



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO



OUTUBRO 2022

RESENHA MENSAL

Se quiser poupar para hoje, comece amanhã; se quiser poupar para amanhã, comece hoje.

Se quiser poupar para hoje, comece amanhã; se quiser poupar para amanhã, comece hoje

Prezados Investidores,

Esta Resenha começou a ser escrita ainda antes das eleições. Preocupação quanto ao nosso futuro marcou sua produção. Nossa vida é longa (em escalas humanas, bem entendido, mas essa é uma discussão filosófica que em muito excede nosso escopo aqui). Mas o curto prazo nos assedia continuamente. Preocupações quanto à agenda para a próxima semana, sobre o destino para as férias, entre tantas outras.

Nesse escaninho também caem os nossos investimentos: “O que está rendendo mais neste momento – juros? Ótimo, vou aproveitar”. “Meu assessor me orientou a investir na renda fixa pois está rendendo bem e a bolsa não é recomendável neste momento devido as incertezas e o excelente rendimento da renda fixa.” As versões para justificar o olhar voltado ao imediato à nossa frente são tantas que não caberiam aqui (em espaço nenhum, na verdade).

Mas 40 anos vivendo o mercado financeiro, e destes, 39 como investidor, ensinam muito. Crises em ritmo praticamente anual, incertezas constantes – o que esse tempo todo e esses fatores todos ensinaram foi que o investidor está, sim, muito mais preocupado com o hoje do que com o amanhã.

Existem bibliotecas inteiras sobre investimentos, com livros de e sobre grandes investidores, com suas vidas e técnicas relatadas. Eu, de minha parte, topei – um tanto tardiamente, reconheço – com o que já me parece um clássico, mais uma das muitas recomendações que já deixei por aqui: “Investindo em Ações no Longo Prazo”, de Jeremy J. Siegel (Ed. Bookman; 5ª edição [2015], 448 págs.).

- “**Um dos melhores livros sobre investimentos de todos os tempos**”, de acordo com The Washington Post.

- “**Suas contribuições para o mundo das finanças e investimentos tem peso para mudar os rumos da profissão**”, segundo *The Financial Analyst Institute*.

Cito essas recomendações, feitas por um grande jornal do EUA e por um renomado instituto, porque as endosso plenamente. O subtítulo do livro, aliás, é: “**O guia indispensável do investidor do mercado financeiro**”.

Siegel é economista, professor de finanças na Wharton School, da Universidade de Pensilvânia, e é autor de outros livros e de uma grande quantidade de publicações acadêmicas em diversos lugares. É um nome requisitado frequentemente pelas mais importantes mídias ligadas ao mercado financeiro.

Ao longo do livro há citações, de várias fontes, todas muito úteis e inspiradoras. A mim, a que mais agradou é a que cito a seguir (do Capítulo 11: “Parâmetros para avaliar o mercado de ações”): “*Mesmo quando o motivo subjacente de compra de ações é a mera ganância especulativa, a natureza humana deseja dissimular esse desagradável impulso atrás de uma capa de aparente lógica e bom senso*”. A frase é de Benjamin Graham e David Dodd (1940), dois grandes economistas do século 20.

Essas reflexões me orientaram na escolha do título desta Resenha. Parece um jogo de palavras levemente paradoxal; lembra um pouco também as famosas promessas de fim de ano (“Ano que vem vou fazer academia, vou iniciar regime e emagrecer 5kg, vou poupar mais, vou iniciar um plano de previdência privada, vou aprender um idioma etc.”). E era aí que queria chegar.

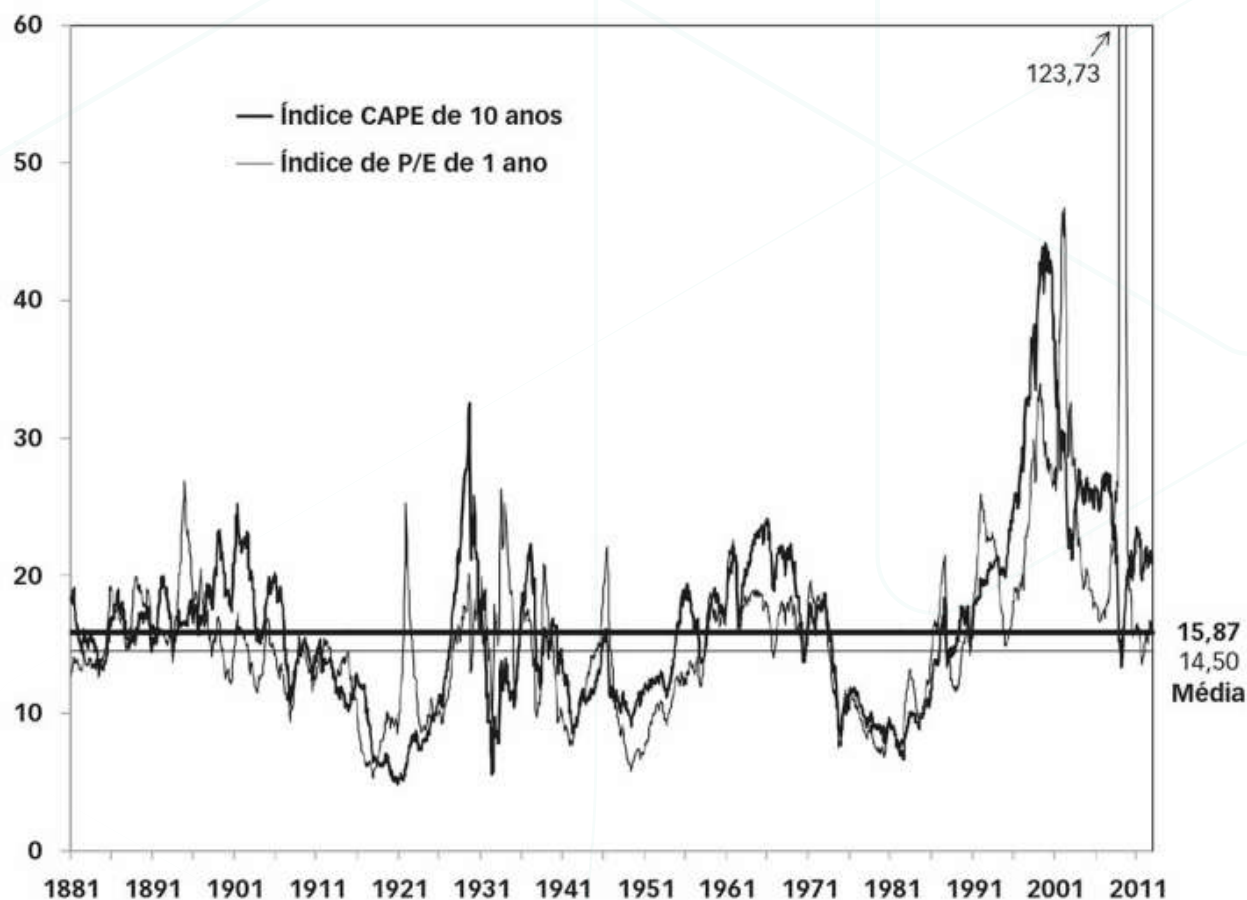
Quem pensa em investir em ações não raro quer ganhar muito e rápido. Chamamos isso de “colocar no bolso” o lucro assim que este se materializar. A renda fixa é o oposto disso. Ninguém vai ter ganhos extraordinários e rápidos com ela, nem vai ficar rico, se este for o objetivo. No máximo, a pessoa vai repor a inflação, talvez veja algum ganho real – mas os dentes do leão já levam uma boa parte, numa tributação injusta, pois a maior parte do rendimento é simplesmente reposição da inflação. Ou seja: não só a inflação corrói o poder aquisitivo, ainda temos que pagar imposto sobre ela. Sobre imóveis, mesmo raciocínio: boa parte da valorização deve-se à inflação, e sobre ela pagamos 15% de Imposto de Renda (e mais 6% de comissão aos corretores). Óbvio que fazemos essa conta sobre o valor líquido que receberemos, e tentamos repassar o custo aos compradores – que ainda pagam ITBI e custos cartoriais.

No livro, o professor Siegel analisa o retorno das ações nos EUA desde 1802 em diversos índices e em vários intervalos – curtos, longos (210 anos), intercalares, faz enfim todo tipo de análise possível. A conclusão a que chega é que, em média, investimentos em ações proporcionam retorno anual médio de 6,6% acima da inflação; cerca de 2 vezes o crescimento do PIB; e 3 pontos percentuais acima dos títulos do Tesouro dos EUA, com rendimento anual médio de 3,6%.

Outro fato interessante: dividendos são a maior fonte desses retornos, quando reinvestidos nas próprias ações. Quem nos acompanha sabe que a Trígono acredita nisso, sempre explica esse princípio e o aplica em suas carteiras. Para que fique claro ao leitor/leitora: 6,6% de ganho anual sobre a inflação em 25 anos representam uma multiplicação do capital investido em 4,8 vezes em termos reais. Ou seja: US\$ 100 mil investidos seriam transformados em US\$ 483 mil, já descontada a inflação.

