e, portanto, mais gastos públicos. Esse aumento de gastos em países já deficitários e endividados pode causar desvalorização da moeda e contrabalancear o efeito deflacionário.

Mas as taxas de juros e investimentos em renda fixa não acompanham a inflação, e a renda variável em países de baixo crescimento também não é uma alternativa. Eis aí a sinuca de bico em que gestores dos fundos de pensão estão metidos. Portanto, também outra belíssima bola cruzada na área para o Brasil: esses gestores acabam tendo de buscar mercados alternativos, como os emergentes – e surgimos assim como uma opção. Desde, claro, que se chegue ao equilíbrio fiscal necessário, ao controle da inflação e a um PIB em crescimento. Esse tripé é o que vai atrair recursos de investidores estrangeiros de forma contínua – e não apenas o *smart*

*money* (capital especulativo de curto prazo). Bola cruzada na área, basta alguém vestido com nossa camisa canarinho, ou azul, cabecear de forma certa para o gol, indefensável.

Diminuição do aumento da produtividade ligado à tecnologia; da terceirização das cadeias produtivas para a Ásia; e aumento de déficits públicos globalmente, combinado à incapacidade de aumento substancial de juros e impostos – da associação disso tudo poderão surgir as condições para um ambiente inflacionário sustentável. Descasar juros e inflação nos mercados globais pode demorar muitos anos até que a situação se normalize (é difícil convencer governos a deixarem de se valer do chamado imposto inflacionário para equilibrar as contas públicas).

No setor de *commodities*, com investimento abaixo do necessário, há pouco espaço para acomodar aumento de demanda sem aumento de preços. Veja-se as refinarias de petróleo no mundo: uma parada mínima que seja, causa queda nos estoques e bate de imediato nos preços dos derivados. O equilíbrio entre oferta e demanda aí é muito frágil. Capacidades adicionais de refino estão na Índia e na China, o que explica terem elevado tanto as importações de petróleo russo.

Para combater a inflação, além de aumentar impostos e os juros, Europa e EUA podem buscar uma integração maior com países aliados. O acordo Mercosul e União Europeia nesse momento, por exemplo, seria de grande utilidade para esta obter diversos produtos importados a preços menores. Medidas como a revogação no mês passado da tarifa sobre aço laminado a frio no Brasil imposta pelos EUA em 2016 ilustram essa tendência.

Em Resenha anterior, explicamos o grande problema que o alocador global de renda variável enfrenta hoje: opções de investimento muito limitadas em ativos de países desenvolvidos (devido ao rápido aumento de juros), além dos problemas geopolíticos em alguns emergentes. O cenário, no entanto, é ideal para que o alocador global direcione parte do seu portfólio para ações de empresas com ativos produtivos e capazes de investir em países alinhados ao ocidente, principalmente de *commodities* e bens de capital. Mais uma vez, o Brasil é candidato natural para receber esses recursos.

Um erro muito comum do investidor é pensar que empresas de *commodities* não têm qualquer capacidade de repasse de preço: seriam reféns da demanda. Empresas de *commodities* – principalmente de insumos básicos e de demanda inflexível – tem capacidade de repasse muito alta, se bem-posicionadas na cadeia de custos do ponto de vista da oferta (baixo custo em relação à concorrência). Essas empresas conseguem refletir o aumento de custos em um ambiente inflacionário e, se bem capitalizadas, em um ambiente de restrição de oferta, conseguem ainda expandir rápido e serem cada vez mais lucrativas. No segundo elo da cadeia, empresas que possibilitam essa expansão também são altamente beneficiadas. O Brasil tem na bolsa boas opções de empresas que obedecem a esses requisitos – e, não custa lembrar, é um país historicamente não conflituoso e relativamente estável, com nível de precificação extremamente baixo. O PIB cresce em bons níveis e as contas públicas passam por uma melhora marginal não vista há anos. No mercado interno, ainda se pratica prêmio em relação aos preços internacionais, incorporando custo de logística, imposto de importação e até um prêmio pelo conforto de ter o produto sem risco de atrasos ou embaraços alfandegários e portuários.

Nos EUA, a geração de empregos continua forte e acima do previsto, mas já manda sinais mistos. Setores afetados pela pandemia (turismo e hotelaria, por exemplo) seguem com ritmo forte de contratação, mas em diversos outros já se vê um fôlego menor – o setor imobiliário é

sempre uma preocupação. A taxa de desemprego também aumentou ligeiramente, para 3,7%. Além disso, houve nova queda na participação da população na força de trabalho. O Fed já fez saber que não há pausa na alta de juros até que a inflação dê os sinais de desaceleração que a autoridade monetária quer ver. Assim, o BC dos EUA elevou seu juro básico em 0,75 ponto percentual, no maior aumento sequencial em 40 anos.

De volta à China, o setor de construção civil ainda está altamente afetado. O fato de os preços do metro quadrado em cidades como Xangai terem caído 35% em 12 meses, por exemplo. Mas, após meses de piora, enfim surgem sinais de melhora marginal (na comparação mês contra mês). Com medidas regionais para afrouxar juros e do governo central para retomar a atividade em canteiros parados, o investimento das construtoras do país subiu em agosto e em setembro – reagindo após quase um ano consecutivo de quedas. O valor total de compras de terrenos por parte das construtoras subiu 130% em setembro (mês contra mês) e os preços pararam de cair. Algumas cidades já têm juros de hipoteca abaixo de 3% e o governo parece estar no controle da situação.

Apesar do elevado endividamento privado, o governo chinês ainda tem amplo espaço de endividamento público, podendo recorrer ao Tesouro para resgatar o sistema financeiro caso a situação exija. Esse risco, no entanto, ao menos por ora, parece ter sido afastado, como acabamos de comentar.

Sobre a política de covid zero, o governo mantém que as medidas seguem em pé – mas já se percebe algumas mudanças de postura, como a aprovação da vacina de mRNA para a população neste mês. Sem imunidade de rebanho e com uma vacinação de menor eficácia, a população chinesa hoje é mais suscetível à covid que o resto do mundo – daí que o governo mantenha a política em questão. Mas, à medida que as pessoas se vacinarem com outros tipos de vacina, e que a imunidade natural aumente, espera-se mais flexibilização até 2023 – o que deve trazer maior fôlego para o setor imobiliário. O governo chinês tem metas de crescimento que a atual rigidez na política de covid zero pode inviabilizar. Mais um motivo para se pensar que uma flexibilização pode se impor.

