

Edição N.º29

# RESENHA MENSAL

JANEIRO | 2022

Trigono  
CAPITAL

## Investir é preciso, viver não é preciso

Prezados leitores e investidores,

Calma! Não tire conclusões precipitadas do título de nossa primeira Resenha de 2022 – e que, de certa forma, põe o devido ponto final em 2021. Continue a leitura e tudo ficará claro.

Alguns talvez já tenham identificado no título o verso – ou melhor, uma adaptação do verso – do grande, genial nome da poesia em língua portuguesa Fernando Pessoa (1888-1935). Na verdade, embora o tenha tornado famoso como poeta, o gênio de Pessoa não o limitava a essa, já em si mesma, imensa forma de arte. Ele navegou (para usar o verbo original do verso) por várias áreas de conhecimento e criação artística, como dramaturgia e filosofia, foi tradutor (de Shakespeare a Edgar Allan Poe), ensaísta, publicitário, empresário, inventor e – vejam só – até astrólogo! Breve como tenha sido, sua vida foi repleta de realizações e nos deixou um legado que resistiu à prova do tempo – todo ele criado num mundo em que telefones, aviões e veículos motorizados viviam sua infância, computadores eram uma fantasia e “internet” seria só um amontoado sem sentido de letras (se alguém as tivesse amontoado assim àquela época).

As letras, como se vê, foram o campo em que ele mais produziu. Ou, para continuar no espírito de seu verso, o mar em que ele mais navegou. “Navegar é preciso, viver não é preciso” foi o que o imortalizou entre os falantes da língua de Camões. Mas seria uma frase emprestada: ela é atribuída ao general romano Pompeu (106-48 a.c), que com ela incentivava os marinheiros sob seu comando.

*Navigare necesse est, vivere non est necesse*

O historiador romano Plutarco conta que Pompeu tinha de levar trigo da Sicília a Roma e sabia que uma tempestade se aproximava. Se viu, então, no dilema de ficar na segurança da terra firme ou enfrentar a tormenta e levar suprimentos à Cidade Eterna, que se encontrava em meio a uma crise de abastecimento causada por uma rebelião de escravos.

Na versão em que Pessoa a usou, no entanto, a frase só ganhou existência no século 14, cunhada pelo poeta italiano Petrarca.



Interpretações para a frase, existem inúmeras. Minha favorita é a que mostra o jogo de sentido com o termo “preciso”. Aqui, peço ao leitor que me acompanhe nessa fascinante discussão.

Navegar, segundo uma interpretação, seria algo que atende uma necessidade primal, profunda, de todos nós. Seria algo pelo que ansiamos: sair de onde estamos, mesmo que seja para voltarmos ao mesmo ponto – mas entre um momento e outro, iríamos ver o que mais há por aí. Seria, então, apenas normal que tal verso tocasse fundo a alma lusitana de Pessoa; afinal, os portugueses têm uma longa tradição de navegações, de explorar os mares e encontrar o que ninguém havia visto – o Brasil é um dos resultados disso. Numa leitura direta, o poema diz, nesse sentido, que “É preciso navegar”, não podemos passar pela vida sem navegar, descobrir, conhecer. Sentimento muito apropriado para um povo que vive numa península, de frente para o oceano Atlântico.

Se posso já aqui fazer mais uma recomendação literária, “A Jangada de Pedra” [1986], de José Saramago, é uma parábola surrealista em que a Península Ibérica se desprende do continente europeu e sai a derivar pelo Atlântico. Diversão mais que garantida – e também sugestão para um debate mais que atual: o do isolamento, sobre como nos afastamos e acabamos por recriar – ou por ter de recriar – nossa identidade. O que, claro, não se faz sem muitos revezes. Num mundo em pandemia, com lockdowns e distanciamentos, a discussão é não só oportuna, como necessária.

Mas navegar, agora no outro sentido, seria uma ciência (uma arte?) que requer precisão, exatidão. Hoje temos instrumentos, softwares específicos, veículos extremamente especializados para fazer isso; à época dos navegadores lusos (e, mais ainda, na de Pompeu), ainda que já se pudesse contar com alguma matemática e até mesmo formas rudimentares de meteorologia, a verdade é que pouco mais se podia fazer além de olhar para o céu e tentar se orientar segundo as posições de constelações e astros vistos a olho nu. E ainda havia que se contornar medos e superstições, que falavam de monstros marinhos ou da fúria de Netuno.

Não são poucas as figuras de proa na tradição náutica portuguesa: Vasco da Gama, Bartolomeu Dias, Cristóvão Colombo, Fernão de Magalhães e Pedro Álvares Cabral, para ficar numa lista curta.

Aliás, que Cabral tenha “descoberto” o Brasil é impreciso: uma teoria é a de que por aqui já teriam passado os chineses muito antes de 1500. Isso se vê em um mapa de Liu Gang, de 1418, em que muito claramente está representada a América do Sul – confira em “1421 – O ano em que a China descobriu o mundo”, de Rowan Gavin Paton Menzies, ex-oficial submarinista da Marinha Britânica. À frente do submarino

HMS Rorqual, Menzies percorreu rotas abertas por Magalhães e James Cook. Outros navegadores, como Américo Vespúcio e Vicente Pinzón, teriam chegado às costas brasileiras antes de Cabral.



Para muitos portugueses, inclusive, o descobridor do Brasil foi Duarte Pacheco Pereira (1460-1533), que teria chegado aqui em 1498. Pereira foi um "cosmógrafo" – a cosmografia era uma mistura de geografia, matemática e navegação – que provou sua coragem em batalhas e foi, inclusive, imortalizado como o Aquiles Lusitano em "Os Lusíadas" (1572), do já citado Camões. Ele recebeu do rei, Dom João 2º (1481-1496), a incumbência de verificar se as terras descobertas por Colombo eram realmente parte da Ásia (o rei português manteve essa tarefa em segredo para evitar concorrência com os reis católicos Fernando e Isabel, da Espanha). Pereira teve ainda outra missão: como um dos negociadores do Tratado de Tordesilhas (1494), deveria identificar terras que pertenceriam a Portugal ou Castela (Espanha) nos limites da linha traçada pelo tratado.

