

RESENHA MENSAL

O Valor se encontra Onde Menos se Procura

OUTUBRO 2023



TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO



O Valor se Encontra Onde Menos se Procura

Encontrar ativos de valor pelo menor preço e pelo maior potencial de retorno – e, se possível, com grande liquidez. Eis aí, com o mínimo possível de palavras, o tema em torno do qual variam investidores e gestores de investimentos, assessores e consultorias. E trazemos conosco – nós, que nos enquadrámos em alguma dessas categorias – o mantra que as academias entoam: maior o risco, maior o retorno. É o “não existe almoço grátis”, em um *nutshell*.

Lembra de certa forma um diálogo da versão cinematográfica de 2002 de “O Conde de Monte Cristo”. O abade Faria e Edmond Dantes estão presos no Chateau D’If (fortaleza tornada prisão, construída no século 16 em Marselha, costa sul da França), e estão cavando um túnel para fugir – e Faria ensina a Dantes “A Riqueza das Nações”, de Adam Smith:

Dantes: “A economia é a ciência que lida com a produção, distribuição e consumo de mercadorias.”

Faria: Tradução?

Dantes: Cave primeiro, ganhe depois.

Edmond Dantes nesta versão é vivido pelo ator Jim Caviezel – protagonista do recém-lançado – e polêmico – “O Som da Liberdade”.

*

Muitos escolhem restaurantes e vinhos pelos preços: a base desse critério é que, se é caro, é bom – ou, floreando um pouco, o maior preço significaria que o item teria mais qualidade ou proporcionaria mais satisfação. Se perguntassem para mim diria que muito dinheiro vai desperdiçado nessas compras. Aqui, lembro de outro diálogo cinematográfico (desculpe, caro leitor), este do filme “Jurassic Park” (1993): um pai e dois filhos estão em um carro e o garoto assusta a irmã com um brinquedo (uma espécie de binóculo):

Pai: Onde você encontrou isso?

Menino: Numa caixa, embaixo do meu banco.

Pai: É pesado?

Menino: É.

Pai: Então é caro. Coloque onde achou.

Para quem o dinheiro está sobrando, claro, preços pouco importam. Para os nossos investidores, no entanto, imagino que preços importem – e muito.

Mas, voltando ao risco: ainda que, quanto mais dele se tomar, maior seja o retorno, nada (nada mesmo!) garante que haverá retorno. Na maior parte das vezes, aliás, o que há é perdas (e perdas assustadoras). E, com esse, outros mitos acabam surgindo na esteira: por exemplo, o de que baixo risco se traduz em baixo retorno. E que volatilidade significa maior risco – portanto, quanto mais volátil um ativo, mais arriscado – e, logo, maior o retorno que proporciona.

Em renda variável, uma coisa a se aprender é que nenhum desses lugares-comuns está gravado na pedra, nada disso é lei imutável da natureza. Os nossos leitores mais assíduos devem se lembrar de [duas Resenhas](#) em que discutimos por que empresas de menor capitalização (ou *small caps*) superam em desempenho na bolsa grandes empresas, e contamos nossa trajetória de uma pequena gestora e as premiações e os resultados obtidos.

Com resultados tão superiores, nossos fundos poderiam ser considerados de alto risco?

Muitos alegam que as empresas investidas têm baixa liquidez. Certamente quem faz tais alegações desconhece a Trígono, nossos controles de liquidez e a capacidade de nossos fundos. A classificadora de risco Moody's – que, esta sim, nos conhece – nos atribuiu *rating* de qualidade de gestão MQ2 (equivalente a AA). A BB Asset – que também nos conhece, e muito bem – nos selecionou em primeiro lugar como parceira para distribuição e investimentos em nossos fundos.

O que a Trígono faz é justamente arbitrar as ineficiências do mercado. Nossas carteiras focam na classe de ações com maior retorno no longo prazo, as *small caps*, associando o fator que explica o maior retorno total (dividendos) e mitigando os riscos associados à ESG e à exposição ao dólar, mãe ou pai, como queiram, de todos os *hedges*. Tudo isso feito com metodologia proprietária que qualifica e quantifica esses três elementos – que incluímos, então, em nosso processo de avaliação das investidas e de seu potencial de valorização.

*

Passado agosto – que na Trígono não, não foi o proverbial mês de desgosto (muito pelo contrário) –, tivemos um setembro em que todos os nossos fundos de renda variável e previdência superaram seus *benchmarks* (índices referenciais). Investidores que adicionaram nossos fundos a seus portfólios uma vez mais colheram bons resultados e reduziram os riscos de suas carteiras pela baixa correlação com o mercado. E geraram alfa.

Nas **Resenhas**, lives, podcasts, apresentações – enfim, sempre que nos dirigimos aos investidores de nossos fundos e ao mercado em geral, explicamos nossos diferenciais, o que fazemos, o tripé EVA, ESG e dividendos (a base do nosso processo de investimentos), por que escolhemos *small caps* como principais investidas e por que a liquidez (criteriosamente administrada em nossos fundos) joga a nosso favor.

Nesta resenha que o leitor ora acompanha, vamos apresentar o estudo “Liquidez como estilo de investimento”, do professor [Roger G. Ibbotson](#), da Yale School of Management. O [trabalho](#) (aqui, no inglês original), publicado no “Financial Analysts Journal”, rendeu a ele e a três colegas pesquisadores o prêmio anual Graham and Dodd, do CFA Institute, que homenageia a excelência em pesquisa e a redação financeira.

O artigo conclui que “a liquidez é um indicador importante dos retornos a longo prazo”, de acordo com o CFA Institute. Os autores sugerem incluir liquidez entre os fatores (ou estilos) de investimento, concluindo que “os retornos sobre a liquidez são economicamente significativos e suficientemente diferentes dos de outros estilos”.

Segue abaixo uma tabela com um resumo dos resultados encontrados, que falam por si: em 16 quadrantes, as empresas de menor liquidez e de menor tamanho (capitalização ou valor de mercado) trouxeram os melhores retornos no longo prazo, num mercado considerado como um dos mais eficientes do mundo.

No final desta resenha, traduzimos o resumo do estudo conduzido pelo professor Ibbotson.

Geometric Mean by Size and Liquidity Quartile Portfolios, 1972-2011

		Liquidity			
		Low	Mid-Low	Mid-High	High
Size	Microcap	15,4%	16,2%	9,9%	1,3%
	Small Cap	15,3%	14,1%	11,8%	5,5%
	Midcap	13,6%	13,6%	12,2%	7,9%
	Large cap	11,5%	11,7%	11,2%	8,4%

Fonte: Financial Analysts Journal, vol 69, no3 (May/June 2013) p.30-44

Nosso analista Yuhzô Breyer, associado e membro mais antigo da Trígono, pesquisou para seu TCC os fatores de retorno no longo prazo em investimentos na B3.

*

As discussões sobre o foco do tempo dos investidores na análise de ativos são bastante interessantes e variadas, e há uma rica literatura acadêmica sobre o tema.

Onde devo focar meu tempo como investidor?

1 - *Asset allocation*. Devo investir em ações brasileiras, renda fixa brasileira, FIIs, ações americanas ou outros ativos exóticos, como criptomoedas?

2- *Securities Picking*. Devo investir minha parcela de ações brasileiras na FESA4 ou na VALE3? Representantes comparáveis de *small caps* e *large caps* (vide análise de desempenho do fundo Delphos mais à frente). Devo investir minha parcela de fundos de ações brasileiros na Trígono ou em outra gestora? Qual a diversificação ideal?

3 – *Market Timing*. O juro está muito alto, devo investir em *large caps* agora para, depois que o juro cair, rotacionar para *small caps*? Ou já me antecipo à queda da inevitável queda dos juros, a aloco ou invisto em *small caps*, já?