Agora na Europa, há uma expectativa de um inverno menos severo que a média histórica. O que seria um golpe de sorte, dado o desafio na questão do fornecimento de gás – afetado pela guerra Rússia x Ucrânia. Menos frio, menor a necessidade de calefação, o que pode derrubar (ainda que provisoriamente) o preço do gás. O corolário é, claro, se o frio for mais intenso, a demanda – e o preço – do gás deve crescer.

Um cenário grave de falta generalizada de gás em 2023, no entanto, parece menos provável à medida que o tempo passa. Na Ucrânia a guerra prossegue, com os danos ao país ficando cada vez mais permanentes. A destruição atingiu a infraestrutura de forma generalizada, com grandes cidades ficando sem energia e água, numa grande crise humanitária. O número de mortes no conflito sobe às dezenas de milhares, com milhões buscando refúgio em outros países europeus. Do ponto de vista econômico, a retomada da oferta das *commodities* ucranianas – grãos em particular – no futuro próximo parece cada vez mais difícil, bem como a reintegração da Rússia à economia do mundo ocidental. Diversas empresas que ainda tentavam operar no país fecharam.

## Conjuntura Nacional

O ciclo eleitoral terminou, pelo menos nas urnas, em outubro. Como comentado na Resenha anterior, o Executivo enfrentará uma ampla base de oposição na próxima Legislatura. Se esta oposição for bem-organizada e agregar apoio de parte do centro, será difícil para o novo governo cumprir algumas das promessas eleitoreiras e fiscalmente irresponsáveis que fez.

Mesmo que Lula de fato consiga formar bancada para aprovar tais pautas, há freios instalados, como a LRF (Lei de Responsabilidade Fiscal). Se optar pelo caminho do modelo econômico adotado no governo Dilma, a pressão popular será grande à medida que isso se refletir em inflação, juros e moeda.

Lula é hoje uma figura nacional popular de grande relevância, mas não tem um sucessor claro, deixando seu legado político como espaço a ser ocupado. No Congresso, já apontamos, a expectativa é de que será necessário agradar gregos e troianos – seus eleitores e base política e a oposição, que negociará cargos e compensações (como disse o deputado Roberto Cardoso Alvez, “é dando que se recebe”). Responsabilidade fiscal e previsibilidade orçamentária parecem ser o caminho mais simples para o problema de Lula. Mas, de simples, parece não haver nada à frente.

A nós, faz lembrar (voltando à Grécia antiga) os 12 trabalhos de Hércules. Cumprir as promessas, promover benefícios sociais adicionais, induzir crescimento por meio de investimentos das estatais – e isso contendo reajustes de preços e reduzindo a distribuição de dividendos das estatais (que foram fundamentais para a melhora do cenário fiscal nos últimos anos)... até para Hércules essa lista pareceria excessiva.

As promessas eleitorais ficarão nas promessas? Ou ele se voltará para o exemplo de seu primeiro mandato, seguindo a cartilha econômica do antecessor? A ver.

Em setembro, a produção industrial teve nova queda (-0,7%, mês contra mês), o que era em alguma medida esperado, dado o número menor de dias úteis do mês. O segmento de Bens de Capital foi destaque positivo: a produção cresceu 4,6% sobre setembro de 2021, assim como bens de consumo duráveis (alta de 10,5%). A produção de caminhões cresceu 8,3%, também na comparação anual. Nesse nicho, o segmento de caminhões movidos a gás tem impressionado: o volume é pequeno, mas as vendas saltaram de 47 unidades nos primeiros 9 meses de 2021 para 279 unidades no mesmo período deste ano. Se consolidarmos a produção de veículos leves e pesados, em setembro houve crescimento de 19,3% sobre um ano antes – o que é forte sinal de recuperação da oferta de semicondutores (que ainda é limitada, mas deve seguir melhorando).

As contas públicas seguem em boas condições: após 7 anos de déficits primários, 2021 foi o primeiro ano superavitário e o resultado de 2022 deve ser muito superior. Até setembro, o superávit primário foi de R\$ 131 bilhões, ante R\$ 14 bilhões no mesmo período de 2021. Com esses resultados, a relação dívida bruta/PIB caiu de 77,5% em agosto para 77,1% em setembro – e já estamos superando o cenário pré-pandêmico em termos de dívida, mas em um cenário muito melhor em termos de superávit.

Já a geração de emprego também continua forte, puxada principalmente pelo setor de serviços. O Brasil gerou 278 mil empregos de carteira assinada em setembro (acima das

expectativas do mercado), acumulando 2,1 milhões de empregos gerados no ano e alcançando o recorde histórico de 42,8 milhões de empregos formais ativos. Já na pesquisa PNAD a taxa de desemprego segue em queda, ficando em 8,8% em setembro. A renda real, após muitos meses consecutivos de queda anual, voltou a subir: 2,5% no mês em relação ao mesmo período de 2021. A massa salarial real (medida de avaliação do poder de compra dos brasileiros) também subiu: 9,5% em setembro, na mesma comparação.

O dólar caiu 4% em outubro ante o real, e seguiu em queda forte após a eleição – sinal de reação positiva dos mercados. Fato é que Lula tem boa percepção internacional, tanto em termos de bons relacionamentos com presidentes e mídia como em termos de mercado financeiro estrangeiro e ambientalistas. O candidato que assustou os mercados na campanha eleitoral em 2002 – quando despontava como favorito e causou grandes turbulências nos mercados – hoje é conhecido e seu nome traz boas memórias a muitos investidores estrangeiros (mesmo com a corrupção que assolou seu governo e tendo feito Dilma Rousseff como sucessora). Sua eleição levou a uma forte realocação, causando forte queda nas ações da Petrobras, mesmo com anúncio de vultosos dividendos. Acreditamos que boa parte da venda da Petrobras foi redirecionada para a Vale. A entrada de dinheiro estrangeiro, e a alta das demais ações conseguiu amortecer a queda das estatais, como Banco do Brasil e especialmente Petrobras. O saldo foi positivo.

