



**TRIGONO**

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

# Resenha **MENSAL**

ABRIL 2022



## Diga-me com quem andas, e lhe direis quem és!

Prezados investidores e leitores,

Há uma noção que circula no ideário cotidiano sobre a frase que dá título à nossa Resenha deste mês. Parece que conseguiu cristalizar-se a ideia de que seria parte do texto bíblico. Ainda que reconheça meu caráter de não-especialista em exegese bíblica (a questão talvez seja motivo de debates entre teólogos, linguistas, historiadores e outros estudiosos), digo que, ao que pude verificar, essa noção não procede. A frase não está na Bíblia. Em minha pesquisa, o mais próximo que encontrei foi:

*“Não vos enganeis. As más companhias corrompem os bons costumes.”*

(1 Coríntios 15, 33)


Quem nos acompanha sabe que sou atraído por uma vasta gama de temas e áreas do conhecimento, história, ciência, e até temas de natureza espirituais – e a Bíblia, e especialmente as parábolas nela contidas, está entre eles. E como em outras ocasiões antes, o leitor talvez esteja se perguntando: “Ok, Werner, desta vez, o que a Bíblia pode ter a ver com meus investimentos?”.

Simple: encerrado o primeiro (e bem interessante) trimestre deste ano, abordamos novamente o tema comportamental – e este é sim central na tomada de investimentos. Investidores locais se desfazem ou reduzem alocações em renda variável (ações e cotas de fundos de ações incluídas), enquanto estrangeiros batem todos os recordes de ingresso de recursos na bolsa brasileira. Estes tiveram ganhos expressivos entre janeiro e março, tanto na valorização do IBOV (14,5%), como na do real (15,1%) em relação ao dólar.

O EWZ, principal ETF da bolsa brasileira, proporcionou ganho de 31% em dólar. Já a renda fixa, considerando o CDI como referência, se contentou com meros 2,43%, o mesmo que a Selic ante uma inflação de 2,63% no período (IPCA) e muito abaixo da inflação medida pelo IGPM com 5,49%. É importante destacar que nenhum índice de renda fixa bateu o IGPM. O que mais se aproximou, IMA-B 5 composto por títulos federais indexados ao IPCA (NTN-B), favorito dos investidores institucionais, teve um retorno no trimestre de 3,81%, cuja diferença sobre o IPCA e anualizado representa um prêmio de 5,6%, ou dentro do intervalo normal entre 5% e 6%. Já o Banco Central estima que em condições normais da economia estabilizada, a taxa Selic deveria proporcionar uma taxa real entre 3% e 3,5% acima da inflação medida pelo IPCA.

E investidores locais que buscaram diversificação através de BDRs ou investimentos no exterior amargaram pesadas perdas – especialmente devido à desvalorização do dólar de 15,1% – e deixaram de auferir ganhos proporcionados pela renda variável no Brasil. O índice S&P500, um dos mais importantes termômetros da bolsa em Wall Street, perdeu 4,95% no primeiro trimestre, ou 20% quando convertido para o real, uma das moedas mais valorizadas do mundo neste ano, vejam só. O Sapo se transformando de fato em Príncipe.

Na Resenha de março (*“Sobre Princesas, Príncipes e Promessas. E Sapos”*), já havíamos abordado este tema, mas, claro, não o esgotamos. O tema, no entanto, como dissemos, é central, e vale, assim, que voltemos a nos debruçar sobre ele para tentar entender e explicar as motivações.




Num *nutshell* (expressão em inglês que significa um resumo), investidores estrangeiros veem o Brasil como oportunidade de diversificação entre mercados emergentes (que têm múltiplos historicamente muito baixos comparados aos daqui). O país tem sua economia relacionada a *commodities*, tanto de recursos naturais (especialmente associada a mineração, petróleo e recursos naturais) como ligadas ao agronegócio e as relacionadas à energia (a matriz energética brasileira é composta por energia limpa, renovável e barata, principalmente energia hidroelétrica e eólica). Os estrangeiros também escolhem os países para os quais destinarão seus investimentos com base no potencial de crescimento do PIB destes e no andamento de reformas ou desenvolvimento econômico, ainda que aos trancos e barrancos – caso, claro, do Brasil.

Quanto aos investidores locais, há os institucionais – que são principalmente fundos de pensão, gestoras de investimentos (*asset management*) – e há as pessoas físicas. Os investidores locais que buscaram proteção em investimentos no exterior em 2021 (especialmente no segundo semestre) investiram em ativo com preços ou índices em máximos históricos. O mesmo se viu em relação à moeda norte-americana. Combinaram-se, assim, duas variáveis com preços no topo, traduzindo-se em grandes perdas. Nem sempre a diversificação traz bons resultados, isso é uma lição clássica, especialmente quando em mercados no topo, próximos às máximas históricas.

Os fundos de pensão têm entre suas características a necessidade de cumprir metas atuariais anuais – e a renda fixa oferece a quase certeza de cumprir tais metas com conforto, conforme o retorno proporcionado pelas NTN-B. Com preços em alta generalizada e taxas de juros futuras acima da inflação projetada, a alocação em renda fixa ganha força. Uma parte considerável desses investidores (especialmente fundos de pensão ligados a empresas estatais e de controle misto) possui um regime de *Benefício Definido* – ou seja, o pensionista aposentado recebe seu benefício com valor definido; caso as reservas do fundo (investimentos) não rendam o suficiente, o patrocinador (empresa) cobre o déficit – aporta recursos no fundo ou constitui provisões em seus balanços (com impacto negativo nos lucros). É óbvio que tais fundos não queiram incorrer em riscos da renda variável. Isso os leva basicamente a se protegerem com investimentos em renda fixa compatível com o fluxo dos benefícios, ou passivo atuarial. Outra parte (a maior) é constituída pela *Contribuição Definida*: nesta, onde o futuro aposentado e a empresa onde trabalha (patrocinadora) aportam recursos mensalmente de forma fixa e definida, como proporção dos salários. Neste caso, a aposentadoria refletirá o rendimento das carteiras.

Os prazos das contribuições são bastante longos e não há resgates (exceto as aposentadorias). Isso permite um perfil mais agressivo com maior exposição à renda variável. Mas não é isso que acontece. O cumprimento das metas atuariais anuais (que em nossa opinião deveriam ser quinquenais) impõe um caráter conservador aos investimentos. Também os membros dos conselhos deliberativos e comitês de investimentos podem induzir a uma política mais conservadora: em muitos casos, tais membros são executivos ligados às finanças do próprio grupo, ou às tesourarias, com pouco conhecimento de renda variável – e em geral, já estão perto da idade de se aposentarem. Afinal, um menor rendimento das carteiras poderá prejudicar o benefício – o que certamente os afeta, no caso de serem beneficiários. Poucos fundos observam a idade do patrocinador, já que os mais jovens poderiam investir um maior percentual em renda variável.



Muitas vezes a pessoa tem de responder um questionário, no qual escolhe um perfil mais ou menos agressivo ou conservador – mas não raro pouco conhece sobre investimentos. O que acontece é que acaba por escolher um perfil cuja alocação gerou um retorno mais ou menos positivo no último ano. Por exemplo: se a bolsa teve um ano negativo e o perfil mais arrojado refletirá tal desempenho, a pessoa evitará tal perfil no ano seguinte. Se positivo, ele adotará o perfil agressivo. Em nossa visão, este é um modo equivocado e ineficiente de escolha de perfis. A faixa etária seria a mais adequada.

Os fundos de pensão também contam, na seleção de gestores e na política de investimentos, com suporte de consultorias. Estas, por sua vez, também são de caráter conservador, sob o ponto de vista comercial – visam preservar clientes: evitam, assim, riscos que poderiam se traduzir em desempenhos abaixo das metas atuariais (o que culminaria, no pior caso, na descontinuidade da prestação dos seus serviços).

Portanto, mesmo com prazos bastante longos, a combinação desses fatores leva os fundos de pensão a uma baixa exposição à renda variável, ainda que no longo prazo esta traga retornos maiores. Entre 2016 e 2021, por exemplo, o IBOV apresentou valorização de 74%; o índice *small caps* (SMLL), de 112,7%; e o CDI, de 33%. Em ambiente de juros elevados, especialmente em termos reais (com prêmio em relação à inflação projetada), como atualmente, tais investidores aumentam sua alocação em renda fixa. Tal fato explica a redução substancial, por parte dos investidores institucionais, de presença na renda variável desde o segundo semestre do ano passado.

As pessoas físicas (parte importante do mercado, com 25% a 35% de participação) são influenciadas por basicamente seis fatores:

i) comportamental: deixam-se influenciar por informações das diversas mídias;

ii) aversão ao risco: reduzem investimentos em renda variável quando o mercado entra em movimento de queda;

iii) atração pelos juros em alta (nisso são semelhantes aos institucionais);

iv) segurança patrimonial: buscam proteger suas reservas financeiras temendo desvalorização, especialmente se concorre com isso um temor quanto à manutenção do emprego, ou se os planos incluem um compromisso financeiro futuro associado às suas reservas (compra de imóvel, casamentos, viagem, estudos, nascimento de um filho, aposentadoria, etc.);

v) movimentação de mercado: este seria uma forma mais branda do ii. Naquele, a reação seria mais forte diante de um recuo acentuado. Aqui, a tendência seria reagir a cada flutuação, interferindo a cada instante. Como disse Mark Twain, coloque todos os ovos numa cesta e vigie a cesta – mas rearranjar os ovos na cesta a cada instante não só não ajuda em nada como eleva os níveis de stress a patamares pouco saudáveis.

vi) opinião de assessores financeiros ou consultores: tanto uns como outros se comportam de uma forma em geral semelhante. Sabem que, se errarem, podem perder o cliente ou o emprego. Por isso, seguem o mercado, de forma a não se desviarem muito da média. E sabem que a renda variável é o segmento de maior risco. Se orientam por um raciocínio que seguem mais ou menos a linha “melhor perder com o



mercado do que assumir o risco de acertar ou errar sozinho". **O leão pega a rês desgarrada ou mais lenta. Eis aí o efeito rebanho.**

O terceiro segmento é constituído pelas gestoras (asset management). Podemos dividi-las em dois grupos:


- a) As grandes assets: ligadas a conglomerados financeiros;
- b) As independentes (boutiques): a Trígono se insere aqui. Este segmento vem ganhando crescente participação na gestão de recursos de terceiros, em detrimento das grandes instituições.

