TRÍGONO
CAPITAL

Resenha MENSAL

FEVEREIRO 2022

Ei, você aí! Me dá uma ação aí, me dá uma ação aí?

Prezados investidores,

Observando o comportamento do mercado desde o segundo trimestre de 2021, e em especial no período entre outubro e o mês passado, não pude evitar a lembrança da marchinha de Carnaval que inspirou o título desta Resenha. Me Dá Um Dinheiro Aí foi composta em 1959 pelos irmãos Homero, Glauco e Ivan Ferreira, e foi originalmente gravada pelo humorista e cantor Moacyr Franco, pelo selo Copacabana, no mesmo ano.

A canção tem origem no programa de TV "Rio, Te Adoro", no qual o então principiante Moacyr Franco alternava humor e números musicais – ele se tornaria ainda uma das principais atrações de "A Praça da Alegria". Num quadro humorístico escrito por Glauco Ferreira, o ator Iran Lima comentava com a esposa o fato de muitos mendigos estarem pedindo esmolas na rua. A esposa comenta que isso era um exagero. Mas, ao abrir a porta de um armário, o marido encontra Moacyr Franco, que interpretava o Mendigo, um dos personagens que o fizeram famoso – e então dispara o bordão: "Ei, voce aí, me dá um dinheiro aí?". O público vinha abaixo em gargalhadas. A marchinha inspirada nesse quadro tornou-se a mais tocada no carnaval de 1960 e até hoje embala nossos salões e festas de Carnaval.

A letra, como todos se recordam, diz: " Não vai dar, não?/Você vai ver/A grande confusão".

Enquanto investidores estrangeiros, instigados pelas principais corretoras de valores norte-americanas – que colocam a bolsa brasileira como uma das mais baratas do mundo (talvez a mais descontada) –, se fartam de comprar ações brasileiras, investidores locais (principalmente institucionais e pessoas físicas) alimentam os "mendigos" com "esmolas" – ações com preços que mais parecem aquele trocado que não nos faz falta – enquanto correm para a segurança da renda fixa.

Mas o tiro pode sair pela culatra. Em algum momento, as taxas de juros deverão reverter a alta, e já se vê que apontam para uma inclinação mínima. Para os estrangeiros, nossa taxa de juros pouco importa: só ficam de olho em que, quando vierem a cair, o PIB deverá sentir reflexo positivo e crescer – e eis aí um dos principais motivadores para investimentos e alocação nos diversos mercados.

O Brasil, segmentado em mercados emergentes e América Latina, é visto como país com economia e muitas empresas ligadas a *commodities*, além de ter um pujante agronegócio (também ligado a elas). É ainda um mercado com boa liquidez nas "*blue chips*", facilitando a alocação do *smart money* – aquele dinheiro que se move rapidamente, ágil e arisco como um gato selvagem e que, logo que pressente o perigo, corre até achar paragens mais seguras.

A queda nos juros e o aumento dos preços das *commodities* são fatores positivos nos lucros das empresas. Também fortalecem a balança comercial e as reservas cambiais. Assim, petróleo, minério, produtos siderúrgicos, grãos, açúcar, café e algodão mais caros, entre muitos outros exemplos, representam certo hedge contra a inflação mundial. Normalmente, quando commodities sobem de preço e as exportações

aumentam, as moedas dos países emergentes dependentes desses itens em suas pautas de exportação tendem a se valorizar frente ao dólar. O investidor estrangeiro se beneficia então com um duplo alfa: ganha com a alta das ações e com o fortalecimento das moedas.

Quanto maiores os preços dos produtos já citados (mas não só) e da energia, o Brasil se beneficia indiretamente: afinal, as taxas de juros não têm o poder de impactar os preços globais da energia (exceto em caso de forte elevação, cujo resultado seria retração geral da economia e recessão). Os bancos centrais, com as economias dos países ainda cambaleantes e ainda em ambiente pandêmico, têm o desafio de ou elevar os juros e desaquecer a economia, ou deixar a inflação se acomodar. Eis aí uma decisão nada confortável a ser tomada. Estão entre a cruz e a espada.

Na Trígono, nosso posicionamento é muito semelhante ao dos estrangeiros. Mas estes, enquanto buscam ações mais líquidas – como Petrobras (PETR4) e Vale (VALE3), que em janeiro subiram 13,7% e 3,7% respectivamente, ante 7% do IBOV –, nós temos em nossas carteiras empresas afins (relacionadas a energia e mineração) que tiveram comportamento muito aquém e até negativo – caso de São Martinho (SMTO3), com ganho de 6,7%; e Ferbasa (FESA4), com queda de 4,7%.

Outro exemplo interessante é a Caterpillar, uma das maiores fabricantes mundiais de bens de capital ligados a infraestrutura, energia e mineração. A empesa reportou no dia 28 seus resultados de 2021: as receitas cresceram 23%, para US$ 13,8 bilhões; e o lucro operacional cresceu menos, 17%, para US$ 1,6 bilhão. Embora o volume de vendas tenha respondido por 18,2% do crescimento e os preços, por 4,5%, boa parte dos ganhos foi corroída por custos ligados a materiais como metais e componentes metálicos (fundidos de ferro, por exemplo). A Tupy tem na CAT um de seus principais clientes – e, até por isso, tem também sua parcela na elevação desses custos. Ela também teve seus próprios desafios com elevação de custos: a sucata dobrou de preços, por exemplo – mas, protegida contratualmente, vem repassando os custos do materiais aos clientes. A CAT informa que no 1T22 os custos continuarão a impactar as margens, mas ao longo do ano vai recuperar suas margens (com aumentos de preços?).

Os gráficos a seguir, ilustram muito bem a evolução dos preços dos metais, que se traduzem em custos mais altos de componentes industriais ligados a materiais metalúrgicos, e como as empresas (no caso, a Caterpillar) repassam tais custos e veem suas ações se valorizarem mesmo num ambiente inflacionário.
Em nossas carteiras há algumas empresas que processam metais (especialmente sucata), para as quais também vale esse raciocínio. Elas atuam no escopo de economia circular, e repassam gradativamente os custos aos preços. Destacamos: Kepler Weber (aço carbono); Metal Leve (vários tipos de metais); Schulz e Tupy (sucata, gusa e ligas); e outras com posições menos relevantes. Tais repasses de custos, embora num primeiro momento pressionem as margens como percentuais da receita, nominalmente aumentam o EBITDA e o lucro líquido.

Parte do mercado, no entanto, está mais preocupado com margens do que com geração de caixa ou ROIC (Retorno Sobre Capital Investido), que com o WACC (Custo Ponderado do Capital), compõem o EVA (Valor Econômico Adicionado). Quanto maior o diferencial entre o ROIC e WAAC, maior o potencial de remuneração ao capital investido ou empregado, ou criação de valor aos acionistas (apenas lembrando: todas as siglas mencionadas estão no original em inglês).

A Tupy também continuará a recompor margens, ao mesmo tempo em que sucata, minério de ferro e gusa tendem a se estabilizar e até a cair de preços. A Kepler Weber também enfrenta o forte aumento de preços do aço, mas gradualmente o repassa a seus produtos. Como todas as concorrentes e empresas dos mesmos setores sofrem o mesmo processo inflacionários, os clientes não têm opção, a não ser aceitar os preços mais altos. Como seus produtos também estão com preços em elevação, têm-se o efeito conjunto final, que é a inflação. Os juros pouco podem mudar tal cenário, pois não se trata de inflação de demanda: são custos globais. Notem o varejo – que, normalmente, numa economia aquecida causa inflação – e seu fraco desempenho. No momento, ele não é a causa.

Com este exemplo, mostramos o impacto nos custos da cadeia de produção causado por altas de preços de minérios e metais, além de energia, e por problemas relacionados ao suprimento de componentes, como semicondutores; e como as taxas de juros não bastam para segurar essas altas – a não ser que se aceite mergulhar em uma forte recessão.

O que queremos explicar é:

- No momento, investidores estrangeiros buscam se posicionar rapidamente em países como o Brasil, independente dos fundamentos das empresas – o que faz com que aquelas de menor liquidez ou pouco acompanhadas pelo mercado fiquem esquecidas.

- Uma vez investidos no país, e acreditando nas perspectivas econômicas, eles refinam suas carteiras e realizam lucros nos papéis mais líquidos, e aí procuram as "barganhas" – neste caso, as small caps. Esse passo poderá coincidir com a divulgação dos resultados do 4T21, ou de 2021 como um todo, e o 1T22 e 2T22– que deverão apontar qual a dinâmica setorial e das empresas para os trimestres seguintes. O período será entre a segunda quinzena de fevereiro e passando pela primeira quinzena de maio e de agosto, quando se reportam os resultados do primeiro trimestre e semestre.