Uma possível alteração da política de juros dos bancos públicos afeta Caixa e Banco do Brasil, mas também a lucratividade dos bancos privados. Da mesma forma, uma alteração da política de preços da Petrobras pode alterar a lucratividade de diversos setores. Para o setor sucroalcooleiro, a princípio a não obediência à paridade de preços é ruim, mas historicamente o governo Lula respeitou e incentivou os biocombustíveis, dentro de sua “agenda verde”. Dessa forma, caso haja prejuízo ao setor, é razoável esperar uma compensação, para evitar o cenário visto no governo Dilma para o segmento. A volta da CIDE sobre a gasolina é possível, mas seu corolário é o impacto sobre os preços dos combustíveis. Mais um trabalho de Hércules. Atualmente o preço do etanol no mercado interno está abaixo da paridade de exportação, de forma que há também um piso para o preço do etanol, que não depende sempre da paridade com a gasolina brasileira, dependendo do nível de preços no exterior pela possibilidade de arbitrar a diferença de preços no Brasil e no exterior. Já o produtor brasileiro de grãos segue elevando sua área plantada – para a soja, este ano será o 16º consecutivo. O relatório da DATAGRO prevê safra de soja de mais de 150 milhões de toneladas para 2023, acima dos 126 milhões da safra 21/22, com o clima seguindo favorável e os custos dos insumos em queda. Haja silos e armazéns para tanta soja, e milho.

A Selic segue inalterada e o IPCA apresentou deflação pelo 3º mês seguido – em setembro o índice foi de -0,29%. A esse ponto, é clara a oportunidade do BC para cortar juros, ajudado por certa estabilidade no câmbio. Basta o novo governo apresentar comportamento fiscal responsável e previsível que a Selic poderá cair e abrir espaço para uma reação positiva no mercado financeiro e investidores locais voltarem seus olhos para a bolsa. Falando nisso, o Ibovespa valorizou 5,5% em outubro e o SMLL, 7,3%, refletindo a eleição de um Congresso mais à direita e um voto de confiança dos investidores estrangeiros no futuro presidente. Mas, já entrado em novembro, a especulação em torno de nomes para ministros que podem desagradar o mercado tem gerado preocupação e muita volatilidade.

## Estratégia

Desde 2015, ainda como sócio de outra gestora, proteger carteiras contra desvalorização cambial é a estratégia (já que 90% de nossos investidores eram estrangeiros). A ferramenta para isso é o dólar: concentramos as carteiras em empresas com receitas relacionadas à moeda norte-americana – seja através de exportações, preços formados em mercados internacionais ou com subsidiárias no exterior.

Tal estratégia seguiu a percepção do aumento do risco fiscal no segundo mandato de Dilma Rousseff (que foi impedida em 2016). Acreditamos que o dólar representa uma importante proteção, utilizada nos mais diferentes mercados, contra incertezas (internas ou externas). *Commodities*, ouro (reserva milenar de valor) e até criptomoedas são precificadas em dólar. Para nós, a moeda norte-americana é a "mãe de todos os *hedges*" – e nos mercados emergentes, em que o fluxo de capitais é ainda muito importante, seu uso é ainda mais intenso. Multinacionais, *hedge funds*, tesourarias de bancos, empresas e diversos agentes econômicos – o dólar está em toda parte.

Em 2017, começamos nossa gestão na Trígono em dezembro, já de olho nas eleições de 2018. A estratégia defensiva era a mesma. Eleito Jair Bolsonaro, entramos em 2019 com dúvidas acerca da condução das reformas, Previdenciária à frente. Nossa estratégia se manteve. Começa 2020, há uma expectativa de forte fluxo de investidores estrangeiros no Brasil – e no Carnaval chega a pandemia. Desde dezembro de 2019, acompanhávamos com preocupação o surgimento da nova doença.

Com a covid-19 se espalhando para todos os cantos do planeta, concentramos ainda mais nossas carteiras em empresas com sólida estrutura de capital. A desvalorização do real de 25% em 2020 mostrou o acerto dessa estratégia, contribuindo para os resultados das empresas investidas com receitas em moeda estrangeira. Atravessamos 2021 sem mudanças – porque a pandemia atingiu níveis altíssimos.

Ainda com a pandemia em curso no início de 2022, Rússia e Ucrânia entram em guerra, inflação dispara na Europa e nos EUA, a China impõe *lockdowns* como prevenção contra a covid-19. Os bancos centrais usam as taxas de juros para tentar controlar a inflação, mas um novo vilão assombra a Europa: o custo da energia elétrica. Americanos e europeus parecem fadados a uma recessão.

Essa combinação nada digerida de fatores mantém o dólar fortalecido em toda parte e mais ainda com a escalada de juros pelo Fed (o BC dos EUA). No Brasil, novo ciclo eleitoral impõe cautela – e nossa estratégia permaneceu inalterada.

Pois bem, o ciclo eleitoral se encerrou. O que fazer? Na Trígono, mantemos a estratégia. No mundo as incertezas todas permanecem – e no Brasil, são ainda maiores.

Vejamos o que está na pauta.

- O mercado de renda variável dependerá das conjunturas internacional e doméstica.

Lá fora, os EUA devem continuar com juros ascendentes e uma recessão pode acontecer. Nem mercado nem Fed, claro, querem isso, e este último vai tentar evitar. Os olhos também estão voltados à China: como vai se comportar, que efeitos os *lockdowns* terão, a velocidade do

crescimento. Há quem acredite que a política de tolerância zero à covid deve ser flexibilizada. Não fazemos apostas, mas acreditamos que a China poderá surpreender com seu crescimento e política de descarbonização levada a cabo. Isso poderá impactar algumas *commodities* do setor metalúrgico e eletrointensivos com maiores custos e menor oferta. Resultado, preços se elevando, notadamente os produtos e metais eletrointensivos.

A dinâmica econômica nos EUA e China ditará o rumo do crescimento da economia global, preços das *commodities* e comércio internacional. O preço da energia nos países desenvolvidos e na China, e o conflito Rússia x Ucrânia também deverá pesar nos preços de *commodities* e na inflação – e, por consequência, nos juros e no crescimento global.

- O mercado local dependerá de como será a política econômica do próximo governo.

A economia vem se comportando relativamente bem. O PIB deve crescer próximos a 3% neste ano, a inflação deve registrar queda e seguir assim no futuro próximo (e mesmo no médio prazo). Mas essa dinâmica positiva dependerá da gestão econômica do novo governo. Este deverá observar LDO (Lei das Diretrizes Orçamentárias), LRF (Lei da Responsabilidade Fiscal) e a independência do Banco Central, travas contra cavalos-de-pau no teto fiscal. Uma base parlamentar mais fraca em relação à de que dispunha Jair Bolsonaro tornará o novo governo ainda mais dependente do Congresso – só que com uma oposição bem mais forte.