O crescimento do segundo grupo se deve a dois fatores: i) desempenho diferenciados dos fundos; ii) as plataformas abertas – ou seja, instituições financeiras que distribuem fundos geridos por terceiros – foram um grande divisor de águas. Ou seja, as próprias grandes instituições financeiras passaram a distribuir fundos geridos por terceiros aos próprios clientes, em estratégia de mantê-los e auferindo ainda uma robusta remuneração como distribuidor destes fundos.

Tal movimento se iniciou no final da década de 1990, e o Citibank (instituição para qual eu trabalhava) foi uma das pioneiras. Para aqueles de nós que trabalhávamos para a unidade de *asset management* foi um choque: o próprio Citibank passou a distribuir fundos de concorrentes. Isso era, no entanto, uma tendência mundial, que se consolidou e vem aumentando. E a grande revolução, que permitiu a inserção da Trígono no mercado como gestora independente e com quase 130 mil investidores diretos e indiretos (fundos de fundos e fundos de pensão), foi a tecnologia das plataformas digitais. Estas quebraram a barreira de entrada que as grandes instituições financeiras haviam erigido para dominar a conta do cliente. Tudo isso mudou. Em menos de dez minutos é possível abrir uma conta em plataformas digitais e acessar centenas de fundos das mais variadas gestoras e estratégias disponíveis.

As grandes instituições são, de uma forma geral, avessas ao risco e, de certa forma, menos propensas a recomendar investimentos em renda variável aos clientes. Quando trabalhei como diretor de crédito e risco no Citibank Asset Management, a grande preocupação era a franquia – a reputação e a marca do Citibank, dois dos mais valiosos ativos da instituição. Performances muito abaixo do mercado poderiam causar um grande dano à imagem do banco. A política de investimentos era, então, não assumir riscos – que, se viessem mesmo a se concretizar e levar a perdas ou a desempenhos abaixo do mercado, poderiam ferir a imagem da marca. Dessa forma, a gestão era bastante conservadora, basicamente voltada à preservação do capital investido, especialmente para clientes com elevados patrimônios e fundos de pensão ligados a multinacionais, também com perfil conservador. Tal estratégia, nada surpreendente, levou ao Citibank vender sua unidade de gestão de recursos de terceiros com US\$ 437 bilhões de ativos sob gestão em junho de 2005, por US\$ 3,7 bilhões (equivalente a 0,85% dos ativos sob gestão), levando o grupo Legg Mason a praticamente dobrar de tamanho para US\$ 830 bilhões e contar com o conglomerado norte-americano a distribuir seus produtos. Passados 13,5 anos dessa transação, os ativos sob gestão da Legg Mason encolheram para US\$ 804 bilhões em 2019, e culminou com sua venda em fevereiro de 2020, por US\$ 4,5 bilhões (0,56% dos ativos sob gestão), para o conglomerado Franklin Templeton, com US\$ 703 bilhões de ativos, dobrando de tamanho para US\$ 1,5 trilhões.

Voltando às características da gestão do Citibank na época em que eu lá trabalhava, os gestores



trabalhavam com limites de *tracking error* para a renda variável – um desvio máximo para cima ou para baixo em relação ao Ibovespa. Quando analisamos os demais fundos concorrentes, observamos claramente a elevada correlação dos fundos geridos pelas grandes instituições financeiras entre si e entre os próprios índices. Tal fato nos leva à interpretação de que adotam a mesma estratégia outrora adotada pela gestora de recursos do Citibank. Considerando o desempenho dos fundos que seguem o segmento *small caps*, teoricamente poderia haver maior dispersão, mas fato é que isso não é observado, havendo uma forte correlação dos fundos entre si e o índice, especialmente entre os fundos geridos pelos grandes conglomerados financeiros.

Os fundos da Trígono, por sua vez, além do desempenho histórico superior nos diversos segmentos, possuem a menor correlação com os índices e fundos dos mesmos segmentos. Isso proporciona excelente oportunidade de diversificação – e com menor volatilidade, o que torna nossos fundos ainda mais atraentes para uma estratégia de diversificação para investidores em renda variável.

O que queremos nesta parte inicial da Resenha, e tomando o título como resumo do que vamos explicar a seguir, é: orientar nossos investidores e leitores sobre como selecionar investimentos/gestores/fundos de investimento. Para concentrar essa intenção numa frase, lembremos de Sócrates, o sábio filósofo grego: “*Conhece-te a ti mesmo*”.

O aforismo, via de regra atribuído a ele, na verdade era uma inscrição no pórtico de entrada do templo do deus Apolo, na cidade grega de Delphos (que também é nome de um de nossos fundos). O que ele diz, no nosso entender, é: todo investidor deveria saber seu nível de aversão a risco, tolerância a perdas, objetivos de longo prazo, necessidade de liquidez como reserva etc. Conhecendo tais traços de sua personalidade, ele faria a alocação mais eficiente de seus investimentos e uma escolha mais precisa de gestores e fundos.

Os investidores institucionais – como instituições financeiras, fundos de pensão e RPPS (Regime Próprio de Previdência Social, fundos de pensão para servidores públicos da União, Distrito Federal, estados e municípios) – utilizam consultorias para contratar gestores externos ou equipes próprias. No caso dos menores, buscam terceirizar seus investimentos e com diversificação, em grande parte utilizando consultorias no processo de seleção de gestoras de investimentos. Já os maiores (como fundos de pensão) mesclam equipes próprias e terceirizadas (sejam consultorias, seja na seleção das *asset management* por processos internos). As instituições financeiras (grandes bancos, por exemplo) usam processos internos. Nossa experiência demonstra que os gestores externos são avaliados usando os próprios parâmetros internos, e isso acaba limitando a diversificação de estilos, práticas e metodologias.

Em relação à seleção de gestores e fundos, cabe aos investidores perguntar, por exemplo:

- quanto tempo de experiência tem o gestor/*asset management*?
- qual sua formação profissional?
- qual seu histórico de desempenho?
- seus resultados são consistentes?
- qual a qualificação de sua(s) equipe(s)?
- tem premiações, *ratings*?
- quais metodologias usam?

- como fazem gestão de risco?
- como remuneram sua equipe e como valorizam os bons resultados?

Selecionada a gestora, deve-se avaliar os diversos fundos:

- qual atende melhor às necessidades do investidor?
- qual seu grau de diversificação e consistência em relação às estratégias e entre si?
- como foi seu desempenho histórico de longo prazo (no mínimo três anos)?
- qual a consistência desse desempenho ao longo dos anos?
- qual sua volatilidade e como é seu uso de derivativos? (estes dois critérios, aliás, são dos mais importantes e requerem o maior cuidado).


Novamente, voltando ao título. Selecionar *asset management*, fundos e gestores envolvem diversos processos, que incluem o uso de consultores, assessores, mesmo a opinião de blogueiros (mas lembre-se: a maioria nunca geriu recursos de terceiros), portais de investimentos, qualidade do processo de investimento etc. Citamos apenas alguns fatores, mas estas são orientações básicas para investidores não muito familiarizados com fundos e focam sua seleção apenas em resultados recentes.

Investimentos em fundos são alternativas interessantes para investidores pessoas físicas que queiram investir em renda variável. Estas, na quase totalidade, não têm conhecimento suficiente, nem tempo ou recursos, ou mesmo acesso às empresas, para construir portfólios de renda variável. Mas existem aquelas que se empenham nisso, o que é em si louvável como aprendizado e fomento ao interesse de investir em ações. Elas tendem a seguir setores que, supostamente, estejam num bom momento, ou até porque admiram a empresa. As razões pelas quais investem são inúmeras. Muitas seguem orientação de consultores ou “*experts*” que jamais geriram recursos de terceiros, mas vendem seus “*extraordinários*” conhecimentos. Avaliem os currículos profissionais destes especialistas e se de fato possuem uma formação e conhecimento compatíveis aos serviços oferecidos. Desconfiem especialmente dos especialistas em *day-trade*, ou “*fique rico rapidamente investindo em ações*”. A riqueza é até possível, mas jamais no curto prazo.

Mas, além das dificuldades em construir um portfólio adequado, as pessoas físicas são submetidas a impostos de 15% sobre os lucros (quando vendem mais de R\$ 20 mil no mês), se defrontam com a dificuldade de calcular adequadamente e declarar os ganhos e impostos pagos na declaração anual no Imposto de Renda. É quase certo que, mais cedo ou mais tarde, vão acabar na malha fina da Receita Federal – e aí perdem um tempo considerável só para saírem do cipoal em que caíram. A Receita Federal conta com mecanismos cada vez mais eficientes na detecção de sonegação fiscal, mas em grande parte decorrentes de cálculos equivocados e em desacordo com informações das corretoras de valores ao fisco nas transações de venda de ações e ativos financeiros.

O investidor pessoa física também cede aos solavancos do mercado acionário: vende quando as ações caem sem saber o motivo – acreditando que o mercado sabe algo que ele não sabe. O inverso, que é até mais trágico, também acontece: compra ações na alta, acreditando que o mercado está se antecipando a algo positivo que ele não viu ou também não sabe. Corre na direção para onde a maioria está correndo. Nem é preciso dizer de novo que efeito é esse, nem as consequências.

A expectativa de prazo é outra influência sobre o investidor que vai para os fundos: querem desempenho



entre um e seis meses. Nesse prazo, o resultado que esperavam (sem qualquer base objetiva para estabelecerem tal prazo) não vem e aí vão para os resgates (pagando imposto de 15% sobre o lucro existente). Simplesmente ignoram os desempenhos de longo prazo. Fundos com desempenho abaixo do mercado nesses períodos curtos acabam sendo evitados ou ignorados. O mesmo com ações.