Mas vejam mais um fato interessante: de 1871 a 2012, o índice P/L (relação preço/lucro, ou valor de mercado em relação ao lucro) das empresas negociadas em bolsa de valores nos EUA foi de 14,5 vezes. O mesmo indicador, num período mais restrito (entre 1957 e 2020 – com uma mediana do P/L usando um período acumulado de 5 anos, ou seja, minimiza anos atípicos), mostra um indicador de 13,6 vezes. Quando dividimos 100 por estes indicadores, chegamos a respectivamente 6,9% e 7,3% – ou seja, o retorno anual das ações, tendo em vista seus preços em bolsa e a relação entre estes e os lucros. Não se chega a nada muito diferente dos 6,6% acima.

Já o gráfico abaixo exhibe, numa longa série, o P/L do índice S&P 500 de acordo com a metodologia criada pelo professor de Yale, Robert Shiller. Essa metodologia elimina distorções causadas por ciclos econômicos que impactam os lucros de forma significativa. O índice considera a média móvel dos últimos 10 anos com ajuste para a inflação. Em 1998, Robert Shiller e John Y. Campbell (renomado professor de economia em Harvard desde 1994) publicaram um estudo inédito, *“Valuations Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook”* (“Avaliação de Índices e Perspectiva de Longo Prazo do Mercado Acionário”, em tradução livre). O estudo mostra que os retornos esperados no longo prazo não eram um passeio aleatório: podia-se prevê-los com o índice CAPE (indicador P/L ajustado ciclicamente para períodos de 10 anos).



Fonte: P/E de 1 ano e índices CAPE de 10 anos, 1881-2012 (segundo metodologia de Robert Shiller)

O índice – em versão preliminar do trabalho de Shiller e Campbell – foi apresentado aos membros do Fed (o BC dos EUA) em 3 de dezembro de 2006, alertando que os preços das ações estavam ultrapassando os lucros. Uma semana depois, o então presidente do Fed, Alan Greenspan, fez o famoso discurso sobre a “exuberância irracional” da bolsa. No ano 2000, o CAPE bateu no topo histórico de 43 vezes o P/L, enquanto a média atual de longo prazo é de 16 vezes – ou 6,25%, quando dividimos 16 por 100. Encostando nos 6,6%. A teoria é que quando o índice CAPE ultrapassa a média histórica, a tendência é a correção – mas esta quase sempre acontece de modo exagerado – para cima ou para baixo. Ou seja, o mercado sofre fortes correções nos dois sentidos. Em inglês, o termo para isso é *mean return* (ou retorno à média). Exemplos não faltam: a famosa bolha das “pontocom”, quando o índice NASDAQ disparou 400% entre 1995 e março de 2000, para depois desabar vertiginosos 78% até o mínimo atingido em outubro de 2002. Do céu ao inferno, por assim dizer.

Ainda segundo os estudos de Siegel, entre 1871 e 2012 o retorno anual das ações acima da inflação foi de 6,48% (quase o mesmo entre 1802-2012), decomponível em: 4,4% de rendimentos dos dividendos; e 1,99% de ganho de capital – com distribuição de 61,3% dos lucros em dividendos (*payout*). Ou seja: quase 68% do retorno dos investimentos em ações foi proporcionado por dividendos e 32% pela simples valorização das mesmas. O número é muito próximo da relação de 66/34 obtida num estudo do Morgan Stanley para o mundo num prazo de 20 anos. Partindo da alta do mercado em 1929, logo antes do

“crash”, e indo até 1940, Siegel encontrou um retorno anual de 5,69%; os dividendos contribuíram com 3,85% e o ganho de capital com 2,09% (ou 65% de contribuição via dividendos, coisa de 2/3 do total).

A inflação é gerada pelos aumentos de preços; os aumentos são gerados pelas empresas, que embutem a evolução dos custos e da inflação passada. Ou seja: o maior seguro contra inflação é o próprio investimento na sua causa, o lucro das empresas. Mas estas crescem além da inflação, ou seja, repõe os custos inflacionários e sua produção e vendas acompanham pelo menos o PIB, exceto novos negócios, aquisições, ganho de mercado, em detrimento do concorrente (efeito zero), produtos mais sofisticados etc. Desta forma, o investimento em ações no longo prazo pode ser decomposto em: repasse da inflação; crescimento do PIB; e distribuição dos lucros aos acionistas (com as empresas, no entanto, retendo para si os recursos necessários para crescer e investir para o crescimento e modernização).

Mas vamos analisar alguns dados do mercado brasileiro, inicialmente com a tabela abaixo:

| Indicador | 25 anos | 10 anos | 5 anos |
|-----------|---------|---------|--------|
| IGPM | 8,8% | 8,8% | 12,6% |
| IPCA | 6,2% | 6,1% | 5,6% |
| CDI | 13,3% | 8,6% | 6,0% |
| Dólar | 6,6% | 10,3% | 11,3% |
| IBOV | 8,2% | 6,4% | 9,4% |
| IDIV | | 8,0% | 10,8% |

Vemos aí o que comentamos anteriormente: o rendimento das aplicações em renda fixa, usando o CDI como referência, mal cobre a inflação nos últimos 5 anos. Neste período, houve uma perda significativa em relação ao IGP-M, de quase 6,6 pontos percentuais (ou cerca de 38%), sem considerar IR (come-cotas nos fundos de investimentos) e no caso dos fundos DI, ainda tem a taxa de administração. Se deduzirmos 15% de IR, a perda é significativa para um investimento que supostamente protege o capital dos investidores contra a inflação. Quando analisamos um período mais longo, observa-se que o CDI teve rendimento anual bem acima do IGP-M em 25 anos, mas ligeiramente abaixo no horizonte de 10 anos. Em relação ao IPCA, o rendimento é maior em 25 anos, mas se reduz num prazo de 10 anos (com vantagem de 2,5 pontos percentuais, mas corroído em parte pelo IR). A maior taxa de juros num prazo mais longo se deve à necessidade de o governo controlar a inflação – especialmente durante o governo do PSDB após a implantação do Plano Real e a política monetária adotada pelos presidentes do Banco Central Gustavo Franco e Armínio Fraga entre 1994 e 2003.

No entanto, num período mais recente (5 anos), o CDI ficou ligeiramente acima da inflação medida pelo IPCA (6%, ante 5,6%), mas muito distante do IGP-M (12,6%). Os agentes causadores do IGP-M, lembremos, são os preços do atacado, que afetam custos industriais – que são repassados pelas empresas, corrigindo suas receitas e lucros.

Mas a grande questão, aqui e no mundo, é: como sustentar os sistemas previdenciários (público e privado) face ao aumento da expectativa de vida da população, associado a uma redução na idade de aposentadoria e no tempo de contribuição, e a um crescimento mais lento do PIB, especialmente na Europa e em países mais desenvolvidos? O recente aumento da inflação e dos custos da energia reforça o desafio, pois as taxas de juros estão muito abaixo da inflação e recessão na Europa e incertezas nos

EUA estão no radar. Uma população mais idosa leva a benefícios sendo pagos por mais tempo; isso leva a déficits atuariais, associados à redução do tempo de contribuição (a Europa, de novo, exemplifica), ao mesmo tempo em que a população jovem (que deveria sustentar as previdências) encolhe. Isso levará a desequilíbrios financeiros – as carteiras não renderão o suficiente para cobrir as aposentadorias. Num cenário de inflação muito acima dos rendimentos das aplicações, em que esta corrigirá os benefícios, surge uma pressão adicional nos planos previdenciários.

No Brasil, embora ainda tenhamos uma população jovem, os juros elevados nos últimos 27 anos sustentaram muitas carteiras, levando a uma baixa exposição à renda variável dos fundos de previdência e de pensão. Isso poderá mudar, e já se observa uma queda real nas taxas de juros. Outro fato, é que grande parte dos benefícios ainda estão baseados no benefício definido, na qual este é fixo, mas corrigido pela inflação, e desta forma os ativos que sustentarão os benefícios concentram-se na renda fixa, e segue as tábuas atuariais. Já a contribuição definida, não garante o valor do benefício, mas depende do ganho das carteiras. No momento, ambos os tipos de benefício estão se beneficiando (desculpe o trocadilho) dos juros elevados, mas essa situação pode estar com os dias contados, caso a inflação volte a patamares mais baixos, entre 3% e 5%, com juros reais entre 2% e 2,5%. A renda variável entra na equação para equilibrar os benefícios aos rendimentos das carteiras previdenciárias.

Caso a economia se estabilize e a inflação caia aos níveis projetados pelo mercado, e o BC de fato consiga manter uma taxa de juros de 2,5 pontos percentuais sobre a inflação, o rendimento das aplicações em renda fixa poderá cair drasticamente em relação aos últimos anos, como já vem ocorrendo.