A conveniência política fez com que apenas o rei D. Manoel (sucessor de D. João 2º) tivesse mandado de forma oficial um navegador – o fidalgo Cabral – ao Brasil, como parte da rota para Calicute (Índia). Couberam a D. João 2º, no entanto, os méritos dos grandes descobrimentos patrocinando as expedições marítimas através do Cabo da Boa Esperança em direção ao Oriente. Entre nós, brasileiros, Pereira é, no entanto, um ilustre desconhecido. Cabral, por sua vez, apesar de ser um próspero comerciante, jamais comandara uma expedição naval até receber a frota de 13 embarcações com destino à Índia. Como se vê, até o registro histórico é impreciso, moldado por interesses diversos.

Pois bem: feita essa longa digressão pela história, estendamos à esfera pessoal esse sentido de precisão como exatidão, trazida por cada vez mais conhecimento adquirido. Nossa vida passa por mudanças e desafios a cada dia, e eventos inesperados. Vão desde os traumáticos, como a pandemia, catástrofes naturais, guerras e crises econômicas, até os corriqueiros (mas bastante complicados) como relações familiares, criação dos filhos, escolha da formação acadêmica, busca ou troca de emprego e as tantas incertezas que nos acompanham do choro ao nascer até o último suspiro. Para nada disso há instrumentos que garantam precisão.

Contrariando um pouco o poeta: viver é, sim, preciso – mas no sentido de que é necessário: queremos viver. O filósofo do século 16 Bento Spinoza (1632-1677) formulou o conceito do *conatus*, que explica nosso ímpeto para permanecermos vivos (o conceito é fascinante, mas discuti-lo fica para outra ocasião), nosso e de toda forma de vida, na verdade. Mas embora não haja instrumentos nem algoritmo que tornem a vida um caminho mapeado com precisão, buscamos muitas formas de contornar essa incerteza toda e tomar decisões informadas. Escolher uma carreira, por exemplo, é algo que se fará de maneira muito mais tranquila se você pesquisar a carreira, considerar alternativas, conversar com quem já é da área. Ter filhos, se acontecer depois de uma certa preparação, também se torna um evento ainda cheio de surpresas, mas ao menos sob uma base mais firme.

E aqui entra nossa área de interesse mais específico: investir também é uma decisão cheia de incertezas. Mas, em meio a todas elas, é algo que se faz de modo preciso.

Finanças, de modo geral, são uma área na qual as pessoas têm, de forma geral, bem pouco conhecimento e orientação. Pense na farmacêutica: confesso aqui que sou daqueles que adora suplementos. Sei, claro, que talvez não passem de placebo. Mas placebos têm sua força (às vezes, maior até que a do próprio medicamento). Com investimentos não é assim: suplementos podem significar perda de algum dinheiro, mas investimentos desastrosos podem causar grandes prejuízos. Aposentadorias, reservas para comprar a casa própria, cursar uma faculdade ou doutorado, deixar uma base para os netos – tudo isso vai por água abaixo num piscar de olhos se aquele investimento aparentemente seguro e à prova de *crashes* fizer água. Precisão em nossa seara é fundamental.

Nossos leitores habituais já estão familiarizados com nossas analogias e a presença de fatos e personagens históricos em nossas Resenhas. Mas, feita essa longa digressão, a pergunta que pode estar rondando a cabeça de todos é:

### **“Mas que diabo esse cara está tentando dizer? E qual é a desse título?”**

Respondamos, pois.

2021 foi um ano fantástico para a Trígono – e, claro, para os milhares de investidores que confiaram a nós seus investimentos. Quando afirmamos que investir é preciso, fazemos o paralelo com nosso processo de investimentos – já resumido em outras Resenhas, mas o lembremos de novo aqui: consiste no perfeito alinhamento da metodologia (nossa carta náutica) de avaliar as empresas através do EVA (“Valor Econômico Adicionado”, na sigla em inglês), dos dividendos (frutos de uma navegação comercial bem-sucedida) e do ESG (que busca as melhores práticas de governança, ambientais e sociais).

Os resultados alcançados em todos os nossos fundos desde seus inícios são fruto desse processo de investimento. Refletem a perfeita integração de toda a equipe – o almirante (no caso, o CIO ou gestor chefe) não navega sozinho – e o apoio de nossos parceiros (que distribuem nossos fundos) e dos investidores, que confiam em nós. As empresas investidas são como bons portos seguros, nos quais encontramos excelentes oportunidades mercantis e em que conseguimos que o valor de nossos investimentos se multiplique ou gere uma renda vitalícia.

A precisão no investir também remete à já aludida necessidade de se construir uma poupança de longo prazo. Buscar investimentos com horizonte de prazo longo é fazer como navegadores que buscavam terras distantes: consideravam as tempestades, revoltas da tripulação e até os monstros marinhos – mas iam desbravar mesmo assim. Quem busca a riqueza no curto prazo provavelmente baterá seu casco numa laje submersa. Ele acha que, de alguma forma, só ele viu aquela riqueza ali, fácil de pegar. Na “Odisseia”, de Homero, Ulisses orienta os marinheiros a se amarrarem aos mastros do navio para não se sentirem tentados a se lançar ao mar ao ouvir o canto das sereias. Com nosso processo de investimento, não precisamos nos amarrar a nada – as sereias

podem cantar à vontade. E é claro, investimentos reúne também um pouco de arte, e até sorte. Sorte, aliás, é a conjunção da oportunidade e capacidade, capacidade esta de identificar a oportunidade e execução. Como ganhador do primeiro prêmio da loteria federal com apenas 20 anos de idade, sou uma prova viva disto. Muitas vezes a suposta sorte, na realidade oportunidade, passa em nossas frentes, mas olhamos para o lado e não reconhecemos. A queda na bolsa de valores, para alguns é desgraça ou azar, para outros, oportunidade e sorte. A vida é assim.