Consultorias, de forma geral, focam suas recomendações em fundos cujo desempenho esteja no primeiro quartil (pelo menos nos últimos três anos), mas também em janelas de seis meses e um ano. E recomendam resgates nos fundos que entram no terceiro e quarto quartis, ainda que no curto prazo (seis meses a um ano), mesmo desconhecendo os motivos, baseados apenas na performance recente. Nossa experiência mostra que esse comportamento é similar ao das pessoas físicas: entram na alta, saem na baixa, sem análise mais profunda dos motivos, que podem ser apenas ajustes de curto prazo e temporários. Já comentamos algumas vezes, que Peter Lynch, um dos maiores gestores do mercado de fundos de ações (com retorno anual médio de 29,2% em 13 anos que geriu o fundo Fidelity Magellan, entre 1997 e 1990), teve a maior parte de seus investidores perdendo dinheiro, pois investiam e resgatavam de seu fundo em momentos errados (entravam na alta e saíam na baixa).

Na Trígono (criada em 2017), o gestor completa 40 anos de mercado financeiro neste ano. No histórico, tem passagem por instituições como Chase Manhattan, Citibank, Western Asset (Legg Mason). Há 15 anos faz a gestão de fundos focados em *small caps* em boutiques. Sua carreira inclui formação em crédito, fusões e aquisições (M&A), *sell side* de renda variável e renda fixa (bonds de empresas emitidos no exterior), reporte internacional como diretor de crédito e risco (nove anos). Nos últimos 24 anos tem atuado em *asset management*.

Desde 1982, analisa empresas e viu nesse período inúmeras crises econômicas, os muitos planos econômicos para tentar acabar com elas e as crises que resultaram do fracasso de tais planos.

Um diferencial de sua carreira é o ter sido o primeiro gestor da América Latina contratado pelo maior fundo soberano do mundo (em 2008, ano da crise do *sub-prime*) para gerir uma carteira *small caps* no Brasil; dois anos depois, foi o único gestor contratado no Brasil pelo maior *endowment* (fundo patrimonial filantrópico com diversos propósitos incluindo educação) global, ligado a uma das mais prestigiosas universidades norte-americanas, também para uma estratégia *small caps*. É fato notável, sem um histórico de gestor de renda variável, mas toda vida profissional dedicada à análise de empresas com os mais variados propósitos e em grandes instituições financeiras internacionais.

Esse currículo e as metodologias da Trígono me permitiram selecionar empresas e constituir portfólios que explicam o desempenho de nossos fundos (como comentaremos mais à frente). Em 2021, nossa gestora completou cinco anos de análise de resultados anuais de empresas dentro da metodologia aqui desenvolvida. Construimos carteiras com base no estilo *bottom-up* (resultados, ao invés de fatores macroeconômicos), com elevado nível de convicção e concentração (as dez maiores posições representam cerca de 90% de todos os fundos). Sem qualquer preocupação com referenciais (*benchmarks*), ou limites tracking error (não temos medo de errar), baseados estritamente em valor (empresas descontadas do valor justo calculado pela metodologia do EVA - Valor Econômico Adicionado, na sigla em inglês). A gestão de risco, especialmente liquidez, tem grande peso nesse processo.



Essa metodologia revela empresas descontadas que investidores (*buy-side*) e corretoras de valores (*sell-side*) não percebem, porque usam as lentes dos múltiplos que são fortemente distorcidos pelos resultados de curto prazo, notadamente trimestrais. À medida em que encontramos valores muito contrários ao senso comum (mercado), arbitramos essa ineficiência. Nas *small caps*, tal ineficiência é ainda maior, pela menor quantidade de investidores e agentes de mercado que se dedicam a analisar para valer esse segmento. Na Trígono esse universo é o foco, empresas com valor de mercado abaixo de R\$ 10 bilhões.

As tabelas a seguir ilustram os resultados das nossas principais empresas investidas, na janela de 3 anos, prazo mínimo para se avaliar um fundo ou um gestor adequadamente. Nossos fundos e seus resultados representam a qualidade e desempenho das empresas, cabendo ao gestor a seleção das mesmas e a alocação dentro dos fundos de forma a melhor atender os objetivos de cada fundo e as estratégias.

Empresa	RECEITA (R\$ MM)			^ 21/19 ^ 21/20		EBITDA (R\$ MM)			^ 21/19 ^ 21/20		LUCRO LÍQUIDO (R\$ MM)			^ 21/19 ^ 21/20	
	2019	2020	2021			2019	2020	2021			2019	2020	2021		
Ferbasa	1.280	1.622	2.389	87%	47%	242	407	936	287%	130%	222	70	643	190%	819%
Kepler	584	671	1.226	110%	83%	83	109	241	190%	121%	38	68	160	321%	135%
Metal Leve	2.526	2.403	3.615	43%	50%	441	412	726	65%	76%	259	204	567	119%	178%
Positivo	1.915	2.192	3.365	76%	54%	144	162	345	140%	113%	21	57	203	867%	256%
São Martinho*	3.702	4.322	5.435	47%	26%	1.857	2.188	2.939	58%	34%	639	927	1.462	129%	58%
Schulz	1.051	1.060	1.706	62%	61%	138	187	292	112%	56%	97	142	193	99%	36%
Simpar	9.686	9.807	13.866	43%	41%	2.116	2.320	4.190	98%	81%	226	276	822	264%	198%
Tronox	589	732	958	63%	31%	103	228	318	209%	39%	110	184	277	152%	51%
Tupy	5.164	4.258	7.083	37%	66%	700	605	878	25%	45%	279	-76	203	-27%	N.A
Unipar	3.048	3.828	6.289	106%	64%	587	947	3.163	439%	234%	175	370	2.003	1045%	441%

\*Ano fiscal diferente. Foi utilizado o acumulado dos últimos 12 meses

Empresa	Margem EBITDA (%)			Margem Líquida (%)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Ferbasa	19%	25%	39%	17%	4%	27%
Kepler	14%	16%	20%	7%	10%	13%
Metal Leve	17%	17%	20%	10%	8%	16%
Positivo	8%	7%	10%	1%	3%	6%
São Martinho*	50%	51%	54%	17%	21%	27%
Schulz	13%	18%	17%	9%	13%	11%
Simpar	22%	24%	30%	2%	3%	6%
Tronox	17%	31%	33%	19%	25%	29%
Tupy	14%	14%	12%	5%	-2%	3%
Unipar	19%	25%	50%	6%	10%	32%

\*Ano fiscal diferente. Foi utilizado o acumulado dos últimos 12 meses

Ao selecionar gestoras (*asset management*), fundos ou gestores, siga a máxima: **Diga-me com quem andas, e lhe direis quem és!** - Os resultados virão de acordo. Nossas companhias são as empresas investidas.

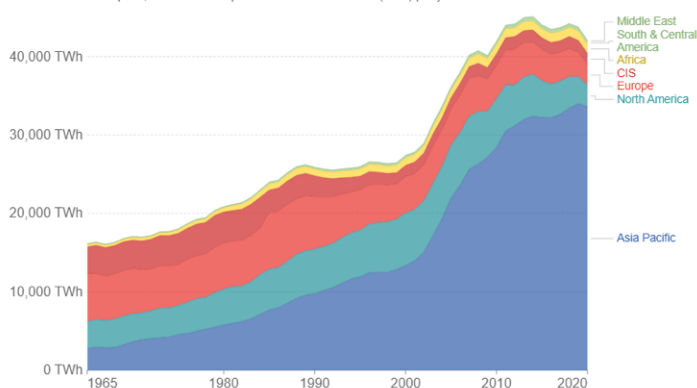
## Conjuntura Internacional

A forma como a mudança da matriz de energia em determinadas regiões vinha ocorrendo foi afetada pela crise energética mundial. Até a pandemia, energias renováveis vinham avançando em ritmo acelerado em termos absolutos e relativos nos países ocidentais desenvolvidos (UE e EUA), nos quais o consumo *per capita* já é elevado. Eles conseguiram diminuir o uso de carvão com a mudança parcial para combustíveis renováveis e gás natural (com menor emissão de CO2).

Já nos países orientais em desenvolvimento (China e Índia e os do Sudeste Asiático), mais opções renováveis vinham se incorporando ao mix energético, mas o consumo de carvão estava aumentando, dado o aumento do consumo energético per capita.

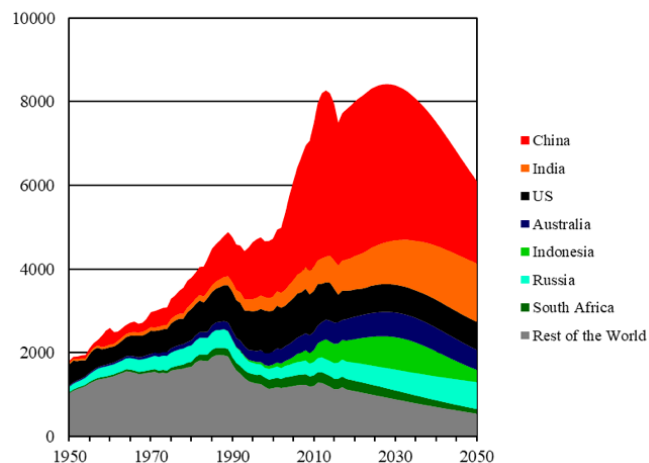
### Coal consumption by region

Annual coal consumption, measured in equivalents of terawatt-hours (TWh) per year.



Source: Statistical Review of World Energy - BP (2021) OurWorldInData.org/fossil-fuels/ - CC BY  
 Note: CIS (Commonwealth of Independent States) is an organization of ten post-Soviet republics in Eurasia following break-up of the Soviet Union.

### World Historical and Projected Coal Production (Million Metric Tons, 1950-2050)



Fonte: Prof. Minqi Li, University of Utah (2018)

Com a crise energética aguda em curso, o que se vê é um aumento geral na dependência do carvão em termos relativos e absolutos, com mais produção e consumo. Resta ver se isso é temporário ou se veio para ficar.

Na União Europeia, cerca de metade do carvão importado vem da Rússia. Já é claro e vocalizado que há planos para o bloco europeu diminuir drasticamente sua dependência energética da Rússia, seja do carvão, petróleo ou gás natural. Mas a necessidade de cada um deles deve se manter, por óbvio. Deverão ser importados, portanto, de outros países. A pergunta lógica então é: de quais? Há que se ter em conta as restrições de agentes financiadores e o fato de que os países asiáticos citados também estão aumentando o consumo dos combustíveis e energéticos de origem fóssil. Tudo isso em meio à ofensiva do ESG e das ações por descarbonização.