Um outro problema é que a exposição em renda variável é, na maior parte das vezes, associada ao IBOV, em que gestores assumem a passividade ou estão limitados a *tracking error* (um desvio máximo para cima ou para baixo em relação ao referencial). Esta tabela ilustra claramente quanto esta escolha de índice é prejudicial ao rendimento das carteiras, especialmente quando associada à gestão passiva.

Nas tabelas a seguir, observamos que os maiores retornos dentre as empresas negociadas na B3 são de empresas de menor valor de mercado ou capitalização (na Trígono definimos *small caps* como ações de empresas com valor de mercado abaixo de R\$ 10 bilhões). Essa tabela foi construída buscando empresas negociadas há mais de 25 anos e com liquidez diária de negociação nos últimos 180 dias acima de R\$ 50 mil. Pode-se dizer que seja um valor pequeno, mas atende pessoas físicas e aqueles que buscam construir um portfólio com horizonte de longo prazo. Curiosamente, 9 das 10 *small caps* (a exceção é a Alpargatas) fazem parte de nossas carteiras atualmente.

TOP 10 MICRO, SMALL e MID Caps

| Ordem | Papel | Empresa | Ret. 25 Anos | % Dividendos | % Valorização Ação | CAGR Ret. 25 Anos | Média DY | CAGR (Rec. Op. Liq.) | CAGR (Lucro Liq.) | ADTV 9M (BRL Mil) | Valor Mercado (BRL mi) |
|------------------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------------|-------------------|----------|----------------------|-------------------|-------------------|------------------------|
| 1 | UNIP6 | Unipar | 93.185% | 86% | 14% | 31% | 7,3% | 16% | 18% | 22.795 | 9.971 |
| 2 | FESA4 | Ferbasa | 64.806% | 74% | 26% | 30% | 5,5% | 13% | 23% | 13.490 | 4.591 |
| 3 | ALPA4 | Alpargatas | 42.627% | 66% | 34% | 27% | 4,2% | 8% | 10% | 88.720 | 14.529 |
| 4 | MDAR3 | Monteiro Aranha | 26.145% | 92% | 8% | 25% | 8,9% | 0% | 13% | 314 | 5.623 |
| 5 | SHUL4 | Schulz | 25.100% | 49% | 51% | 25% | 2,9% | 14% | 17% | 1.205 | 1.640 |
| 6 | MTSA4 | Metisa | 20.406% | 76% | 24% | 24% | 5,7% | 11% | 14% | 54 | 373 |
| 7 | PTNT4 | Pettenati | 14.554% | 79% | 21% | 22% | 8,4% | 9% | 5% | 73 | 302 |
| 8 | CGRA4 | Grazziotin | 13.305% | 82% | 18% | 22% | 6,4% | 9% | 16% | 331 | 661 |
| 9 | CGAS5 | Comgas | 7.619% | 86% | 14% | 19% | 7,8% | 17% | 0% | 124 | 17.493 |
| 10 | BAZA3 | Bco. Amazonia | 7.085% | 94% | 6% | 19% | 9,0% | 0% | 17% | 125 | 2.708 |
| Média (Top 1-5) | | | 50.372% | 74% | 26% | 28% | 5,7% | 10% | 16% | 25.305 | 7.271 |
| Média (Top 6-10) | | | 12.594% | 83% | 17% | 21% | 7,5% | 9% | 10% | 143 | 4.307 |
| Média Top 10 | | | 31.483% | 79% | 21% | 24% | 6,6% | 10% | 13% | 12.724 | 5.789 |

TOP 10 LARGE Caps

| Ordem | Papel | Empresa | Ret. 25 Anos | % Dividendos | % Valorização Ação | CAGR Ret. 25 Anos | Média DY | CAGR (Rec. Op. Liq.) | CAGR (Lucro Liq.) | ADTV 9M (BRL Mil) | Valor Mercado (BRL mi) |
|------------------|-------|---------------|--------------|--------------|--------------------|-------------------|----------|----------------------|-------------------|-------------------|------------------------|
| 1 | VALE3 | Vale | 13.224% | 75% | 25% | 22% | 5,5% | 18% | 22% | 2.340.953 | 344.271 |
| 2 | ITSA4 | Itausa | 9.635% | 75% | 25% | 20% | 4,8% | 4% | 18% | 203.760 | 85.929 |
| 3 | ITUB4 | Itaú Unibanco | 7.783% | 64% | 36% | 19% | 3,6% | 0% | 18% | 854.563 | 274.931 |
| 4 | GGBR4 | Gerdau | 6.368% | 66% | 34% | 18% | 4,3% | 20% | 25% | 347.302 | 42.028 |
| 5 | ABEV3 | Ambev | 6.345% | 56% | 44% | 18% | 3,2% | 15% | 19% | 346.704 | 244.758 |
| 6 | BBDC4 | Bradesco | 4.775% | 70% | 30% | 17% | 4,5% | 0% | 16% | 650.752 | 211.275 |
| 7 | BBAS3 | Banco Brasil | 4.590% | 79% | 21% | 17% | 5,4% | 0% | 21% | 596.480 | 110.376 |
| 8 | PETR4 | Petrobras | 3.052% | 78% | 22% | 15% | 5,7% | 14% | 18% | 2.461.845 | 388.726 |
| 9 | VIVT3 | Vivo | 1.690% | 98% | 2% | 12% | 9,9% | 12% | 13% | 102.144 | 67.899 |
| 10 | SBSP3 | Sabesp | 1.329% | 76% | 24% | 11% | 5,2% | 9% | 16% | 178.603 | 33.902 |
| Média (Top 1-5) | | | 8.671% | 67% | 33% | 19% | 4,3% | 12% | 20% | 818.656 | 198.384 |
| Média (Top 6-10) | | | 3.087% | 80% | 20% | 14% | 6,1% | 7% | 17% | 797.965 | 162.436 |
| Média Top 10 | | | 5.879% | 74% | 26% | 17% | 5,2% | 9% | 18% | 808.311 | 180.410 |

CAGR (Compound Annual Growth Rate) - Taxa Anual de Crescimento Composto

DY (Dividend Yield) | ADTV 9M (Volume Médio Diário Negociado 180 dias)

Tamanho das Empresas: MICRO: Abaixo de R\$ 3 bilhões | SMALL: Entre R\$ 3 – 10 bilhões | MID: Entre R\$ 10 – 30 bilhões | LARGE: Acima R\$ 30 bilhões

Diversas são as conclusões aí:

- Em 25 anos, os dividendos proporcionaram 79% do retorno total das *small caps* e 74% das *large caps*, com maior ganho na B3, cabendo a simples valorização das ações, 21% e 26% respectivamente;
- O retorno anual composto médio das *small caps* que mais se valorizam foi de 24% no mesmo período (28% nas 5 principais), contra 17% das *large caps* (19% nas 5 principais);
- Um excesso de retorno anual de 7% ao ano em 25 anos representa ganho adicional de 442%. Ou seja: quem investiu R\$ 10 mil há 25 anos nas 10 *small caps* listadas (à razão de 10% em cada uma) viu o capital crescer até R\$ 2,16 milhões. Quem tivesse feito o mesmo em empresas grandes teria visto o capital chegar a R\$ 507 mil;

- Se fosse investido em CDI, esses R\$ 10 mil teriam atingido R\$ 227 mil – meros 10,5% do rendimento das *small caps*, e pouco menos da metade das *large caps*. Melhor que se tivesse investido em referencial do IBOV (e obtendo o mesmo retorno do índice), porque aí o capital seria de apenas R\$ 94,5 mil;
- No caso do índice IDIV, o valor seria de R\$ 130 mil, ou 35% a mais que o IBOV;
- Todos bateriam o IPCA, pelo menos: aquele capital, se seguisse 100% a inflação medida pelo indicador, valeria R\$ 45 mil em 25 anos (menos da metade do IBOV);
- O rendimento médio (*yield*) dos dividendos das *small caps* foi de 6,7%, com crescimento anual médio das receitas ficando em 11% e do lucro líquido, em 15%. Ou seja: a receita cresceu 2,2 pontos percentuais acima do IGP-M, o que mostra o poder de repasse da inflação e de expansão das margens. Nas empresas grandes, o *yield* gerado pelos dividendos foi de 5,2%; o crescimento de receitas, de 9%; e o do lucro, de 18%.

O que queremos explicar e demonstrar é: **investimento em ações no longo prazo – desde que em uma boa carteira – traz retornos acima da inflação e das taxas de juros.**

A excessiva diversificação e o uso de índices mal construídos, como o IBOV, pode até ajudar, mas reduz a rentabilidade. As *small caps* são alternativas interessantes de diversificação, mas para o não profissional é muito difícil construir uma boa carteira. Nas empresas grandes (*large caps*) apresentamos o retorno de 10 amplamente conhecidas, líderes, e, sem muito esforço, uma carteira equilibrada nestes 10 nomes traria um retorno muito acima do IBOV.