Esses são um apanhado ínfimo dos questionamentos que com toda certeza passam pela cabeça dos investidores, sejam eles grandes gestores de fundos multimercados (que movimentam bilhões de reais), sejam eles pessoas físicas que gerem seu suado patrimônio. Nossa visão é que o foco em *securities selection* (no nosso caso, *stock picking*, ou seleção de empresas) é o mais importante. É o que vamos abordar aqui.

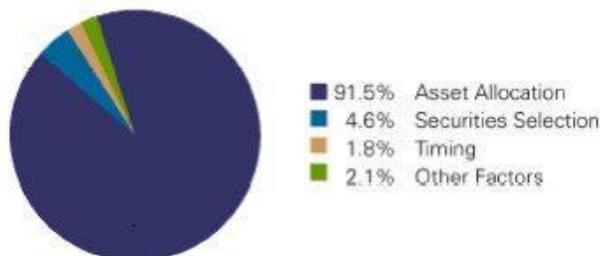
*

Já discutimos em outras **Resenhas**: *market timing* é um jogo complexo e perigoso. Quem ficou esperando o ciclo de cortes começar para alocar na bolsa perdeu a alta do ano que ocorreu

antes da queda da Selic. Após os dois cortes, a bolsa só caiu – principalmente os setores que teoricamente seriam beneficiados pelos cortes.

Vamos à opinião dos acadêmicos:

DETERMINANTS OF PORTFOLIO PERFORMANCE



* Source: Brinson, Hood & Beebower, *Financial Analysts Journal*, 1986 Brinson, Singer & Beebower, *Financial Analysts Journal*, 1991.

Boa parte da academia defende que o *Asset Allocation* é o que deve ocupar a maior parte do tempo do investidor. O que é dizer que, para os acadêmicos, a pessoa física deveria passar menos tempo decidindo se vai comprar MGLU3 ou PRIO3 e passar mais tempo focando em decidir, por exemplo, qual porcentagem da sua carteira irá para renda variável, qual irá para renda fixa.

Muitos defendem uma atitude ainda mais radical: deixar de lado o *stock picking* e comprar ETFs (BOVA11/SMAL11/TRIG11) de uma vez. O motivo? Risco e retorno se equilibram de forma perfeita e sempre estão embutidos nos preços das ações. A base dessa ideia é outro dos mais repetidos mantras que pode haver no reino das finanças: o mercado é eficiente. Outra formulação dessa ideia já enunciamos lá no início da **Resenha**: quanto maior o retorno, maior o risco.

Provar que o mercado é eficiente – ou que não é – é complexo, porque o contraexemplo sempre pode ser classificado como “sorte”. Dentro do modelo de mercado eficiente, sempre haverá investidores que se destacam positiva e negativamente, ao acaso (lembrem o livro “Andar do Bêbado” diversas vezes citado em nossas **Resenhas**?). Por isso, é importante saber o que se vai eleger para discussão – se vamos, por exemplo, discutir o desempenho superior das empresas de dividendos ou fórmulas prontas de investimentos, que podem ser testadas historicamente (*backtesting*), como a fórmula de Graham ou a “Magic Formula” de Joel Greenblatt. Se tais métodos de investimento apresentam resultados consistentemente acima do mercado, podemos considerar que o mercado não é eficiente – e, logo, que vale a pena gastar tempo com o *stock picking*. Citar Buffett não vale como contraexemplo para a hipótese do mercado eficiente. Buffet gere uma holding de investimentos e não fundo e não tem que lidar com o mau humor de investidores que querem seu dinheiro de volta quando a bolsa cai. Que vendam as ações da Berkshire, o sonho de todo gestor.

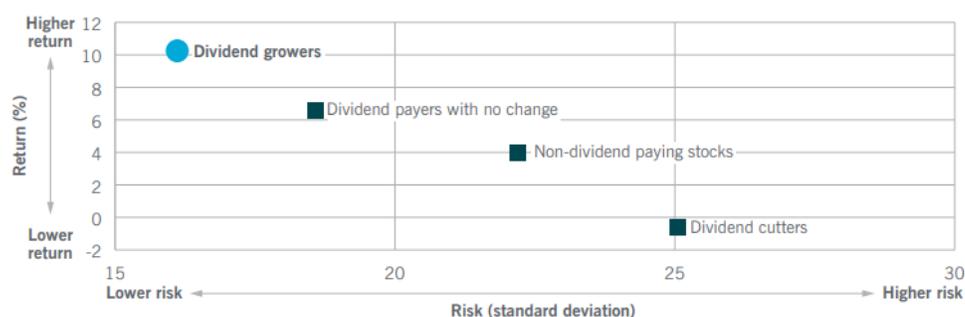
O TCC de Breyer analisou onde o mercado financeiro é ineficiente e mostrou que a “Magic Formula”, com certas adaptações, de fato funciona no Brasil.

A anomalia (nomenclatura acadêmica para distorção do mercado eficiente) mais bem abordada na literatura é a dos dividendos. Em nosso livro, “Trigonometria dos Investimentos”, e em **Resenhas** anteriores, em lives e em apresentações no mercado, discutimos a importância dos dividendos e do desempenho superior que ações pagadoras de dividendos apresentam – principalmente aquelas em que os dividendos crescem ao longo do tempo (vide comentário sobre o fundo Delphos). Já de início, cai por terra a hipótese de mercado eficiente (a de risco e retorno em equilíbrio). Mas, na prática, não é isso que ocorre para as pagadoras de dividendos – em particular no Brasil, onde o dividendo/JCP tem vantagem tributária se comparado a outros mercados.

Em seu clássico “Investindo em ações no longo prazo” (no Brasil, publicado pela Bookman, já na 5ª edição), o professor Jeremy J. Siegel demonstra por que e como os dividendos são a mola mestra de investimentos a longo prazo em bolsa de valores. Vale para os Estados Unidos e para qualquer outro mercado – e valeu para qualquer ponto no tempo nos últimos 200 anos.

Figure 1: Dividend growth stocks have outperformed with less risk

Risk vs return, annualized, 1973 – 2022



Data source: Ned Davis Research, Inc. and Refinitiv, 31 Jan 1973 – 31 Dec 2022. Further distribution prohibited without prior permission. Copyright 2023 © Ned Davis Research, Inc. All rights reserved. Performance data shown represents past performance and does not predict or guarantee future results. Performance represents the historical risk/return performance of S&P 500 stocks grouped by dividend policies. For more information, see the Dividend Policy Description on the last page.

Pois bem: respondida à questão do mercado eficiente (ou seja, tendo sido provado que, de fato, é possível gerar alfa), fica a questão da importância do *securities picking* (no nosso caso, *stock picking*) vs. *asset allocation*. Será o *stock picking* tão importante assim? Qual a capacidade de fato de um investidor gerar alfa?

Para responder a essa pergunta, fomos à “Magic Formula” de Joel Greenblatt – levada a público, segundo o “The Wall Street Journal”, em um “livrinho” que “é um dos melhores e mais claros guias para investir em valor”. Eu, Werner, li em 2007, curiosamente na ida a Pasadena-CA quando do meu desligamento da Western Asset e queriam conhecer os motivos, já iniciando minha carreira como gestor de renda variável focado em *small caps*.

A fórmula consiste em ranquear as empresas da bolsa por EV/EBIT, do menor para o maior, e atribuir classificações de 1 em diante. Depois disso, criar outro *ranking* baseado em ROIC (tema de nossa [Resenha de setembro](#)), atribuindo para a empresa de maior ROIC a classificação 1 e seguir dessa forma.

Feito isso, o que se faz é somar os *rankings* de cada empresa em ROIC e EV/EBIT e criar uma terceira classificação – a soma dos dois *rankings*. As empresas com menor soma são as mais bem classificadas no *ranking final*.

Teoricamente, as empresas mais bem classificadas se equilibram entre serem boas (ROIC alto) e de valor, ou, como queiram, baratas (EV/EBIT baixo). Ótimas candidatas à compra, portanto – ou seja: atendem ao critério de rentabilizar ativos de uma empresa com o que se denomina valor (múltiplos baixos os descontados em relação ao mercado).