Em relação a petróleo e gás, fica clara a problemática temporal da questão do aumento de produção de seus futuros parceiros, sejam o Oriente Médio ou os EUA. Além de aumentar a produção do insumo propriamente dito (o que já é altamente complexo pela falta de financiamento e disposição das petroleiras), faz-se necessária a construção de infraestrutura para o comércio – embarcações, terminais portuários, estruturas de liquefação e regaseificação de gás, gasodutos etc. Isso demandaria grandes volumes de recursos e alguns anos até ficarem prontos. Já no segmento de carvão, países como EUA, Austrália, África do Sul e Indonésia estão com dificuldades de exportar, por diversos fatores: falta de aumento de produção por questões de financiamento e medidas legais (EUA/Austrália), problemas energéticos (África do Sul), falta do insumo internamente (Indonésia), entre outros.




Diante disso, a UE terá que medir até que ponto conseguirá de fato cortar sua dependência da Rússia, mesmo no médio prazo, sem comprometer severamente a oferta energética a seus cidadãos. Seja como for que aconteça, a transição será dolorosa. Caso ocorra, a Europa deverá seguir como uma fonte de sustentação para os altos preços de energia – pois vai pressionar com uma potencial demanda em substituição da Rússia em uma já baixa capacidade mundial de oferta.

Em fevereiro, a inflação anual ao produtor da zona do euro atingiu inéditos 31,4%. Os países desenvolvidos parecem também rumar para o caminho dos subsídios e do corte de impostos. Na Alemanha, por exemplo, o governo concede um voucher para compra de gás (lembram do Vale-gás e do Vale-diesel?) e nos EUA discute-se taxar menos a gasolina. Na prática, são estímulos à demanda que sustentam o *rally* de preços. E não custa lembrar: a eletrificação de veículos não aumenta a demanda por energia elétrica de natureza fóssil e de baterias que usam metais cada vez mais raros e caros? O Brasil está bem-posicionado no quebra-cabeça cujas peças etanol, biodiesel, biogás e biomassa – e dispõe também de gás natural, energias eólica e hidrelétrica e fotovoltaica cada vez mais presente (incluindo a gerada pelos próprios consumidores, recentemente regulamentada).

Com o relaxamento da política ambiental por parte dos países ocidentais, o crescimento na produção e no consumo de carvão será retomado. China e Índia também têm aumentado de forma significativa a produção de carvão, com expectativa de que isso será sustentado. Mas sua produção é voltada para dentro – do que então não se espera mais exportações do insumo por parte desses países. Na prática, a Europa está tentando combater a inflação recorde e pagando um preço caro por isso em termos ambientais, esquecendo as promessas e compromissos de descarbonização feitas na recente COP26. Estima-se que, apenas na Índia, as mortes relacionadas à poluição do ar chegam a 1,6 milhão de habitantes (1/3 das mortes no país) e, na China, a cerca de 2 milhões.

Até agora, os países ocidentais têm flexibilizado apenas o consumo de carvão, o que indica um movimento temporário de retrocesso na política ambientalista. À medida que o equilíbrio energético nos países europeus voltar via aumento de capacidade das renováveis (o que não deve acontecer tão cedo), voltará uma pressão fortíssima para que os países asiáticos sigam o mesmo caminho – que poderá vir por implementação de taxa de fato da pegada de carbono, especialmente de produtos importados fora da Zona do Euro.



Em suma: não há solução fácil para o custo da energia. Primeiro, a pressão inflacionária deverá vir da conjunção entre fatores restritivos de oferta (já extensamente debatidos em Resenhas anteriores) e conflitos da Ucrânia, migrando depois para taxaço do carbono e barreiras tarifárias. A energia e os combustíveis ficarão estruturalmente mais caros com o tempo e a população de menor renda será a mais sacrificada, já que tais itens tem peso maior em relação aos rendimentos. Os ciclos econômicos podem impactar os preços temporariamente para cima ou para baixo, mas a tendência de elevação dos custos permanece e a descarbonização impõe custos energéticos ainda maiores.


O único remédio para baratear a energia a longo prazo seriam avanços tecnológicos substanciais nas gerações solar, eólica e mesmo nuclear, além da introdução do hidrogênio verde (produzido através de fontes limpas e renováveis) na matriz energética. Uma solução possível também é o aumento da produção de energia de origem biológica. Mas isso na Europa seria pouco efetivo – ao contrário do Brasil, onde há abundância potencial de fontes renováveis, como lixões, resíduos biológicos da safra (palha, vinhaça, esterco etc.), sem falar no potencial do etanol G2, produzido também com a palha da cana-de-açúcar, mas ainda dependo de redução de custos das enzimas que entram no processo.

Agora, mais do que nunca, para somar-se aos fatores inflacionários relacionados à energia, há a problemática da desglobalização. Por ser estratégica, a questão energética deverá ter prioridade no que tange a revisão de relações comerciais – o que deve acelerar o fenômeno estrutural.

A desglobalização merece uma discussão à parte, mas o principal ponto é que a hegemonia dos EUA está cada vez mais em xeque. Essa hegemonia permitiu grande integração do comércio global: o país apostou em uma China cada vez mais democrática (ou algo próximo a isso) com a maior integração com a economia mundial. Seria uma mudança de estratégia em relação a Cuba, por exemplo, contra a qual o embargo econômico falhou em atingir esse objetivo.

Mas a estratégia diferente tampouco funcionou no caso da China. Não só o país asiático se tornou uma potência econômica rival dos EUA, como estes se tornaram dependentes daquela – de seus suprimentos de produtos industrializados – e a tendência é que a China se torne uma potência militar ainda mais respeitável com o passar do tempo. Hoje a fonte de tensões é a Ucrânia. Amanhã pode ser Taiwan. Dessa forma, a diminuição da integração da economia de países alinhados aos EUA com a China é um fenômeno que deve ocorrer com o tempo – puxado também pela crise dos insumos durante os *lockdowns* do covid-19, que lembrou ao mundo o tamanho da sua exposição aos desmandos do Partido Comunista Chinês. O dragão asiático deverá intensificar sua presença comercial na Ásia e buscar seus laços econômicos – e mesmo políticos – mais estreitos na América do Sul e na África, levando a estas regiões o que mais lhes falta – capital e investimentos, aquisições de empresas, aumento do fluxo comercial e até tecnologia, isolando EUA e Europa.

A China é um país com legislações ambiental e trabalhista precárias, combinadas à infraestrutura superdesenvolvida, energia (relativamente) barata, câmbio pouco volátil, reservas monetárias gigantescas e tecnologia avançada em vários campos. O aumento da produção industrial chinesa e o ganho de produtividade devido à tecnologia permitiu aos países desenvolvidos não se preocuparem com inflação durante décadas, alimentados pela oferta de produtos chineses e sua mão de obra barata e sem custos ambientais monetários (ainda que com impacto ambiental em todo o planeta). Talvez essa tendência esteja mudando.



E talvez o termo desglobalização seja amplo demais para descrever o fenômeno ora em curso. O que parece haver é mais uma forte preferência dos países desenvolvidos por integração do comércio internacional focada em países relativamente alinhados na política externa. Esse alinhamento envolveria regimes democráticos, com políticas ambientais também alinhadas. Neste cenário, América Latina, África e países asiáticos se aproximam cada vez mais do gigante chinês. Cabe ainda destacar, que em relação ao conflito militar entre Rússia e Ucrânia, os países pertencentes ao BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), assumiram uma posição moderada e até uma certa neutralidade, talvez por terem a Rússia como membro, e motivos comerciais, como no caso do Brasil a dependência dos fertilizantes, evitando pronunciamentos contundentes ou mesmo sanções comerciais contra a Rússia.

Acreditamos que, seja qual for o resultado da eleição presidencial no Brasil em 2022, o eleito deverá se aproximar cada vez mais da China. De um lado, o atual governo vem sendo cada vez mais hostilizado pela mídia e por governantes do bloco ocidental do hemisfério Norte, especialmente relacionado a questões ambientais na Amazônia ou até mesmo “respeito à democracia” o que o torna mais simpático a uma aproximação à China e até uma neutralidade na crise militar na Europa. Do outro lado, a proximidade se dá pelo fator político-ideológico.

Aqueles mais atentos aos setores nos quais a Trígono concentra seus investimentos (agronegócio, *commodities* de natureza mineral e química, indústria que atende o segmento de veículos pesados principalmente, e logística) perceberão não ser fruto do acaso que todos sejam de certa forma influenciados pelo fator China, além de estarem relacionados a energia limpa, renovável e barata, que se beneficia da crise e da inflação europeia. A América do Sul possui uma relação simbiótica com a China: de um lado ofertamos minerais e alimentos necessários, e eles oferecem produtos industrializados, tecnologia e capital – especialmente direcionado à infraestrutura. O mesmo raciocínio se aplica à África (e talvez até mais, dado o estágio inferior de desenvolvimento em que se encontra).

Sobre política monetária global, o que foi uma política sincronizada do Fed com outros bancos centrais dos países desenvolvidos não é mais. Com a sinalização clara de contínuo aumento de juros e a precificação na curva de juros futuros americana que subiu substancialmente no último mês, o Fed deve seguir neste ano na linha de ajuste que muitos emergentes já fizeram anteriormente (ainda que o Fed atue em escala e velocidade menor). Já o Banco Central Europeu segue com o discurso de manter os juros em patamares quase nulos – no que é seguido também pelo BC do Japão. Fato é que o juro real projetado, mesmo com a alta na curva, permanece negativo ou nulo, e provavelmente por um longo tempo, o que é um forte estímulo para a economia. Nos EUA, o índice de desemprego (3,6%) já está em níveis pré-pandêmicos.

No mercado de *bonds*, os spreads de juros abriram, tendo impacto um pouco mais brusco no custo de capital das empresas emissoras de títulos no exterior. Por enquanto, os patamares ainda estão bastante confortáveis, mas, se houver um endurecimento da postura do Fed, empresas com baixos retornos sobre o capital, que se viabilizaram com a abundância de crédito barato e queda dos juros, poderão ser impactadas na bolsa americana. Também empresas de tecnologia e de rápido crescimento serão mais impactadas pela menor disponibilidade de crédito, maior custo, menor crescimento do PIB e maior taxa de desconto na avaliação das empresas. A inversão da curva de juros americana (o título do Tesouro de 2 anos proporciona atualmente retorno maior do que o do título de 10 anos) tem sido fonte de debate. No geral, inspira cautela, dado que na maioria das vezes em que esse fenômeno ocorre, indica uma recessão em um intervalo de um a dois anos. No caso da inversão atual, há diversas justificativas plausíveis para



esse comportamento – não necessariamente relacionadas a uma possível recessão: pode se tratar de transtornos causados pela pandemia e pelos preços da energia.