Deixamos ao caro leitor e à prezada leitora a reflexão sobre como construir um patrimônio sólido num prazo razoável (25 anos). Nossos fundos demonstram o poder das *small caps*, como se vê nos fundos com mais de 4 anos de existência e como oferecemos uma alternativa de diversificação e poupança/investimentos no longo prazo.

Há, sem dúvida, mérito na tentativa individual de investir em bolsa; o que questionamos é a eficácia de investidores individuais se comparado a equipes profissionais 100% dedicadas a esse propósito. E chamamos a atenção para o poder dos dividendos, o motor principal dos retornos de longo prazo em bolsa. Eles minimizam o sobe e desce do mercado, garantem uma renda e crescem junto com os resultados das empresas (verdadeira proteção contra a inflação).

Conjuntura Internacional

A tendência de alta nos juros dos países desenvolvidos continuou em setembro. O *yield* (rendimento) do *Treasury* de 10 anos saiu de 3,1% para 3,7%, seguindo o discurso do presidente do Fed, Jerome Powell, e a inevitável mímica por parte dos outros banqueiros centrais (da Inglaterra e Europa, sendo mais específico), que veem suas moedas (libra e euro, respectivamente) derreterem diante do dólar e têm que agir para equilibrar a paridade dos juros e tentar conter a inflação ligada à crise energética na Europa Ocidental. Euro, libra e o iene já cavam recordes de desvalorização frente à divisa norte-americana, e o yuan e as moedas de vários emergentes seguiram a mesma direção.

Nem mesmo os banqueiros centrais, com acesso à melhor informação, podem dizer com precisão o que subir ou baixar os juros fará com a economia – ainda mais uma do porte e da relevância da dos EUA. Por

ora, o trabalho tem sido bem-feito – leia-se: o Fed tem tido sucesso em conter as expectativas de inflação, que, antes do ajuste do juro, estavam incomodando (e não era pouco). Mas, como diz a canção do grupo Creedence Clearwater Revival, muitos analistas “*see a bad moon rising*” – a “lua má”, no caso, é a recessão, que todos parecem ver (ou querer ver) no horizonte. Recessão, lembremos, são dois trimestres consecutivos de PIB em queda.

Jeremy Siegel ensina que o valor das ações baseiam-se em lucros corporativos, a capacidade em distribuir dividendos, e que os ciclos econômicos são os principais determinantes desses lucros. Os ganhos podem ser aumentados com a capacidade de se prever as viradas nos ciclos, mas os mais renomados economistas de todas as convicções falham sistematicamente em fazê-lo com precisão. A pior rota que um investidor pode tomar é seguir o ponto de vista prevalente sobre a atividade econômica (meu comentário – efeito manada). Isso leva os investidores a comprar por preços elevados quando os tempos são bons e todos estão otimistas, e vender quando os preços estão baixos (meu comentário - já leram ou ouviram isso antes?).

As lições para os investidores são claras. Superar o mercado acionário por meio de análise de atividade econômica real exige um grau de presciência que os previsores e economistas não têm. Meu comentário – *market timing* baseado nos rumos da economia não funciona. Em média, a bolsa norte-americana sobe mais de 22% ainda dentro da recessão e quem espera sinais claros para a saída da recessão para comprar bolsa, já deixou mais de 20% na mesa. Para quem joga poker, pinga mas não pede cartas e sai da rodada. Quando ele entra, os demais jogadores correm e sua quadra de ases leva apenas os pingos da mesa.

As bolsas dos EUA, sem surpresas, passaram por uma correção natural ao movimento de aperto monetário, especialmente da precificação de uma recessão – embora o S&P 500 siga acima das máximas do pré-pandemia. A despeito do juro em alta, a economia americana teima em permanecer robusta, o que é mais visível ainda na chave “emprego” – tanto no pedido de auxílio como na renda dos assalariados.

A partir de agora, três cenários principais podem se desenrolar:

- 1) A inflação não vai voltar à meta assim tão facilmente. Com o quê, o Fed, se não irá até as últimas consequências (tolerando algum nível de inflação), também não vai cortar a taxa tão cedo (para não se arriscar a perder o controle). Esse cenário pode levar a uma combinação de desempenho econômico fraco e inflação considerável – a famigerada estagflação.
- 2) Sem conseguir colocar a inflação no trilho, o Fed vai até as últimas consequências com o juro e causa uma recessão para acabar com a inflação. Como bem diz a sabedoria popular, a diferença entre remédio e veneno é a dose. E bem se sabe também o que o veneno faz com o organismo. A homeopatia cura, embora muitos médicos alopatas torcem o nariz.
- 3) Um nível tolerável (pelo Fed e pela economia) de aumento de juros seja o suficiente para acabar com a inflação, causando nenhuma recessão – ou uma bem curta. Um *soft-landing*.

A cada novo indicador ou discurso mais forte de um dos membros do Fed, o mercado reage imediatamente e de forma intensa. Indicadores fortes da economia normalmente são boa notícia, mas

na atual conjuntura levam a queda nos índices das bolsas – especialmente da Nasdaq: empresas ligadas à tecnologia são especialmente impactadas por juros e crescimento.

Sabemos que a situação fiscal dos EUA já não é a que foi antes, de forma que há menos maleabilidade para a alta dos juros hoje. Mas a hegemonia do dólar segue forte como nunca, como se pode observar pelo comportamento das moedas globais nos últimos meses. Como o Fed também tem por atribuição observar o impacto do que faz na situação do desemprego (o que o BC brasileiro relega), é pouco provável que se cause uma recessão ativamente. De forma que, então, os cenários mais prováveis são 1) e 3).

Seria otimista dizer que a União Europeia terá destino parecido com o dos EUA. Mas a crise energética no Velho Continente é muito forte e um inverno acompanhado de um corte total no fornecimento do gás russo tornará o cenário energético ainda mais grave. O impacto atingirá em cheio a inflação e, talvez o pior de tudo, levará a fortes quedas na atividade industrial e no comércio. Uma recessão – com seu rosário de desemprego crescente, deterioração das finanças públicas e euro mais fraco, num ciclo que retroalimenta a inflação e corrói o poder aquisitivo da população ao corroer os salários – é inevitável. Conhecemos bem, nós, brasileiros, esse filme.

Na China, a contenção da crise imobiliária segue, com foco do governo de novo em concluir as obras iniciadas – e com uma política estrita de zero COVID ainda em pé. Mas em reuniões de cúpula do PC chinês com membros do partido sem máscara se vê sinais de algum alívio nessas restrições. Como outros países, também a China tem sofrido com a forte desvalorização da sua moeda e a queda no mercado de ações. O governo buscou interferir nesses dois mercados, ameaçando vender mais dólares em reserva (acima de US\$ 3 trilhões) e proibindo bancos estatais de vender ações por algum tempo. O responsável pela área econômica deverá ser substituído em breve, e há uma grande curiosidade em torno de qual será esse substituto – e se ele trará alguma mudança na política econômica do país.

Sobre economia e tensões em Taiwan, aparentemente não há novidade. No primeiro caso, o cenário segue relativamente estável, com desempenho medíocre para o padrão chinês (projeção de 3% de crescimento do PIB para 2022). É interessante que muitas vezes há custos monetários ocultos para empresas que terceirizam suas operações na China ou em Taiwan. Por exemplo: muitos clientes com fornecedores baseados nesses países pedem seguro, caso sua produção seja interrompida por riscos políticos (e isso se tornou mais comum ainda na pandemia). Questões como a política de COVID zero ou o risco Taiwan fazem subir o custo desse seguro – desde que começaram as tensões em Taiwan neste ano, o custo do seguro aumentou 60%. Isso não acontece sem que os custos dos operadores desses países subam também (e consideravelmente). Cresce, assim, o incentivo ao *friendly-shoring* (termo já discutido em Resenhas anteriores) e o *nearly-shoring*, ambos positivos para o Brasil e alardeados pelo ministro Paulo Guedes. Em contrapartida, o custo do frete vem numa impressionante tendência de queda, seguindo um desgargalamento de portos e normalização de cadeias de produção. Já está mesmo voltando ao do começo de 2021.

Global Container Freight Index



Fonte: FBX

Um fluxo menor de comércio internacional pode ter contribuído para a queda – ainda que seja em si um mau sinal a respeito da robustez global das economias e das transações comerciais com a China.

Seguindo um anúncio de corte de produção por parte da OPEP, o petróleo voltou a superar os US\$ 90/barril – com curvas futuras de preço que indicam uma alta sustentada. Além disso, o acordo com o Irã parece que vai voltar para o fim da fila. Tudo isso reforça o preço da *commodity* – o que é positivo para a Petrobras e para a indústria petrolífera brasileira (mas é negativo para a inflação em todo o mundo) e até para o setor canavieiro no Brasil (açúcar e etanol). A China se beneficia, no entanto, de uma grande capacidade de refino disponível e da compra de petróleo russo com bom desconto, e parece que mais ganha com o preço do petróleo subindo e a crise energética europeia.