Não foram poucas as vezes em que ouvi investidores/oráculos dizerem que assumiram essa ou aquela posição porque “acharam” isso ou aquilo, ou porque “gostam” desse ou daquele setor. Quem “acha”, no entanto, não diz que acha: prefere dar uma pátina de ciência ao próprio achômetro chamando-o de *market timing*. E para aqueles que confiam no gostômetro, talvez gastronomia ou enologia fossem áreas mais apropriadas que a dos investimentos.

Já para quem sabe que precisão é mais que achar ou gostar, o demonstramos com a pesquisa abaixo:

Emissor	setor	Código	ADTV R\$ mil	Valor de Mercado	ROIC em %	TIR 1 ano	TIR 5 anos	TIR 25 anos	\ anual	\ anual
			6 meses	em R\$ 1.000	12 meses	em %	em %	em %	25 anos	5 anos
Ferbasa	PN	FESA4	30.066	4.394.913	17,2	161,44	727,29	76.851,94	30,5%	52,6%
Unipar	PNB	UNIP6	29.971	9.743.958	47,7	140,78	4.078,26	72.048,78	30,1%	111,0%
Alpargatas	PN	ALPA4	118.286	19.617.158	12,4	-11,22	393,00	56.931,48	28,9%	37,6%
Mont Aranha	ON	MOAR3	1.210	4.839.232	34,4	103,06	288,68	50.800,07	28,3%	31,2%
Wim Ind Com	PN	WLMM4	64	1.353.985	20,1	27,97	1.563,31	36.311,36	26,6%	75,5%
Metisa	PN	MTSA4	166	373.212	17,2	41,22	414,62	31.202,54	25,8%	38,8%
Gerdau	PN	GGBR4	376.992	43.754.631	24,3	24,90	202,04	20.533,22	23,8%	24,7%
Sid Nacional	ON	CSNA3	400.478	34.489.063	35,0	-16,01	157,32	19.102,34	23,4%	20,8%
Coelce	PNA	COCE5	1.301	4.562.511	4,7	2,93	43,18	18.597,11	23,3%	7,4%
Graziotin	PN	CGRA4	634	744.452	18,2	10,98	185,08	18.385,73	23,2%	23,3%
Cristal	PNA	CRPG5	3.250	2.086.592	20,7	122,55	1.862,50	17.367,51	22,9%	81,4%
Lojas Americ	PN	LAME4	181.176	11.104.098	3,7	-44,54	-13,72	16.520,72	22,7%	-2,9%
Inds Romi	ON	ROMI3	14.946	1.350.078	10,5	24,62	1.189,30	16.143,70	22,6%	66,8%
Vale	ON	VALE3	2.271.270	381.375.721	23,1	6,38	314,99	12.745,51	21,4%	32,9%
Lojas Renner	ON	LREN3	333.010	24.080.321	6,4	-37,31	49,31	11.819,37	21,1%	8,3%
Itausa	PN	ITSA4	323.902	79.911.697	13,0	-16,91	71,71	11.649,75	21,0%	11,4%
Taurus Armas	PN	TASA4	36.711	2.880.985	59,6	59,10	1.579,92	9.649,03	20,1%	75,8%
Pettenati	PN	PTNT4	247	442.681	11,9	20,42	315,23	9.415,76	20,0%	32,9%
ItauUnibanco	PN	ITUB4	969.223	195.666.213	-	-16,50	45,49	9.216,83	19,9%	7,8%
Ambev S/A	ON	ABEV3	389.571	242.666.930	15,6	2,89	9,79	8.650,90	19,6%	1,9%

Fonte: Economática e Trígono Capital base 30/dez/2021

Selecionamos, num horizonte de 25 anos, empresas listadas na B3, tendo como primeiro critério (em ordem decrescente) a rentabilidade acumulada no período pelas 20 empresas de maior retorno. Partimos de uma liquidez diária média (ADTV) de R\$ 60 mil (ou 2 vezes a liquidez mínima empregada no fundo Trígono Horizon Micro Caps). Também consideramos apenas as ações de maior liquidez quando existir mais de uma classe de ações negociadas. Em azul estão as empresas que obtiveram em 2021 retorno acima de 20% e anualmente composto nos últimos 5 e 25 anos.

Para efeito de comparação, o IBOV teve retorno acumulado de 1.389% em 25 anos e 74% em 5 anos, ou anual composto de 11,4% e 11,7%, respectivamente. Praticamente o mesmo, embora em 2021 tenha sido negativo em 11,9%. Vamos às nossas conclusões:

1. Das dez empresas de maior retorno em 25 anos, apenas Gerdau e CSN são large caps (pelo critério da Trígono: com valor de mercado acima de R\$ 30 bilhões). Por coincidência, ambas são ligadas à siderurgia – mesmo setor de Ferbasa (líder absoluta) e Vale (entre as Top 20);
2. Entre as Top-10, cinco são small caps (pelo critério da Trígono: com valor de mercado entre R\$ 3 bi e R\$ 10 bi) e três são micro caps (valor de mercado abaixo de R\$ 3 bilhões, mesmo critério);

3. Exceto por Coelce (energia elétrica), Lojas Americanas e Lojas Renner (varejistas) e Itaú Unibanco (não aplicável), as 20 empresas de maior retorno em 25 anos apresentaram em 2021, um ROIC acima de 10% – acima, portanto, do CDI, uma das bases do cálculo do EVA, que consiste basicamente no excesso de retorno do ROIC (retorno sobre o capital investido), sobre o WACC (custo ponderado do capital empregado);

4. Partindo de um retorno mínimo de 20% em 2021, e composto em 5 e 25 anos (em azul), entre as 20 empresas selecionadas, apenas Gerdau é large cap;

5. Entre as 20 empresas selecionadas – excluindo Vale e Taurus Armas pelo critério e metodologia de exclusão de ESG da Trígono (ou seja, 18 empresas investíveis) – oito fazem parte de nossas carteiras; e se excluirmos as cinco large caps (além da Vale) e três mid caps (pelo critério da Trígono, com valor de mercado entre R\$ 10 bi e R\$ 30 bi), restam dez empresas. Ou seja: a Trígono está investida em 80% das empresas de nosso principal universo de investimento. Destas dez, apenas Coelce e Monteiro Aranha não fazem parte (embora esta última represente investimentos da holding em Klabin e Ultrapar, que não se caracterizam como small caps). O que deixa apenas Coelce de fora.