Como a Trígono investe em empresas menos acompanhadas pelo mercado, é nestes momentos que capturamos o "bônus" de investirmos neste tipo de empresa. Temos absoluta convicção de que agradáveis surpresas vêm por aí. Neste início do ano, sofremos o ônus da busca de liquidez pelo mercado que relega empresas de menor liquidez ou não fazem parte dos índices ou ETFs. Lembremos: parte do fluxo

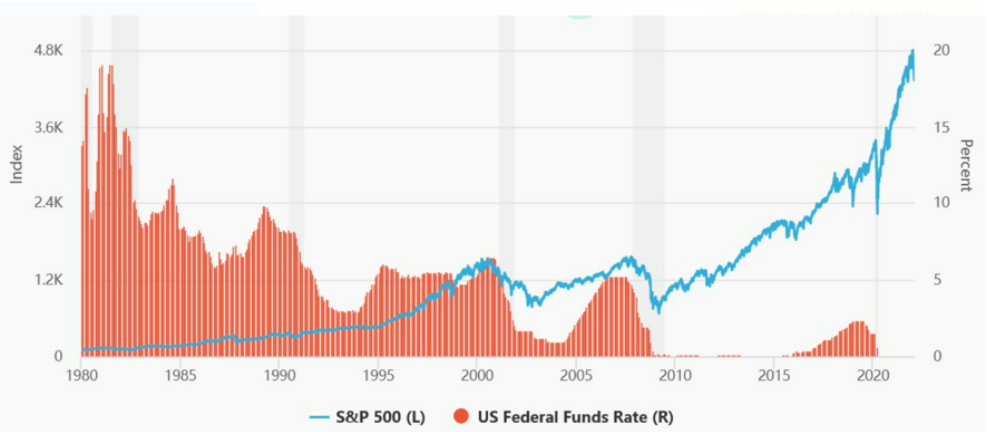
dos estrangeiros em *small caps* é direcionado aos ETFs e estes basicamente replicam o índice SMLL, especialmente as empresas de maior peso e liquidez dentro dos índices e ETFs.

Chamamos também a atenção para a estratégia de investidores locais, tanto pessoas físicas e *Family offices* como institucionais, de diversificarem suas carteiras, relegando nosso mercado de renda variável em favor de bolsas estrangeiras e dólar. Em janeiro, essa tática foi desastrosa.

Enquanto o IBOV se valorizou 7%, o S&P500 perdeu 5,3% e a NASDAQ afundou 9%. Além disso, o Real se valorizou 4,9% no mês, somando-se à perda cambial com investimentos no exterior. Já o investidor estrangeiro ganhou com a nossa bolsa e o câmbio. Tais perdas, dependendo da alocação no exterior, poderão corroer grande parte dos ganhos em renda fixa, além da perda de oportunidade pela subalocação no mercado de renda variável no Brasil. Temos só janeiro, por enquanto, como base concreta, mas o que levaria a achar que tal movimento será muito diferente daqui para frente? As expectativas da alta de juros pelo Fed são amplamente conhecidas e precificadas, já espelhadas pela queda dos principais índices na terra do Tio Sam.

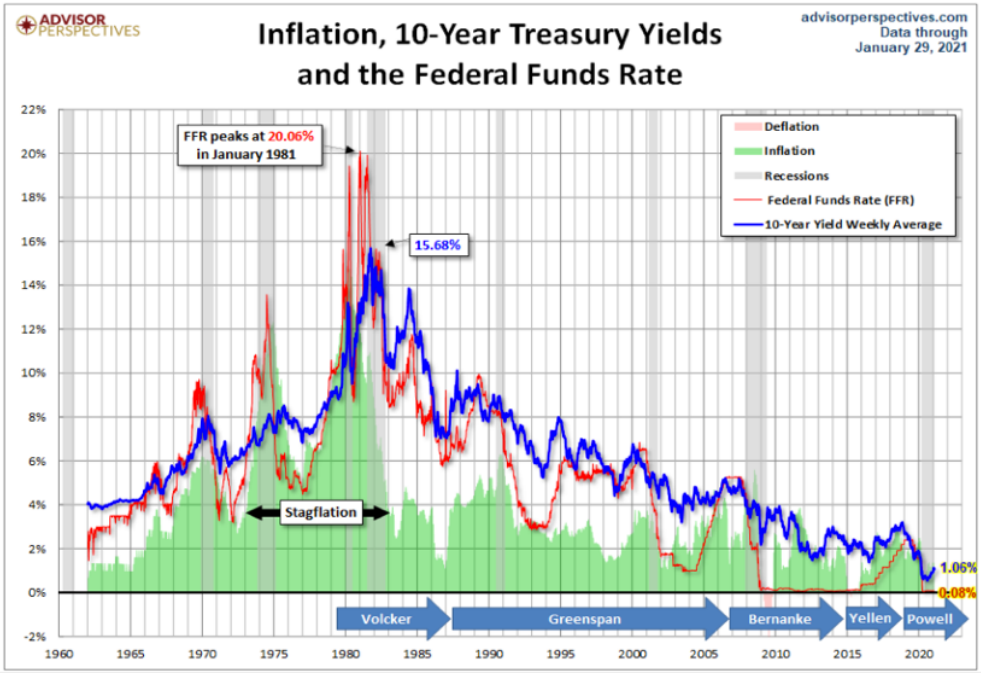
No Brasil, as eleições não são novidade, muito menos o candidato que se posiciona até o momento como favorito. Mesmo seus discursos sobre o futuro da Petrobras não parecem amedrontar o mercado. Há até quem afirme que o mercado (a "Faria Lima") receberia bem sua vitória. Em meu favor: não faço parte desse "mercado", estou bem distante da Faria Lima e protegemos nossas carteiras desde 2015 – a Trígono tem sido vencedora desde seu início e mais uma vez explicaremos nossa estratégia (mais abaixo). Na seção do desempenho dos fundos, vamos ilustrar o explicado até aqui e mostraremos a razão de nossos fundos não acompanharem a alta dos índices. Para nossos investidores (e para aqueles que ainda não investem conosco), chamo a atenção para mais uma janela de oportunidade que se abriu. Apenas porque nunca será demais reforçar: investimos em empresas, não em mercados.

Chamamos a atenção também para a crença (mito?) em que, nos EUA, aumento de juros derruba bolsas. Não é verdade. Num primeiro momento, pode haver alguma correção, como se viu em janeiro antes mesmo da taxa subir – o que já era de pleno conhecimento do mercado (as dúvidas sendo apenas a velocidade e intensidade). A imagem a seguir ilustra que juros e bolsa norte-americana (no índice S&P 500) caminham relativamente na mesma direção. Além disso, as taxas de juros vêm apresentando uma trajetória declinante no longo prazo – mas precisamente desde o início da década de 80, passando por ajustes pontuais:



Desta forma, investidores institucionais e indivíduos que buscam constituir um patrimônio para aposentadoria, buscam a renda variável – que proporcionou (mais uma vez, no índice S&P 500) um retorno de 5,4% ao ano em relação à inflação nos EUA, num período de 50 anos (para quem começou uma poupança bem jovem), ou 7,3% num período de 30 anos. A razão disso está no próprio crescimento da economia, associado ao crescimento dos lucros: as empresas repassam os custos inflacionários, os dividendos retornam aos investidores, que são então reinvestidos, gerando o efeito de capitalização, com a compra de mais ações, que geram mais dividendos e assim por diante. Também as empresas recompram suas próprias ações, aumentando o lucro por ação e, como consequência, os dividendos por ação, fortalecendo ainda mais o retorno proporcionado pelos dividendos e a renda que estes proporcionam.

A queda dos juros decorre da necessidade de estimular a economia por diversos motivos – por exemplo, a crise de 2008, quando se viu a última forte queda dos juros. Por outro lado, os juros sobem devido à inflação – associada ao repasse de custos pelas empresas (como já comentamos anteriormente).



Period	Annualized Return (Nominal)	Annualized Real Return (Adjusted for Inflation)	$1 Becomes... (Nominal)	$1 Becomes... (Adjusted for Inflation)
10 years (2012-2021)	14.8%	12.4%	$3.79	$3.06
30 years (1992-2021)	9.9%	7.3%	$11.43	$5.65
50 years (1972-2021)	9.4%	5.4%	$46.69	$6.88

DATA SOURCE: MONEYCHIMP.

Líquido e certo é que os juros terão pouco impacto nas principais causas da inflação, como as altas de energia e *commodities* e a quebra das cadeias de produção.

Na outra ponta, as limitações para financiar as produções de petróleo e de alguns bens minerais considerados poluentes acabam por provocar problemas na oferta deste produtos. Além disso, os custos de insumos utilizados na agricultura – combustíveis, fertilizantes, defensivos e logística, por exemplo – pressionam os preços dos alimentos (sem contar as intempéries climáticas, que têm o mesmo efeito). Desta forma, acreditamos que os juros de EUA e Europa ficarão abaixo da inflação por um longo período e que um choque de juros seria problemático: as economias ainda se recuperam da pandemia, e o impacto nas principais fontes da inflação (energia e materiais) seria pequeno. Para lembrar: o que há não é uma inflação de demanda, mas sim um choque de oferta, relacionado à quebra de cadeias produção. Também há o "fator ESG" – questões ambientais principalmente, que pressionam custos e limitam a oferta das *commodities* (vimos isso no caso da Caterpillar).

A perseguição, por parte de quase todas as nações e empresas, da ideia de descarbonização também deverá ter efeitos na inflação. Como substituir a energia fóssil? Quais os custos envolvidos? De onde virão matérias-primas e equipamentos? A "nova normalidade" (com a licença para usar uma expressão um tanto desgastada em um mundo pós-covid-19) do ESG, apenas reforçando, será um complicador, com a pressão que vai exercer sobre suprimento e investimentos em energias e combustíveis que não encontram ainda substitutos na mesma velocidade do descomissionamento da produção. Além de demandas já presentes, como o crescimento demográfico e de renda, especialmente em países asiáticos, que intensificam a demanda mundial por energia, turbinado pelo crescimento do PIB per capita, associado ao maior consumo por habitante. Um fato é certo: trilhões de dólares serão investidos e alguém terá que pagar esse custo. A população de menor renda certamente sentirá o maior peso desse encargo.

Ei, você aí...

Conjuntura Internacional

O cenário de stress causado pela aceleração do tapering (redução gradual de estímulos monetários pelos bancos centrais) e pela precificação de sucessivos aumentos das taxas de juros pelo Fed em 2022, continua afetando diversos mercados e setores mais sensíveis à liquidez – como o de tecnologia (notadamente aquelas empresas pouco ou não lucrativas).