Com a prática, percebemos que muitas das empresas bem ranqueadas trazem em seus balanços eventos não recorrentes que incham o EBIT e o ROIC. Para ajustar essas não recorrências de forma automática, Breyer adota como critério que o lucro bruto teria de ser maior que o lucro operacional (EBIT), de forma que as linhas de despesas gerais e administrativas e de depreciação e amortização não poderiam ter soma positiva – caso da grande maioria das empresas com balanços mais “normais” (excluídos eventos singulares, como ganhos de causas judiciais ou extraordinárias, marcações a mercado não recorrentes, efeitos contábeis não caixa etc.).

Feitos mais alguns ajustes – como ter liquidez mínima –, vamos ao que interessa.

A fórmula foi aplicada a uma carteira, considerando o período de 2016 a 2020, com os *dez tickers* (ações) melhor classificados no ano anterior com pesos iguais (10% para cada ação), portanto bem concentrada como praticamos na Trígono. Assim, a carteira abaixo – de 2016 – é resultado da aplicação da Magic Formula para o ano de 2015. Em 2017, a carteira foi renovada com dados de 2016 – assim como as demais.

Carteira de 2016

	2016
1	BAUH4
2	MGLU3
3	CGAS3
4	CARD3
5	CGAS5
6	SHOW3
7	BRKM3
8	GPIV33
9	BRKM5
10	POSI3

O resultado foi:

Período	Retorno
2016	87,78%
2017	26,13%
2018	109,19%
2019	19,89%
2020	78,01%
Total	957,39%
Sharpe	23,19

O IBOV retornou 182% e o SMLL 246% no mesmo período. Será que esse retorno incremental, a partir do uso de uma fórmula simples, de conhecimento público e de fácil implementação, já convence o leitor de que o *securities picking* é o mais importante? E de forma tão simples?

Chama a atenção que, em todos os anos, boa parte das ações da carteira da Magic Formula são *small/microcaps* (coincidência?). Na Trígono, acreditamos que esse nicho dentro do mercado de ações possui uma grande assimetria. A literatura acadêmica para verificar as pesquisas

sobre o prêmio de liquidez no mercado de ações brasileiro (quanto retorno entregam as ações menos líquidas) contém artigos curiosos. É possível encontrar quem diga (por exemplo: Correia, Amaral e Bressan [2008]; Perobelli, Famá e Sacramento [2016] e Jun, Marathe e Shawky [2003]) que o prêmio de liquidez no mercado brasileiro não existe ou é negativo – o que simplesmente contraria toda a filosofia da Trígono e, mais ainda, toda a experiência de boa parte dos investidores de mais longa data do mercado.

Esses autores, no entanto, não levam em consideração um fator muito importante: muitas empresas listadas em bolsa, ao atravessarem uma espiral de fatores negativos, vão perdendo liquidez, valor de mercado e viram *micro/small caps*. Quantas gigantes do varejo, do mercado imobiliário, da educação ou mesmo petroleiras como a OGX não viraram os famosos “micos” ou pó? Muitos desses “micos” contaminam a base das *micro/small caps* e, ao se fazer uma análise do retorno do grupo de forma consolidada, o resultado é prejudicado. Para se ter uma avaliação correta do fenômeno, é preciso limpar a base de empresas com patrimônio líquido negativo e prejuízos recorrentes, seja qual for o tamanho da liquidez.

Breyer agora divide a base limpa (sem “micos”) de empresas da bolsa em três grupos, com igual quantidade de *tickers*, e para cada um é construída uma carteira baseada no volume negociado do ano anterior para classificação, de pesos iguais. O primeiro grupo tem as ações de maior liquidez, o segundo as de liquidez intermediária e o terceiro as de menor liquidez. Para cada ano foi refeita a divisão e a avaliação de cada um dos três grupos, ano a ano, em uma carteira de pesos iguais para cada *ticker*.

O resultado foi:

	Liquidez Maior	Liquidez Intermediária	Liquidez Menor
Período	Retorno	Retorno	Retorno
2016	34,59%	59,53%	51,21%
2017	12,58%	10,50%	35,15%
2018	54,23%	69,78%	89,35%
2019	-0,13%	4,20%	35,33%
2020	-14,55%	14,04%	12,80%
Total	99,44%	255,68%	490,66%
Sharpe	1,97	6,87	15,66

O prêmio de liquidez existe e é muito relevante para o mercado brasileiro.

Agora vamos à eficiência de cada um dos mercados, tópico muito interessante. Será que o mercado é menos eficiente – isto é: investidores mais atentos, que avaliam as empresas de forma profunda e calculam adequadamente seu valor, conseguem gerar mais alfa nos mercados menos líquidos?

A resposta intuitiva? Sim. Afinal, investidores profissionais se concentram em mercados mais líquidos, sobrando a assimetria para menos investidores profissionais e para parcela relativamente pequena de pessoas físicas.

Novamente, aplicando a Magic Formula: para cada ano, três carteiras – uma de liquidez maior, uma intermediária e a última de menor, cada uma com 10 ativos (10% cada) – e para cada carteira, e para cada ano, foi rodada a Magic Formula. O resultado foi:

	MF Liquidez Maior	MF Liquidez Intermediária	MF Liquidez Menor
Período	Retorno	Retorno	Retorno
2016	47,16%	76,87%	75,09%
2017	20,46%	14,56%	73,00%
2018	86,32%	74,21%	74,17%
2019	-6,97%	28,27%	20,98%
2020	6,32%	63,28%	65,90%
Total	226,69%	639,30%	958,87%
Sharpe	4,90	20,99	39,51

Como esperado, o retorno da Magic Formula aplicada ao universo de menor liquidez foi melhor. Mas o que isso diz respeito à eficiência de mercado? Resposta: retorno incremental.

	Liquidez Maior	Liquidez Intermediária	Liquidez Menor
Retorno Extra	127,24%	383,62%	468,21%
Volatilidade Extra	9,63%	-2,29%	-5,31%

O grupo das menos líquidas foi o que mais deu retorno incremental (fez a maior diferença), tanto para o retorno quanto para a volatilidade.

De fato, o investidor atento tem mais a ganhar utilizando seus conhecimentos no universo menos líquido. Perceba que o resultado é consistente, sendo o menor benefício sentido nas ações de maior liquidez.

Alguma semelhança com os estudos premiados do professor Ibbotson e equipe?

Que não nos entendam mal: trabalhos acadêmicos são de grande valia para o mundo das finanças. Muitos deles estão na base do funcionamento de muito do que é o mercado hoje. Mas por vezes falta um olhar mais prático em tais trabalhos – e, como diz o provérbio, o diabo mora nos detalhes.

Acadêmicas ou não, muitas pessoas dizem que não existem assimetrias na bolsa. Que o mercado de ações no Brasil perde consistentemente para o CDI. Que *small caps* não servem para investimento de longo prazo, são mais arriscadas e não compensam o risco. Não há limite para os que as pessoas dizem e a criatividade nos motivos para evitarem *small caps*.

O TCC de Breyer, brevemente apresentado na **Resenha**, abordou algumas inconsistências propagadas na academia e no mercado. Na Trígono, focamos tempo e esforços para que o investidor pessoa física não precise gastar sua disposição e seu dia procurando assimetrias e fazemos o que fazemos de forma transparente: o investidor sabe o que fazemos a cada passo, que é exposto, comentado e analisado nas **Resenhas**, lives, entrevistas etc.

A investidores profissionais, consultores, assessores, alocadores e outros operadores do mercado oferecemos uma oportunidade de diversificação cujos resultados no longo prazo (vide tabela de retorno de nossos fundos na seção de desempenho de fundos) falam por si. Também lideramos diversos *rankings* de rentabilidade, conquistamos premiações, temos o *rating* de qualidade de gestão da Moody's MQ2 (equivalente a AA) e somos parceiros da BB Asset – que nos ranqueou em primeiro lugar, não só por desempenho, mas através de uma análise detalhada/detalhista e rigorosa (que podemos afirmar, foi **Além do Óbvio**). Será que o “Andar

do Bêbado” explica? Este bêbado nos parece muito assertivo nos últimos seis anos e nas suas escolhas.