A guerra na Ucrânia continua sem tréguas e, apesar da Rússia ter feito algum avanço em outros pontos do país, não venceu a resistência na região de Kiev – e as tropas acabaram (ao menos temporariamente) retiradas de lá. Acusações de crimes de guerra são a nova fonte de pressão para mais sanções dos países ocidentais. Há também uma escalada no envio de armamento para a Ucrânia – a República Tcheca já teria enviado tanques e diversos outros países também estariam enviando armamentos pesados, pelo que se vê no noticiário. Isso fortalece o prolongamento do conflito, com as trágicas perdas de vidas civis e militares e a devastação econômica e na infraestrutura da Ucrânia – que no final das contas será cada vez mais prejudicada. A Rússia também terá uma conta elevada a pagar – mas de natureza econômica, embora sem perdas de vidas civis ou danos de natureza física no país.


Chama atenção o comportamento do rublo russo: após seu colapso, voltou rapidamente a patamares similares aos do pré-guerra. O BC russo está comprando ouro dos bancos numa proporção fixa de 5.000 rublos por grama de ouro. Atualmente, dadas as cotações internacionais da moeda e do ouro, este estaria valendo 5.200 rublos/g – mas o ouro russo também sofreu sanções, e na prática está a um valor bem abaixo disso. Dessa forma, o governo pode monetizar os bancos, comprando ouro destes por um valor possivelmente acima da cotação internacional e ao mesmo tempo capitalizá-los sem causar prejuízo. Conjectura-se que a reserva do BC russo, já bastante grande e aumentando, possa ser usada para uma possível volta do padrão ouro, dado o movimento comercial no petróleo, na tentativa de vender para nações ‘não-amigas’ em rublo.

De qualquer forma, o governo russo, cujo acesso a suas reservas internacionais foi interdito, poderá eventualmente não saldar compromissos financeiros internacionais, o que torna o comportamento futuro da moeda incerto. Mas o default russo implica em prejuízos aos investidores, notadamente europeus, mais próximos à Rússia do que investidores de outras regiões.

Os *lockdowns* implementados na China, dada a política de tolerância zero à covid-19, têm impactado a economia doméstica, com PMIs vindo bem abaixo do esperado (PMI de Caixin de março foi 42, bem menor que 50, zona neutra) e em territórios contracionistas. Espera-se que a situação se resolva rapidamente ou que a China abandone tal política, muito custosa. A Coreia do Sul, que também defendeu estratégias desse tipo, deixou de implementar *lockdowns* após a vacinação da sua população.

Na política monetária e fiscal, a China segue tentando conter a crise no setor imobiliário, baixando mais os juros de seus bancos estatais e coordenando oferta de divisas para a cobertura de apoio financeiro ao setor, evitando crises como a do conglomerado Evergrande.

Comentando sobre as *commodities* especificamente, o preço dos insumos energéticos e das ferroligas segue em trajetória de alta, com forte volatilidade. No caso das ferroligas, os preços (exceto China) estão em trajetória de forte alta, sentindo impactos do aumento das tarifas de energia na África do Sul e problemas de fornecimento causados pela guerra na Ucrânia e por sanções à Rússia.



A situação energética da África do Sul é de fato dramática. Entre problemas operacionais, manutenções e falta de carvão, espera-se que em média 1/3 da capacidade de geração da Eskom (estatal geradora do país responsável por 95% da oferta de energia elétrica do país) fique parada temporariamente nos próximos 12 meses, demandando que a empresa forneça energia através da queima de diesel. Isso aumentará muito os custos – mais precisamente em US\$ 1,4 bilhão. A Eskom já está em uma situação financeira complicadíssima – as dívidas montam a US\$ 26 bilhões – e mais US\$ 1,4 bilhões de custos adicionais afetará diretamente sua capacidade de investimentos para garantir o mínimo de segurança energética para África do Sul. A realidade é que a Eskom não tem como continuar adiando reajustes substanciais, e quanto mais tempo passa, com reajustes abaixo do necessário (caso dos 9,6%, contra os 20% pedidos), mais a situação piora no médio/longo prazo. Há diversas possibilidades:

- a Eskom poderá reajustar de forma significativa o preço da energia, de forma a fazer frente aos compromissos financeiros e realizar investimentos (mas depende de aprovação da NERSA, o órgão regulador);
- apagões e racionamentos deverão ser cada vez mais frequentes, o que poderá levar indústrias eletrointensivas (caso das ferroligas) ao colapso operacional e perda de produção;
- o setor já sofre impacto pelos custos do coque e problemas logísticos. Uma alternativa poderá ser a taxa de exportações de minérios, de forma a subsidiar a construção de infraestrutura energética.

Em qualquer cenário, o preço do ferro-cromo (insumo essencial à produção do aço inoxidável) que a China é o maior importador mundial desta liga e a África do Sul o maior exportador será pressionado para cima. A lei da oferta e demanda, uma vez mais, determinará os rumos dos preços, como já aconteceu com o ferrosilício – cujo preço mais que triplicou em um ano. A Ferbasa (investida por nossos fundos) se beneficia amplamente dessa conjuntura.

As *commodities* do setor de cloro/soda/PVC nos EUA têm tido alta ininterrupta há mais de um ano, com preços recordes a cada mês. Reflexo da prioridade das empresas do setor dada à diminuição da alavancagem e ao pagamento de dividendos ao invés de aumentar capacidade – além de problemas operacionais, associados principalmente a condições climáticas e ao custo do gás e energia principalmente. Esse setor, não percamos de vista, é fortemente eletrointensivo também: tais produtos são de ampla aplicação em diversos segmentos industriais, no consumo doméstico e em construção, e sua demanda está intimamente relacionada ao crescimento do PIB. Nos EUA o PVC usa a molécula de gás na base da cadeia de produção, e na Europa, como no Brasil, a nafta derivada de petróleo.

A bolsa americana ensaiou uma recuperação em março, com a NASDAQ ganhando 3,4% no mês, e com ganho pouco maior (3,6%) no S&P 500. As bolsas europeias também recuperaram toda a forte queda da 1ª metade do mês e fecharam positivas, mesmo com um conflito militar logo ao lado e com os severos – e sem perspectiva de solução no curto prazo – problemas energéticos.

## Conjuntura Nacional

A balança comercial de março apresentou *superavit* de U\$ 7,4 bilhões – o maior para o mês historicamente. Com todos os meses do trimestre com *superavit* substancialmente acima de 2021, que já foi o ano recorde histórico, 2022 caminha para novo recorde, tanto em exportações como de *superavit*, ainda que com o real se valorizando. O aumento dos preços em dólar compensa a perda na conversão da moeda e muitos exportadores realizaram operações de hedge travando a conversão cambial em condições bastante favoráveis. Para os devedores em moeda estrangeira, trata-se de redução substancial da dívida, ganho financeiro e menor custo do serviço (juros e amortização) ao longo do tempo.


A diminuição em sequência do IPI foi adiada. O governo manteve neste mês o corte de 25% no IPI, com a redução de 33% podendo ser realizada mais à frente, se o STF invalidar o questionamento realizado pelo partido PROS, provavelmente ocasionado por lobby da Zona Franca de Manaus. Devido à greve dos funcionários do BC, o dado mais recente de dívida bruta/PIB disponível (abaixo de 80%) é de janeiro. Previsões feitas durante a pandemia por diversos economistas, inclusive de comissões internas do governo, projetavam dívida/PIB perto de 100% neste semestre.

Com o início do ciclo de revisões positivas para o PIB e os resultados fiscais excelentes dos últimos semestres, como a arrecadação recorde em fevereiro (R\$ 148 bilhões, aumento real de 5,27% real frente a um ano antes), a tendência é que essa relação caia mais até o final do ano, mesmo com o aumento do custo da dívida devido à elevação da Selic. O Caged (Cadastro Geral de Empregados e Desempregados) de fevereiro também surpreendeu, com saldo líquido de 328 mil empregos criados – maior para o mês desde 2010, se desconsideramos 2021 (devido ao efeito pós *lockdown*).

O que se vê no curto prazo é o Brasil diminuindo o risco fiscal, paralelo a um grande diferencial de juros frente aos países desenvolvidos (o país é um dos recordistas em juros reais), o que traz conforto à tese de valorização do real. Isso atrai investidores estrangeiros que ganham com a valorização do real e com o diferencial da taxa de juros por lá e aqui. O saldo cada vez mais forte da balança comercial deverá surpreender com o crescimento do PIB. Não causa espécie a disposição do ministro Paulo Guedes em reduzir impostos, como no caso do IPI, e revisar a tabela do IRPF (Imposto de Renda da Pessoa Física), há muito congelada, causando aumento na tributação pelo aumento inflacionário dos salários. Tributamos a inflação.

O regime de chuvas, ao contrário do ano passado, também deve ajudar na perspectiva de diminuição da inflação para o 2º semestre – as contas de energia elétrica terão bandeira verde já a partir do próximo dia 15. O nó da inflação se torna, assim, o preço dos combustíveis – mas a nova sistemática do cálculo do ICMS funcionará como amortecedor de preços na escalada do petróleo no mercado internacional.

Do ponto de vista de um investidor americano, as três principais opções de investimento nos EUA são: mercado de ações, renda fixa e imóveis. O primeiro negocia com múltiplos condizentes ao juro real próximo a territórios negativos e com muitas empresas sem poder de repasse do PPI/CPI explosivo. Os títulos prefixados, com a inflação surpreendentemente alta e com possíveis elevações não precificadas na curva, também são uma opção perigosa. Já os preços no mercado imobiliário estão numa trajetória de alta que parece pouco sustentável. Quem viu a crise do *subprime* de 2008 pode já estar em estado de prontidão normal, especialmente com a taxa de juros subindo.