Vejamos o caso do ETF ARKK – que representa um índice de empresas ligadas a tecnologia/inovação. Entre 2 de agosto de 2021 e o último dia 31, a queda apresentada foi de 53,5%. Mas se contado desde 27 de janeiro de 2020 (no mundo pré-pandemia, portanto), há um ganho acumulado de 40,4%; ou seja: há boa gordura para queimar. O S&P 500, por sua vez, apresentou retorno bastante próximo no mesmo período: 39,5%. Mas de 28 de agosto do ano passado até o mesmo 31 de janeiro, houve valorização de 14,4%. A diversificação para tecnologia e criptomoedas – vide abaixo - como se vê, tem causado perdas significativas, apenas com a expectativa de aumento das taxas de juros.

Outro exemplo: criptomoedas. O ETF HASH11 – que representa investimentos, por exemplo, em Bitcoin e Ethereum – apresentou queda de 30,3% de 28 de abril de 2021 (seu lançamento) até 31 de janeiro deste ano. O bitcoin (BTC) sofreu queda de 36,4% entre seu pico recente, em 7 de novembro de 2021, e o fim do mês passado.

Mais um modismo: as SPACS – sigla em inglês para *Special-purpose acquisition company*, que se traduziu como SPE (Sociedade de Propósito Específico). Por elas, são captados recursos para investir na compra de empresas. São variações do tema "Cheque em Branco". São também conhecidas como fundos de *private equity*, ou seja: investem em empresas não negociadas em bolsa, e a promessa é levá-las justamente para a bolsa, por meio de IPOs e daí auferir grandes ganhos. Apenas em 2021, os SPACS captaram US$ 145 bilhões, um aumento de 91% sobre 2020.

Para nós, investimentos em ativos como ARKK, criptos (ou seja lá que nome tenham) e SPACS representam o excesso de liquidez trazido para a economia. Ao invés de ser injetado em bens de produção ou em geração de energia, esse excesso de liquidez criou grandes bolhas especulativas – que raramente (se alguma vez) têm finais felizes. Todos lembramos das bolhas das "pontocom" (de meados dos anos 1990 até o ano 2000), ou dos sub-prime – que estourou em setembro de 2008, da qual nunca houve uma franca, robusta e verdadeira recuperação: seus efeitos até hoje são sentidos, como na queda das taxas de juro e na economia cambaleante da Europa. Como já disse a letra da marchinha, isso vai acabar "em uma grande confusão".

O boom das SPACS acabou nos EUA, o que contribuiu também para a grande diminuição de liquidez nesses tipos de ativos. Mas no Brasil, tão afeito a copiar os gringos, vão surgindo SPACS ou SPEs. As consequências podem ser bastante negativas. A busca por enriquecimento rápido e grandes lucros, sem considerar os riscos, está na raiz de muitas tragédias pessoais e do declínio de grandes instituições financeiras.

Lembremos dos casos do LTCM (Long Term Capital Management) e de Bernie Madoff. O LTCM, criado em 1994, foi um *hedge fund*, cujo quadro de diretores e conselheiros incluía nomes como Myron Scholes e Robert Merton – agraciados em 1997 com o Prêmio Nobel de Economia, por desenvolverem o famoso modelo *Black-Scholes*. Com rendimentos de 21% no primeiro ano, 43% no segundo e 41% no terceiro, o fundo entrou em colapso em 1998, após as crises da Ásia, em 1997, e da Rússia, em 1998 (que também quebrou muita gente no Brasil). O fundo perdeu, em quatro meses, em 1998, US$ 4,6 bilhões – quantia que hoje faz lembrar a cena do filme "Austin Powers", em que o Dr. Evil exige da ONU a alucinante quantia de (pausa dramática): "Um milhão de dólares". Mas, à época, foi de fato um volume bastante expressivo. Para se manter solvente, o LTCM teve que receber injeção de capital de US$ 3,65 bilhões de 14 instituições financeiras. Foi liquidado no início do ano 2000, devido, de acordo com os gênios da economia e o gestor John Meriwether (VP e chefe da mesa de trading do extinto Salomon Brothers, que acabaria incorporado pelo Citigroup), à alavancagem excessiva e ao comportamento de diversos ativos do mercado fora do esperado – ou do "normal". Será que novas anormalidades como 11 de setembro, sub-prime, Covid-19, não surgirão novamente? Certo que sim. Mas sempre não antecipado e uma surpresa que arrebenta com VAR – *Value at Risk*, que em algum momento deixa de funcionar, ou como dizem os gringos, devido a *fat tail*, ou curtose, como os gigantes agraciados pelo prêmio Nobel da economia sentiram na própria pele, e transferidos para a pele de muitos investidores e instituições financeiras, também grandes vítimas da "cauda gorda", mesmo com sofisticados sistemas de risco.

Mas os US$ 4,6 bilhões do LTCM são café pequeno se comparados aos estimados US$ 65 bilhões em perdas deixadas pelo hedge fund de Bernard Madoff – simplesmente o pai do maior esquema de pirâmide da história. Parece que temos algumas pirâmides sendo construídas como o sugestivo nome *dog coin*. Criatividade não falta, assim como ganância e ingenuidade. O professor bolso ensinará. O fundo só trazia retornos extraordinários, porque na base estava uma fraude, e as perdas atingiram grandes instituições financeiras e milionários (muitos brasileiros inclusive). A ganância leva mesmo embora o melhor da capacidade de análise e julgamento dos investidores. Madoff morreu em 14 de abril do ano passado, aos 82 anos, na prisão. Se tornou personagem de inúmeros documentários e foi interpretado por Robert De Niro no filme "O Mago das Mentiras", que se pode assistir em serviços de streaming. Um filho cometeu suicídio e outro faleceu de câncer.

Os níveis atuais de inflação e de desemprego na economia americana tornam injustificável a manutenção dos estímulos. A novidade é que as FAANGs (principais empresas associadas a tecnologia nos EUA) começaram também a serem afetadas pela correção – a volatilidade desses ativos vem aumentando, e se intensificou com a publicação dos resultados de 2021. O exemplo mais eloquente talvez seja o Facebook, cujas ações derreteram após os resultados. Por enquanto, parece ser apenas uma pausa saudável da grande euforia que *Wall Street* viveu desde o começo da recuperação após o crash inicial provocado pela covid-19. Mas a experiência das dot.com, fica sempre na memória daqueles que perderem fortunas e, talvez os mais jovens não tenham a menor ideia do que foi essa grande bolha. A mesma que se repete de tempos em tempos com ativos exóticos, ou aquele investimento que é lucro certo e só os trouxas não conseguem ver.

Diante desse cenário e da continuação do boom das commodities, os mercados emergentes, que ficaram para trás nessa euforia de mercado pós-crash, tornaram-se uma alternativa atrativa aos investidores estrangeiros. Do ponto de vista destes, são importantes uma certa estabilidade da moeda, segurança jurídica e institucional, liquidez e obviamente a sub-precificação dos ativos. O Brasil se destaca entre os mercados com liquidez aceitável, dado que a volatilidade da moeda diminuiu bastante e, surpreendentemente, a segurança jurídica é maior que a média – ainda mais se as referências forem China, Índia, Turquia e Rússia, por exemplo. Na América Latina, o Brasil é a principal alternativa – de novo, pela liquidez e pelo fato de o México ter uma bolsa com poucas empresas e uma economia muito associada aos EUA.

China e Índia têm grande potencial econômico, mas a insegurança jurídica é notável. Além disso, muitas vezes o vigor de suas economias reais não se traduz em alta dos ativos financeiros. As medidas que a China tomou no setor educacional em 2021, por exemplo, foram inaceitáveis para o mercado: empresas multibilionárias listadas, simplesmente foram impedidas pelo governo de exercerem atividade lucrativa. Boa parte dos ativos do setor de educação chinês caiu mais de 90% com um decreto surpresa. O caso do conglomerado Evergrande e as interferências na Alibaba são outros exemplos. E a proximidade entre os governos da Rússia e China não deixa de ser inquietante.

O Brasil, apesar do histórico com Petrobrás e Lava Jato, ainda é uma opção viável aos estrangeiros em termos de segurança jurídica. Os diversos ativos correlacionados à dinâmica econômica chinesa tornam a bolsa brasileira uma alternativa para apostar na China, sem correr o risco da insegurança jurídica desta.

Agronegócio, extração mineral, petróleo e até produtos eletrointensivos produzidos no Brasil (como alumínio e ferroligas) se beneficiam da política ambiental e energética chinesa. Não surpreenderia ver os investimentos chineses se intensificarem aqui – como inclusive já fizeram, no setor energético (vide a CPFL), as gigantes State Grid e CTG (*China Three Gorges Corporation*). Estima-se que os chineses já controlam entre 10% e 12% da geração, transmissão e distribuição de energia elétrica no país. Como abutres, que sentem cheiro da carniça a quilômetros, a China já começa a investir pesadamente no vizinho portenho.

O noticiário em janeiro continuou a corroborar nossa visão sobre energia. Os preços de gás nos principais *hubs* da Europa e Ásia seguem em níveis recordes. A regra matemática, para termos uma ideia de equivalente *Brent*, é multiplicar o preço/MMBTU do gás por 5,6. Por exemplo: o preço do contrato de gás natural para março de 2022, no Reino Unido, está atualmente em US$ 26/MMBTU – o que, em termos energéticos, equivaleria a US$ 145/barril para o petróleo tipo Brent. No Brasil, lembremos, estamos perto de US$ 10/MMBTU, com tarifas e encargos embutidos – o que traz uma certa vantagem para a indústria nacional em termos de insumos e energia. O *Brent* também continua muito forte, com o barril ultrapassando a marca dos US$ 90 no começo de fevereiro.