Os investidores deverão reavaliar suas carteiras e estratégias, mas dependerá muito dos rumos da economia – notadamente o tripé câmbio-inflação-juros, que deverá ter grande influência na alocação de investimentos entre renda fixa e variável. A independência do BC será determinante para a gestão da política monetária.

Na chave da responsabilidade fiscal, o novo governo já começa sob pressão das próprias promessas eleitorais. Acomodar despesas extraordinárias dentro do Orçamento para o próximo ano também será um grande desafio. Resta observar como vão ser conjugados manutenção do Auxílio-Brasil em R\$ 600, aumento do salário-mínimo, revisão da tabela de Imposto de Renda (elevando a isenção à faixa de R\$ 5 mil), manutenção da redução da carga tributária dos combustíveis (e como será a gestão dos preços destes, especialmente se aumentar a defasagem em relação ao mercado internacional). Uma grande defasagem implicará em escassez na oferta e prejuízos para a Petrobras e refinarias.

Os investidores estrangeiros parecem estar com mais apetite ao risco Brasil e confiantes no presidente eleito. Essa simpatia, no entanto, não encontrou eco nos investidores locais, e esse voto de confiança vindo de fora não necessariamente será seguido aqui. A composição do ministério e compromissos quanto à responsabilidade fiscal serão fundamentais. Isso posto, mantemos, por ora, nossa estratégia.

Fora essas incertezas, as taxas de juros elevadas no Brasil também inibem uma maior alocação em renda variável. Gestores no lado *top-down* (alocação em setores mais sensíveis aos fatores macroeconômicos) tendem a aumentar posições em segmentos mais relacionados aos juros (varejo e imobiliário, por exemplo) e ao crescimento (tecnologia, educação e imobiliário para baixa renda – estes últimos mais ligados às promessas eleitorais), e até aos ligados à economia verde (biocombustíveis). Mas esses setores ainda sofrerão por um longo período até que tais expectativas passem do discurso à ação. Os balanços do 3T22 e do 4T22 deverão mostrar que empresas desses setores ainda deverão sofrer por algum tempo. E a taxa de juros é prerrogativa do Banco Central, não do ministro da Economia ou vontade do Presidente da República.

Nossos fundos continuam posicionados nos mesmos setores e empresas, seguindo nossa estratégia. Indústria (automobilística pesada em particular) devem ter a simpatia do novo governo – que terá também de agradar o Agronegócio, dado seu peso político. Governos do PT tendem a beneficiar o agro com subsídios – Banco do Brasil e BNDES são importantes provedores de recursos para custeio e investimentos. O setor automobilístico, berço do sindicalismo e do PT, teve em 2012/13 sua “Idade de Ouro” e deverá contar com, por exemplo, medidas de incentivo a novos investimentos, modernização e reposição de frotas (caminhoneiros são peça-chave) e descarbonização (notadamente para os biocombustíveis que atende também o agronegócio).

Nas *commodities*, seguimos posicionados em nichos ligados a setores eletrointensivos. A conjuntura global é plenamente favorável ao Brasil, e aqui o setor elétrico na geração e autoprodução deverá ter apoio do governo, seguindo promessas de incentivos à geração de energia limpa e renovável e barateamento de custos, favorecendo ainda mais empresas cujos negócios estejam relacionados ao consumo de energia (produtos como alumínio, ferroligas e cloro-soda), e energia limpa e renovável, da qual o Brasil é campeão como produtor, embora os impostos e encargos regulatórios reduzem boa parte destas vantagens, dividindo estes ganhos com o governo e subsídios.

Para finalizar nosso posicionamento setorial, a logística está fortemente relacionada a vários setores aqui comentados, além de mineração e consumo. Concentramos nossos fundos em cerca de 90% em dez empresas relacionadas aos principais setores comentados, com exposição direta e indireta ao câmbio.

E se o real se fortalecer? Ótimo – significa que tudo estará bem, com fluxo de capital estrangeiro irrigando o Brasil com investimentos diretos e para a bolsa, e o PIB devendo surpreender aqueles que projetam crescimento entre 0,5% e 1% para 2023 e no máximo 2% para 2024.

Como gestores, acompanhamos a dinâmica da economia. Se necessário, reposicionaremos as carteiras. Mas não somos apostadores e nem adivinhos: cumpre aguardar.

A seguir, nossos comentários sobre fundos e empresas que mais influenciaram o desempenho das carteiras.

### **Desempenho dos Fundos – Outubro de 2022**

Os 5 anos da Trígono, completados em outubro, vieram com o presente de uma bela valorização. Todos os nossos fundos fecharam o mês passado com excelentes resultados, de 5% e 9% de alta. Os destaques foram Delphos (+9,0%), 70 Prev (+7,98%) e Power & Yield (+7,96%) – todos bastante acima dos referenciais, respectivamente: SMLL (+7,3%), que, no entanto, ainda está negativo no ano; IBOV (+5,45%); e IDIV (+4,03%).

Apesar do bom humor da bolsa, o cenário não foi muito diferente do que vimos em setembro, quando os investidores estavam de olho nas eleições e no risco de recessão global pairando sobre nossas cabeças. Mas parece que o fim do ciclo de alta da SELIC (confirmado na reunião do COPOM de 26 de outubro) e os múltiplos baixos das empresas têm despertado interesse dos investidores estrangeiros: em outubro apenas foram mais de R\$ 14,1 bilhões que

trouxeram para cá, acumulando no ano mais de R\$ 84 bilhões. Na ponta dos investidores institucionais, houve saída líquida de R\$ 14,3 bilhões em outubro, o que indica que a migração local para a renda fixa continua.

Essa corrida à renda fixa, a nosso ver, não é benéfica ao investidor pessoa física no longo prazo: estes acabam abdicando de empresas bastante descontadas, que no longo prazo tendem a se valorizar mais que os ganhos da renda fixa. Os investidores locais estão entregando excelentes empresas por barganhas aos investidores estrangeiros. Exemplo recente (e que está na nossa carteira) é a Kepler Weber, na qual o investidor Morgan Stanley Uruguai adquiriu 7% de participação que estavam com investidores locais.

Analisando a janela de dezembro de 2019 (pré-pandemia) até o mês passado, temos um CDI de 18%, enquanto o IPCA foi de 20%; IGP-M, de 53%; e dólar, 30%. Ou seja: o CDI não compensou a inflação do período, ficou muito distante da variação cambial e repôs apenas 1/3 do IGP-M do período, e sobre o CDI, ainda existe a tributação de 15%.