Em busca de alternativas, como destacado em resenhas anteriores, o Brasil se sobressai pela liquidez, exposição a commodities e razoável segurança jurídica (se comparado aos demais integrantes do BRICS). Aqui, tais investidores entendem que há um risco eleitoral, mas perspectivas favoráveis, já que o ciclo de alta de juros está próximo do encerramento, como já sinalizado pelo presidente do BC, enquanto no exterior se dá o oposto. A tendência é que no médio prazo a participação do Brasil nos índices globais de emergentes aumente de peso – inclusive, ocupando parte do slot hoje da Rússia (que vem sendo excluída de índices inclusive relacionado à renda fixa no mercado mundial de *bonds*).


Todos esses fatores em conjunto, além da repatriação de divisas das exportadoras que já estavam paradas há algum tempo em dólares, levaram a essa valorização de 8% repentina da nossa moeda em março, e de 15,2% no primeiro trimestre, continuando a tendência observada desde o início do ano. Nesse ponto, vale lembrar que moedas tendem a sofrer do fenômeno chamado *overshooting* – o exagero do mercado na correção da moeda ou de preços, para cima ou para baixo, em relação ao seu preço de equilíbrio.

Em um contexto mais amplo, o Brasil participa de dois processos importantes atualmente: a entrada na OCDE e o acordo entre Mercosul e União Europeia – que, no entanto, devem levar entre 2 e 5 anos para serem concluídos. No cenário descrito na parte internacional, o Brasil se encaixa muito bem como fornecedor estratégico e garantidor da segurança alimentar para a Europa (e especialmente para a China), bem como fonte de energia barata e limpa para as necessidades industriais europeias. A entrada na OCDE também ajudará a alinhar práticas comerciais e tributárias nacionais às dos países mais desenvolvidos – o que, por sua vez, deve facilitar muito o comércio internacional e a integração do Brasil. Também poderá trazer investimento estrangeiro direto, que se tornaria um ciclo virtuoso de construção de infraestrutura e aumento de vantagens competitivas (o que vale para as intenções chinesas ao investir aqui, como já comentado antes).

Em termos de vontade de ambas as partes (Rússia e Brasil), as transações comerciais continuarão a ocorrer normalmente. A grande questão é a forma como as transações financeiras serão realizadas, tendo em vista as sanções contra Rússia e Belarus (país que apoia a Rússia na guerra e é importante exportador de insumos para o Brasil). Essas questões deverão ser resolvidas nos próximos meses, e parece baixa a probabilidade do Brasil ficar desabastecido de insumos agrícolas, como fertilizantes. A UE banuiu a importação de cloreto de potássio (insumo agrícola essencial, em falta na Europa) de russos e bielorrussos. Sem poder comprar fertilizantes destes últimos, a produtividade das safras europeias deve sofrer um duro baque; tais insumos, no entanto, poderão ser deslocados para o Brasil, até aumentando a oferta aqui.

A entrada de fluxo estrangeiro na bolsa continua forte, apesar do erro operacional da B3 na divulgação dos dados (algo incrível e inaceitável). Em março, o saldo foi de R\$ 21 bilhões, acumulando entrada de R\$ 65 bilhões no ano. O IBOV subiu 7% e o SMLL, 8,8%. Existe uma possibilidade de que esse fluxo também vá financiar a dívida brasileira, ajudando a puxar a curva DI para baixo, possivelmente após as eleições. Atualmente, quem vem liderando as vendas são os próprios investidores locais, notadamente institucionais e pessoas físicas, vendendo ações aos estrangeiros e realocando os recursos para a renda fixa.

A perspectiva para o IPCA do ano deve ser revisada para cima (de 6% para 7%), mesmo com a queda do dólar, devido à forte pressão de *commodities* e combustíveis. De qualquer forma, as variáveis mais relevantes para o BC e para a política fiscal seguem sob controle e não seria justificável a mudança da



comunicação indicando fim do ciclo de aperto monetário por conta da guerra na Ucrânia, dada a política já fortemente contracionista em termos de juros reais.

A produção industrial brasileira de fevereiro subiu 0,7% em relação a janeiro, permanecendo 2,6% ainda abaixo do patamar pré-pandemia. O setor automotivo de veículos leves sofreu grande queda de produção e vendas no primeiro trimestre, ainda com a falta de *chips* causando problemas. Mesmo assim, a queda no IPI fez com que a Fenabreve mantivesse a perspectiva de crescimento de 4,4% nas vendas de novos veículos leves em relação a 2021. Já a venda de caminhões novos segue na contramão: cresceu 25% em março frente a fevereiro, e mais de 4% no trimestre. Nesse caso, o limitador maior de fato é a produção e não a demanda, já que há grande falta de estoques e filas para o recebimento de caminhões novos. A falta de componentes continua um problema, mas cada vez menor. O chip LCD padrão, por exemplo, era vendido no pico da crise dos semicondutores a US\$ 62, contra US\$ 24 antes. Hoje, já se encontra em US\$40, e com entrega bem mais rápida.

Cabe destacar também as consequências da arrecadação recorde em termos de gastos públicos. É justo conjecturar que o governo deve tentar fortalecer sua base em ano eleitoral. Com a MP que cria o programa Renovar (plano de compra de caminhões com mais de 30 anos de uso), o governo concretizará um antigo desejo de caminhoneiros autônomos, impossibilitados de trocar seus veículos. O programa poderá gerar a venda de 10 mil a 15 mil caminhões novos adicionais dentro da corrente da troca dos veículos mais velhos por outros mais novos, até chegar no 0 KM. A verba para este programa é ainda tímida: R\$ 500 mm no primeiro ano. Além disso, gera grandes benefícios ambientais, de segurança, econômicos, de produtividade e até o aumento na oferta de sucata.

Essa iniciativa é mais importante até que a exigência de padrões de qualidade superior para caminhões novos, já que os que causam problemas de segurança nas estradas e poluem mais são justamente os modelos muito antigos, alvos dessas medidas (1/4 da frota brasileira de caminhões, ou mais de 800 mil veículos, foi fabricado há mais de 30 anos). Essa iniciativa, combinada à antecipação de pedidos dada a nova legislação Euro 6, deve manter robusta a demanda por caminhões, como já esperado para o ano. O programa também valerá para os próximos anos, caso seja aprovado no Congresso. A expectativa é de que haja um crescimento estrutural de cerca de 15% ao ano na demanda por caminhões como efeito do programa. No segmento de máquinas agrícolas, o crescimento das vendas nos dois primeiros meses de 2022, já ultrapassa 42% e com carteiras de pedidos robustas. Os preços dos produtos agrícolas são os grandes motivadores – além, claro, da necessidade de modernização da frota, como no caso dos caminhões. Veículo quebrado e parado é fonte de prejuízo e custos.

Já no Plano Safra, as expectativas também são favoráveis, devido à força que o agronegócio tem na base eleitoral do governo e a compressão de margens/aumento do capital de giro que o setor deverá enfrentar neste ano. Apesar das margens próximas às médias históricas, a piora frente aos dois anos anteriores devido aos custos dos fertilizantes e do diesel, ocasiona uma pressão maior por parte dos agricultores para o aumento dos subsídios governamentais, principalmente via Plano Safra.






Dado o conforto maior do Ministério da Economia devido à surpreendente captação de tributos, talvez o Plano Safra também surpreenda positivamente, tanto para custeio, como para investimentos em máquinas, silos, armazéns, irrigação e agricultura familiar. Cada unidade monetária investida no agronegócio (incluindo crédito) se multiplica muitas vezes e com ciclo de maturação muito rápido – inclusive pela possibilidade de o Brasil produzir duas ou até três safras no ano. Todos esses comentários “conversam” muito de perto com nossas estratégias de investimentos e seleção de empresas em agronegócio, indústria e logística. Quem planta boas sementes e cultiva sua safra de forma adequada, colherá bons frutos e farta produção.

## Desempenho dos Fundos

Mesmo com o desenrolar dos conflitos da Rússia x Ucrânia e as duras sanções aplicadas pelos países ocidentais à economia russa, os fundos tiveram bom desempenho no mês de março, recuperando boa parte das perdas no ano. As sanções impostas sufocaram boa parte da economia da Rússia, fazendo com que o investimento estrangeiro nesse país se tornasse praticamente inviável, o que contribuiu para dar continuidade ao grande fluxo de investimento estrangeiro para o Brasil, parte representado de realocação da Rússia para cá que marcou o primeiro trimestre de 2022.

Os investidores em economias emergentes estão cada vez mais com poucas opções de investimento, se levar em consideração os países dos “BRICS”, Brasil e Índia são aqueles com as condições mais “estáveis”, dado que a China possui forte regulação estatal e pouca transparência e a África do Sul vive uma grande crise energética e com taxas de desemprego que superam 35%. Com a Rússia fora do jogo, Brasil e Índia irão se beneficiar deste fluxo, com destaque para o Brasil, que possui uma economia mais semelhante à Rússia, que também é uma grande exportadora de *commodities*. Turquia é uma opção também complicada, restando América Latina, com destaque ao Brasil, pela liquidez e tamanho do mercado acionário.



Pelo fato da Rússia e Ucrânia serem responsáveis pela pauta da exportação de diversas *commodities*, alguns itens da cadeia de suprimentos global estão sendo prejudicados. Destacamos o milho, sendo a Ucrânia importante produtor e exportador, e no caso da Rússia e Bielo-Rússia, os fertilizantes. A Rússia é também um grande produtor e exportador de petróleo e gás, carvão energético, diversos metais como ferro gusa, coque, ouro, diamantes, cobre, alumínio, ferroligas (ferro-níquel e ferrosilício), alumínio, paládio, platina e terras raras. Além disso, a Rússia se destaca nas exportações de trigo e madeira. Nos 10 primeiros meses de 2021, a Rússia exportou US\$ 388 bilhões, dos quais 53,8%, representado por petróleo e energia, e tendo a China como principal parceiro, representando US\$ 112 bilhões (29% do total), seguido pela Alemanha (US\$ 46 bilhões), Holanda (US\$ 37 bilhões), EUA (US\$ 29 bilhões) e Turquia (US\$ 26 bilhões), ou 57,5% no total.