Estruturalmente, já abordamos as razões por trás do grande gargalo de energia existente no mundo atual, mas eventos como invernos rigorosos e a tensão Rússia x Ucrânia também têm contribuído para agravar a situação. Fora a questão da transição energética para o baixo carbono e a observância dos preceitos ESG, que já abordamos mais acima. O Brasil se insere neste contexto de forma extraordinariamente vantajosa. Nos tornamos uma grande província do setor de exploração de petróleo no pré-sal. Temos energia renovável e limpa com potencial enorme de crescimento, que poderá ser convertida futuramente em hidrogênio verde e produtos eletrointensivos com baixos custo de produção e pegada de carbono. A Europa, no entanto, discute se gás natural e energia atômica são verdes. A cor parece depender apenas da conveniência econômica: a Alemanha acha que energia nuclear não é verde, mas gás natural de natureza fóssil sim; já a França vê o oposto.

O Brasil ainda possui enormes potenciais de energia: eólica *offshore*; biometano de vinhaça (subproduto da açúcar e etanol), que substituiria o diesel; biomassa; etanol (G2 e de milho), que pode ser usado em veículos híbridos e elétricos de célula de hidrogênio; e outros. Há outro país no mundo que reúna todas essas possibilidades e potenciais para geração de energia renovável e limpa?

No mercado de etanol e açúcar, além da tendência positiva do preço do petróleo, temos a possível diminuição (talvez o cancelamento) dos subsídios à produção de cana de açúcar na Índia. Isso teria impactos enormes de oferta no setor, principalmente em um cenário de alta extrema no preço dos insumos agrícolas, com a alta do gás natural correndo logo ao lado. Sabemos que a produção indiana é em grande parte pouco desenvolvida e dependente de subsídios. Apesar disso, a Índia é um dos grandes *players* mundiais e o corte nos subsídios pode causar uma grande falta de produto no mercado global. Empresas como São Martinho e Jalles Machado – únicas listadas na B3 que são 100% dedicadas ao açúcar e etanol – seriam bastante beneficiadas.

Destacamos uma vez mais que a Índia antecipou de 2025 para 2023 o aumento da adição de etanol à gasolina dos atuais 10% para 20%, e aprovou a introdução da tecnologia flexfuel. O país foi recentemente condenado pela OMC em queixa do Brasil e de outros países, pelos subsídios à exportação de açúcar. Todos

estes fatores combinados deverão levar o preço da *commodity* a um novo patamar, no curto e no longo prazos. Uma indicação disso é que os produtores de açúcar, nesta época do ano, antes mesmo do início da safra, costumam fazer hedge de 70% das exportações, travando os preços. Neste ano, no entanto, apenas 50% do volume a ser exportado conta com *hedge* – o que indica otimismo com relação à possibilidade de preços mais altos que atualmente. Talvez o petróleo esteja influenciando este comportamento, pois a alta da gasolina aumenta a rentabilidade do etanol, leva a maior produção do carburante – o que, claro, se traduz em produção e exportações de açúcar menores, portanto, preços mais altos.

Reforçando: acreditamos que, mesmo com a tendência de aceleração no ritmo da alta de juros nas economias desenvolvidas, a força inflacionária continuará forte, sobretudo do segmento energético. Diante disso, o juro real deverá se manter em território negativo, favorecendo o mercado acionário.

A variante ômicron continua a se espalhar rapidamente pelo mundo, com aumento preocupante no número de óbitos. Apesar disso, diversos países – EUA, Reino Unido e a própria África do Sul entre eles – têm reportado números menores de novos casos. Têm-se falado na possibilidade de que o pior já tenha passado. A Noruega, por exemplo, já anunciou o fim da maioria das medidas restritivas, como o teletrabalho obrigatório ou impedimentos à venda de álcool. A Dinamarca seguiu pelo mesmo caminho. A Austrália – que protagonizou o ruidoso caso envolvendo o tenista Novak Djokovic há algumas semanas – anunciou a flexibilização de medidas e a abertura de fronteiras ao turismo (desde que o turista esteja vacinado). Na contramão, vimos a Áustria, que tornou obrigatória a vacina a todo maior de 18 anos, sob pena de uma multa que qualquer um preferiria não pagar (pode chegar a € 3.600, coisa de pouco mais de R$ 21 mil). Além disso, o diretor da OMS para a Europa, Hans Kluge, disse que, assim que a onda da ômicron diminuir, deverá haver "imunidade geral por algumas semanas ou alguns meses, seja por causa da vacina ou porque as pessoas ficarão imunes devido à infecção, além de uma diminuição devido à sazonalidade". No início de janeiro, no entanto, o diretor-geral da OMS, Tedros Adhanom Ghebreyesus, afirmou que, embora a ômicron pareça menos grave se comparada à variante delta, ela não tem nada de branda e tem sobrecarregado os sistemas de saúde em todo o mundo. Enfim, o cenário em relação à pandemia continua turvo. Vamos acompanhar os próximos capítulos.

Sobre os impactos econômicos, as medidas de restrições ainda em pé mundo afora, têm sido bem menores que os do início. O mundo tem se adaptado à pandemia; afinal, em 11 de março vão se completar dois anos de pandemia, aprendeu-se alguma coisa nesse longo período. Novas cepas poderão surgir – já está à solta inclusive uma subvariante, a BA.2, que é ainda mais contagiosa que a Ômicron, e já identificadas algumas ocorrências no Brasil. Mas a vacinação avança, e há a potencialização do efeito de vacinação de rebanho, reduzindo o número de transmissores aos ainda não infectados.

Conjuntura Nacional

Em janeiro houve uma folga nas tensões políticas e os resultados fiscais surpreenderam positivamente. O ano de 2021, fechou com superávit primário – o primeiro desde 2013 – de R$ 64,7 bilhões, equivalente a 0,75% do PIB. Os mercados apresentaram uma dinâmica positiva, impulsionados principalmente pelo fluxo estrangeiro (como já explicamos mais acima) – que injetou R$ 32,5 bilhões no mercado secundário em janeiro, no segundo maior fluxo mensal em 10 anos.

Assim como ocorreu logo após a queda do mercado no início da pandemia, o fluxo inicial de alta pós-recuperação tem se concentrado principalmente nas *bluechips* do Ibovespa e nas empresas mais negociadas e de maior peso, tanto no IBOV, como no SMLL. O primeiro subiu 7% e o segundo, 3,4%. O nosso ETF TRIG11 permaneceu estável. Acreditamos que esse fenômeno tem validade, com a contaminação dos demais ativos sendo questão de tempo, transformando a alta concentrada em alta generalizada.

Num primeiro momento, os estrangeiros compram os papéis mais líquidos. Estão se posicionando – "comprando o mercado". Em seguida, se tiverem criado confiança para manter os recursos no país, iniciam um processo seletivo: vão em busca de ativos mais descontados e realizam lucros naqueles papéis iniciais – reciclando de liquidez para valor. Óbvio que isto se aplica para apenas uma parte do mercado. O quadro abaixo ilustra o fluxo de recursos, com investidores institucionais vendendo R$ 28,4 bilhões; pessoas físicas na mesma direção, com vendas de R$ 4,7 bilhões; e na ponta dos estrangeiros, instituições financeiras comprando R$ 1 bilhão e empresas, R$ 1,6 bilhão para ações em tesouraria, demonstrando a confiança em bons resultados e a crença em que suas ações estejam demasiadamente descontadas.

Dados acumulados entre : 03/01/2022 e 31/01/2022

Tipo de Investidores	Compras		Vendas	
	R$	Part. (%)	R$	Part. (%)
Investidores Individuais	96.852.191	7,47%	103.277.500	7,96%
Clubes de Investimento	1.467.080	0,11%	1.779.135	0,14%
Institucionais	156.119.577	12,04%	184.494.940	14,23%
Investidor Estrangeiro	360.924.817	27,84%	328.433.851	25,33%
Empresas Públicas e Privadas	6.694.775	0,52%	5.080.448	0,39%
Instituições Financeiras	26.221.731	2,02%	25.233.541	1,95%
Outros	43.718	0,00%	24.473	0,00%

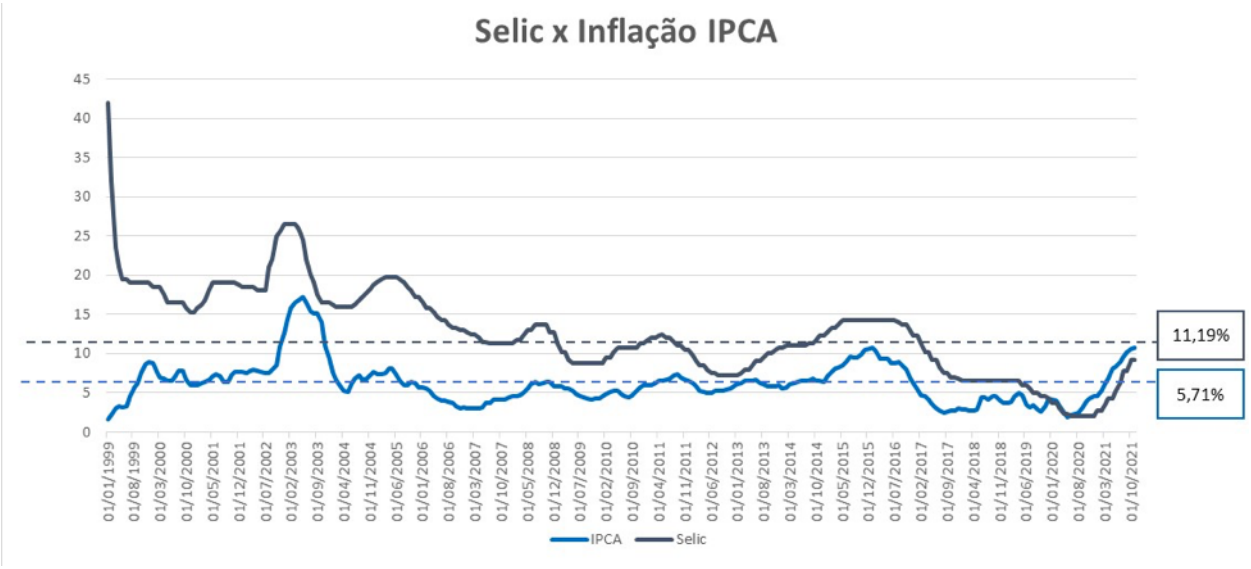
A contínua onda de resgates por parte dos institucionais nacionais, tem atrasado o avanço do mercado menos líquido, que atualmente não está no foco dos estrangeiros. Estes, por sua vez, realizam boa parte do fluxo para o Brasil via ETFs de Ibovespa, como o EWZ, ou mesmo de *small caps*, concentrados nas ações mais representativas dos ETFs, em índices e nas mais negociadas. Diversas ações do SMLL, não esqueçamos, também são do IBOV, o que explica parte da alta do SMLL.