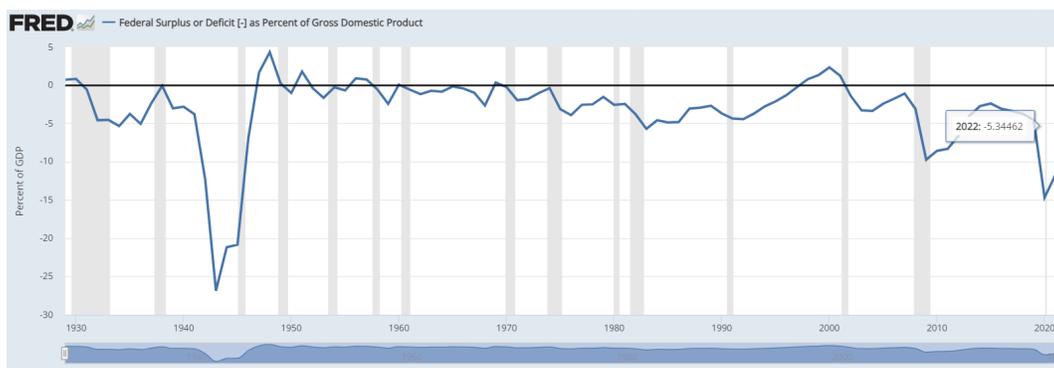
O *stock picking* foi, é e continuará a ser a principal ferramenta para grandes retornos no longo prazo e nas *small caps*. E, na Trígono, conjugamos a arbitragem das ineficiências de mercado nessa classe de ações, com dividendos, observância das melhores práticas de ESG e ferramentas proprietárias para quantificar o valor das empresas selecionadas ou avaliadas. O resultado disso tudo se observa em nossos resultados. A Trígono existe há 6 anos, sempre atraindo talentos, parceiros e, acreditamos, deixando a maior parte de nossos investidores satisfeitos.

Mas não basta. O desafio será sempre fazer mais e melhor.

Muito obrigado.

Conjuntura Internacional

Setembro foi o mês de todos os olhos se voltarem para a taxa de juros nos EUA. Impressiona a semelhança entre situações macro das economias de lá e do Brasil (quem pensaria em algo assim há até pouco tempo?). O orçamento do governo americano roda com déficits altíssimos, com um fator dívida/PIB em 123% do PIB, bem acima de 74,4% do Brasil em agosto. Mas a grande diferença é o custo de carregamento desta dívida. Se lá juros de 5% assustam, imaginem aqui, acima de 12%? A preocupação com o endividamento em bola de neve é real. Para eles, pode ser algo novo. Aqui, já vimos esse filme muitas vezes antes. A bola ganha volume com o déficit primário e com o custo de financiamento desta dívida, ou com sua incorporação à dívida, ou seja, pagando juros sobre juros.



Em 2023, o orçamento dos EUA apresentará déficit de coisa aí de 5,5% do PIB. Com um barulho desses, o Fed ainda tem que manter o olho no alvo: conter e baixar a inflação – que vem baixando e baixando, mas não está nem perto da meta de até 2%. Uma métrica importante é a inflação ao consumidor (CPI), que, no último mês (excluídas comida e energia), baixou (pela primeira vez em anos) dos 4% no acumulado dos 12 meses anteriores. Mesmo assim, está longe dos 2%.

O Fed já deixou claro que os juros podem continuar a subir se isso for o que é preciso para a inflação baixar como desejado. Mas quem pagará esta conta?

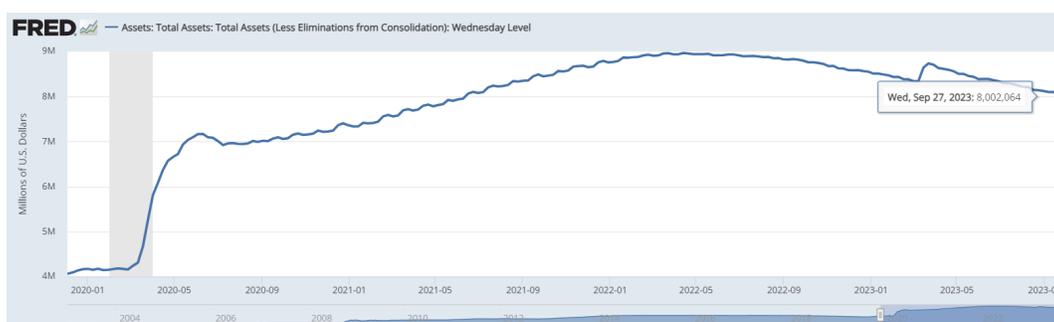
O QT (*quantitative tightening*) foi retomado com força após a pausa forçada pelo *stress* de bancos regionais americanos. O balanço do Fed, de quase US\$ 9 trilhões em ativos na metade

de 2022, foi reduzido para US\$ 8,05 trilhões agora, após a venda de títulos do Tesouro (o que pressiona os juros).

Como existem rumores de que a China também está se desfazendo de títulos do tesouro norte-americano, há, assim, duas forças vendedoras combinadas a pressionar as taxas para cima.

Num movimento um tanto contraintuitivo, a desvalorização dos títulos aumenta os rendimentos destes. Mas causa uma perda na marcação a mercados para quem os tem, e quanto maior o prazo ou o vencimentos dos títulos, maior a perda.

O mesmo se passa aqui: os déficits crescentes, que requerem grandes emissões de dívida, o QT e, principalmente, a desvalorização dos títulos de dívida americanos – com o deslocamento para cima da curva de juro – drenaram um volume gigantesco de liquidez dos mercados. Contribui para a queda da inflação, mas causa a desvalorização generalizada de ativos como ações – que são vendidas em troca de títulos do Tesouro (cujos rendimentos ficam mais atraentes).



O que temos é um cabo de guerra.

O Fed contracionista e o governo federal expansionista, com dívida cada vez maior e serviço da dívida (pagamento de juro) podendo virar uma preocupação extra à frente (essa evolução por lá é mais lenta que no Brasil por exemplo, por conta da dívida pré-fixada). No meio disso, temos o PIB e a geração de emprego, relativamente fortes, e um estoque da dívida cada vez maior.

Guardadas as devidas proporções, vive-se no Brasil situação parecida. Tais semelhanças começaram a levar para o mercado americano comportamentos vistos daqui. Por exemplo: o juro real sobe não só porque o Fed está empenhado contra a inflação, mas porque o mercado reage a um cenário fiscal ruim. Esse juro real alto por não se confiar muito no cenário fiscal bate nas bolsas americanas – que estão, natural e gradualmente, sendo reprecificadas (mesmo com a economia real rodando razoavelmente bem).

O cenário à frente é complexo. Muitos torcem pela “capitulação” do Fed, que poderia “pegar mais leve” no combate à inflação em atenção aos sinais de fraqueza da economia americana. Mas sinais de fraqueza na economia, com política fiscal expansionista rodando a déficits de 5,5%, preocupam bastante – porque o estímulo restante seria puramente monetário, já que não há espaço para estímulo fiscal extra. E agora sabemos que o mercado, senhor da economia e da precificação dos ativos, já tomou do Fed o controle de parte da ponta longa da curva de juro. É bem possível que, se (quando?) o Fed capitular, ao contrário do que esperaria o senso comum, o mercado de ações americano vá viver um momento (bastante) desagradável. E

quem investe no exterior procurando um porto seguro talvez não saiba exatamente qual porto seguro é este porto, pela desvalorização dos títulos do tesouro e pela queda das ações. A possível desvalorização do real é um *hedge* para os investimentos no exterior, embora o retorno destes investimentos não necessariamente atenderá o que deles se espera.