Na Trígono, vemos como a melhor forma de se proteger da inflação estarmos posicionados na ponta da inflação, investidos em empresas com capacidade de repassar pressões inflacionárias aos preços de seus produtos e serviços ou que possam se beneficiar da escassez de oferta. Foi esse posicionamento que nos trouxe desde o pré-pandemia desempenhos bem superiores aos principais índices inflacionários, como ilustrado na tabela abaixo.

Indicadores	dez/19	out/22	Variação
FLAGSHIP 30	1,94	3,40	75,3%
DELPHOS	1,46	2,99	105%
VERBIER	6,40	11,90	86%
70 PREV	1,17	1,77	52%

IBOV	115.645	116.037	0,3%
SMLL	2.841	2.333	-18%
IDIV	6.854	7.215	5%
IEE	76.627	83.670	9%

CDI	5.940	7.012	18%
IPCA	25,40	30,41	20%
IGP-M	759	1.162	53%
Dólar	4,03	5,26	30%

Fonte: Trígono/Economática. Cotações 31-out-22

Por ironia, mesmo com todo o retorno entregue nesse período, nossos fundos estão com múltiplos ponderados próximos das mínimas históricas. **Merece destaque o Delphos, com múltiplo EV/EBITDA de 4,2x e Preço/Lucro de 6,7x.** Logo atrás vêm Flagship e Verbier, com múltiplos P/L de 7,3x e 7,1x respectivamente.

O final de outubro também deu início a uma nova temporada de divulgação de balanços – e a maioria de nossas investidas devem apresentar resultados no mínimo tão bons quanto os do 3T21 – o que deve pressionar estes múltiplos ainda mais, caso os preços continuem estáveis, ou os resultados sejam superiores ao 3T21, ou seja, os múltiplos implícitos serão ainda mais comprimidos.



A nossa investida Kepler Weber, mencionada há pouco, abriu a temporada – e em grande estilo. O lucro líquido ajustado (R\$ 121,4 milhões) representou um novo recorde trimestral para a empresa, que já acumula no ano lucro de R\$ 279 milhões (no ano passado em 12 meses o lucro foi de R\$ 160 milhões). Se os resultados do 4T22 vierem em linha com os do 3T22, o resultado líquido do ano poderá chegar a R\$ 400 milhões, levando a um P/L de 5,75x (considera-se o valor de mercado atual em R\$ 2,3 bilhões).

A estratégia de focar no mercado *premium* tem se mostrado cada vez mais assertiva, resultando em margens maiores e maior recorrência nas vendas de peças e serviços. A precificação nos últimos meses tem sido acima do aumento de custos. Com cerca de 40% de *market share* e *top of mind* entre os produtores, marca *premium*, a KW pode se dar ao luxo de entregar um pouco da fatia de mercado, se isso se traduzir em margens melhores (como tem sido). Se precisarem retomar *share*, podem fazer com certa facilidade, pois ao comprar aço diretamente das usinas (Usiminas e Arcelor Mittal em destaque) conseguem uma folga de alguns meses até ter de repassar custos. Já os competidores compram de distribuidores (o que reduz as margens), com preços maiores e repassando imediatamente reajustes das usinas. Além disso, não possuem fôlego financeiro para construir estoques de aços, antecipando aumento de preços, uma grande vantagem para a KW, compra aço em melhores condições, e captura o ganho do aumento de preços do aço que os concorrentes repassam e os preços se alinham aos custos.

A implementação do *lean manufacturing* em 2014 tem sido fundamental para a eficiência operacional. **Hoje a KW chega a realizar mais de 238 obras de forma simultânea em 16 estados diferentes, com índices de atrasos insignificantes** – pontualidade é fundamental para o produtor: um silo atrasado bate direto na rentabilidade. É a única em armazenagem com presença nacional e capacidade de cobrir 90% dos projetos cotados no Brasil. Fica fácil entender o porquê de ganharem um determinado projeto – ou até mesmo de poderem escolher qual projeto aceitar, privilegiando projetos com maiores margens.

A carteira de pedidos está completa até o fim deste ano e a estruturação da carteira do 1º semestre do próximo já começou. Lembremos que os recursos do PCA para a safra 22/23 (R\$ 5,3 bilhões) estão demorando a serem liberados. Não é um problema de demanda, mas de liberação do crédito por parte de Banco do Brasil e Caixa (que distribuem os recursos do Plano Safra); com isso, há uma grande fila à espera de financiamento. Hoje, a KW continua

capturando projetos com rentabilidade em patamares bem saudáveis e que deixam a empresa cada vez mais preparada para um cenário mais desafiador. Já estamos curiosos quanto aos resultados do 4T22 e acreditamos que 2023 possa ser mais um ano próspero para a companhia, com bons dividendos no radar. Os preços de grãos em bom patamar, queda nos preços dos fertilizantes e uma nova safra recorde para o ano que vem, ou 40 milhões de aumento na produção de grãos sinaliza uma boa demanda para silos, armazéns e produtos relacionados.

Além do mais, a companhia anunciou recentemente que deu início ao processo de migração para o segmento de Novo Mercado da B3, o que tende a trazer mais liquidez para o papel (as negociações diárias já superam R\$ 30 milhões) e visibilidade no radar de grandes fundos e investidores estrangeiros. O aumento na liquidez aumenta o peso nos diferentes índices que já possuem KW em sua composição, além dos ETFs, fato que causa ainda maior demanda pelas ações, num círculo virtuoso. Maior liquidez, maior o peso, e assim por diante. Antes de finalizar sobre a Kepler, não podemos deixar de comentar sobre mais uma de tantas conquistas da Trígono – que, com as recentes vendas de um grande fundo, se tornou, em setembro, **o principal acionista da KW, com 17,8% do capital total, conforme reportado pela empresa.** Para nós, é um feito e tanto ser o maior investidor de uma companhia quase centenária e de grande importância no agro brasileiro, e acreditamos, ainda terá muitas coisas positivas para mostrar, em rota de crescimento e em breve no Novo Mercado, estando hoje no nível tradicional, ou três níveis abaixo do Novo Mercado.

Enquanto aguardamos os números das outras empresas referentes ao 3T22, gostaríamos de reforçar alguns acontecimentos recentes.