Mas, olhando o índice TRIG11, percebemos que essa alta de fato foi desigual, com ativos mais líquidos e de maior capitalização de mercado se beneficiando muito mais do fluxo estrangeiro. Fundos locais de ações continuam sofrendo resgates e recebendo poucos aportes, provocando desequilíbrio no mercado – onde o valor das empresas pouco importa. Nós, ao contrário, entendemos que está se abrindo uma janela de oportunidade cada vez maior, uma vez que valor e preço das empresas estão caminhando em sentidos opostos.

A título de mera conjectura: quando essa onda de resgates deve acabar e dar fôlego a uma recuperação acelerada das *small caps*? O último comunicado do COPOM veio com um tom mais brando acerca do ritmo de ajuste de aperto monetário – o documento menciona os impactos econômicos gerados pela política contracionista (só como lembrete: após aprovada a independência do BC, o mandato da autoridade monetária passou a incluir desemprego).

Com o grande *drawdown* (queda desde o último pico) na bolsa nacional, espera-se que uma parte boa do estoque do fluxo eufórico de pessoa física da recuperação pós-COVID e da Selic baixa já tenha saído da bolsa. Os contínuos aumentos da Selic, no entanto, seguem influenciando marginalmente a tendência de que a pessoa física siga resgatando, com o aumento do juro real, os multimercados agora têm uma vida mais fácil, já que não precisam se arriscar na bolsa para bater o *benchmark* CDI. A tendência é que após o encerramento do ciclo de alta de juros, esse fluxo negativo diminua bastante: a tendência marginal de resgate das pessoas físicas e de venda dos multimercados cessará, e o aumento à exposição à renda variável, com a compra de ações e investimentos em fundos, poderá ser retomado.

Eis aí a oportunidade para acumulação de ótimos ativos menos líquidos a preços cada vez mais atrativos. Os ativos líquidos já apontam uma recuperação, e se torna questão de tempo, portanto, até que essa alta contamine os demais ativos. Resta saber até que ponto o ciclo de alta do BC está se esgotando. O modus operandi da busca incessante pelas metas da inflação parece não ser razoável – como já vimos, o boom das commodities e o gargalo energético não devem terminar tão cedo, e elevar juros contra isso de nada adianta. Parece que o BC já jogou a toalha para 2022, e mira 2023 para o centro da meta. Isso pode implicar em finalizar o ciclo de aperto monetário mais rapidamente do que o que está precificado pelo mercado. Surpresa à vista? Observem, caros leitores, que no longo prazo a exemplo dos EUA, nossa taxa de juros é decrescente. Desde o início da criação da Selic, a média de 11,19%, proporcionou um ganho anual médio de 5,48%, próximo da Selic atual de 10,75% sobre o IPCA esperado de cerca de 5,3% para 2022. Mas de acordo com o BC, o juro real deveria se estabilizar em 3,5% sobre o IPCA. Estimando uma inflação anual entre 3,5% e 5% para os próximos anos, a Selic deveria se acomodar entre 7% e 8,5%, bem abaixo do nível atual e mantendo a trajetória descendente no longo prazo, favorecendo maior alocação em renda variável nos próximos anos.



Os alimentos deverão se manter pressionados pelo aumento de custos – como combustíveis, fertilizantes e defensivos químicos – e pelo clima ocasionalmente adverso. A taxa Selic tem poder zero também aqui – a inflação, lembremos, não é de demanda. Aumentá-la levaria a quedas de produção, investimentos e empregos, na arrecadação, além de aumento substancial do custo da dívida pública e do déficit nominal – e isso culmina em maior risco fiscal. O Brasil tem a maior taxa de juro real sobre a inflação projetada do mundo, e isso causa grandes malefícios à economia. Juros elevados são, como já dissemos em outras ocasiões, a saúva da nossa economia. Desastrado em diminuir os juros, o BC também age de forma equivocada ao elevá-los. Talvez tentando compensar o erro anterior, erra duas vezes. Será que ainda há tempo para corrigir?

O elevado desemprego no Brasil se torna uma vantagem também para a indústria nacional, já que os empregadores possuem maior poder de barganha para o repasse da inflação aos salários – cenário não visto no exterior. Os EUA especificamente, têm tido sérios problemas para contratar funcionários e a alta dos salários está acelerada, superando até a inflação recorde apresentada.

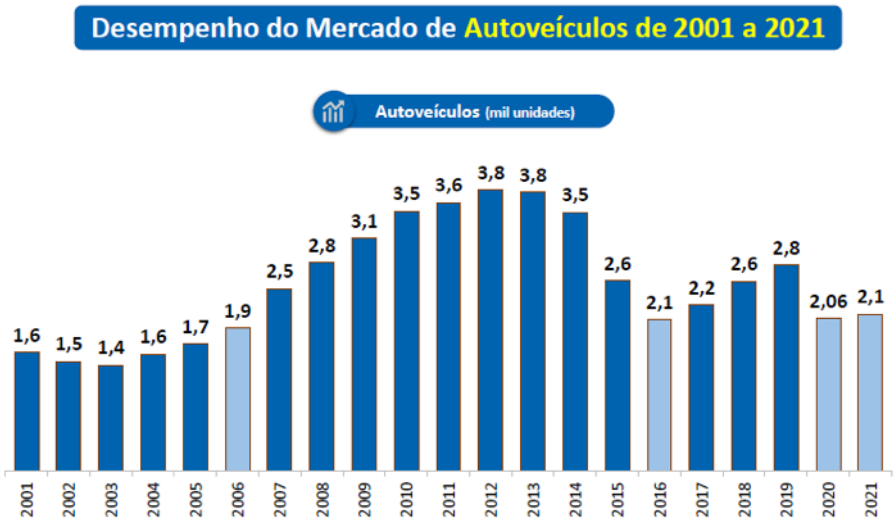
A desvalorização do real em 30% nos últimos dois anos, com maior impacto nos produtos mais intensivos em mão de obra, tem tornado a grande indústria nacional cada vez mais competitiva, e ainda mais com a capitalização e desalavancagem vistas em 2021 – o que permite modernização e investimentos. O custo logístico favorece muitas empresas que competem com produtos asiáticos (China principalmente), com os contêineres chegando a subir mais de 7 vezes – de menos de US$ 2 mil para cerca de US$ 15 mil.

Sobre a indústria automotiva, algumas montadoras já se pronunciaram sobre uma normalização cada vez maior da oferta de chips global e se mostram otimistas para 2022. A GM, por exemplo, espera aumentar o volume de produção de 25% a 30%, melhorando a cada trimestre. Devemos ter também mais um ano de forte crescimento de produção e venda de pesados no Brasil, com a chegada do Euro 6 em 2023 – espera-se que com preços mas altos, o que pode levar a uma antecipação de vendas para este ano. Como os estoques estão baixos – em cerca de 15 dias, contra um intervalo normal de 45 e 60 dias –, a produção deverá crescer mais que as vendas das concessionárias, que deverão recompor estoques. As exportações devem ajudar ainda mais a produção, especialmente pelo efeito câmbio e lançamento de novos modelos no Brasil, alinhados às plataformas globais.

O Proconve 7 (Programa de Controle da Poluição do Ar por Veículos Automotores) entrou em vigor em janeiro e estabelece exigências maiores nas emissões e de segurança. Com isso, vários modelos – como o clássico Gol – saíram de linha, para serem substituídos por outros. Além de novos motores, serão necessários novos equipamentos e filtros para tratamento e filtragem de gases. A Metal Leve será particularmente beneficiada pela substituição de motores antigos de baixa tecnologia por outros mais sofisticados (com maiores valor agregado e margens). A empresa também atua nos sistemas de emissões e filtros, sendo esses também um segmento de reposição. Produção e vendas de dezembro e janeiro foram prejudicadas por férias coletivas e mudanças nas linhas de produção para vários modelos, dando a falsa impressão de um mercado ruim. A Hyundai, destaquemos aqui, anunciou que fabricará motores no Brasil, substituindo a importação – o que também favorece a Metal Leve, que atende este segmento. Por fim, os vários problemas nas cadeias de produção e custo logístico têm levado as montadoras e reverem

o modelo de globalização e *just in time*, o que deverá levar a uma nacionalização maior dos componentes automotivos. O fator câmbio (ele de novo) favorecerá a Metal Leve e outras empresas do setor que fazem parte das nossas carteiras.