Mas, com juros mais altos, o dólar se fortalece – especialmente em mercados emergentes, e o dólar, todos sabem, é o *hedge* de todos os *hedges*, sempre no radar de investidores mais preocupados em se proteger do que ganhar. Nossos fundos estão relativamente protegidos contra crises de diversas naturezas através de empresas exportadoras e/ou com preços em moeda estrangeira. Também temos baixa exposição no fator taxa de juros local – e privilegamos empresas com forte estrutura de capital e boa distribuição de dividendos.

O cenário ideal seria que a questão fiscal americana se resolvesse dentro da política. Mas, nesta seara, a coisa por lá se complicou de um jeito que eles não conheciam ainda: Kevin McCarthy, republicano, foi destituído recentemente da presidência da Câmara. Uma ala do GOP (o Partido Republicano) se revoltou com a “frouxidão” com que McCarthy tratava a questão fiscal americana. Ele foi destituído não só por todos os deputados republicanos, como por oito democratas. A reação contra ele veio depois do Congresso aprovar um projeto de lei liberando financiamento provisório a agências e órgãos federais para que não ocorresse um “*shutdown*”.

Se houver uma reforma para o ajuste do cenário fiscal americano, venha da receita ou da despesa, as políticas fiscal e monetária poderão trabalhar juntas – com uma eventual queda da inflação, do juro real e uma volta do cenário macro à normalidade. A fricção política no curto prazo vai testar os nervos (e a paciência...), mas no longo prazo o saldo poderá ser positivo. Até que se chegue a isso, sinais da economia americana (por enquanto muito bons) têm que ser acompanhados com atenção.

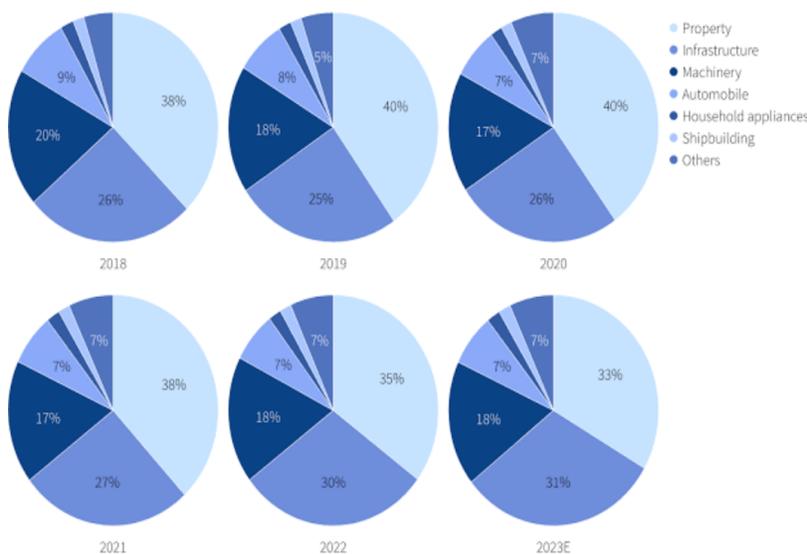
Mas, do Leste, vem surgindo a sombra de uma figura mitológica: o dragão chinês.

O ritmo da segunda maior economia do mundo ditará o preço das *commodities*, especialmente energia e metálicas. Menor crescimento, menor pressão nos preços e ajuda ao Fed no combate à inflação.

Falando em China, a economia segue com a mesma dinâmica: o setor de construção é a incógnita. Outros setores, no entanto, seguem com bom ritmo de crescimento. Grandes cidades chinesas têm apresentado bom desempenho – mesmo para a construção civil: o governo federal levantou certas restrições para obras – que, mesmo com a crise, continuam com forte demanda. Isso porque há uma demanda acumulada de muito antes, surgida de restrições ainda mais fortes impostas anteriormente.

Também há um aumento de obras de infraestrutura e a facilitação para conceder crédito, como comentado em **Resenhas** anteriores. De forma geral, a economia chinesa segue saudável, mesmo com o menor comércio internacional e com os problemas na construção civil. A compra de petróleo russo e eventualmente de outras matérias-primas em condições favoráveis ajuda no controle da inflação e na balança comercial. As fortes quedas do carvão metalúrgico (queda de 45% no preço do coque em 12 meses) e do carvão energético ajudam muito a economia chinesa e a inflação e explicam a queda no preço do aço que tanto vem incomodando no Brasil, com acusações de *dumping*, mas esquecem a queda nos preços do minério de ferro e do coque, além da energia.

Property and infrastructure are the two largest steel consumption sectors



Fonte: CICC

Os gráficos mostram a evolução do consumo do aço na China em diversos segmentos da economia – e mostra como a construção residencial perdeu vigor em favor dos investimentos em infraestrutura. Sendo o principal consumidor de aço – cuja produção continua a crescer –, com a atividade menos intensa na construção, o excedente siderúrgico é despejado no mercado internacional e com preços mais baixos pela razão acima explicada. Isso derruba preços e invade todos os países – Brasil inclusive. Isso tem levado nossa indústria a pedir aumento no imposto sobre o aço importado. O pleito é até justo, mas o ministro Fernando Haddad (Fazenda) tem bem mais no seu prato (inflação e Selic) em que pensar do que o lucro das siderúrgicas no momento e de que o custo e o preço do aço chinês, do fato caiu.

Conjuntura Nacional

É preciso ter em mente como contexto a conjuntura internacional dos juros para explicar o fenômeno ocorrido na curva de juros brasileira em agosto. Com a alta da curva nos EUA, o mercado passou a desconfiar de quão longe o BC pode ir com o corte da Selic. Se levarmos em consideração a mudança futura de composição do BC, fica a dúvida: o Copom vai segurar a mão por conta do juro americano? Ou há um inconfessável viés político em jogo?

Dessa forma, diferentes cenários pairam no ar, a depender do que acontecerá no plano fiscal e do quão conservadora será a nova composição do BC. O CMN (Conselho Monetário Nacional) já tem na composição os ministros Haddad e Simone Tebet (Planejamento); o presidente do BC, Roberto Campos Neto, já é minoria nas decisões.

Se a situação fiscal melhorar, seja por aumento de impostos (como disse a ministra Tebet, a forma mais fácil), seja por um ciclo mais positivo das *commodities* (o que depende mais da China que do Brasil) e do PIB, seria possível cortar mais que o esperado hoje pela curva, mesmo ao custo de um dólar mais alto – a Selic se aproximaria muito do Fed Funds, o que é atípico.

Os mais atentos já terão visto aí o problema: *commodities* subindo são lenha na fogueira da inflação. Especialmente combustíveis: estes, sim, são lenha sequinha, ótima para queimar. Daí viria inflação maior e dólar mais forte – mas também uma taxa de juro real menor.

Possivelmente – e discordância aí é enorme –, esse seria o melhor cenário para o PIB: o dólar alto beneficia imensamente as exportações, e a Selic baixa ajuda o varejo e as empresas alavancadas. Também na hipótese de o cenário fiscal melhorar, se o BC for mais conservador, inflação e dólar seriam mais fracos, também seria positivo (e preferido pelo mercado de forma geral).

Mas o cenário da inflação não combina muito com Selic caindo, e a conjunção destas duas variáveis é uma taxa real de juros mais comprimida – que reduz o poder do BC para conter a inflação. Eis aí o caminho aberto para a tentação de alterar a meta da inflação para cima. Oscar Wilde disse que resistia a tudo, menos às tentações; imagina um *mindset* desse na questão da meta de inflação...

Agora, se a situação fiscal continuar como está ou piorar, o BC seguir cortando o juro de forma rápida seria o pior cenário possível: o dólar dispararia, assim como o juro real da ponta longa da curva – e nada de bom viria daí. Da mesma forma, se o BC for conservador, continuaríamos na trajetória atual de aumento sustentado da relação dívida/PIB – mas o real talvez não apanhasse tanto.