O que queremos mostrar a nossos investidores com esses cinco pontos é:

- a consistências de resultados e retornos a longo e curto prazos de empresas selecionadas pela Trígono;

- em 2021, das dez principais empresas investidas (e que representam 86% do total de nossos fundos), apenas Tupy apresentou retorno negativo (-2,8%), reflexo da queda de 3,2% no último pregão do ano (que atribuímos ao rebalanceamento do índice SMLL da B3 que reduziu o peso de Tupy no índice).

Consideramos tal feito notável – se desculpam a imodéstia de nossa parte. Mas são apenas fatos o que explica nosso desempenho diferenciado, não só em 2021, mas ao longo dos 4 anos que atuamos na gestão de fundos de renda variável. Na seção de Desempenho dos fundos, teceremos mais comentários e mostraremos detalhes dos desempenhos das principais posições.

A tabela acima mostra também o poder assertivo no longo prazo de nosso processo de selecionar empresas, com destaque para Ferbasa e Unipar – líderes em 25 anos e cinco anos – e “pequenas notáveis” como WLM e Tronox (ainda como o nome Cristal na base da Economática), que poucos conhecem, mas que atuam em nichos de mercado em com desempenho formidável.

De volta ao título da Resenha:

Investimentos são um processo complexo, que exige uma série de requisitos dos gestores. Conhecimento e experiência, perfil emocional adequado à tomada de decisões em momentos de crises e estresse no mercado, trabalho em equipe, disciplina, transparência, dever fiduciário de tratar todos os cotistas da mesma – e melhor – forma, e assim conseguir o apoio de todos os que, de certa forma, estão envolvidos conosco – e principalmente de nossos investidores. São eles (vocês) que investem conosco e leem esta resenha. Nossa missão-mor é servi-los da melhor forma possível. Sem vocês, a Trígono não teria propósito – sequer existiria, na verdade.

Para encerrar: a vida é o bem mais valioso a nós concedido por Deus. Mas ele não nos deu um projeto pronto, acabado, conhecido de ponta a ponta. O percurso é repleto de imprecisões. Mas o que seria da nossa vida, não fossem elas? Um filme que de se conhece de saída começo, meio e fim teriam qual emoção? Qual graça? No fim, acharíamos que toda aquela jornada foi apenas desperdício de tempo e dinheiro.

Com a imprecisão e a incerteza, agora nas palavras de outro poeta:

**“A poderosa peça continua, e você pode contribuir com um verso.”**

*(Walt Whitman)*

Desejamos a todos, neste ano que se inicia, uma navegação segura, e que aqueles que navegam conosco sigam conosco, nas tempestades e nas calmarias, inerentes a navegação e às nossas vidas. Que cheguemos ao final de 2022 e digamos: “Meu bilhete nesta viagem valeu à pena. Não vou desembarcar”. Muito grato a todos.

## Conjuntura Internacional

A China cortou sua taxa básica de juros e tem anunciado outros estímulos. Toma, assim, a rota inversa de outros BCs importantes, que se preparam para uma nova rodada de aperto monetário: o FED (BC dos EUA), por exemplo, deve começar a elevar sua taxa básica já neste ano, possivelmente no segundo semestre, embora o número de criação de novos empregos abaixo do esperado possa indicar uma economia menos vigorosa do que esperada e com a pandemia através da cepa Ômicron, podendo atrapalhar ainda mais seu crescimento e retomada consistente da economia. O BCE (Banco Central Europeu) deve seguir esse caminho em 2023. Por que a China escolheu andar na contramão?

Destacamos a seguir, questões relacionadas à economia chinesa que impactam todo o mundo, e explicamos o que acontece com a energia em todo o mundo, apesar da economia ainda fraca em razão dos efeitos da pandemia, e tentar esclarecer este caminho inverso das autoridades monetárias chinesas.

O dilema econômico chinês é complexo. A indústria nacional ainda é bastante dependente do consumo interno – e, em particular, de um setor de construção civil robusto. Sem este, e sem uma ampla disponibilidade de energia barata, o modelo de desenvolvimento chinês perde boa parte de sua eficácia. A indústria chinesa, como sabemos, é reconhecidamente eletrointensiva, e faz uso na maior parte (60%) da energia gerada por termelétricas a carvão (um dos combustíveis mais poluentes que há). Tal característica e custos, até então, baixos do carvão e da energia, e sem maiores preocupações ambientais, foram motores de crescimento da economia chinesa nas últimas décadas, além de direitos e condições de trabalho bastante distintos em relação ao ocidente, mais precisamente Europa e EUA. Desta forma, muitas grandes corporações ocidentais migraram sua produção para a China, tirando vantagem do baixo custo da mão de obra, independente das condições humanitárias e sociais, energia abundante e barata, ainda que altamente poluente, preços das *commodities* artificialmente baixos através de subsídios e incentivos, maior produtor mundial de terras raras com implicações positivas em produtos tecnológicos e uma rápida expansão da indústria de tecnologia. Tudo isso gerou um formidável crescimento da China, uma enorme poupança de reservas internacionais, mas em contrapartida, deixou na China todo o lixo e poluição causada na cadeia de produção e uma demanda cada vez mais acelerada por energia e *commodities*, especialmente minérios e agrícola para satisfazer a crescente necessidade de proteínas da população e moradias para a mão de obra que veio do campo para os centros industriais, construindo-se cidades onde nada havia.