Para finalizar, e já fazendo a transição: após dois anos de queda, a produção industrial do Brasil voltou a crescer em 2021, com expansão de 3,9% – mas ainda está 0,9% abaixo do nível pré-pandemia. O que não impediu os analistas de se surpreenderem com o vigor. Em termos percentuais, foi a maior expansão desde 2011, quando evoluiu 10,2%, e a quarta maior desde 2003, em que pesem todos os problemas do setor automobilístico. A imagem a seguir mostra como a produção automobilística está baixa. Para recompor o nível de 10 anos atrás, seria preciso haver um avanço de 80%, sendo que a capacidade instalada, de cerca de 5 milhões de unidades, representa cerca de 2,4 vezes o ritmo de produção em 2020/21 – o que enseja um potencial de crescimento de quase 140% na produção sobre a base atual. Mesmo assim, as montadoras continuam a investir no Brasil, em produtos de maior conteúdo tecnológico e modernização das linhas de produção.



Fonte: ANFAVEA

Segundo o IBGE, três das quatro grandes categorias e 18 das 26 atividades avaliadas tiveram desempenho positivo. Os destaques do ano foram: máquinas e equipamentos (24,1%); veículos automotores, reboques e carrocerias (20,3%); e metalurgia (15,4%). Entre as grandes categorias econômicas, o destaque ficou com bens de capital (28,3%). Tal desempenho está em linha com o posicionamento setorial da Trigono: 32% das carteiras inseridas no setor industrial, 21% em metalurgia e mineração e 18% no agronegócio.

Estratégia

Nossa estratégia permanece intacta desde o início da gestora, no final de 2017. Nosso foco são empresas no segmento *small caps*, com abordagens específicas. Temos um núcleo de empresas – as Top-5:

Ferbasa, Kepler Weber, Metal Leve, São Martinho e Tupy – que atendem os quesitos de ESG, dividendos (especialmente futuros) e preço de mercado, e proporcionam uma relação de risco e retorno de acordo com as expectativas de retorno dos fundos, além de diversificação adequada, liquidez média acima de R$ 25 milhões (ou de R$ 125 milhões para o conjunto).

Em comum, essas cinco possuem receitas relacionadas a moedas estrangeiras, em diferentes proporções: no caso de Ferbasa e São Martinho, chega-se perto de 100%. A Tupy tem cerca de 80% (a empresa, lembremos, supre clientes que exportam ou estão de certa forma relacionados a *commodities* ou itens como máquinas agrícolas, veículos para mineração, ou mesmo empregados na logística de produtos exportados). A Metal Leve exporta cerca de 40%, mas atende clientes que também exportam, e os preços de seus produtos seguem os custos, os patamares internacionais e o câmbio. Ambas (Tupy e Metal Leve) estão protegidas por cláusulas contratuais que permitem repassar os custos dos materiais – ou seja: possuem um *hedge* sobre a inflação de custos.

A Kepler Werber tem no aço seu principal custo, que é repassado aos preços dos silos. Os principais clientes estão ligados à produção de grãos e toda cadeia relacionada, incluindo tradings, fornecedores de insumos, e cadeia logística (ferrovias, hidrovias e portos). A empresa também tem relação com o tema segurança alimentar: a China dependerá cada vez mais do Brasil no fornecimento de grãos – e silos serão parte essencial dessa cadeia de suprimento. Os biocombustíveis, produzidos a partir de grãos (milho e soja), também serão fator benéfico para a KW – grãos vão necessitar de armazenagem ao longo de todo o ano.

Já a São Martinho, está inserida no segmento sucro-alcooleiro, cujas dinâmicas de mercado e preços seguem o mercado internacional, com influência direta do petróleo na formação de preços do etanol – e sobre estes também age (sim, ele de novo) o câmbio. São Martinho e o setor também passam por influências climáticas e custos, como diesel e fertilizantes – também de certa forma relacionados ao petróleo – que também desaguam no preço do etanol.

Desta forma, embora estejamos concentrados em poucos setores e empresas, acreditamos que a melhor forma de proteção das carteiras, contrariando a crença popular de grande diversificação, é investir em poucas empresas, sólidas, que atuam em nichos, que conhecemos muito bem, com potencial de pagar dividendos relevantes, sólidas, tendo a moeda estrangeira como primeira rede de proteção e ESG como segunda rede de proteção. Como já tivemos ocasião de lembrar aqui, escreveu Mark Twain certa vez: "O sábio disse, 'Ponha todos os seus ovos em uma cesta – E VIGIE A CESTA'". Se o leitor me permite, faço um acréscimo: Twain escreveu de fato a frase – mas a tomou de empréstimo (com o devido crédito) de Andrew Carnegie, que a utilizou em um discurso de 23 de junho de 1885, para alunos do *Curry Commercial College de Pittsburgh* (Pensilvânia, EUA).

Desempenho dos Fundos

O desempenho dos fundos abaixo dos índices de referência (exceto o Trigono Prev 70) já foi explicado mais acima. Nas tabelas abaixo, segmentamos o IBOV e SMLL em 16 quadrantes, cruzando 4 quartis relacionados a liquidez e peso nos índices, como segue, para o mês de janeiro:

Atribuição de performance por peso no índice e liquidez (Volume Financeiro Médio Diário 90 Dias)

		VFMD				
		Q1	Q2	Q3	Q4	Total
Peso SMLL	Q1	0,59	0,57	0,15		1,31
	Q2	-0,21	0,64	0,45	0,03	0,90
	Q3		0,23	0,50	0,01	0,73
	Q4	-0,05		-0,06	0,58	0,47
	Total	0,32	1,44	1,04	0,62	3,42

Fonte: Economática

		VFMD				
		Q1	Q2	Q3	Q4	Total
Peso IBOV	Q1	1,45				1,45
	Q2	0,85	2,65	-0,25		3,25
	Q3		0,43	0,91	0,25	1,59
	Q4		0,03	0,03	0,63	0,69
	Total	2,30	3,11	0,69	0,88	6,98

Fonte: Economática

Nossa conclusão, a partir dos dados observados, se alinha aos comentários anteriores – ou seja: o mercado – principalmente investidores estrangeiros – buscaram se posicionar nas ações mais líquidas e de maior peso nos índices, além do fato dos ETFs espelharem justamente esses dois parâmetros (mas sem qualquer conotação de valor ou análise fundamentalista). Analisando todas as posições da Trígono em conjunto, os setores que mais contribuíram positivamente foram Indústria, com 1,49%, e Agronegócio, com 0,68%, e na ponta contrária, de forma negativa, Química, com 1,26%, Mineração e Metalurgia, com 0,85%, Concessões e Setor Elétrico com 0,45% e Tecnologia com 0,36%. A seguir, vide os comentários dos fundos.

O mês de janeiro começou com uma queda generalizada entre os diversos tipos de ativos na bolsa brasileira, que foi revertida entre as ações mais líquidas ao longo do mês, com o forte fluxo estrangeiro (como já comentamos em detalhe). De forma geral, as ações menos líquidas não tiveram comportamento similar – índices como o IBOV se descolaram fortemente da performance das *micro/small caps*.

Entre os setores que se destacaram positivamente, podemos citar Indústria e Agronegócio. São Martinho foi a grande contribuidora, beneficiada pelos altos níveis sustentados de preço do etanol e do açúcar. A alta do petróleo e os eventos no setor açucareiro na Índia, trazem ainda mais segurança para a sustentação desses patamares de preço, ou mesmo para novas altas. Lembremos que, pela política de hedge da São Martinho, a empresa antecipa a compra ou garante o fornecimento dos insumos, reduzindo o impacto na alta destes (ou, mais importante, eliminando o risco de desabastecimento). O insumo mais caro é aquele não disponível. Mas o *hedge* atual pouco acima de US$0,15/lb será substituído por preços pouco acima de US$0,18/lb, ou seja, um ganho ou amento de cerca de 20% para o açúcar. Já o etanol está com preço cerca de 50% acima do ano passado, o que garante uma excelente rentabilidade uma vez mais, e segue na preferências das usinas que possuem flexibilidade para produzir mais o carburante ao invés do adoçante. Tupy e Metal Leve tiveram desempenho positivo no mês, dentro do setor– tendo Schulz como exceção. Talvez o tamanho da empresa e a liquidez expliquem, mas a Schulz já comunicou ao mercado via B3 um crescimento nas receitas em torno de 60% em 2021, muito acima do setor – mesmo em um ano mais uma vez complicado pelos problemas nas cadeias de produção e pela inflação de matérias-primas.

O Agronegócio foi destaque com o desempenho de São Martinho e Kepler Weber. Além, claro, da manutenção do dólar valorizado – que impulsiona a competitividade nas exportações tanto do agronegócio como da indústria e inibe as importações e a competição com produtos chineses (e o sobrecusto logístico). Apesar da quebra de safra principalmente na região Sul, a deste ano ainda deve apresentar bom crescimento, mas a renda do campo tem se sustentado especialmente com a alta de preços em relação à safra passada. A soja, por exemplo, chega hoje a R$ 200/saca, contra R$ 170/saca um ano antes. Apenas para informar: o mesmo fenômeno climático que afetou região Sul quebrou a safra na Argentina.