É uma equação difícil. Sabemos que o Congresso é sensível principalmente a dólar e PIB. Quando o país sai dos trilhos, mesmo que demore um pouco, a situação acaba se resolvendo por pressão do empresariado. Já crescem descontentamento e descrédito entre os parlamentares quanto ao plano proposto pelo governo para o equilíbrio fiscal, com ajuste via aumento de impostos, e a pressão para controle de gastos deve vir forte na negociação da reforma tributária e na aprovação dos próximos orçamentos. E 2024 é ano de eleição. Políticos não gostam de ver seus nomes e aumento de impostos na mesma frase.

A proposta de extinguir o JCP encontrou forte resistência no Legislativo e ficou de fora da proposta de taxar fundos exclusivos (para surpresa de ninguém). Ao mesmo tempo, o Legislativo tem sinalizado uma reforma política que inclui mandato único de 5 anos para o Executivo e limites temporais para os cargos dos ministros do STF, ainda que com baixo destaque pela mídia.

Na frente econômica, a produção industrial de agosto cresceu 0,4% frente a julho, com contribuições importantes de bens de capital (4,3%) e de consumo duráveis (8%). Sempre comentamos que indústria e produção são os primeiros a sentir uma recessão e os primeiros a deixá-la, já que sem produção não há bens a consumir. A taxa de desemprego pela PNAD em agosto seguiu estável em 7,8%, enquanto a renda real segue crescendo (quase 5% sobre um ano antes), efeito da queda da inflação.

O CAGED trouxe bons dados: 221 mil vagas de trabalho formal geradas em agosto. A conversão de empregos informais em formais continua – e, com ela, o aumento na renda da população. O IPCA-15 de setembro veio em linha com o consenso: 0,35% – com os núcleos controlados, em 0,27%. O dólar foi o destaque, subindo cerca de 5% (coisa de R\$ 0,20), reflexo da conjuntura comentada.

A safra 2022/23 foi de 323 milhões de toneladas de grãos – um novo recorde. Quase 20% de crescimento em relação à safra anterior, puxado principalmente por mais produtividade – que

é estrutural e deve continuar, à medida que áreas mais novas, recém-convertidas para grãos, vão amadurecendo. O El Niño já começa a afetar fortemente o clima. Centro-Oeste e Sudeste têm chuvas relativamente normalizadas, sendo as mudanças maiores nas regiões extremas do país – chuvas torrenciais no Sul e seca no Norte, com forte impacto em toda a logística fluvial.

A previsão da Conab é de uma próxima safra praticamente igual à de 22/23. Os problemas devem continuar os mesmos: prêmio negativo para a soja brasileira, falta de armazenagem e gargalos no escoamento – o que torna mais evidente (como se precisasse) a carência de capacidade de armazenagem, de logística terrestre e portuária – de infraestrutura, enfim.

Na bolsa brasileira a situação foi complicada: movimento de queda intenso em ações, principalmente nos setores imobiliário e de varejo, que vinham até que bem no ano. Não há compradores marginais, e os estrangeiros estão cautelosos, ainda mais os norte-americanos (que lidam com a bagunça que descrevemos mais acima). O apetite por risco diminuiu. Os cenários dos institucionais é ainda parecido, com exposição declinante em renda variável. Resgates nos fundos continuam – bem menores que antes, mas ainda constantes entre os segmentos de ações e multimercados. O Ibovespa ficou praticamente de lado no mês, subindo 0,7%, enquanto o SMLL caiu 2,7%.

Já vimos esse filme antes. Nessa hora, o valor das empresas fala mais alto. O mercado tem oportunidades claras com empresas de excelentes perspectivas, de qualidade e com um preço cada vez mais descontado. Como explicamos, o cenário não é simples, mas é nesse tipo de conjuntura que as oportunidades surgem: servem para segregar investidores e especuladores. Especuladores não gostam de assumir esse nome – assim como todo mundo é herói na própria história, eles se veem como investidores de longo prazo, diligentes, pacientes. A realidade é bem outra.

A macroeconomia pode mudar rapidamente: uma resolução, mesmo que parcial, do cenário fiscal americano ou brasileiro, e repentinamente o mercado se anima – como ocorreu no primeiro semestre. Esse tipo de dinâmica é assimétrico para os “longo-prazistas”. Quando o múltiplo é muito baixo, a variação da taxa longa de juro importa muito menos para o valor das empresas – e o mercado vem exagerando nas quedas, transformando muitas ações em verdadeiras molas comprimidas. Às vezes, um pequeno sinal é o gatilho para a mola dar um salto.

Avaliar empresas através de múltiplos não é nossa metodologia: até a usamos – para ver e entender o que o mercado vê e entende –, mas a ferramenta do EVA aponta mais para longo prazo e princípio de geração de valor de forma continuada. Múltiplos são fotografias; o EVA é um filme.

Nas *small caps*, atualmente é fácil encontrar empresas negociadas a 5x, 4x e até 3x preço/lucro projetado para o próximo ano e com boas perspectivas. Invertendo a razão preço/lucro para lucro/preço, temos *earnings yield* acima de 30% em empresas de boa qualidade, com uma Selic terminal possivelmente abaixo dos dois dígitos no atual ciclo de cortes. Sem dúvidas são apostas assimétricas se o *stockpicking* estiver bem calibrado.

Muitas das nossas empresas investidas são dolarizadas ou têm boa parte das receitas em moeda estrangeira, por preço, exportação ou produção fora do país, trazendo um colchão maior de segurança mesmo que o cenário macroeconômico piore. É nossa tela de proteção, não de especulação. Não apostamos na desvalorização do real, mas, se acontecer, estamos protegidos em boa margem.

Até *large caps* como Banco do Brasil e Petrobras apresentam *valuations* bastante descontados, superestimando o risco de governança – prática comum em mercados pessimistas. Para todos os lados, os sinais são apresentados e, paradoxalmente, as razões para mais otimismo aumentam. Paradoxalmente, quando o pessimismo aumenta, também aumenta a oportunidade de um bom investimento.

Desempenho dos Fundos

O mês de setembro uma vez mais trouxe resultados positivos aos nossos investidores. Como um capitão que não se abala com tempestades, pois estas fazem parte da navegação e longas travessias, mantivemos o curso, com pequenos ajustes, também aproveitando ventos e correntes favoráveis, mas sem jamais tirar o olho do curso ou objetivo que é entregar excelentes resultados aos nossos investidores, ainda que por rotas menos conhecidas, sendo assim que os intrépidos navegadores portugueses descobriram o “caminhão” das índias e o próprio Brasil, neste caminho, justamente buscando uma rota de menor risco.

A tabela abaixo ilustra o desempenho de nossos fundos e seus respectivos benchmarks, mostrando que tal desempenho não é ocasional, mas todos nossos fundos apresentando um desempenho nominal e relativo aos índices muito bons. Sempre poderia ter sido melhor, e o nosso desafio é manter esta trajetória, ainda que nuvens negras ainda parem no horizonte.

Fundo	set-23	2023	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO	Data Início	PL Estratégia (BRL mm)
FLAGSHIP 60	3,1%	12,9%	16,5%	13,1%	113,8%	159,8%	269,5%	266,9%	24/abr/18	1.077
SMLL	-2,8%	5,1%	-2,9%	-20,8%	-8,4%	-10,0%	41,6%	20,4%		
DELPHOS	5,3%	20,5%	26,3%	32,3%	161,1%	233,0%	277,1%	246,3%	26/abr/18	799
IDIV	1,3%	10,7%	14,2%	22,4%	46,4%	32,0%	101,7%	78,5%		
VERBIER	3,8%	17,8%	23,3%	16,9%	133,2%	176,2%	227,6%	242,3%	17/jul/18	256
IBOVESPA	0,7%	6,2%	5,9%	5,0%	23,2%	11,3%	46,9%	49,2%		
70 PREV	2,5%	19,9%	25,6%	31,5%	86,4%	107,9%		106,3%	02/set/19	338
CDI	1,0%	9,9%	13,4%	25,8%	29,6%	34,2%		34,8%		
% CDI	252,3%	200,7%	190,7%	121,9%	291,6%	315,3%		305,5%		
ICATU 100 PREV	3,5%	23,7%	22,1%	25,1%	118,6%			116,3%	14/jul/20	321
IBOVESPA	0,7%	6,2%	5,9%	5,0%	23,2%			16,1%		
POWER	1,0%	-8,6%	-2,2%	-6,8%				14,2%	05/fev/21	21
IEE	0,4%	8,6%	8,9%	9,1%				3,7%		
HORIZON	4,4%	27,8%	23,4%	16,2%				8,1%	01/set/21	42
SMLL	-2,8%	5,1%	-2,9%	-20,8%				-25,8%		

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

O Delphos subiu ao primeiro lugar do podium da Trígono em setembro: a valorização foi de 5,28%, ante 1,32% do IDIV. E ficou também com a medalha de ouro na categoria acumulado

em 12 Meses, com ganho de 27,2% (frente aos esforçados 16,3% do IDIV) – e o desempenho se repetiu também nos acumulados em 24, 36, 48 e 60 meses.