O governo chinês, no entanto, já entendeu que esse modelo é insustentável. Por isso, há anos vem tomando medidas para diversificar sua economia e conter o sobreaquecimento do setor imobiliário e agora, mais recentemente, energético. Essas medidas ganharam intensidade recentemente. O plano é sair da dependência da construção civil (sustentada em parte pela rápida urbanização chinesa) e da fabricação de itens de baixo valor agregado para exportar e entrar em um ritmo mais dinâmico e diversificado – como tecnologia de informação, varejo etc., e reduzir a velocidade do crescimento do consumo de energia.

Essa transição envolve, por exemplo, o “desmame” do carvão – o desestímulo ao uso desse combustível fóssil, que cada vez mais deve se tornar alvo de sanções e penalizações econômicas no comércio internacional (em grande parte por seu poder poluidor). O governo também limitou o aumento de capacidade produtiva das atividades eletrointensivas de menor valor agregado – principalmente na área da siderurgia. Na área de crédito, o governo restringiu empréstimos a empresas ligadas à construção civil já alavancadas em excesso – isso, no entanto, causou problemas de solvência (como mostrou o recente caso do conglomerado Evergrande).

O resultado de todo esse plano? Desaceleração do crescimento econômico chinês, mas com uma melhora na composição do PIB. Já escrevemos em resenha anterior a respeito do novo e atual Plano Quinquenal e fizemos uma live com o Ricardo Geromel, entrevistado pela jornalista Rosana Jatobá, que nos explicou o que está acontecendo na China, graças à sua vivência e estudos naquele país por três anos e autor do livro “O Poder da China” (editora Gente). Recomendo ainda o livro a “China Sacode o Mundo” de James Kynge (editora Globo), eleito pelo Financial Times, o melhor livro de negócios em 2006 e recomendado também pelo The Economist. O autor cobriu a Ásia pelo Financial Times durante 19 anos, dez dos quais focado na China como editor chefe residente no país. O que Kynge nos apresenta como fatos surpreendentes há 15 anos, Geromel reforça e nos surpreende ainda mais. Geromel recebeu bolsa integral de estudos para pós-graduação sobre a Nova Rota da Seda na melhor universidade chinesa, Tsinghua, onde estudou o presidente Xi Jinping. Para entender o mundo, devemos entender primeiro o que acontece na China, acredito. Estes dois livros nos dão uma boa visão de para onde caminha o Dragão Chinês.

Aí mora a grande questão dos planejadores econômicos chineses: ao permitirem atualmente que o carvão suba muito o preço, boa parte das eletrointensivas entram na zona de forte prejuízo e podem fechar as portas ou diminuir capacidade – o que gera problemas de abastecimentos de insumos e desemprego em determinadas indústrias. Pior: a China é o maior produtor mundial de matérias-primas intermediárias e de metais como ferroligas e alumínio, e é extremamente dependente destas (na siderurgia e em diversas aplicações industriais e energéticas). O crédito limitado para o setor imobiliário, por sua vez, levou diversas empresas à zona de risco de falência, num cenário de matérias-primas caras e demanda mais fraca.

O governo chinês está, assim, tendo de equilibrar diversos pratos para, a um só tempo, não deixar a economia parar de crescer e dar-lhe um perfil mais sustentável e moderno, com produção de itens de maior valor agregado e conteúdo tecnológico. Ao interferir no mercado de carvão e energia, as autoridades do país tentam conduzir o processo de forma controlada, não mudando o curso do seu plano de melhorar o mix econômico.

No presente momento, o que o governo tem feito é mover a alavanca de crescimento econômico ao diminuir a taxa de juros e aumentar o crédito e a produção de carvão nacional, para alimentar mais termelétricas (nesse campo, o país não tem alternativa; afinal, a energia renovável tem uma série de limitações – entre elas a oferta inconstante ao longo do ano). Ao mesmo tempo, tem deixado claro que se trata de medida temporária e continua restringindo o aumento de capacidade produtiva das eletrointensivas (bem como aumentado o teto de flutuação do carvão previamente acordado). A Indonésia, maior fonte de carvão para a China, restringiu a exportação do insumo no início deste mês – o que complica ainda mais as coisas para o país. A Austrália, importante parceiro comercial chinês, poderia ser uma fonte alternativa de suprimento – se não fosse, no entanto, pelas represálias chinesas relacionadas a acusações relacionadas a direitos humanos.





Todos esses fatores, a nosso ver, apontam uma tendência positiva e sustentável para as *commodities* eletrointensivas – ferroligas, alumínio, complexo clorossoda, por exemplo. Sendo os preços formados pela dinâmica oferta x demanda, vemos que, quando o governo chinês estimula o crescimento baixando o preço do carvão, ele aumenta a oferta – mas ao mesmo tempo estimula a demanda por . Além disso, quando restringe a geração de energia térmica a carvão, ele diminui a demanda – mas diminui ainda mais a oferta dos produtos eletrointensivos (e isso induz aumento de preços).

Somente o fato de o mundo não poder mais contar com a China para fornecer boa parte da sua capacidade fabril para esses produtos de forma rápida e eficiente já é um grande limitante para a oferta. Isso é favorável para os preços. Os EUA já perceberam isso, e tem tentado trazer para o país a produção industrial de bens produzidos pelas suas multinacionais na China e exportados aos EUA, fato que poderá inflacionar os custos e preços, dado as questões ligadas à mão de obra, meio ambiente e energia, fatores que certamente encarecem a produção industrial norte-americana em relação à chinesa.