Na Europa, a crise bancária é cada vez mais clara. Após anos de má gestão e bancos acostumados a lucrar com juros reais, a nova realidade de juros reais negativos – mais a crise energética e os rescaldos da COVID – catalisou a exposição da fragilidade dos grandes bancos europeus, que desde 2008 andam mal das pernas. Mais problemas com que os planejadores econômicos europeus terão de se preocupar. Já a Ucrânia avança aos poucos na reconquista de territórios, embora a Rússia tenha anexado 4 províncias ucranianas a seu território, após plebiscito da população local. Ucrânia e Europa declararam que o plebiscito não passou de fraude e não reconhecem a anexação. O transporte de armas nucleares russas na região traz grande preocupação e é um fator de risco a ser observado, já que Putin não descartou usá-las e fez veladas ameaças.

Diante desse cenário todo acima exposto, o índice de *commodities* S&P GSCI tem permanecido estável em dólares desde a metade de julho, variando pouco no período. Já o mercado acionário norte-americano teve forte queda no mês, refletindo todo o comentado até aqui: o índice S&P 500 caiu 9,5% e a Nasdaq caiu 10,5% apenas em setembro. Para aqueles que buscaram diversificação investindo no exterior, ETFs estrangeiros ou BDRs, o tiro saiu pela culatra, como já vínhamos comentando a

bastante tempo. Outros mercados seguiram na descendente: o índice de Hong Kong caiu 13,7% e o STOXX Europe 600 caiu 6,6%.

A renda fixa também apresenta perdas nesse cenário internacional, desconstruindo a ideia a ela atrelada de segurança. Por exemplo: o título de dívida do governo britânico de 40 anos perdeu mais de 75% do valor em um ano, mesmo indexado à inflação (o rendimento maior dos juros significa apenas que o título ao qual está vinculado está desvalorizando). Os problemas econômicos na Europa contaminarão empresas, suas dívidas, seus credores e todos os investimentos relacionados (renda fixa ou variável) e os bancos, pela natureza alavancada de sua atividade, multiplicam seus problemas. Esse filme estreou em 2008 com o Lehman Brothers no papel principal. Será que o diretor irá mudar o final da história desta vez?

Conjuntura Nacional

A PNAD/IBGE mostrou que em agosto a taxa de desemprego caiu para 8,9%, a menor desde julho de 2015. Também mostrou que foram criados quase 280 mil empregos formais, totalizando mais de 1,85 milhão de vagas com carteira assinada abertas neste ano. A renda real da população cresce mês a mês – em agosto, o avanço foi de 0,7%: a inflação perdendo fôlego e o reajuste nos salários à medida que o desemprego cai impulsionam esse movimento. A massa salarial também sobe: 0,9%. Maior poder de compra à vista – o que significa bons ventos para setores ligados ao consumo mais a frente, especialmente em caso de queda nas taxas de juros, já que muitas compras são financiadas, especialmente bens de maior valor, como imóveis e veículos, além de eletrônicos como telefones celulares, notebooks e eletrodomésticos.

Já setembro trouxe boas notícias na chave “Balança Comercial”: superávit de US\$ 4 bilhões, levando o total do ano a quase US\$ 48 bilhões, sendo US\$ 254 bilhões de exportações e US\$ 206 bilhões de importações, e corrente de comércio de US\$ 460 bilhões. Mais importante do que o saldo, é a corrente de comércio, com as exportações crescendo 18,4% no ano, sendo 31,7% na agropecuária e queda de 9,4% na extrativa mineral, portanto de melhor qualidade pelo efeito multiplicador do agronegócio. Mas destacamos o crescimento de 29,4% nas exportações de bens inseridos na indústria da transformação. Estas alcançaram US\$ 136 bilhões, ante US\$ 60 bilhões da agropecuária e US\$ 57 bilhões da extrativa mineral que inclui minério de ferro e petróleo.

As importações saltaram 25%, decomposta em crescimento de 24,7% na indústria de transformação, 40,6% na extrativa mineral (combustíveis principalmente) e 7,6% na agropecuária. Para a Trígono, tais dados fortalecem nossa exposição no agronegócio, indústria e logística, além de nichos em *commodities* (ferroligas e químicos eletrointensivos). O crescimento da corrente de comércio é um indicador de economia em recuperação, em sintonia com a expansão do PIB, sendo este também impulsionado por serviços e estes, pelo emprego e renda, que como vimos, estão em rota positiva.

No cenário fiscal, o governo federal estimou (de forma conservadora) que o superávit primário neste ano deverá ficar em R\$ 13,5 bilhões – e será o primeiro desde 2013, mesmo com redução dos impostos e programas assistenciais como o Auxílio Brasil.

A grande dúvida é como será em 2023 – independente do resultado das eleições neste ano. O candidato Lula, no entanto, tem afirmado que deseja descontinuar o teto fiscal. Soa a bravata: não só há a LRF (Lei

da Responsabilidade Fiscal) como qualquer alteração esbarra no Congresso. Tendo este, como vimos em 2 de outubro, guinado (ainda mais) à direita, ventos de través aguardariam um eventual governo da coalisão de centro-esquerda que o apoia.

A produção de veículos segue em um ritmo acima da média dos últimos semestres: mais insumos como semicondutores favorecem esse desempenho. No mês passado, a alta foi de 19,3% sobre setembro de 2021, e desde janeiro acumula crescimento de 6,3% sobre o mesmo período do ano passado. Foram produzidos 207,8 mil veículos em setembro e 1,76 milhões no ano. Os licenciamentos (vendas no mercado interno), cresceram 26,8% sobre setembro do ano passado, mas segue negativo em 6,3% no ano, mas em ritmo de recuperação para o positivo. Setembro foi o segundo melhor mês do ano, apenas abaixo de agosto, mês que no entanto contou com dois dias úteis a mais. Se considerarmos a média diária, setembro foi o melhor mês em 2022. A seguir assim, vai bater as previsões da própria ANFAVEA (sempre pessimista).

Paradoxalmente, algumas montadoras de caminhões agora encaram dificuldade com determinados insumos, o que tem atrapalhado sua fabricação. Essa dificuldade afeta também as vendas de implementos rodoviários, muitas vezes vendidos com o cavalo mecânico. Já as máquinas agrícolas (produção e vendas), menos “eletrônicas”, têm crescido em 2022, também com alguns percalços relacionados a insumos. Automóveis, máquinas agrícolas e *off-road*, caminhões etc. usam insumos próprios de cada categoria, e a cadeia dos caminhões e máquinas foi mais afetada pelo conflito entre Rússia e Ucrânia. Para o final do ano, espera-se uma aceleração na produção de caminhões. Para 2023 entra em vigor o Proconve 7, equivalente ao Euro VI a respeito das exigências mais severas em emissões veiculares e outros requisitos. Assim, os preços dos caminhões devem subir entre 15% e 25%. Muitos usuários tentarão antecipar suas compras (autorizadas até março de 2023), enquanto as montadoras farão o possível para atender ambas as tecnologias, para a pré compra e construir estoques já para veículos sob as novas exigências, além de atender as exportações atendidas pela Europa que se defronta com grandes problemas na cadeia de suprimentos e custos. Surge aqui uma enorme oportunidade para o Brasil avançar no mercado internacional no fornecimento de veículos completos, desmontados e componentes. As máquinas agrícolas batem recorde de vendas, com 42,8 mil unidades vendidas até agosto, com crescimento de 23,6% sobre 2021. As máquinas rodoviárias (*offroad* ou linha amarela), cresceram ainda mais, com 25,1 mil máquinas vendidas até julho de 2022, com alta de 33,3% sobre 2021, igualmente um recorde. A Trígono, uma vez mais, está bem-posicionada neste setor.



O índice IBC-Br (prévia do PIB elaborada pelo BC) cresceu 1,2% (mês contra mês) em julho, ante consenso de que o avanço seria de 0,5%. A indústria cresceu 0,6%; os serviços, 1,1%; e o varejo ampliado caiu 0,7%. Sobre a indústria, em agosto a pesquisa feita pelo IBGE mostrou que a categoria de bens de capital foi destaque, com crescimento de 5,5% (mês contra mês). Tais indicadores se alinham com nossas posições em setores ligados a bens de capital, como indústria automobilística pesada e fundições de ferro, e praticamente sem exposição ao varejo, ainda bastante debilitado. A categoria de bens de capital foi uma das poucas (combustíveis entre elas) que não teve decréscimo relevante em volume e se estabilizou em patamares elevados depois que o fenômeno da recuperação dos estoques esvaziados na pandemia perdeu fôlego.

Os dados de inflação no Brasil vêm se apresentando excelentes nos últimos meses. O IGP-M de setembro recuou de novo, desta vez em quase 1% e boa parte dos economistas de bancos passaram a reduzir suas projeções para o IPCA, este ano e do próximo, a cada mês. Ou seja, correm atrás da inflação, que teima em surpreendê-los. A taxa Selic em 13,75% começa a fazer cada vez menos sentido; em nossa opinião, visa ancorar expectativas e projeções de inflação decrescente – além de servir como uma espécie de “seguro eleições”, a depender da política fiscal do próximo governo.