Finalmente foi anunciada a tão esperada aprovação pelo CADE da compra da MWM pela Tupy – que está agora a apenas um pequeno detalhe burocrático do final do processo. Isso será mais divisor de águas para a empresa nos próximos anos, já iniciado com a compra da Teksid (atual Tupy MG) em outubro do ano passado. Os resultados do 3T22 trarão pela primeira vez 12 meses da Tupy MG. Com a aquisição da MWM, o grupo Tupy terá papel fundamental no processo de descarbonização do agronegócio brasileiro, e deverá se tornar um grande player em grupo geradores, objetivando tornar-se líder de mercado. Além disso, terá um relacionamento mais amplo com os principais clientes, principalmente em oportunidades de usinagem. A DAF, por exemplo, atualmente compra os blocos da Tupy e os leva para usinagem na Holanda. Eis aí uma avenida de oportunidades a explorar. Para concluir nossos comentários sobre a Tupy, com grande satisfação destacamos que a empresa obteve da agência Morningstar Sustainalytics, referência global em pesquisa ambientais, sociais e de governança corporativa, a elevação do rating de ESG de “Risco Médio” para “Risco Baixo”. O índice (quanto menor, melhor), de 17,8 supera por exemplo o índice da WEG com 23,4 (“Risco Médio”), considerado uma referência no Brasil. A nível do universo global da Morningstar que avalia 14.915 empresas e 210 do setor automotivo, a Tupy está classificada em 2.625 (entre as 17,6% mais bem avaliadas), e 22,9%, respectivamente. Outros exemplos, a Suzano possui rating 18,2, e Ambipar, empresa dedicada a serviços ambientais com 19,5, e Natura uma referência em sustentabilidade com 23,5, portanto, três referências em ESG com ratings piores que a Tupy. A Tesla, outra referência, possui rating 28,6, muito aquém da Tupy, VW 26,1, Caterpillar 34,2 e Ford Motor com 21,8 e Toyota Motor com 28,9 apenas para citar alguns nomes e destacar a qualidade importância do rating da Tupy, o que a torna candidata a fundos ESG. A Apple, uma referência em ESG, possui um rating ligeiramente melhor que a Tupy, com 16,7, mas atua numa indústria por natureza muito mais limpa e avaliada com lupa pelo mercado.

### **Parabéns à Tupy, aos colaboradores, executivos e conselheiros.**

Outro fato importante a favorecer a Tupy e outras empresas relacionadas de nosso portfólio (Metal Leve, Schulz e Riosulense) é a constante queda dos preços da sucata e do ferro gusa – reflexo da queda de preço do minério de ferro, que voltou à casa dos US\$ 85/t (estava em mais de US\$ 200/t). Esse movimento para baixo deve levar a custos menores – logo, a melhores margens – para essas empresas nos próximos trimestres. O Brasil vem se tornando um dos principais centros do mundo ocidental para produtos fundidos de ferro – de grande importância para o setor de bens de capital e para a indústria automobilística pesada. O minério de ferro é uma referência ao preço do ferro gusa, e este à sucata, pelo efeito substituição.

Setembro foi mês de nova recuperação da produção de veículos no Brasil: os leves avançaram 18,8% em relação a setembro de 2021, e os caminhões avançaram 8,3% sobre um ano antes, voltando a produzir quase 15 mil unidades. Até agosto, as vendas de autopeças a montadoras subiram 35,7% no ano, com destaque também para o *aftermarket* – que avançou 12%.

O otimismo é grande em toda a indústria: nos oito primeiros meses do ano as vendas de máquinas agrícolas tiveram alta de 23,6%, o que fez esgotar os recursos do BNDES para o Moderfrota ainda em agosto. Impressiona o apetite do agronegócio por novas máquinas agrícolas: nem a alta de preços em 2,5x em alguns casos esfriou o ritmo. A Vamos (do Grupo Simpar) tem percebido a forte demanda nesse setor e anunciou a abertura de 7 concessionárias de máquinas agrícolas das marcas Valtra e FENDT.

Por fim, seguimos otimistas para mais uma temporada de balanços que se inicia e conclui na primeira quinzena de novembro, já na reta final do ano. Esperamos que nossas principais empresas investidas possam ser avaliadas e valorizadas pelo mercado de forma racional, refletindo os resultados positivos a cada trimestre e o valor que estão gerando para os acionistas. Na próxima resenha traremos, com detalhes, os resultados que serão divulgados neste mês e os compararemos com os resultados do 3T21, para mostrar a evolução das investidas de forma mais concreta, além de comentários das principais posições.

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

Mesmo com todas as incertezas eleitorais e risco de recessão ao redor do mundo, a bolsa brasileira teve bom desempenho em outubro – e o Flagship 60 acompanhou, com alta de 6,5%. Apesar de ter ficado pouco atrás do *benchmark* SMLL (+7,3%), se analisarmos o acumulado de 2022, o Flagship 60 teve alta de 9,8%, ante queda de 1,4% do SMLL – o que representa um alfa (retorno acima do índice de referência) de 11,1%.

Quanto mais longa a janela analisada, maior a diferença em relação ao referencial (vide tabela abaixo). Isso resulta da nossa estratégia: foco em poucas empresas que geram bons resultados independentemente do cenário brasileiro – seja por ter receitas dolarizadas ou por habilidade da gestão, ou nichos em que atua, um fator que damos muita importância. Nichos geralmente contam com barreiras de entradas e empresas capacitadas e impor ou praticar preços que garantem adequados retornos ao capital investido e geração de valor ao acionista.

Fundo	out-22	2022	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
<b>FLAGSHIP 30</b>	<b>5,12%</b>	<b>8,30%</b>	<b>7,21%</b>	<b>87,83%</b>	<b>123,62%</b>	<b>243,41%</b>	<b>239,94%</b>
<b>SMLL</b>	<b>7,30%</b>	<b>-1,35%</b>	<b>0,06%</b>	<b>3,68%</b>	<b>-2,72%</b>	<b>39,01%</b>	<b>33,16%</b>

Fundo	out-22	2022	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
<b>FLAGSHIP 60</b>	<b>6,48%</b>	<b>9,76%</b>	<b>8,67%</b>	<b>92,51%</b>	<b>120,69%</b>	<b>238,92%</b>	<b>235,50%</b>
<b>SMLL</b>	<b>7,30%</b>	<b>-1,35%</b>	<b>0,06%</b>	<b>3,68%</b>	<b>-2,72%</b>	<b>39,01%</b>	<b>33,16%</b>

Para o bom desempenho de outubro contribuíram, mais uma vez, Indústria (4,8%) e Agronegócio (3,1%). Na contramão vieram ligeiras oscilações negativas de Comércio (-0,2%) e Tecnologia (-0,1%). Nota-se que o desempenho foi inferior às principais valorizações subtraídas pelas duas contribuições negativas. Isso pode ser explicado pelo fato de o Flagship ter alcançado a linha d'água, atingida em jun/21, e represado a taxa de performance. Ultrapassada essa barreira, caso o fundo continue a se valorizar, a variação da cota será normalizada, já tendo absorvido a taxa de performance represada e que acaba por consumir parte da valorização das ações. Na realidade, há apenas um diferimento da taxa de performance, sem prejuízo aos investidores, pois de qualquer forma, ela é incorporada no cálculo da cota.