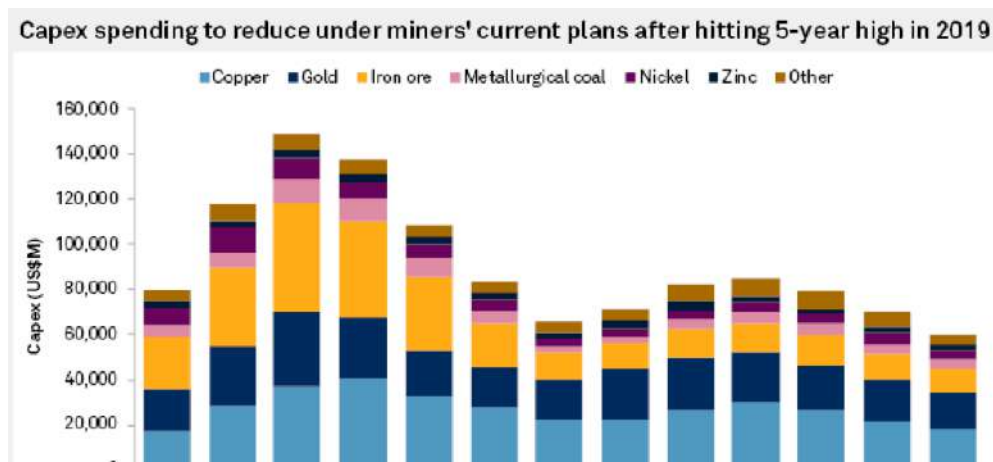
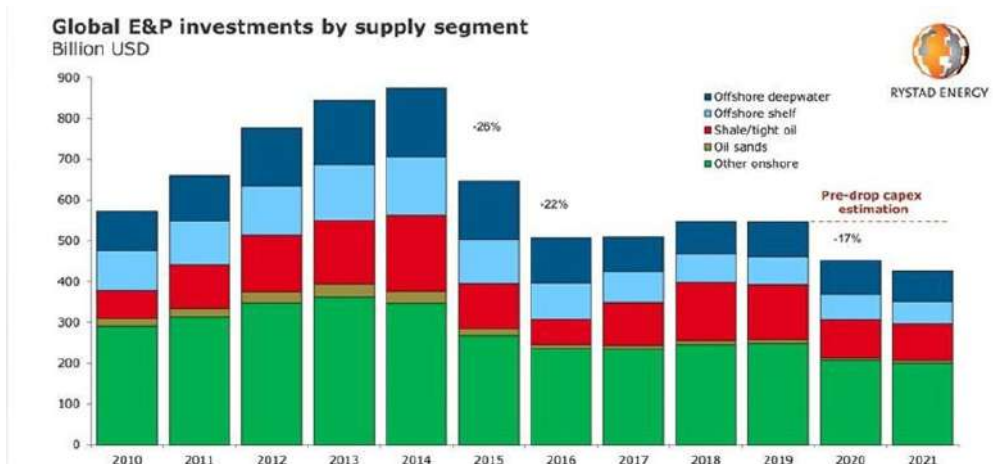
A África do Sul – outro gigante da produção mineral e metais – tem enfrentado tensões sociais que levaram a greves e bloqueio logístico em estradas, ferrovias e portos. O potencial para agravamento desse quadro, inclusive, está dado: em abril, o país deve promover um grande reajuste no preço de mais de 20% para a energia elétrica, às vésperas do inverno, quando aumento o consumo, notadamente para calefação.

A Europa também passa por uma grave crise energética – com o “fator Putin” a agravar a situação: o dirigente russo tem ameaçado cortar o fornecimento de gás devido às tensões políticas com a Ucrânia. Não há soluções de curto prazo para nenhum desses problemas.

Preocupações ambientais com a exploração do gás de xisto nos EUA estão cada vez maiores, com novas licenças de exploração muito difíceis e restrição de crédito por preocupações ESG – isso combinado a companhias endividadas dos pesados investimentos que já havia sido feito e à crise da pandemia. Tudo isso posto, os preços de petróleo, gás e carvão deverão permanecer pressionados por um longo prazo. Toda a cadeia industrial subjacente será impactada e esse impacto, claro, chegará ao bolso ao consumidor.

A lógica do ESG dificultando licenças ambientais e crédito se aplica na realidade para os mais diversos segmentos de exploração de recursos naturais no mundo todo – dificultando aumento de oferta futura. O ciclo ruim no preço das *commodities* de 2011 a 2020, implicou em baixos investimentos em novos poços, minas etc., indicando aumento sustentável de preços das *commodities*. Também temos visto a eletrificação dos veículos – o que sinaliza que haverá demanda por metais para baterias e por geração de energia elétrica para os “eletropostos”. Isso torna esta equação ainda mais difícil de resolver. O gráfico abaixo ilustra o comportamento do índice S&P GSCI, que é o primeiro e maior índice “investível” de *commodities* e reflete a queda de preços entre 2011 e 2020, e sua rápida recuperação, mais ainda longe do pico de 2011.





Os dois gráficos acima demonstram a queda dos investimentos em setores essenciais ligados a energia, combustíveis, mineração e metais, talvez a causa maior da inflação comportada nos últimos anos pré pandemia. A consequência dessa redução será, claro, aumento dos preços. A conta chegou. E como dizem os norte-americanos, *there is no free lunch*, ou, não existe almoço grátis. A conta (ou dolorosa como dizem nossos amigos mexicanos) chegou e ficará cada vez mais salgada, como dizemos aqui no Brasil. A covid-19 tem sido apontada por alguns como causadora do aumento de preços, no entanto, será? O ESG provavelmente tem um peso muito maior na oferta reduzida de energia e metais. E nada aponta um fim para a presença dos critérios ESG. Muito pelo contrário. Nós acreditamos que a pandemia e o ESG até contribuem para a alta dos preços, mas a regra número um da formação de preços é a inabalável e irrevogável “lei da oferta e demanda”, tão forte como a lei da gravidade e que muitos economistas e presidentes da república tentaram, sem sucesso, interferir. A queda nos investimentos limitando a oferta de minerais e energia, conjugado pela crescente da demanda, sobretudo na Ásia e Índia e demais países asiáticos em franco desenvolvimento e crescimento, tornaram a equação com resultado em uma única direção: limitação na produção e aumento de preços. Parte da queda de preços pode ser atribuída às novas tecnologias empregadas, mas estas têm alcance limitado e com o tempo perdem seus efeitos iniciais nos ganhos de produtividade e eficiência. O petróleo como *shale gas* (exploração do xisto) e pré-sal são alguns exemplos.