Felizmente, a independência do Banco Central e o mandato de Roberto Campos Neto (até 31/12/2024) garante a continuidade da política monetária, um contraponto a uma política fiscal menos austera que poderá trazer a inflação de volta. Resta observar ainda neste final do ano o comportamento dos preços do petróleo e dos combustíveis nas refinarias e a continuidade (ou não) da desoneração tributária dos combustíveis e a total desoneração do IPI em 2023. Ambas foram anunciadas pelo ministro Paulo Guedes – e valem, óbvio, se, em caso de reeleição de Jair Bolsonaro à presidência, ele for reconduzido à pasta.

O real é uma das raras moedas a terem se valorizado frente ao dólar neste ano com controle da inflação, diminuição do risco fiscal (espera-se um superávit, como mencionado mais acima) e crescimento econômico – para o PIB espera-se expansão de 3% neste ano (contra o recuo de 0,5% previsto pelo maior banco do país). A respeito do superávit fiscal, destacamos dois eventos que prejudicaram os números de agosto (com seu déficit de R\$ 50 bilhões):

- O acordo com o governo de São Paulo a título de indenização pela ocupação da área do Campo de Marte pelo governo federal. A União reconheceu um crédito de R\$ 23,9 bilhões para o Estado.
- O pagamento de R\$ 25,3 bilhões em precatórios em agosto, somando R\$ 49,3 bilhões de despesas extraordinárias debitadas à União.

Mesmo com tais despesas, o superávit primário atingiu R\$ 74 bilhões em 12 meses, equivalente a 0,88% do PIB. Destacamos ainda uma reserva de liquidez de R\$ 1,1 trilhão, que confere grande folga ao governo para gerenciar a dívida pública, já que cobre o equivalente a 10 meses de vencimento da dívida (sem novas emissões). Tais dados – ainda em ambiente de pandemia e de juros elevados (o que contrai o crescimento econômico e a arrecadação de impostos) – contrastam com as críticas feitas à gestão das contas públicas (mais ligadas às eleições do que a fatos econômicos, sem dúvida).

A bolsa brasileira foi também uma das poucas a subir esse ano: o IBOV acumula alta de 4,97% até setembro (com alta de 0,4% no mês). A tese, amplamente comentada nas Resenhas anteriores, era de que tudo isso se refletiria no aumento da alocação por parte de investidores estrangeiros, já

ultrapassando ingresso líquido de R\$ 70 bilhões no ano. O maior interesse pelo Brasil em detrimento da China é um reflexo das incertezas acerca do país asiático – com a chegada de um terceiro mandato para Xi Jinping (com sua liderança já um tanto desgastada). Durante seu segundo mandato, a bolsa chinesa sofreu quedas importantes, principalmente devido a interferências governamentais – e em particular na gestão das medidas de combate à pandemia, entre elas os sucessivos *lockdowns*.

Com a economia brasileira em crescimento (até maior que o da China – fato inédito em décadas), inflação em trajetória de queda e investidores estrangeiros aparentemente confortáveis em relação a qualquer resultado das eleições, a bolsa brasileira desponta entre as principais alternativas para receber fluxo estrangeiro de investimentos. A estimativa é de que a alocação dos fundos dedicados a mercados emergentes no Brasil tenha subido de 4,34% no final do ano passado para 6,47% em agosto – o que explica o atual fluxo positivo.

Também frente a Europa e EUA o Brasil parece uma das poucas economias com perspectivas positivas, uma vez que os dois primeiros já olham para o que pode ser uma recessão à frente. A América do Sul já sofre as consequências de governos socialistas e populistas, que afastam o capital estrangeiro. Por enquanto, o Brasil surge como um oásis no deserto.



Esse aumento na alocação de recursos para o Brasil já é substancial, mas acreditamos que o crescimento pode ser ainda maior – desde que o Brasil faça seu dever de casa. O que já não está tão difícil assim de alcançar. Mas há uma grande curva a fazer – as eleições presidenciais. A Trígono não faz apostas: as eleições não alteraram em nada nossas carteiras. Investimos em empresas e não em governos, mas sabemos nos proteger.

Mais uma boa notícia: a safra de grãos 2022/23 vai consolidar – mais uma vez – a posição do Brasil como o celeiro do mundo. A estimativa mais recente da Conab é de produção de 312,4 milhões de toneladas de grãos, mais de 40 milhões de toneladas (cerca de 15%) acima da temporada anterior, que já era recorde. Se a previsão se concretizar, o agronegócio brasileiro enfrentará ainda maiores desafios de logística e armazenagem, problemas já bastante graves na safra passada. Aguardemos o desenrolar da colheita e como esta será armazenada e transportada.

Sobre o primeiro turno das eleições, o que se viu foi um reflexo nas urnas do cenário extremamente polarizado em que o país se encontra. No Congresso, a centro-esquerda diminuiu e a direita, alinhada ao presidente Bolsonaro, aumentou sua base. Nas eleições para cargos executivos o centro também perdeu bastante espaço, com os candidatos apoiados por Lula (Nordeste) ou Bolsonaro (em outras regiões) ganhando representatividade.

Comenta-se que Bolsonaro, caso eleito, terá mais facilidade para governar do que teve no atual mandato – durante o qual enfrentou muitas dificuldades na Câmara, com a oposição de Rodrigo Maia, que sistematicamente sabotou todas as iniciativas do Executivo e travou a reforma da Previdência. No Senado, tanto Davi Alcolumbre como Rodrigo Pacheco se opuseram sistematicamente ao governo. Há também a narrativa de que, porque o PL (de Valdemar Costa Neto) é um partido historicamente de centro, haverá um alinhamento com Lula se este for eleito. Se lembrarmos, a título de aproximação, da história do PSL nos últimos quatro anos, parece pouco provável que isso ocorra: deputados e senadores que se voltaram contra a pauta bolsonarista perderam seus mandatos nestas eleições. Aqueles que se elegeram em 2018 com apoio do presidente e tiveram votos substanciais, ao se voltarem contra o antigo aliado, tiveram votação pífia. O ex-ministro Luiz Henrique Mandetta (Saúde), que chegou a se lançar como candidato a presidente e tanto criticou Bolsonaro ao deixar o governo, teve votação que seria insuficiente mesmo para um cargo de vereador.

Assim, caso Lula seja eleito, é mais provável que grande parte dos deputados bolsonaristas se tornem oposição de fato, o que dificultaria bastante seu mandato. Ainda teria pela frente oponentes como Sergio Moro e Hamilton Mourão, no Senado, e Deltan Dallagnol, outro protagonista da Operação Lava Jato. As bancadas evangélica e ruralista, além disso, estão cada vez mais fortes, podendo se revelar uma grande dor de cabeça caso Lula não queira dialogar com a direita. Cabe destacar uma outra pedra no sapato de um eventual governo Lula. Foi eleito Alexandre Ramagem como deputado federal pelo PL do RJ. Oficial da polícia federal desde 2005, foi responsável pela segurança do então candidato Jair Bolsonaro nas eleições de 2018, e nomeado em julho de 2019 como diretor-geral da ABIN – Agência Nacional de Inteligência, após exercer o cargo de diretor geral da Polícia Federal. Cabe destacar que o ministro do STF, Alexandre de Moraes, suspendeu as nomeações de Ramagem tanto da PF como da ABIN, no entanto tornou-se sem efeito pelo Presidente da República.

Parece inevitável que o petista enfrentará uma forte oposição no Congresso, e desta forma deverá ceder em diversas pautas de sua campanha política e possivelmente nas pautas econômicas para ter um mandato minimamente exequível. Sobre outras pautas políticas, surgiu novamente a possível taxaço de dividendos para bancar o Auxílio Brasil, caso Bolsonaro seja reeleito.

Seja como for, com um Congresso mais à direita, que poderá tanto facilitar a governabilidade com Bolsonaro como moderar um governo de esquerda, caso Lula vença, o mercado realizou um rally na segunda-feira pós-eleição subindo mais de 5%. Na próxima resenha, saberemos o resultado das eleições e como o mercado reagiu.

Desempenho dos Fundos – Setembro 2022

O mês de setembro foi marcado por dois fatores: incertezas internas relacionadas às eleições e o risco de recessão global que assola os principais mercados do mundo. Esses dois pontos contribuíram para uma leve correção em nossos fundos, na média de 3%, que vinham de fortes valorizações em julho e agosto (5,5% e 10,5% respectivamente, utilizando o Flagship 60 como exemplo). Por outro lado, os índices referenciais ficaram um pouco melhor em relação ao nosso desempenho mensal, com o SMLL e IDIV caindo -1,8% e o IBOV indo na contramão, ao valorizar 0,5%. Gostaríamos de destacar o desempenho do Horizon em setembro – mês em que nosso Micro Cap puro sangue completa 1 ano –, pois foi o único de

nossos produtos que teve valorização no período (+0,35%) e já abre 11,1% de vantagem em relação ao *benchmark* SMLL.