A volatilidade anual do fundo ficou em 24,2%, menor que a do SMLL (27,9%), mesmo com o fundo concentrado em 6 empresas (que representam 81% da carteira). Isso demonstra elevada convicção nas teses investidas e uma boa expectativa para a temporada de balanços que se abre. Esta é uma característica da Trígono, convicção e concentração nas empresas que acreditamos oferecem a melhor relação de risco e retorno, além da liquidez adequada ao tamanho do fundos e das posições de cada empresa nos fundos.

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

O Delphos apresentou em outubro valorização de 9,0%, bem acima do referencial IDIV (4,0%), ou seja, 5% de alfa em um único mês. O forte desempenho no mês passado foi puxado também por Indústria (4,7%) e Agronegócio (4,5%). A contribuição negativa veio de Serviços Financeiros (-0,12%), devido às incertezas no cenário eleitoral que afetaram as ações do Banco do Brasil (a mais nova integrante do TOP 10 da Trígono e que foi apresentada na *live* do último dia 26); e Consumo (-0,06%).

No acumulado do ano, o Delphos já apresenta 3,6% de vantagem sobre o IDIV, ao atingir 17,2% de valorização (contra 13,6% do referencial). Essa vantagem significa muito para nós: ela marca uma grande virada do fundo em relação ao *benchmark* no ano, pois, no final de abril, o Delphos chegou a ficar 15 pontos percentuais atrás. Isso demonstra a qualidade das empresas investidas, que mais cedo ou mais tarde o preço de mercado caminha para o valor e segue a racionalidade, ainda que em alguns momentos existem distorções, que buscamos arbitrar, e o reconhecimento do bons resultados pelo mercado. Esperamos que este reflita os bons números de nossas investidas de forma mais acentuada após esta safra de resultados.

Lembremos que o Delphos possui elevada concentração em empresas boas pagadoras de dividendos, seis delas representam 81% do fundo, mesmo racional explicado no Flagship. Além disso, 85% da exposição do fundo está concentrada em Micro e Small Caps, universo muito pouco capturado pelo referencial IDIV – quase 80% concentrado em Serviços Financeiros e Concessionárias de Serviços Públicos (notadamente o setor elétrico) de grandes empresas. Por fim, a volatilidade do Delphos foi de 22,08%, contra 18,04% do IDIV (reflexo da alta concentração e baixa correlação com o *benchmark*).

Fundo	out-22	2022	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
<b>DELPHOS</b>	<b>9,00%</b>	<b>17,20%</b>	<b>16,99%</b>	<b>117,08%</b>	<b>171,51%</b>	<b>226,44%</b>	<b>198,78%</b>
<b>IDIV</b>	<b>4,03%</b>	<b>13,61%</b>	<b>16,46%</b>	<b>32,51%</b>	<b>18,49%</b>	<b>64,97%</b>	<b>62,62%</b>

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

O Verbier apresentou valorização em outubro de 7,1%, acima dos 5,4% entregues pelo IBOV. No acumulado do ano, há um virtual empate: 10,5% do fundo, 10,7% do referencial. Os destaques positivos no mês foram, mais uma vez, Indústria (5,4%) e Agronegócio (3,6%), e a principal contribuição negativa veio do Comércio (-0,4%).

Desde o início do fundo (julho/2018), o Verbier exibiu valorização de 197,5% contra 48,5% do Ibovespa (gerando um alfa de 149% no período). Aliás, o Verbier vem batendo o IBOV há 4 anos consecutivos e acreditamos caminha para emplacar o quinto. Tal desempenho no longo prazo reflete nosso agnosticismo quanto ao *benchmark* – ou seja: buscamos as melhores oportunidades do mercado, independentemente da composição dos índices. Hoje, nossa sobreposição ao IBOV é quase nula, o que oferece ao cotista uma grande oportunidade de diversificação frente ao principal índice do mercado, concentrado em Petrobras, Vale e setor financeiro (o que significa alta exposição a *commodities* e ao financeiro concentrado nos grandes bancos, um setor de baixo crescimento e acirrada competição).

Fundo	out-22	2022	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
<b>VERBIER</b>	<b>7,14%</b>	<b>10,49%</b>	<b>4,58%</b>	<b>99,96%</b>	<b>128,83%</b>	<b>189,95%</b>	<b>197,50%</b>
<b>IBOVESPA</b>	<b>5,45%</b>	<b>10,70%</b>	<b>12,11%</b>	<b>23,51%</b>	<b>8,22%</b>	<b>32,73%</b>	<b>48,52%</b>

O nível recorde de endividamento da população e as elevadas taxas de juros preocupam: são dois fatores que impactam a qualidade de crédito das carteiras e reduzem o apetite de capacidade de tomar crédito, tanto por parte de pessoas físicas como jurídicas. Portanto, os bancos terão um grande desafio para melhorar seu desempenho neste ambiente econômico e talvez ainda mais complicado no próximo ano.

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

Mesmo com uma alocação 70/30 (70% em renda variável, 30% em renda fixa – majoritariamente em títulos do Tesouro), o 70 Prev finalizou outubro com valorização de 8,0%, acima do CDI (1,02%) e dos principais índices de renda variável (IBOV, SMLL e IDIV). O 70/30 nos permite constante ajuste na carteira, vendendo ações quando sobem e comprando quando

caem – e isso sem praticar o *market timing*, ou seja, tentar adivinhar a direção que o mercado tomará, mantendo sempre uma exposição próxima a 70% em renda variável.