De fato, o cenário para *commodities* parece bastante favorável e sustentável, com o início de um ciclo de alta no começo da reabertura pós-covid. Quebras de suprimento na cadeia global e novas cepas têm causado muita volatilidade nos preços, mas espera-se que, apesar disso, esse ciclo resista ao aumento de juros esperado nos mercados desenvolvidos nos próximos anos. Mas, que se diga desde já: os juros devem começar a subir, mas os patamares atuais de juro real futuro nos países desenvolvidos estão perto de zero ou em terreno negativo. Não há, portanto, risco iminente de uma política de juros minimamente restritiva de fato.

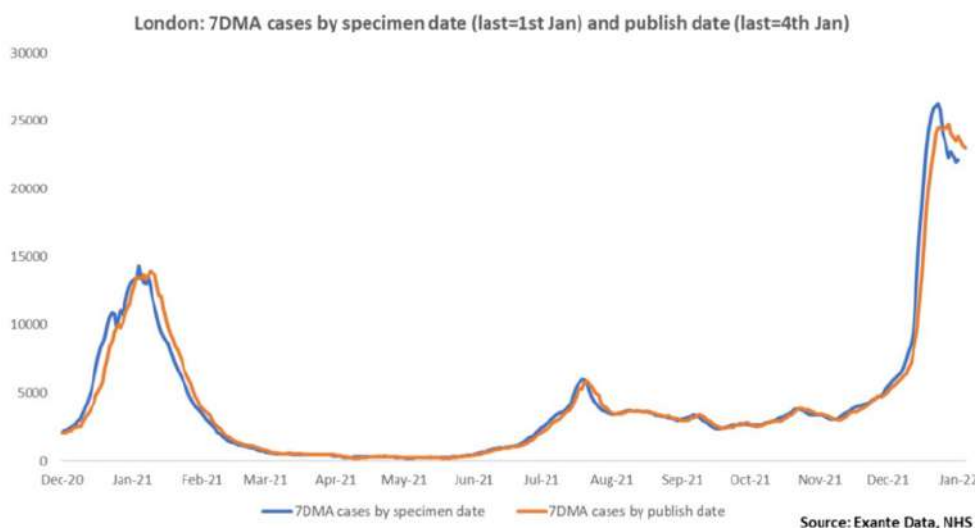
Em dezembro, a bolsa americana teve um forte *rally*, com o índice S&P 500 subindo mais de 4%. Esse *rally* esteve altamente concentrado nas empresas de maior peso, principalmente nas FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google). Algumas dessas *big techs*, a esses níveis, embutem um crescimento muito grande e/ou uma taxa de desconto muito baixa para justificar sua precificação: uma possível postura mais contracionista do FED pode representar um baque bastante duro - pela tendência natural de realização de lucros e efeito das taxas de juros nas empresas que embutem em seu valor o crescimento. Tal efeito de juros já é notado aqui nas empresas ligadas à tecnologia, especialmente aquelas que realizaram IPOs recentemente em ambiente de juros baixos e expectativa de rápido crescimento. Tal fato afetará também muitas *startups* e parece estar impactando as criptomoedas, que alguns, ingenuamente, acreditam ser um ativo descolado da economia e que possui vida própria. Ledo engano, e logo saberão que não é bem assim. Estima-se que brasileiros investiram mais de USD 50 bilhões em criptomoedas. Como dissemos anteriormente, a conta chegará.

A Apple, por exemplo, cravou US\$ 3 trilhões como valor de mercado – nada menos que duas vezes o PIB brasileiro. Faz sentido? E o Bitcoin e chegou a ultrapassar US\$ 1 trilhão de “moedas” em circulação. Como bancos centrais que emitem papel livremente e sem lastro levam a desvalorização das moedas, cabe aqui um paralelo.

No acompanhamento da situação de Covid-19, a variante Ômicron está se tornando a dominante ao redor do mundo, rapidamente superando a Delta. Como esperado, o aumento de mortes causado pela nova variação foi muito menor que o registrado em cepas anteriores. A variante Ômicron pode vir a se tornar apenas uma nova gripe, como as dezenas de mutações que surgem todo ano. Também o fato de o vírus não atacar os pulmões minimiza muito os efeitos nos infectados. Pela progressão, logo, uma grande parcela da população terá sido contaminada, gerando um efeito de “vacinação” de rebanho, e talvez grande parte da população, embora infectada, nem saberá.

Mas, branda como possa parecer, a Ômicron não deve ser subestimada. A OMS (Organização Mundial da Saúde) disse no último dia 6 que, como as variantes anteriores, a atual “tem hospitalizado e matado pessoas”. A entidade chama a atenção para um ponto que talvez mereça até mais atenção que a letalidade da cepa em si mesma: segundo ela, “o tsunami de casos é tão grande e rápido que está sobrecarregando os sistemas de saúde em todo o mundo”. Vimos nas ondas anteriores que as redes hospitalares viveram dias de caos, com falta de insumos básicos e outros problemas. Superlotação e esgotamento de capacidade não são bons em parte alguma. Enfim, a Covid – e seu séquito de problemas econômicos e sociais – vai continuar no radar por um tempo que nem as especulações mais desmedidas podem imaginar. O tema covid sempre foi abordado com grande preocupação em nossos comitês de investimentos semanais, desde o início, e influencia até hoje a seleção de empresas e setores para nossos fundos, talvez um dos fatores que tenha diferenciado a nossa performance. Tal preocupação segue como primeira grandeza em nossa tela do radar.