Assim como no início do ano, percebemos um movimento no qual as ações de maior liquidez estão sofrendo menos do que as de menor liquidez, a partir de uma visão “curto-prazista” e *top-down* que deixa os fundamentos de lado ao tentar buscar segurança na liquidez e a possibilidade de mudanças rápidas ao sabor das eleições e conjuntura internacional. O aumento da taxa básica de juros dos EUA em 0,75 ponto percentual e o temor de recessão global cada vez maior, não tem levado à uma saída generalizada de capital da nossa Bolsa. Em setembro, os investidores estrangeiros sacaram apenas R\$ 91,5 milhões, praticamente estável se considerarmos que **o saldo positivo no acumulado do ano ultrapassa R\$ 70 bilhões!** Enquanto isso, na outra ponta, o investidor institucional incluindo fundos de ações sacou R\$ 9 bilhões em setembro e já acumula vendas e resgates de R\$103 bilhões em 2022. A conta fecha quando consideramos as recompras feitas pelas próprias empresas, Clubes de Investimentos e até mesmo investidores individuais, que já possuem um saldo positivo de R\$ 1,4 bilhão neste ano.

Olhando para o fluxo de capital no acumulado de 2022 até então, a conclusão que chegamos é a seguinte: enquanto os institucionais correm para aproveitar a alta da SELIC, os estrangeiros compram barato os ativos brasileiros e buscam mercados com perspectivas de crescimento do PIB, tentando de certa forma uma contrapartida à recessão nos próprios mercados. Mas uma gota de investimentos dos estrangeiros é uma caixa d’água aqui pela desproporção do tamanho dos mercados.

Por mais que o desempenho de renda variável tenha sido negativo no exterior ao longo de setembro, a sensação que passa é que o estrangeiro tem enxergado o Brasil como um “porto seguro” para se investir - somos um dos poucos países emergentes ainda “investível”. Essa mudança de sentimento em relação ao Brasil pode ser percebida quando olhamos para o cenário como um todo: eleições polarizadas e ambiente externo muito complicado, com a Rússia elevando o tom das ameaças à Ucrânia e situação energética na Europa se deteriorando fortemente. Essa seria uma combinação perfeita para causar pânico e vendas generalizadas nas bolsas brasileiras. Entretanto, mesmo com esta tempestade perfeita, a bolsa tem se segurado bem no segundo semestre até aqui.

Comentamos em resenhas passadas, que a safra de balanços do segundo trimestre poderia funcionar como um “divisor de águas” para nossas empresas e até então é isto que temos observado. Os resultados recordes divulgados por várias empresas brasileiras (não só de nossas carteiras) em um momento que o IBOV chegou a cair mais de 22% em 12 meses (junho/22), pressionou os múltiplos *Preço sobre Lucro* (P/L) em patamares que não eram vistos há muito tempo. Em momentos como estes, quanto mais barato o P/L, maior tende a ser o *dividend yield*, que é o maior amigo que o investidor pode ter em um cenário conturbado. Como já demonstramos estudos em resenhas e lives, no longo prazo o dividendo tende a representar 2/3 do retorno do investimento. Esse é o ambiente perfeito para conseguir bons retornos no longo prazo. Quanto mais “barata” a bolsa, maior o *yield*. Quando os lucros crescem, o *yield* (dividendos sobre o preço da ação) seguem juntos.

Por fim, é nosso dever lembrar que as incertezas continuam e o 2º turno da eleição presidencial já bate na porta. Qualquer acontecimento que esteja fora do radar do mercado, pode trazer novos estresses ao mercado, sejam eventos internos ou externos. Mas ressaltamos que no longo prazo, são os fundamentos e dividendos que vão gerar retorno aos acionistas. **Sempre há um motivo para não investir em ações e quando não há, pode ser o momento certo para tomar cuidado.** Ainda no livro de Jeremy Siegel, transcrevo duas afirmações do Capítulo 15 – Ações e Ciclos Econômicos.

“O mercado acionário previu nove das últimas cinco recessões” – Paul Samuelson, 1966.

“Adoraria poder prever os mercados e antever as recessões, mas como isso é impossível, me satisfaço tanto quanto Buffet em sondar empresas lucrativas” – Peter Lynch, 1989.

Na Trígono reconhecemos nossa incapacidade em antecipar o macro e tomar decisões a respeito. Portanto focamos nossos esforços na análise de empresas. Investimos nelas, e não nos mercados. Deixamos ao mercado o papel de precificar, enquanto o nosso é quantificar o valor das empresas.

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

O Flagship 60 apresentou uma queda de -3,3% em setembro, impactado pelas incertezas eleitorais e posicionamento do mercado em ativos mais líquidos. Por sua vez, o índice referencial SMLL apresentou desvalorização de -1,8%. Se olharmos o acumulado do ano de 2022, o fundo apresenta alta de 3,1% ante queda de -8,1% do SMLL, o que representa um alfa (retorno acima do índice de referência) de 11,1%. Ao analisarmos um horizonte ainda mais longo, o retorno fica ainda mais impactante, com **valorização de 217% em 48 meses contra 46% do referencial neste mesmo período!** Mesmo com um excelente retorno, nos últimos doze meses a volatilidade do fundo foi de 24,97% *versus* 28,39% do *benchmark*, o que uma vez mais demonstra que maior volatilidade não representa maior risco/retorno como alardeiam os acadêmicos.

Os destaques negativos do mês de setembro ficaram por conta da Indústria (-1,92%) e Agronegócio (-0,66%), enquanto do lado positivo, o principal destaque foi o setor de Tecnologia com 0,26% de retorno.

Vale reforçar que no dia 01 de setembro reabrimos para captação o Flagship 30, por um tempo limitado de 60 dias. Após mais de 2 anos fechado, estamos proporcionando a oportunidade aos nossos cotistas e aqueles que ainda não são, aproveitarem esta excelente janela de oportunidade para investir no fundo campeão no segmento de small caps e entre todos de renda variável desde o seu lançamento. **Ressaltamos que o fundo ficará aberto por apenas 2 meses ou até atingir a capacidade adicional de R\$ 200 milhões, o que alcançar primeiro.**

| Fundo | set-22 | 2022 | 12M | 24M | 36M | 48M | INÍCIO |
|--------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| FLAGSHIP 30 | -3,34% | 3,03% | -2,91% | 82,19% | 128,97% | 225,66% | 223,37% |
| SMLL | -1,84% | -8,06% | -18,43% | -5,58% | -7,27% | 45,86% | 24,1% |

| Fundo | set-22 | 2022 | 12M | 24M | 36M | 48M | INÍCIO |
|--------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| FLAGSHIP 60 | -3,33% | 3,07% | -2,90% | 83,57% | 123,09% | 217,30% | 215,07% |
| SMLL | -1,84% | -8,06% | -18,43% | -5,58% | -7,27% | 45,86% | 24,1% |

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

Já o Delphos, teve uma desvalorização de -2,98%, parecido com o desempenho do Flagship 60, enquanto o IDIV caiu -1,8%. Os setores que impactaram a rentabilidade em setembro ficaram por conta da Indústria (-1,69%), Químico (-0,76%) e Agronegócio (-0,74%). A única contribuição positiva um pouco mais relevante foi da Mineração e Metalurgia, com 0,25% positivos.

No acumulado do ano, o Delphos apresenta valorização de 7,5% vs. 9,2% do IDIV, ou seja, 1,7 pontos percentuais atrás do índice referencial. Vale lembrar, que essa diferença em relação ao IDIV chegou a ser de mais de 15 pontos percentuais em abril e na medida que nossas empresas divulgaram bons resultados, fomos fechando esse *gap*. Ao compararmos desde seu início, em abril de 2018, o Delphos acumula uma valorização de 174% ante 56% do IDIV, resultando em um alfa de 118% neste período. Comparando os últimos 48 meses, a valorização chega a 198% vs. 77% do IDIV, com alfa de 121%. Quanto à volatilidade, o Delphos apresenta 23,19% ante 17,73% do IDIV, explicado pela forte concentração e convicção nas 5 principais teses, que juntas representam 83% da carteira.

| Fundo | set-22 | 2022 | 12M | 24M | 36M | 48M | INÍCIO |
|----------------|---------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| DELPHOS | -2,98% | 7,52% | 4,73% | 106,62% | 163,53% | 198,47% | 174,10% |
| IDIV | -1,80% | 9,21% | 7,21% | 28,20% | 15,63% | 76,72% | 56,32% |

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

Em relação ao Verbier, houve uma queda de -2,96% contra alta de 0,47% do IBOV. Como já comentado anteriormente, as incertezas em relação às eleições e riscos de recessão mundial tem feito os investidores buscarem papéis com maior liquidez, cenário parecido com o que vimos no início deste ano. No acumulado de 2022, nosso fundo apresenta -5,2% de desvalorização ante -0,85% do IBOV. Analisando um horizonte mais longo, o Verbier entrega um alfa de 125% em 48 meses e de 137% desde seu início em julho de 2018. Mais uma vez a Indústria (-2,2%), Agronegócio (-0,61%) e Químico (-0,39%) foram responsáveis pelas contribuições negativas do mês.