No acumulado em 2022 o fundo tem se mostrado muito resiliente, com valorização de 19,4%, enquanto o CDI entregou 10% – desempenho que representa 194% do CDI. Desde seu início (set/2019), o Trígono 70 Prev produziu um retorno equivalente a 386% do CDI (ou 77,35% de retorno nominal) contra 20,04% do CDI. E isso num momento bastante desafiador, ambiente de pandemia, juros em alta no Brasil e no exterior, cautela de investidores em cenário pré-eleitoral e baixa disposição para alocação em renda variável pelos investidores institucionais. São mares bastante turbulentos, mas quem navega com a Trígono vem aproveitando ventos fortes a favor, como as diferentes janelas de rentabilidade demonstram.

Fundo	out-22	2022	12M	24M	36M	INÍCIO
<b>70 PREV</b>	<b>7,98%</b>	<b>19,41%</b>	<b>19,42%</b>	<b>58,17%</b>	<b>74,36%</b>	<b>77,35%</b>
<b>CDI</b>	<b>1,02%</b>	<b>10,02%</b>	<b>11,52%</b>	<b>15,25%</b>	<b>18,95%</b>	<b>20,04%</b>

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

Diferente do 70 Prev (nosso outro produto previdenciário), o Icatu 100 é 100% alocado em renda variável (ações), o que o sujeita a diferentes quesitos regulatórios determinados pela SUSEP. Em outubro, o Icatu 100 valorizou 6,7%, acima dos 5,4% do IBOV. Analisando janelas mais longas: em 12 meses, o fundo entregou 18,9% de valorização e, em 24 meses, 89,6%. Nesses mesmos períodos, o referencial IBOV apresentou valorização de 12,1% e 23,5% respectivamente.

Também aqui o desempenho positivo veio de Indústria (4%) e Agronegócio (2,5%). O desempenho negativo veio de Serviços Financeiros (-0,6%), Tecnologia e Consumo (ambos com -0,4%). Nenhum desses resultados negativos impediu a boa performance em outubro. Nos últimos 12 meses a volatilidade do Icatu 100 (22,72%) foi ligeiramente maior que a do IBOV (20,38%). Oito papéis representam 83% da composição da carteira. A exemplo do PREV70, o fundo apresenta excelente desempenho em todas as janelas de comparação e retorno 473% superior ao IBOV desde o seu início (14/julho/2020).

Fundo	out-22	2022	12M	24M	INÍCIO
<b>ICATU 100 PREV</b>	<b>6,71%</b>	<b>14,48%</b>	<b>18,92%</b>	<b>89,55%</b>	<b>88,97%</b>
<b>IBOVESPA</b>	<b>5,45%</b>	<b>10,70%</b>	<b>12,11%</b>	<b>23,51%</b>	<b>15,53%</b>

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

Em outubro, o fundo apresentou desempenho muito positivo, de 8,0%, contra 6,6% do IEE. Isto reflete a boa performance de três setores: Óleo e Gás (4,2%); Concessão e Energia (2,4%); e Químico (2,2%). Pesou do lado negativo o Agronegócio (-0,2%). No acumulado de 2022, o Power & Yield (com alta de 3,7%) ainda está atrás do *benchmark* (9,6%). A tarefa do Power é desafiadora, fato que nos motiva ainda mais, pois o IEE talvez seja um dos melhores índices da B3 composto pelas 18 maiores e mais líquidas empresas do setor elétrico, quase que igualmente distribuídas em aproximadamente 5,5%. E neste ano, a liquidez tem sido um dos fatores determinantes para trazer fluxo de investidores.

Não obstante, o desempenho do Power & Yield desde seu início (5/fev/2021) é muito superior ao IEE, como podemos observar abaixo.

Fundo	out-22	2022	12M	INÍCIO
<b>POWER</b>	<b>7,96%</b>	<b>3,66%</b>	<b>7,54%</b>	<b>26,09%</b>
<b>IEE</b>	<b>6,60%</b>	<b>9,65%</b>	<b>12,50%</b>	<b>1,57%</b>

Analisando janelas mais amplas, quando recorremos ao desempenho desde seu início, o Trígono Power & Yield apresenta retorno positivo de 26,09%, contra apenas 1,57% do IEE. Em um pouco mais de 1 ano e meio, o fundo já apresenta alfa de 24,5%. Quanto à volatilidade de 18,95%, está um pouco acima dos 17,83% do IEE.

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

Nosso caçula, com pouco mais de um ano (1º/set/2021), se considerados apenas os fundos de renda variável (exclui o nosso ETF TRIG11, iniciado em 12/nov/2021), apresentou mais um mês positivo, com alta de 5,1% – pouco menor que o SMLL, com retorno de 7,3%. Contribuíram para o resultado Agronegócio e Logística (altas de 2,8% e 1,8%, respectivamente). As contribuições negativas vieram de Mineração e Metalurgia (-0,3%) e Tecnologia (-0,1%).

Apesar de ter ficado atrás do SMLL em outubro, temos percebido, nos últimos meses, um descolamento a favor do Horizon em relação a seu *benchmark* – descolamento este que fica mais nítido quando se passa pelas temporadas de divulgação de balanço. Desde seu início, o Horizon já abre um alfa de 10 pontos percentuais em relação ao SMLL, com desvalorização de 8%, ante queda de 18% do benchmark. Em 12 meses, no entanto, o Horizon exibe ganho de 7%; o do SMLL foi praticamente nulo.

Fundo	out-22	2022	12M	INÍCIO
<b>HORIZON</b>	<b>5,06%</b>	<b>3,17%</b>	<b>6,97%</b>	<b>-8,00%</b>
<b>SMLL</b>	<b>7,30%</b>	<b>-1,35%</b>	<b>0,06%</b>	<b>-18,00%</b>

Apesar de 100% alocado em micro caps (empresas de valor de mercado inferior a R\$ 3 bilhões), muitas delas esquecidas pelo mercado, as empresas investidas atendem alguns dos princípios básicos dos outros fundos da Trígono: nichos bem definidos, exposição ao dólar, bem geridas, aderente às melhores práticas ESG, boas pagadoras de dividendos e descontadas através da metodologia do EVA.

Neste mês em que completamos cinco anos de atividades, agradecemos a confiança de nossos investidores e apoio de todos nossos parceiros que levam nossos fundos aos nossos estimados investidores. A celebração é com todos vocês, e especialmente em outubro, brindemos a mais um mês de ótimos resultados. Muito obrigado.

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



# TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

---

[www.trigonocapital.com](http://www.trigonocapital.com)

AV. DR. CHUCRI ZAIDAN, 1550 - 22º ANDAR - CONJ. 2206/2207  
CHÁCARA SANTO ANTÔNIO - SÃO PAULO - SP CEP 04583-110