A estratégia do Delphos é buscar empresas com histórico e potencial relevante para distribuir dividendos em relação ao lucro líquido (*payout*) e sobre o valor de mercado (*yield*), com foco em *small caps* - mas não limitado a elas. O que se faz é arbitrar o mercado – que fica de olho em liquidez e tamanho das empresas (mesmo que o valor não justifique).

No longo prazo (20 a 25 anos), os dividendos representam cerca de 2/3 do retorno das ações – e, quanto maior o prazo dos investimentos, maior a participação dos dividendos. Não por acaso, duas de nossas empresas investidas – Ferbasa (FESA4) e Unipar (UNIP5) – proporcionaram os maiores retornos na B3 no último quarto de século: respectivamente 178.861% (34,9% ao ano) e 150.220% (34% ao ano), respectivamente.

Para se ter ideia do que significam esses retornos:

- Vale-VALE3 (maior posição da B3 e ação mais líquida): 22.173% (24,1% ao ano);
- Petrobras-PETR4 (maior receita e maior valor de mercado da B3): 12.494% (11,2% ao ano).

O IBOV, referencial no mercado de renda variável, e que (supostamente) espelha o comportamento da bolsa de valores no Brasil, teve valorização de 1.668% no período (meros 4,2% ao ano). Quando comparamos o IBOV ao IDIV (criado em 29/12/2005, com base em empresas consideradas pela B3 como boas pagadoras de dividendos), este último acumulou, em 17 anos (desde 30/9/16), retorno de 585% (ou 12% ao ano). O IBOV, nos mesmos 17 anos, teve ganho de 219,8% (7,1% ao ano). Se nos perguntassem, diríamos que o IBOV é um índice pessimamente construído e que não reflete o mercado. Mas isso, só diríamos se nos perguntassem.

O principal atributo das *small caps* é o crescimento das empresas (em receitas e lucros). Ao conjugar crescimento e dividendos – sem onerar a estrutura de capital –, acreditamos reunir os principais fatores determinantes do retorno das ações no longo prazo. Além disso, com nossa metodologia de avaliação baseada no EVA (base da criação de valor aos acionistas), oferecemos aos nossos cotistas uma excelente oportunidade para diversificar – além da geração de alfa (como demonstramos com o histórico do fundo desde seu início, em abril de 2018).

Pois bem-feitas essas colocações, em suma: em setembro, o Delphos

- Teve ganho de 5,3% (o IDIV, de 1,3%);
- Acumulou alta de 20,5% no ano (o IDIV, de 10,7%);
- Gerou alfa de 9,8% no período;
- Desde seu início (26/4/2018), proporcionou ganho de 246,3% (o IDIV, de 78,4%);
- No mesmo intervalo acima, teve valorização anual de 25,8% – e isso em um cenário de pandemia, alta de juros (aqui e alhures) e economia fraca).

O CDI apresentou ganho de 79,8% no período (11,4% ao ano); o IBOV, meros 34,9% (5,7% ao ano). Fica mais uma vez demonstrado o quanto o IDIV, ao menos em dividendos, é superior ao IBOV.

Os destaques positivos do Delphos no mês foram mineração e metalurgia (1,5%), indústria (1,08%) e agronegócio (1,07%). Alguém diria que ficou tudo um tanto parelho. Preferimos ver

aí um equilíbrio na distribuição entre empresas e setores. E que nenhum setor gerou puxou para baixo – o que explica o desempenho tão destacado do Delphos.

Fundo	set- 23	20 23	12M	24M	36M	48M	60M	Início
DELPHOS	5,3%	20,5%	26,3%	32,3%	161,1%	233,0%	277,1%	246,3%
IDIV	1,3%	10,7%	14,2%	22,4%	46,4%	32,0%	101,7%	78,5%

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

O Flagship 60 teve outro mês (mais um) de bom desempenho, com valorização de 3,1% (contra queda de 2,8% do benchmark, SMLL). No acumulado do ano, o ganho cresceu, ficando em 12,9%, com alfa de 7,8% sobre o SMLL (5,1%).

A valorização do Flagship no ano também excede a do IBOV, de 6,2%, e a do IDIV, de 10,7%. Fica evidente que, seja qual for o benchmark, o Flagship – com sua estratégia small caps – vem superando todos. O próprio CDI (com 9,9% acumulado no ano) ficou, numa expressão um tanto imodesta, comendo poeira.

Por setor, o resultado de setembro foi impulsionado mineração e metalurgia (1,48%), indústria (1,28%), e químico (1,15%). Não existem novos elementos que explicam estes ganhos, exceto o mercado reprecificando alguns ativos por estarem excessivamente desvalorizados.

Tivemos duas pequenas contribuições negativas ligadas a logística com 0,17% e óleo e gás com 0,13%, quase irrelevantes.

Fundo	set- 23	20 23	12M	24M	36M	48M	60M	Início
FLAGSHIP 60	3,1%	12,9%	16,5%	13,1%	113,8%	159,8%	269,5%	266,9%
SMLL	-2,8%	5,1%	-2,9%	-20,8%	-8,4%	-10,0%	41,6%	20,4%

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

Como fundo carteira livre, o Verbier pode transitar entre todos os segmentos de mercado, mirando no IBOV. Fez bonito em setembro, com sua valorização de 3,8%, ante modesto 0,7% do IBOV. E fez bonito no ano até setembro também, com acumulados 17,8% – muito acima dos 6,2% do referencial.

Quanto mais ampla a janela, mais amplo o diferencial do Verbier: desde seu início (17/07/18), o ganho acumulado está em 242,3%; o IBOV entregou no mesmo período 49,2%. O alfa é de nada menos que 193,1% – e foi construído competindo com as maiores e mais líquidas empresas negociadas na B3. Fica aí mais um reforço do que diz o estudo do Prof. Ibbotson e sua equipe, mencionado lá no início.

Dessa vez o setor de Mineração e Metalurgia, trouxe a maior contribuição (1,34%), ficando a Indústria na vice-liderança (1,27%) e a honrosa medalha de bronze com o Agronegócio (1,06%). Nenhum setor teve desempenho negativo, também um fato a ser destacado.

Com apenas 11 empresas no fundo, a volatilidade nos últimos 12 meses ficou em 19,5%, mais baixa que a do IBOV (20,1%). Para reduzir volatilidade, diversificação não basta.

Apesar de ter mandato de ações livre (ou *all cap*), hoje a carteira continua concentrada em *small caps*, mas com posições em *mid* e *large caps* (que, juntas, representam 10% da carteira).

Fundo	set-23	2023	12M	24M	36M	48M	60M	Início
VERBIER	3,8%	17,8%	23,3%	16,9%	133,2%	176,2%	227,6%	242,3%
IBOVESPA	0,7%	6,2%	5,9%	5,0%	23,2%	11,3%	46,9%	49,2%

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

Nosso primeiro fundo previdenciário completou, no dia 2 de setembro, 4 anos de excelente trajetória. No mês passado, o ganho foi de 2,5% - contra o CDI que subiu 0,97% (basicamente seguindo a Selic, já abaixo de 1% e na trajetória descendente das taxas de juros). O fundo, lembremos, tem 70% alocados em renda variável e 30% em renda fixa – e mesmo com 70% em ações, deixou para trás o IBOV em setembro, que entregou um modesto 0,71%.