O setor Químico foi o destaque negativo, com os desempenhos de Tronox e Unipar. Em termos de dinâmica competitiva, no geral, a indústria química nacional compete com os estrangeiros por uma fatia do mercado interno, com preços de commodities definidos pelo mercado internacional. Esses produtos são trazidos ao Brasil via frete marítimo e enfrentam também os impostos de importação. Os preços locais seguem os internacionais (acrescidos dos custos associados aos importados), com a vantagem do conforto do fornecimento local, sem necessidade de fechar câmbio, evitando entraves alfandegários, com logística mais fácil etc. Tronox e Unipar têm ampla margem para expansão, já que o mercado nacional é grande e elas ocupam ainda uma fatia pequena, de forma que quedas na demanda ainda não afetariam o volume vendido – desde que permaneçam competitivas frente aos estrangeiros. Aqui, custos relacionados a energia elétrica e gás natural estão mais comportados (e o câmbio, algo mais estável). No caso da Tronox, o Brasil importa cerca de ¾ de TiO2 (dióxido de titânio, pigmento essencial para tintas e plásticos e uma infinidade de produtos), e a China costumava suprir cerca de 60% do material importado. Fretes nas alturas e matérias primas disparando, impulsionam os preços deste produto neste início de ano, a exemplo de todo o ano passado.

Nossa indústria petroquímica é baseada na nafta, que segue o petróleo, enquanto a americana é baseada no gás – que já foi muito barato, até que deixou de ser, pelo menos momentaneamente. Atualmente, a situação é favorável à nafta – há décadas a indústria química nacional não se encontrava em posição tão boa. Essa dinâmica deve continuar por um longo tempo – o que, como explicamos nesta Resenha, fortalece a posição das empresas do setor, permitindo sua capitalização e uma nova rodada de investimentos para modernizar e expandir, garantindo a manutenção de boas margens e competitividade. E mais, dividendos a vista, como já colhidos em 2021. Unipar e Tronox têm caixas líquidos, que permitem grandes investimentos e pagar bons dividendos, em um ciclo virtuoso para ampliar sua participação no mercado nacional. No caso da Unipar, a empresa reiterou diversas vezes que busca aquisições no Brasil e fora e, pouco tempo atrás, foi alvo de uma tentativa de aquisição por parte de um fundo de *private equity* (não aceita pelo controlador). Curiosamente, e por coincidência, tal fundo fez uma proposta da aquisição da Tronox, controladora da subsidiária brasileira, mas que parece não será aceita pelos acionistas. No Brasil, nada muda.

O setor de Mineração e Metalurgia – representado principalmente pela Ferbasa – também apresentou resultado negativo no mês, em contraste com outras empresas mais conhecidas do mesmo segmento. A dinâmica positiva para as empresas eletrointensivas segue imutável, tendo sido o movimento negativo justificado pelo fenômeno da liquidez descrito anteriormente – após a alta de 12,3% da ação FESA4 em dezembro, houve realização de lucros. Tanto o FeCr (ferro-cromo) quanto o FeSi75 (ferrosilício) tiveram dinâmicas positivas no mês no mercado internacional e, espera-se que ao longo do ano, o FeCr atinja patamares recorde devido a aumentos substanciais na energia elétrica da África do Sul (um dos principais produtores da *commodity*) e uma série de problemas na China, relacionados ao meio ambiente e energia também.

Destacamos o FeSi75%, cujo preço, devido à uma combinação de fatores (em particular o custo da energia), saiu de US$ 900/ton no 4T20 para quase US$ 5.000/ton na Europa. Na China, que possui energia e coque com preços controlados pelo governo, o preço passou de US$ 3.500/ton – o país, lembremos aqui, tributa as exportações do FeSi75% em 25% e do FeCr em 40%, o que torna seus preços mais baixos em relação aos mercados internacionais e exportações inviáveis.

A Ferbasa, diga-se também, tem com seu principal cliente no Japão um contrato de fornecimento de FeSi75% HP, que é atualizado a cada abril – de forma que os preços atuais estão abaixo da realidade spot do produto *standard*. Os preços do HP possuem prêmio de US$ 300- US$ 500/ton, ou de até 30%. O produto tem aplicações relacionadas a eficiência energética e em veículos elétricos ou híbridos, como o Toyota Prius. A Ferbasa possui capacidade do FeSi75% equivalente até 50% da capacidade total de 110 mil toneladas anuais de FeSi75% e em 2021, não colheu a vantagem do preço maior pela condição da negociação antes da forte alta concentrada, especialmente no último trimestre do ano, ainda não tão bem evidenciado em seus resultados.

Assim, o segundo trimestre de 2022 deve apresentar recordes de receitas e lucratividade, tendo em vista o reajuste do FeSi75% HP, e a expectativa de um aumento no preço do FeCr em abril, negociado entre sul-africanos (Glencore) e europeus (Aperam). O forte reajuste da energia elétrica na África do Sul e outros

custos (coque e logística) por exemplo, deverão pesar. Do lado da Ferbasa, não há pressões inflacionárias, pelo contrário. A pluviometria sem sido muito favorável na região Nordeste e existe um excesso de energia regional – com os preços no mercado livre muito baixos. O sistema Nordeste não possui linhas de transmissão suficientes para exportar energia ao Sudeste, e na região não há novas demandas de indústrias eletrointensivas, o que configura uma situação de excedentes de energia, agravada pela entrada de novas capacidades eólica e fotovoltaica. Dessa forma, com a redução de bandeira vermelha e encargos regulatórios, poderá até haver uma redução nos custos da energia, cuja correção com a CHESF ocorre em julho, baseada no IPCA. Em 2021, houve um aumento extraordinário decorrente das condições climáticas adversas no país, e com impacto em todos os consumidores, entre eles, a Ferbasa que tem na energia elétrica seu segundo maior custo, atrás do minério de cromo.

O setor de Logística novamente apresentou desempenho negativo no mês. A representante do setor é a Simpar, cujas ações sofrem uma desvalorização severa desde agosto. A narrativa da alta de juros é a principal na justificativa para tal desempenho, dado que o modus operandi da empresa é trabalhar com alavancagem relativamente alta para financiar seu forte crescimento. Abordamos ostensivamente esse assunto numa live em nosso canal do YouTube com o VP de Finanças da Simpar, Denys Marc. De fato, o serviço da dívida aumentará consideravelmente com esse patamar de Selic. No entanto, apenas a valorização da frota de seminovos representa um ganho 10 vezes maior que o custo financeiro adicional – sem contar a própria evolução do EBITDA através da incorporação dos novos contratos relacionados à expansão da frota. O prazo de amortização da dívida, por sua vez, é muito favorável (o vencimento é em 2031). Se a empresa quisesse zerar sua dívida, poderia em pouquíssimo tempo, reduzindo sua frota – mas esta, além de trazer novas receitas, é um hedge contra a inflação: seu valor sobe junto com os preços dos veículos novos. Isso ocorre, porque o negócio da empresa não depende de juros baixos e sim de spread – a diferença entre o retorno de capital dos seus ativos e o custo de aquisição e carregamento desses ativos (juros), como um banco, associado ao WACC (custo do capital próprio). Tal *spread* é o princípio do EVA: quanto maior, tanto maior será a geração de valor ao acionista. Isso se alinha plenamente com a forma como a Trígono avalia as empresas e as precifica.

A Selic é facilmente repassada aos clientes pela natureza do aluguel de caminhões e carros. A alternativa ao aluguel é a compra do ativo, em grande parte das vezes financiada – o cliente fica então livre para escolher: ou se endivida com juros altos para ter o ativo, ou paga mais para ter o direito de usá-lo. Da mesma forma, a alta no preço desses ativos também é repassada aos clientes. Sendo assim, a dinâmica da empresa permanece a mesma, com enorme potencial de crescimento. A holding continua a inovar e gerar valor aos acionistas através de novos negócios – como a entrada da Ciclus, empresa de gestão de resíduos no Estado do RJ (outro setor com enorme potencial de crescimento pela frente). O desconto de *holding* exagerado permanece injustificável – como a má precificação dos próprios ativos listados (Vamos, Movida e JSL).

Por último, o setor de Tecnologia, representado pela Positivo, também apresentou desempenho negativo. Nesse ativo específico, a dinâmica de liquidez não serve para justificar a totalidade do descolamento com os índices em janeiro. Assim como a Simpar, o mercado se prendeu a uma certa narrativa para a precificação da Positivo, relacionada à queda de volume de vendas de eletrônicos esperada para o ano

no mercado interno e, de forma semelhante, a ação teve uma queda impressionante de agosto para cá. Esse argumento, apesar do desempenho em geral estável das varejistas de eletrônicos no mês passado, pegou mais forte na Positivo, cuja ação caiu quase 15%. Os paralelos com a Simpar também são grandes em relação à sua superficialidade. De fato, a expectativa é de queda no volume de vendas ao varejo para esse ano. Mas a Positivo, através dos contratos de fornecimento de urnas e do mercado de licitações – muito aquecidos no ano devido à volta às aulas presenciais nas escolas –, assegura uma receita relevante à empresa em 2022, mesmo que espaçada entre trimestres. Curiosamente, a Microsoft declarou que espera crescimento no mercado de PCs neste ano, devido ao mercado corporativo – segmento que também é atendido pela Positivo – e através de grandes servidores, como o grande contrato de R$ 270 milhões junto à Petrobras. O mercado corporativo também se fortalece com a volta aos escritórios, sendo que muitos usuários de PCs e notebooks mantêm mais de um equipamento – alternando entre o presencial e o home office. Esses fatores praticamente garantem que a Positivo tenha crescimento nas receitas em 2022. Urnas eleitorais têm margens em média superiores ao resto das linhas da empresa, e a Positivo já foi escolhida para fornecer os equipamentos das eleições em 2024.