Mesmo sem a Rússia deixar de exportar, o petróleo chegou a bater US\$139 no início de março, apesar de ter fechado o mês em níveis próximos de US\$104. As eventuais restrições de importações de óleo, gás e carvão russo para a Europa podem ter efeitos significativos nos preços da energia no continente europeu, penalizando os custos e as indústrias eletrointensivas. No entanto, o fluxo continua normal, pois as sanções não atingiram estes produtos no oeste europeu, já que praticamente não há alternativa no curto prazo de novos fornecedores.

Esse cenário intensifica as pressões inflacionárias nas principais economias do mundo. Com isso, investidores globais passam a buscar algum tipo de hedge para a inflação para alocar, como é o caso de algumas *commodities* e energia, favorecendo países que atuam nestes mercados, como o Brasil.

O fluxo de capital estrangeiro permitiu que o IBOV valorizasse ainda mais, subindo 6,06% no mês de março e atingindo ganho de 14,48% no primeiro trimestre de 2022. Já o índice *small caps* - SMLL, que vinha sofrendo nos últimos meses, apresentou forte recuperação em março, com alta de 8,8%, recuperando as perdas, e acumulando valorização de 6,7% no ano. Os principais setores que puxaram a alta destes índices foram aqueles relacionados ao petróleo, serviços financeiros, concessão/energia e varejo/consumo. Em nosso portfólio, os setores que mais se destacaram foram o agronegócio (pelo terceiro mês consecutivo), mineração e metalurgia, logística e tecnologia. Enquanto o desempenho negativo ficou mais uma vez pelo setor da indústria.

Antes de detalhar e explicar o desempenho das empresas que mais contribuíram de forma positiva ou negativa, vale destacar a safra de resultados que se encerrou no mês de março, que se mostrou positiva para as empresas investidas pelos nossos fundos. Algumas já refletiram tais resultados, através de valorização das ações, mas a maior parte ainda não refletiu os bons resultados, e seguem ignoradas pelo mercado. Diversas empresas da carteira apresentaram resultados recordes, como Kepler, Schulz, Ferbasa, Unipar e Metal Leve, além de estarem com estruturas de capital adequadas para continuar investindo, ou distribuir ótimos proventos aos acionistas.

Começando pelo setor do Agronegócio, os bons desempenhos seguem vindo da São Martinho e Kepler. No caso da São Martinho, os preços do etanol seguem evoluindo, valorizando 19% em 30 dias do início da nova safra, com os preços voltando ao patamar de R\$3,80 por litro (nos últimos 12 meses o etanol apresenta alta de 52% ou 70% em dólar). Para este ano, a companhia iniciará a produção de etanol de milho, que contará inicialmente com capacidade de produzir 210 mil m<sup>3</sup> de Etanol, 150 mil ton. de DDGs




(proteína de altíssima qualidade para ração) e 10 mil ton. de óleo de milho para consumo humano. Lembrando que o milho já se encontra comprado por 20% abaixo do preço atual. No caso do açúcar, a empresa realizou *hedge* com câmbio a R\$5,90, deixando em aberto metade da posição do preço do adoçante, contando com sua contínua valorização no mercado internacional. Quanto ao posicionamento da Kepler, comentamos na resenha anterior, mas em resumo: a companhia é uma opção para se proteger das altas de preços dos grãos após os conflitos na Ucrânia e segurança alimentar, sem correr os mesmos riscos que o produtor. Armazenar na safra e vender na entressafra é garantia de uma boa comercialização. Destacamos que o Banco do Brasil anunciou uma nova linha de R\$ 1 bilhão para silos, armazéns e irrigação, que deverá proporcionar um importante impulso ao setor.

Quanto ao setor de Mineração e Metalurgia, o grande destaque foi a Ferbasa, que segue sendo muito beneficiada pelo cenário de crise energética na Europa e Ásia. Os resultados foram recordes em 2021, com lucro líquido registrado de R\$ 643 milhões no ano, com R\$ 237 milhões no 4T21, comparado a R\$ 70 milhões em 12 meses no ano anterior. Os preços da energia deixaram a produção de ferroligas inviável na Europa e ainda mais onerosa na China, sem contar que a Eskom, que produz 95% da energia elétrica na África do Sul (maior exportadora mundial de ferro-cromo) está cada vez mais endividada, ou US\$ 26 bilhões, dívida esta que compromete sua capacidade de investimento. A empresa pleiteou 20% de reajuste anual para abril, mas obteve “apenas” 9,6% do órgão regulador (NERSA). Tal fato poderá ter graves consequências e uma grave crise energética no país será inevitável, talvez ainda neste ano. A empresa espanhola FerroGlobe, grande produtora de ferrosilício na Europa, voltou a fechar fornos na Espanha, decorrente deste cenário desafiador. Desta forma, e considerando que a Rússia é o segundo maior produtor e exportador de ferrosilício do mundo, após a China, uma crise na oferta desta importante liga do setor siderúrgico, os preços deverão manter a trajetória de alta, mesmo após triplicar de preço nos últimos 12 meses na Europa e EUA, mas ainda não refletindo integralmente os custos da energia na Europa.

Como consequência, os preços do FeSi e FeCr continuam sua escalada. O preço de referência do fornecimento do Ferro Cromo Alto Carbono (FeCr AC) da África do Sul para o mercado Europeu avançou 20% para o 2º trimestre de 2022. Se considerarmos os últimos 12 meses, o FeCr avança mais de 39% e 80% em 15 meses. Tais reajustes de preços ainda não foram inteiramente refletidos nos resultados da Ferbasa e acreditamos que a cada trimestre serão mais evidentes.

A cereja do bolo virá a partir do segundo semestre, tendo em vista o reajuste dos contratos do FeSi75 HP (alta pureza) que estavam travados desde abril do ano passado com clientes japoneses, principal mercado da Ferbasa deste produto, já que os preços são reajustados em base anual e não refletiram a alta de mais de 200% nos últimos 12 meses. Como simples exercício, se anualizarmos o lucro líquido de R\$236 milhões do 4T21, o lucro anualizado da Ferbasa chega a R\$ 944 milhões, o que representa um P/L de aproximadamente 4x, sem capturar todos os avanços de preços do FeSi75% nos últimos 6 meses, além do FeCr para o 2T22.

Outros destaques positivos de março ficaram por conta de Simpar, Positivo e Unipar, reflexo dos bons resultados em 2021 e as boas perspectivas esperadas para este ano, e serão evidenciados nos próximos trimestres. A Simpar segue gerando bons resultados através de suas subsidiárias e planeja investir R\$ 12 bilhões em 2022 (ante R\$ 8,8 bilhões ano passado). Temos que ressaltar que apenas 25% dos investimentos



realizados de 2021 já estão refletidos nos resultados, com boa parte do crescimento devendo ocorrer nos próximos trimestres, quando os veículos adquiridos em 2021 gerarão as receitas através dos novos contratos.

No caso da Positivo, as licitações públicas de urnas eletrônicas e servidores para uso corporativo (Petrobrás principalmente) trazem uma excelente previsibilidade para este ano, que será marcado por um varejo mais fraco, na qual as diversas avenidas de crescimento da companhia permitem apresentar evolução mesmo em cenário de menor demanda no segmento de varejo. O segmento de servidores para o setor corporativo, com destaque para um grande contrato com a Petrobrás, trará uma grande avenida de crescimento. Por fim, a Unipar é outra companhia que vem sendo muito beneficiada pela precificação atual das *commodities*, com o cloro e soda apresentando recordes de preços, além do PVC, que praticamente dobrou de preço em um ano.

Já os destaques negativos ficaram por conta da Metal Leve e Tupy. O setor em que as duas companhias estão inseridas vem sendo penalizado pelo mercado a partir de uma visão *top-down*, na qual a premissa de elevação de juros irá impactar negativamente as empresas de bens de capital. Acreditamos que este efeito seja muito limitado para ambas as empresas. No caso da Metal Leve, o envelhecimento das frotas de veículos abre espaço para o segmento de *aftermarket* prosperar, enquanto a demanda reprimida dos veículos novos vai se acumulando. Quanto à Tupy, esta tem 80% das suas receitas atreladas ao mercado externo, com quase 60% vindo do mercado norte-americano, que está aquecido e com expectativa dos pacotes de infraestrutura de US\$ 1,2 trilhões refletirem nos próximos anos, especialmente em ano de eleições nos EUA, quando o governo “quer mostrar serviço” através de obras públicas. Tal lá, tal cá. Políticos só mudam a nacionalidade, com o *modus operandi* igual em todo o globo.

A Tupy está cada vez mais bem posicionada para aproveitar a retomada do setor, que será potencializada com a aquisição da Teksid. O valor da companhia está no mesmo nível de preços de 2013 (período do Re-IPO e migração para o Novo Mercado), porém as receitas estão 3x maiores e a capacidade instalada quase dobrou neste período. Com a incorporação da planta de Betim, a companhia passa ser a única fornecedora local de blocos e cabeçotes da América do Sul voltada para veículos pesados, com praticamente todas as montadoras do ocidente dentro de sua carteira de clientes. Analisando os principais concorrentes, restaram apenas a Teksid México e as alemãs Eisenwerk Bruehl e Fritz Winter. Enquanto a Teksid México ficou com uma escala muito pequena (10% da Tupy), com uma capacidade de apenas 97 mil toneladas/ano, o que dificulta a competição em relação a escala. A Eisenwerk possui foco nos veículos leves, não competindo diretamente com a Tupy. Assim, resta apenas a Fritz Winter, que possui capacidade instalada de 405 mil toneladas anual (cerca de 40% da Tupy) e vem sendo penalizada pelos altos custos de energia, além de parte da produção destinada aos veículos leves, segmento onde enfrenta concorrência da Eisenwerk.

Com as fundições alemãs com dificuldades, algumas montadoras podem considerar a Tupy como alternativa de menor risco, além da diversificação geográfica nas Américas. Os resultados do ano passado vieram em linha com nossas projeções e os ganhos de sinergias e renegociação dos preços serão mais evidentes a cada trimestre que se passa.