No ano, a rentabilidade do nosso fundo, 19,93%, já supera o CDI em mais que o dobro (equivalente a 201% do CDI), – e nos 4 anos de existência acumula 106,3% – mais que dobrando seu capital inicial, ante 34,8% do CDI, rendimento equivalente a mais que o triplo do CDI. O rendimento nos quatro anos e um mês desde a abertura do fundo representa um ganho de 19,4% ao ano; o CDI, mesmo com a forte trajetória de alta dos juros, rendeu 7,6% ao ano.

Sempre será oportuno lembrar que a valorização do fundo, que em um ambiente dócil, favorável, suave, já seria bom, se torna espetacular quando se considera que de lá para cá houve uma pandemia (que, oficialmente, nunca acabou – ainda que na prática já seja um tanto passado) e uma trajetória de alta de juros que desestimulou investimentos em renda variável (e em fundos previdenciários nela alocados). Os investidores da Trígono, no entanto, não tiveram aí motivo para perder o sono.

Também aqui o agronegócio (1,26%) foi o setor a puxar os bons resultados – com a diferença de que o motor principal foi a São Martinho. Em seguida veio mineração e metalurgia (1,07%), o patinho feio do mês passado, recuperando parte das perdas. A medalha de bronze ficou com a indústria (0,79%). O único setor no vermelho foi logística (-0,39%), por conta do efeito *top-down* (decepção com a queda nas taxas de juros) afetando Simpar (principal representante do setor em nossa carteira).

Fundo	set-23	2023	12M	24M	36M	Início
70 PREV	2,5%	19,9%	25,6%	31,5%	86,4%	106,3%
CDI	1,0%	9,9%	13,4%	25,8%	29,6%	34,8%
% CDI	252,3%	200,7%	190,7%	121,9%	291,6%	305,5%

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

Também previdenciário, mas 100% alocado em renda variável (e com prazo de resgate mais longo e com menos limites regulatórios), o Trígono Icatu 100 teve ganho de 3,5% em setembro, enquanto o IBOV entregou apenas 0,7%. Mais uma vez, o agronegócio (1,34%) foi o maior ganhador, seguindo encostados consumo (1,26%) e mineração e metalurgia (1,25%). No vermelho, como no Prev 70, ficou, isolado, o setor logístico (-0,60%).

No ano, o ganho já é de 23,7%, ante 6,2% do IBOV. Comparando desde seu início (14/7/2020), o retorno acumulado é de 116,3% – mais que duplicando o investimento inicial. O ganho do IBOV no período pode ser visto com uma boa luneta: apenas 16,1%. O alfa supera 100% no período e o retorno anual médio é de 27,2%, ou mais de duas vezes a Selic atual.

Fundo	set-23	2023	12M	24M	36M	Início
ICATU 100 PREV	3,5%	23,7%	22,1%	25,1%	118,6%	116,3%
IBOV VESPA	0,7%	6,2%	5,9%	5,0%	23,2%	16,1%

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

Nosso fundo focado em energia voltou a apresentar resultado positivo, com ganho de 1%. Modesto como possa parecer, bateu o índice IEE, com seu 0,4%.

No mês, o segmento de concessões de energia elétrica deu a principal contribuição, com 1,6%, seguido de mineração e metalurgia (0,7%) e do setor químico (0,6%). No entanto, o setor ligado a petróleo e gás corroe boa parte do desempenho positivo, com recuo de 1,8%. A principal empresa do fundo acabou sendo afetada pela reversão da venda do campo Bahia Terra pela Petrobras. O mercado reagindo mal, mas a uma notícia que não é nova – e nem é tão negativa assim: outros fatores positivos deverão mitigar o fator Bahia Terra. Acreditamos que, à medida que o mercado for conhecendo melhor a empresa, as ações aos poucos responderão bem. Continuamos tranquilos com a tese.

Um fundo ligado à energia é influenciado por muitos eventos – e pela reação do mercado a tais eventos, como notícias sobre oscilações no preço do petróleo, ou eventos climáticos. No longo prazo, no entanto, os fundamentos retomam o volante. Fato é que, desde seu início (5/02/2021), o fundo gerou alfa de 10,5% em relação ao benchmark. O que, de certa forma, mostra que, no longo prazo, fundamentos prevalecem sobre o noticiário.

Fundo	set-23	2023	12M	24M	Início
POWER	1,0%	-8,6%	-2,2%	-6,8%	14,2%
IEE	0,4%	8,6%	8,9%	9,1%	3,7%

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

Nosso fundo microcap continua em ritmo acelerado: setembro trouxe um ganho de 4,4%, ante uma queda de 2,8% do índice SMLL. Ou seja, tivemos um alfa de 7,2% em um único mês. Tal ganho vai se ampliando: 27,8% vs. 5,1% no ano; desde o início (1/09/21), 8,1% – o que representa alfa de 33,9% sobre a queda de 25,8% do SMLL.

Destacamos a alta das taxas de juros: em tese, seriam mais negativas para as empresas menores. Mas a Trígono tem um quê de *Mythbusters*, aquele programa de TV bastante popular há alguns anos, dedicado a desfazer mitos (no Brasil, se chama “Os Caçadores de Mitos”, e é encontrado em serviços de *streaming*). Que nos perdoem aqueles com gosto pelas lendas, mas aqui temos um apego aos fatos que é difícil de largar – porque fatos funcionam. De lendas, até gostamos – mas no mundo da literatura e do entretenimento. Com dinheiro não se brinca.



As contribuições positivas vieram principalmente de consumo (3,6%), serviços financeiros (2,1%) e agronegócio (0,7%). Destaques vão para Irani, Pettenati e Banco da Amazônia. Do lado negativo vieram logística (-0,2%) e fornecedora para o setor imobiliário (-0,08%), incluído em construção, mas tão somente fornecedor.

Para desmontar de vez a lenda sobre volatilidade e risco: o Horizon apresentou volatilidade de 17,8% em 12 meses, contra 25,1% do SMLL. Ou seja: o *benchmark* é construído com empresas do segmento *small caps* maiores e mais líquidas que o Horizon, mas com volatilidade muito maior e retorno bem menor. O Horizon vai assim se destacando no universo *small caps* como um fundo que proporciona diversificação, alfa e baixa volatilidade, se comparado às grandes ao IBOV.

Fundo	set-23	2023	12M	24M	Início
HORIZON	4,4%	27,8%	23,4%	16,2%	8,1%
SMLL	-2,8%	5,1%	-2,9%	-20,8%	-25,8%

Prezados leitores, setembro – que completa três quartos da areia escorrida na ampulheta de 2023 – foi mais um mês relativamente difícil para a renda variável. Mas estamos relativamente felizes com os resultados entregues até aqui – e com os desempenhos desde o início de nossa gestora, que completa 6 anos neste mês.

O marco de R\$ 3 bilhões sob gestão está à vista – um marco importante, focado em *small caps*, segmento tão mal-entendido, mas que, como demonstrado no início da **Resenha**, traz resultados mais positivos que muitas das grandes empresas, e proporciona diversificação. Resultados e diversificação estavam lá na proposta inicial de nossa jovem gestora. E continuam conosco.

Muito obrigado pela confiança. Convidamos a todos mais uma vez a nos acompanharem nos nossos diversos canais de comunicação - **Resenhas**, *lives* semanais (sempre às quartas-feiras, 19h, no canal do Youtube) e outros. Transparência é essencial em nosso negócio, e a exercitamos com o maior prazer – estamos felizes em dividir com os investidores o que está por trás do nosso desempenho diferenciado.

Inscrevam-se em www.trigonocapital.com para receber todos os nossos conteúdos.

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



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

www.trigonocapital.com

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