Com uma estratégia de ações livres, o Verbier consegue alocar em empresas além do universo das *Small Caps* e *Micro Caps*, podendo aproveitar oportunidades pontuais nas *Large Caps*, se assim o mercado permitir. Mesmo com a estratégia livre, atualmente o fundo praticamente não possui sobreposição com o referencial IBOV, com 99,6% de alocação nas *Smalls* e *Micro Caps* – segmento nos quais onde acreditamos estar neste momento, as melhores oportunidades da Bolsa e nas quais o mercado despreza pela busca única de liquidez e não de valor.

| Fundo | set-22 | 2022 | 12M | 24M | 36M | 48M | INÍCIO |
|-----------------|---------------|--------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| VERBIER | -2,96% | 3,13% | -5,21% | 89,16% | 124,08% | 163,99% | 177,67% |
| IBOVESPA | 0,47% | 4,97% | -0,85% | 16,31% | 5,05% | 38,69% | 40,84% |

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

Destaque da Trígono até aqui em 2022, o 70 Prev acumula valorização de 10,58% em 2022 contra 8,91% do CDI neste mesmo período e 4,97% do IBOV. Esse rendimento no ano representa 118,7% do CDI acumulado de 2022. Ao abordar apenas setembro, o fundo caiu -2,58% enquanto o CDI rendeu 1,07%. Por setor, as contribuições negativas vieram também da Indústria (-1,37%) e Agronegócio (-0,94%). Do lado positivo, apenas Mineração e Metalurgia com 0,22%.

Desde seu início, em 9 de fevereiro de 2019, o fundo acumulou ganho de 64,24%. O CDI, por sua vez, apresentou meros 18,83% no mesmo período. Portanto, o Trígono 70 Prev, proporcionou rendimento equivalente a 341,1% do CDI desde seu início. Mesmo alocando 70% de seu patrimônio em ações e 30% em renda fixa, principalmente Tesouro SELIC (equivalente ao CDI), os retornos de 4,66% em 12 meses e de 65,45% em 36 meses foram substancialmente superiores ao IBOV – que teve retornos de -0,85% em 12 meses e de +5,05% em 36 meses. O SMLL, por sua vez, também foi negativo em 12 meses (-18,4%) e em 36 meses (-7,27%). Ou seja: o alfa em 36 meses foi de 60,4% sobre o IBOV e de 72,7% sobre o SMLL. O que torna o desempenho de nosso fundo ainda mais expressivo, é concentrar nossos investimentos em small caps, que como comentado, sofrem neste momento a “doença de liquidez” atribuída pelo mercado, lembrando a música Geni e o Zepelim de Chico Buarque. Embora a música tenha inúmeros significados, fazemos uma alusão a uma das nossas resenhas, A Princesa e o Sapo, assim aparece as small caps nesse momento (o sapo se transforma em príncipe) e como o comandante do Zepelim faz a cidade antes ameaçada a mudar de ideia sobre a Geni, as small caps.

| Fundo | set-22 | 2022 | 12M | 24M | 36M | INÍCIO |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 70 PREV | -2,58% | 10,58% | 4,66% | 48,36% | 65,45% | 64,24% |
| CDI | 1,07% | 8,91% | 10,93% | 14,26% | 18,31% | 18,83% |

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

Nosso outro produto previdenciário, diferentemente do 70 Prev, conta com 100% de alocação em ações, o que o sujeita a diferentes quesitos regulatórios determinados pela SUSEP. O retorno negativo de setembro foi de -2,54% contra uma alta de 0,47% do Ibovespa. As principais contribuições positivas do Trígono Icatu 100 vieram do setor de Tecnologia (0,71%) e Mineração e Metalurgia (0,37%). Porém não foram suficientes para impedir a queda do mês, puxada pelo setor Industrial (-1,64%), Agronegócio (-1,18%) e Logística (-0,7%).

Desde seu início (em 14/07/2020), o fundo conta com um retorno de 77,09% contra apenas 9,55% do IBOV. Esse descolamento do *benchmark* é explicado pela característica única deste fundo previdenciário (assim como o 70 Prev), que foca em *small caps*, ao contrário dos outros fundos deste segmento. Ao final de agosto, 92% da carteira estava exposta à Micro e *Small Caps* e apenas 8% em *Large Caps*.

Nos últimos 12 meses a volatilidade do fundo foi de 23,4% contra 19,94% do referencial, mesmo com o portfólio estando concentrado em 8 excelentes empresas, que juntas somam 82% do capital total.

| Fundo | set-22 | 2022 | 12M | 24M | INÍCIO |
|-----------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| ICATU 100 PREV | -2,54% | 7,28% | 2,40% | 78,99% | 77,09% |
| IBOVESPA | 0,47% | 4,97% | -0,85% | 16,31% | 9,55% |

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

Gostaríamos de reforçar mais uma vez nosso fundo Trígono Power & Yield, que tem característica única ao estar muito bem-posicionado para capturar as oportunidades atuais decorrentes da atual crise energética mundial, notadamente na Europa, que tem se intensificado a cada dia, como podemos ver no continente europeu, com várias indústrias de alumínio, aço carbono e inox, ferroligas, químicos, vidro, fundições, papel e celulose, porcelanato e até mesmo de açúcar (todas intensivas em energia). O Brasil possui vantagem ímpar neste ambiente, com a energia mais verde do mundo, de forma abundante e com preços muito competitivos em relação ao resto do mundo, beneficiando diretamente os produtos eletrointensivos, biocombustíveis, energias renováveis e particularmente o setor elétrico.

Em setembro o fundo teve uma desvalorização de -4,6%, em linha com o referencial IEE. Essa performance, pode ser explicada pelo desempenho negativo do setor Químico (-1,33%), Óleo e Gás (-1,32%) e Agronegócio (-1,21%). Por outro lado, não tivemos nenhum setor que contribuiu positivamente no mês.

A tarefa do fundo é desafiadora: seu *benchmark* é o IEE, talvez seja um dos melhores índices da bolsa, que tem em sua composição as 18 maiores e mais líquidas empresas do setor elétrico, quase que igualmente distribuídas (base 5,5%, pouco mais ou menos). Apesar de estar atrás do índice referencial no ano (-3,98% de queda contra alta de 2,86% do IEE), quando analisamos o desempenho desde seu início em fevereiro de 2021, o Trígono Power & Yield apresenta um retorno positivo de 16,8% contra queda de -4,72% do IEE, um alfa de 21,5% em apenas 20 meses de fundo. Destacamos mais uma vez nossa exposição nas small caps enquanto o índice é constituído pelas maiores e mais líquidas ações do setor. A volatilidade do nosso fundo nos últimos 12 meses está pouco acima do IEE, em 18,91% ante 17,36% do referencial.

| Fundo | set-22 | 2022 | 12M | INÍCIO |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| POWER | -4,60% | -3,98% | -4,64% | 16,79% |
| IEE | -4,57% | 2,86% | 0,25% | -4,72% |

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

Último, mas não menos importante, nosso “caçula” (considerando apenas os fundos de renda variável) que completou seu primeiro ano em setembro, foi nosso único fundo a apresentar desempenho positivo no mês, com alta de 0,35% contra queda de -1,84% do SMLL. Tal desempenho é especialmente relevante tendo em vista navegarmos contra o vento e correnteza do mercado que busca neste momento liquidez e empresas maiores.



Os destaques positivos vieram da Indústria (1,01%), Tecnologia (0,39%) e Mineração e Metalurgia (0,37%), enquanto os negativos ficaram por conta da Logística (-0,84%) e Agronegócio (-0,39%).

Mesmo sob um cenário desafiador, o Trígono Horizon vem se descolando do índice SMLL. Com um alfa acumulado de 6,26% em 2022, caindo -1,8% *versus* queda de -8,06% do SMLL. Desde seu início em setembro de 2021, o alfa já alcança 11,1%. Mesmo com uma alocação 100% em *Micro Caps* (empresas com valor de mercado abaixo de R\$ 3 bilhões) e por contar com empresas “esquecidas” pelo mercado em seu portfólio, a volatilidade no período foi de 21,83% contra 28,39% do seu *benchmark*, ou seja, mais uma quebra de paradigma de risco e retorno e que empresas menores têm maior risco. História para boi dormir, como demonstramos na live do dia 28 de setembro em nosso canal do Youtube, as 7 Lendas das Small Caps.

| Fundo | set-22 | 2022 | 12M | INÍCIO |
|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| HORIZON | 0,35% | -1,80% | -5,89% | -12,44% |
| SMLL | -1,84% | -8,06% | -18,43% | -23,58% |

Uma vez mais agradecemos a confiança de nossos investidores, o tempo investido pelos nossos leitores em mais uma resenha. Trabalhamos para vocês, e nossas resenhas são nossas prestações de contas. Muito obrigado e boa eleição. Nossa consciência é nosso guia.

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



TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

www.trigonocapital.com

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