## TRÍGONO FLAGSHIP SMALL CAPS FIC FIA 60 (CNPJ: 29.177.013/0001-12)

O fundo teve valorização de 5,4% em março – alta menor que a do SMLL (+8,8%). A maior parte da contribuição positiva do Flagship veio mais uma vez do Agronegócio (+2,27%) e do segmento de Mineração e Metalurgia (+1,55%), puxado pela Ferbasa. Do lado negativo, apenas o setor Industrial apresentou queda, de -0,36%, em razão da visão *top-down* estar prevalecendo nos últimos meses, com fundamentos e os bons resultados das empresas deste setor estarem sendo ignoradas pelo mercado. Destacamos que nossas empresas ligadas ao setor industrial estão relacionadas principalmente aos veículos pesados, como caminhões, máquinas agrícolas e fora de estradas (*offroad*), usadas em mineração e infraestrutura, com excelentes perspectivas de mercado e com a produção longe de atender a demanda. Este cenário e perspectiva já foi amplamente explicado na seção de conjuntura econômica.

Ao analisar um horizonte de tempo mais longo, o Flagship que completa 4 anos neste mês de abril, apresenta valorização de 142% nos últimos 36 meses e de 203,6% desde o seu início em 2018, ante 31,5% e 47,4, respectivamente do SMLL. A volatilidade anual continua abaixo do *benchmark*, 23,8% vs. 25,9%, mesmo com uma concentração de 80% da carteira em apenas oito empresas. Nossa estratégia consiste em focar nos cases em que temos a maior convicção, com negócios sólidos, empresas líderes e que atuam em nichos, o que nos permite nos associar com as empresas por longos períodos, reduzindo o giro da carteira.

## TRÍGONO DELPHOS INCOME FIC FIA (CNPJ: 29.177.024/0001-00)

Quanto ao Delphos, este apresentou valorização de 5,2%, abaixo do referencial IDIV, que encerrou fevereiro com 10% de alta. O forte desempenho do *benchmark* está relacionado com o bom desempenho do setor de Concessão e Energia (+4,14%) e Serviços Financeiros (3,1%). Os destaques positivos vieram do Agronegócio (3,41%), Mineração e Metalurgia (2,38%) e Químico (0,95%), enquanto o desempenho negativo (-1,29%) veio do setor Industrial e Consumo (-0,17%).

No acumulado do ano, o Delphos apresenta ligeira valorização de 0,6% vs. 15,4% do IDIV. Ao comparar janelas mais longas (desde seu início, em abril de 2018), o fundo apresentou valorização de 154% contra 66,5% do seu *benchmark*, apresentando alpha (retorno acima do índice de referência) de 87,5% desde o início. Analisando os últimos 12 meses, a valorização é de 24,8% vs. 14% do IDIV, com alpha de 10,9%. Já a volatilidade do Delphos ficou em 22% ante 17,5% do IDIV.

O Delphos possui elevada concentração em empresas que são boas pagadoras de dividendos – seis delas representando 84% do fundo. Vale destacar que 88% da exposição do Delphos está concentrada em Micro e *Small Caps*, universo este que é muito pouco aproveitado pelo referencial IDIV. No ano passado, o Delphos apresentou yield de 12,19%, ante 8,01% do IDIV (formado por empresas excelentes pagadoras de dividendos), mas quase 80% concentrado em apenas dois setores, financeiro e concessionárias de serviços públicos, notadamente do setor elétrico. Cabe destacar que continua sob o julgamento do STF a questão das perdas dos poupadores prejudicados pelos diferentes planos econômicos expurgando parte substancial dos rendimentos. Inclusive, o pedido de reembolso poderá ser estendido aos “poupadores” que perderam o prazo para os pleitos judiciais. Os próprios bancos estimam que tais perdas podem chegar à cifra de R\$ 800 bilhões usando este argumento como parte da tese contrária, já que seria “impagável”



ou causaria severos danos ao equilíbrio financeiro das instituições. Também os bancos estão na mira do governo para aumento dos impostos, visando reforço na arrecadação tributária, ainda que com prazo determinado e para finalidades específicas.

### **TRÍGONO VERBIER FIA (CNPJ: 08.968.733/0001-26)**

Já o Verbier teve uma alta de 4,5%, pouco abaixo dos 6,06% apresentados pelo IBOV – que segue sendo beneficiado pelo fluxo estrangeiro em busca de empresas mais líquidas. No acumulado de 2022, nosso fundo valorizou 0,3% contra 14,5% do IBOV. Novamente o setor de Agronegócio (+2,38%) e Mineração e Metalurgia (+1,95%) foram os destaques positivos, com a Indústria contribuindo com -0,4% no mês de março.

Vale adicionar que deixamos de reportar os resultados como clube de investimentos, pelo fato do histórico ser suficientemente longo para justificar sua análise apenas como fundo. Desde o seu início como fundo em julho de 2018, o Verbier apresentou valorização de 169% contra 55,2% do IBOV, tendo gerado um alpha sobre o IBOV de 113,8% e superado o índice nos quatro anos seguidos. Merece destacar sua independência em relação ao seu referencial, com nenhuma participação fazendo parte do índice IBOV.

Em termos de volatilidade anual, a do Verbier ficou em 21,54% comparado a 19% da volatilidade do Ibovespa.


### **TRÍGONO 70 PREVIDÊNCIA FIC FIM (CNPJ: 33.146.130/0001-96)**

O fundo apresentou um ótimo resultado em março, com valorização de 3,5% vs. 0,9% do CDI. No acumulado de 2022, o fundo apresenta um ganho de 3,6%, superando o CDI que apresenta rendimentos de 2,4% no período. Por setor, o destaque positivo foi novamente do Agronegócio (+2,55%) e da Mineração e Metalurgia (+0,86%), com a Logística contribuindo com +0,73%. Do lado negativo, o setor Industrial teve queda de 1,02%.

Este fundo foi criado em 02/09/2019 e desde então obteve ganhos de 53,9% vs. 11,8% do CDI, ou seja, gerou um alpha de 42,1% no período, equivalente a 356% do CDI. Vale lembrar que este fundo possui sua alocação distribuída em 70% ações e 30% relacionado à Selic, apresentando uma valorização de 11,8% nos últimos 12 meses, contra 6,5% do CDI.

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

Este outro fundo previdenciário, diferente do Prev70, conta com uma alocação de 100% em ações, o que o sujeita a diferentes quesitos regulatórios determinados pela SUSEP. No mês de março, este fundo valorizou 5,13%, ligeiramente abaixo dos 6,06% de alta apresentado pelo Ibovespa. Os destaques positivos vieram do Agronegócio (+2,15%), Mineração e Metalurgia (+1,32%), Tecnologia (+1,02%) e Logística (+0,85%), enquanto o desempenho negativo veio da Indústria (-0,72%), assim como nos outros fundos citados acima.



Destacamos que o fundo é focado em *small caps*, assim como o Trígono Prev70 – o que talvez faça de ambos uma dupla única no segmento de previdência privada. Isso permite uma ampla diversificação para investidores que têm no IBOV a única alternativa de investimentos em renda variável no ambiente previdenciário.

A volatilidade dos últimos 12 meses do nosso fundo foi de 23,1% contra 19% do Ibovespa, sendo que oito papéis representam 79% da composição da carteira, explicado pela estratégia de concentração do portfólio nas principais teses, já comentada anteriormente.

Analisando através de uma perspectiva mais ampla, o Trígono Icatu PREV100 acumula uma valorização de 67,5% ante 19,5% do IBOV desde seu início, em julho de 2020, perfazendo um alpha de 48% no período. Ao observar os últimos 12 meses, a valorização do fundo atingiu 20,7%, superando amplamente a alta de 5,2% do Ibovespa.

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

Impulsionado pelas empresas que estão bem-posicionadas para capturar as oportunidades no momento atual de elevação dos preços da energia em todo o mundo, e dos produtos eletrointensivos, o Trígono Power & Yield teve valorização 5,6% em março, contra 8,9% do seu *benchmark* IEE. No acumulado do ano, o Power & Yield soma uma alta de 2,8%, abaixo dos 11,5% apresentados pelo IEE.


Todos os setores dentro do Fundo Power & Yield apresentaram rendimento positivos em março, com destaque para Concessão e Energia (+2,23%), Mineração e Metalurgia (+1,15%), Químico (+1,18%) e Óleo e Gás (+1,13%).

Observando seu desempenho desde a sua criação em fevereiro do ano passado, o Fundo exibe uma valorização de 25%, contra meros +3,2% do IEE neste mesmo período. A volatilidade do fundo foi de 16,07% vs. 17,39% do *benchmark*, que historicamente já é baixa, destacando que além do alpha gerado, nosso fundo ainda apresenta uma baixa volatilidade.

### **TRÍGONO HORIZON MICROCAP FIC FIA (CNPJ: 43.104.134/0001-65)**

Por fim, destacamos o nosso fundo mais recente, voltado às micro caps (valor de mercado abaixo de R\$ 3 bilhões). O Horizon obteve uma valorização de 2,4% no mês de março, contra alta de 8,8% do SMLL. Este desempenho aquém está relacionado com o que vínhamos comentando nas resenhas passadas, com o fluxo atual priorizando empresas mais líquidas e maiores.

Os destaques positivos vieram do Varejo (+1,24%), Mineração e Metalurgia (+0,97%) e Tecnologia (+0,85%). Do lado negativo, o Agronegócio apresentou desvalorização de -0,63%, o que mostra uma menor sobreposição com relação aos demais fundos e boa opção para diversificação a partir de empresas pouco conhecidas no mercado.



Observando desde seu início, o Horizon apresenta um desempenho negativo de -12,8% desde seu início, em setembro de 2021, pouco abaixo dos -11,32% reportados pelo índice SMLL no mesmo período, fato que pode ser considerado até positivo, pelo momento desafiador enfrentado por este segmento, embora descolado dos excelentes resultados das empresas investidas, como nos demais fundos sob gestão da Trígono. Quanto à volatilidade, está em linha com a volatilidade do SMLL, de 25,95% do Horizon, praticamente igual a 25,94% do índice.

Agradecemos mais uma vez o apoio e confiança de nossos investidores e seguimos igualmente convictos dos resultados positivos que as empresas investidas deverão apresentar ao longo deste ano que serão observados já no primeiro trimestre, e no futuro, pois não nos preocupamos apenas com o próximo trimestre, mas com o triênio, como demonstram os resultados de nossos fundos já próximos de completar quatro anos.

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



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

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