A Positivo tem ganho de forma recorrente as licitações de urnas nos últimos anos, que se tornaram assim, uma fonte de receita mais segura. O desenvolvimento da tecnologia é caro e muito específico, de forma que, quanto maior o número de licitações ganhas, maior a barreira de entrada para concorrentes. E há a nova linha de celulares *Infinix*, que é líder de mercado em diversas regiões do mundo. Neste ano ainda, a Positivo deve fechar diversas parcerias com grandes adquirentes, abrindo a porta de entrada para crescer rapidamente no mercado de soluções de pagamento – que se desenvolve de modo acelerado. O líder nesse setor hoje no Brasil está sendo acusado no mundo todo e graves falhas de segurança, abrindo uma boa janela para a Positivo entrar. A Compaq, adquirida ano passado, também deve contribuir para o crescimento do ano no segmento premium de computadores e notebooks.

Também realizamos em janeiro, uma *live* com o fundador e CEO da Positivo, Hélio Rotenberg, em nosso canal do YouTube, abordando os assuntos comentados. A entrada da empresa como o patinho feio no Ibovespa também pode ajudar bastante no aumento da visibilidade da Positivo no mercado financeiro, de forma que, se apresentar resultados consistentes e crescentes (o que esperamos), investidores institucionais seguidores do *benchmark* podem aumentar sua alocação na empresa. Além do efeito surpresa na publicação de resultados, por ter uma baixa cobertura e entendimento pelo mercado.

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

O Fundo teve desvalorização de 2% em dezembro. Já o referencial IDIV se valorizou 7,5% no mês. A Indústria (1,9%) teve a maior contribuição positiva, junto com Agronegócio (0,9%). O setor Químico foi o destaque negativo (2,4%), e setores como Concessão e Energia (-0,7%) e Mineração e Metalurgia (-1,2%) também foram negativos. Tais desempenhos foram explicados na introdução desta seção.

Quando comparadas janelas mais longas: o Trigono Delphos teve valorização de 149,8% desde seu início (26 abril de 2018), ante 53,8% do IDIV e modestos 29,8% do IBOV no mesmo período. O alpha (excesso

de retorno sobre o índice de referência) do Delphos foi então de 96%. A volatilidade do Delphos ficou em 21,6% em 12 meses – pouco mais que os 18,4% do IDIV, o que se explica pela maior concentração do índice no segmento de utilities (como o setor elétrico) e no setor financeiro, ambos tendo apresentado recentemente menos oscilações que outras áreas. Os dois são tidos pelo mercado como defensivos e tradicionais bons pagadores de dividendos.

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

O Fundo apresentou queda de 2,4% em janeiro – ante ganho de 7% do IBOV, puxado pelo desempenho dos grandes bancos que receberam grande fluxo via ETFs. A Indústria (1,5%) deu a maior contribuição positiva, junto com Agronegócio (0,6%). O setor Químico foi o destaque negativo (-1,9%), seguido por Comércio (-1,2%) e Mineração e Metalurgia (-0,8%).

Quando comparadas janelas mais longas: o Trigono Verbier teve ganho de 106,7% em 36 meses – ante modestos 15,1% do IBOV. O alpha gerado em três anos acumulou 91,6%. Ou seja: o capital investido no início desse período teria quase dobrado em relação ao que tivesse ido para fundos ou ETFs que acompanham o índice. Em termos de volatilidade anual, a do Verbier foi de 20,7% em janeiro, próxima dos 20,3% do IBOV. O Verbier, para lembrarmos, mudou sua condição de Clube para Fundo de Investimento em julho de 2018, e já em dezembro de 2017, tinha taxa de administração de 2%, e 20% de performance sobre o IBOV. Além disso, já completou quatro anos sob gestão da Trígono em dezembro de 2021. Desde o início da gestão pela Trígono, o Verbier bateu o IBOV sucessivamente nos quatro anos, acumulando ganho de 189%, ante meros 47,5% daquele que é o principal índice da bolsa de valores.

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

O Fundo apresentou queda de 3,3% em janeiro, ante ganho de 3,4% do SMLL. A Indústria (1,2%) teve a maior contribuição positiva, junto com o Agronegócio (0,7%). O setor Químico (-1,6%) foi o destaque negativo, seguido por Tecnologia (-0,6%) e Mineração e Metalurgia (-0,8%). A alta do SMLL foi puxada por ações de maior liquidez, que possuem maior participação no índice, corroborando o cenário já descrito ao longo desta Resenha.

Quando comparadas janelas mais longas: o Trigono Flagship proporcionou ganhos de 144,6% em 36 meses e de 203,5% desde seu início (24 abril de 2018), contra 24,7% e 39,6% do SMLL nos mesmos períodos respectivamente. Desta forma, o Flagship entregou alpha de nada menos que 163,9% desde seu início. A volatilidade anual em janeiro de 23,3% ficou abaixo daquela do SMLL (26,2%), apesar de nosso fundo estar concentrado em sete empresas que representam 78% da carteira (o que demonstra elevada convicção nas principais posições e a sua assertividade).

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

O fundo (iniciado em 2/9/2019) teve alta de 0,86% em janeiro, contra variação de 0,73% do CDI. Por setor, novamente Indústria (1,5%) e Agronegócio (0,8%) deram as maiores contribuições positivas, enquanto na contramão vieram Mineração e Metalurgia (-0,5%) e Concessão e Energia (-0,4%).

Desde seu início, em 9 de fevereiro de 2019, o fundo acumulou ganho de 49,8%. O CDI, por sua vez, ganhou meramente 9,9% no mesmo período. O Trígono Prev 70, portanto, proporcionou rendimento equivalente a 502% do CDI desde seu início. Mesmo alocando 70% de seu patrimônio em ações e 30% em Tesouro SELIC (equivalente ao CDI), os retornos de 18,8% em 12 meses e de 24,8% em 24 meses (praticamente 80% dentro do período da pandemia) foram substancialmente superiores ao IBOV – que teve retornos negativos de 2,5% em 12 meses e de 1,4% em 24 meses. O SMLL, por sua vez, também foi negativo em 12 meses (-10,3%) e em 24 meses (-14,3%). Ou seja: o alfa em 24 meses foi de 26,2% sobre o IBOV e de 39,1% sobre o SMLL.

Não por acaso, nosso fundo foi premiado pela Infomoney, em parceria com o IBMEC, como o melhor fundo de previdência em ações do Brasil em 2021, o que muito nos orgulha, ainda mais porque dividimos esse mérito com todos os nossos investidores.

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

O fundo, aberto em 14 de julho, apresentou queda de 1% em janeiro, enquanto o IBOV subiu 7%. Por setor, novamente a Indústria (1,3%) e o Agronegócio (1,0%) deram as maiores contribuições positivas, com as quedas lideradas por Tecnologia (-1,2%) e setor Químico (-0,8%). Desde seu início, a valorização do Trigono Icatu é de 63,5% – contra apenas 11,6% do IBOV no mesmo período. O alfa, assim, foi de 51,9% desde seu início. Na janela de 12 meses, nosso fundo rendeu 35,7%, enquanto o IBOV teve um retorno negativo de 2,5% (ou um alfa de 38,2%).

Nossa volatilidade anual em janeiro, de 23,3%, foi ligeiramente maior que a do IBOV (20,3%), e reflete um fundo de maior concentração. Aqui também, nosso fundo está no topo da categoria de previdência 100% investido em ações, no mesmo ambiente hostil da pandemia. E também aqui muito nos envaidece saber que entregamos a nossos investidores – nossa razão de ser – desempenho tão positivo, que contribua para suas poupanças de longo prazo e diversificação. Comparado ao SMLL, nosso desempenho é ainda mais positivo: 35,7% para o nosso fundo, ante -10,3% do índice.

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

O fundo, aberto em 5 de fevereiro de 2021, teve desvalorização de 3,3% em janeiro, contra alta de 2,6% do referencial IEE (índice do setor elétrico). Por setor, o Agronegócio (0,8%) proporcionou a maior contribuição positiva; já as maiores contribuições negativas vieram dos setores Químico (-1,7%) e de Concessão e

Energia (-1,3%). Lembramos que o fundo investe em empresas que tem na energia parte importante de seus negócios, passando também pela produção e consumo, inclusive energia de biomassa e etanol.

Desde o seu lançamento, em pouco menos de um ano, o fundo acumulou ganho de 17,6%, contra retorno negativo de 4,9% do referencial IEE. Ou seja: geramos 22,5% de alfa. Nossa volatilidade anualizada em janeiro foi de apenas 16,4%, contra 18,5% do IEE (que é considerado um índice de baixa volatilidade) no mesmo período. Isso só reforça a significância do alfa gerado, comparado ao que a B3 considera as maiores e mais representativas empresas do setor elétrico (são 16, com distribuição equitativa – pouco mais de 6% por empresa).

Destacamos que o fundo Trígono Power & Yield está muito bem posicionado para capturar as grandes oportunidades que surgem relacionadas a questões energéticas e ambientais em todo mundo. O Brasil possui vantagens, que exploramos ao longo desta Resenha, tanto na geração de energia – fontes limpas e renováveis – como no segmento de etanol e geração de energia de biomassa, passando por empresas eletrointensivas com custos mais baixos e que investem em geração própria de energia limpa e renovável e a custos ainda menores em relação à comprada no mercado. Muitos ainda não entendem nosso fundo, mas os resultados das empresas deverão ser por ele capturados – razão pela qual mantemos nosso otimismo em relação às perspectivas, enquanto o mundo se defronta com desafios cada vez maiores no campo energético.

Agradecemos uma vez o apoio de nossos investidores, já chegando a quase 120 mil pessoas, ou milhares a mais, através de fundos de fundos, ou fundos de pensão. Contamos com a vossa confiança e esperamos poder retribuir como resultados positivos e consistentes no longo prazo.

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

www.trigonocapital.com

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