Vide abaixo média móvel de sete dias de novos casos em Londres:



## Conjuntura Nacional

Atualmente há uma combinação de: i) ciclo favorável de *commodities*; ii) cenário eleitoral incerto do ponto de vista de risco e alteração na política econômica, reformas e privatizações; e iii) possível fortalecimento do dólar com aumento de juros pelo FED. Como a Trígono segue com uma carteira concentrada, principalmente em empresas com receita dolarizadas ou relacionadas às moedas estrangeiras – mas, principalmente, sem dívidas em dólar ou com os devidos *hedges* –, essa combinação tem seu quê de virtuosa. Os setores Químico, de Mineração e Metalurgia, do Agronegócio e até o Industrial (associado ao exterior, direta ou indiretamente) compõem grande parte dos nossos portfólios, como mostramos anteriormente. Grande parte das nossas empresas também possuem baixo endividamento ou grande posição de caixa, beneficiando-se da alta no juro local.

O investidor estrangeiro segue comprando bolsa brasileira: o fluxo estrangeiro em dezembro foi positivo em R\$ 14,5 bilhões, e em R\$ 7086 bilhões em 2021 como um todo. O quadro abaixo mostra o comportamento do fluxo de recursos para o mercado acionário, considerando apenas o secundário (sem IPOs):

Período	Investidores Institucional	Clubes de Investimento	Instituições Financeiras	Investidor Individual	Empresas Públicas/Privadas	Investidores Estrangeiros
Jan	-19.417	-273	-750	5.044	-8.298	23.556
Fev	-2.290	-413	622	11.890	-3.069	-6.784
Mar	2.456	-476	1.720	-862	1.608	-4.613
Abr	-7.650	-391	854	-493	579	7.021
Mai	-8.408	-1.072	365	-3.878	625	12.200
Jun	-13.839	-397	-3.201	-3.004	3.737	16.627
Jul	5.944	-726	130	2.364	491	-8.250
Ago	-9.209	-1.036	1.278	-3.811	5.504	7.351
Set	1.069	-539	258	-334	4.380	-4.841
Out	-10.593	-1.003	-2.862	-3.044	5.083	12.437
Nov	-3.030	-253	-374	-1.132	3.274	1.507
Dez	-13.565	-472	917	-2.339	914	14.548
<b>Total Ano</b>	<b>-78.533</b>	<b>-7.050</b>	<b>-1.043</b>	<b>402</b>	<b>14.828</b>	<b>70.759</b>



Uma possível acomodação no cenário inflacionário brasileiro e a sinalização de pausa ou afrouxamento dos juros poderia seguir trazendo grandes quantidades de fluxo de investimentos estrangeiro para a bolsa nacional – já que é provável que um ciclo de aperto monetário lá fora e um de afrouxamento aqui venham a coincidir. Juros mais baixos implicam em crescimento maior do PIB – e este é um dos fatores que levam investidores estrangeiros a decidir onde alocarão recursos (mercados emergentes tendem a se destacar nesses momentos).

Uma inversão mais acentuada na curva de juros, se de fato ocorrer, poderá ser o elemento que reverte o fluxo negativo de investidores institucionais (saldo negativo de R\$ 78,5 bilhões em 2021) e de pessoas físicas (valor negativo de R\$ 6,6 bilhões no mesmo período).

Além disso, o fluxo estrangeiro tem sido influenciado pela migração de recursos da China para outros emergentes. Fica cada vez mais claro para os investidores que, do ponto de vista regulatório do mercado de capitais, a China não é exatamente um sinônimo de segurança jurídica. E o dragão chinês vem crescendo menos, para complementar o cenário.

Em dezembro, as tão esperadas chuvas voltaram, e os reservatórios têm recuperado níveis não vistos há vários anos. Afasta-se, assim, o risco de racionamento. O baixo preço da energia no mercado livre comercializado para 2022 aponta uma normalização energética do país, ao contrário do resto do mundo. Os Cavaleiros do Apocalipse uma vez mais caíram do cavalo: nem racionamento, muito menos apagão, como tais cavaleiros prometiam – ou pelo qual torciam, obviamente de olho em suas agendas políticas e agenda eleitoral.

Algumas empresas que tiveram que comprar energia no mercado livre em 2021 ou estão com custos muito altos devido à bandeira vermelha e aos encargos regulatórios ligados a termelétricas, beneficiar-se-ão da queda de custos que virá. Isso vai ajudar também a conter a inflação. Os bolsos de todos nós, consumidores de energia elétrica, agradecerão.

O dólar aparentemente se estabilizou acima de R\$ 5,50, mesmo com juros em níveis elevados. Os investidores estrangeiros, escolados, farão como Ulisses e seus marinheiros na “Odisseia” e se protegerão do canto das sereias: sabem que neste ano haverá eleições gerais no Brasil – o que tem a desagradável tendência a causar muita volatilidade cambial e perdas em caso de desvalorização da nossa moeda. Os ganhos com juros se evaporariam rapidamente.

Lembramos que o Banco Central obteve sua autonomia e seu presidente mantém-se no cargo pelo tempo de seu mandato (que se encerra apenas um ano após o término do atual governo). Isso dá mais tranquilidade na transição – o novo mandatário não poderá interferir nos desígnios do Banco Central a seu bel prazer (leia-se: por conveniências políticas).

É positiva ainda a continuidade do processo de recuperação de empregos no país. Em novembro foram criados 324.112 postos de trabalho com carteiras assinada, mais que o esperado pelo mercado. No ano, são mais de 3,4 milhões de novos empregos – e no atual governo, são 3,45 milhões de novos postos (com a diferença atribuída à forte queda causada pela pandemia em 2020). Desde a retomada da geração de empregos em julho de 2020, o número de novas vagas supera 4,2 milhões, considerando carteiras de trabalho assinadas e postos informais de trabalhadores autônomos (cujo número não há como cravar).

As boas notícias incluem ainda as contas públicas, que registraram superavit primário em novembro (receitas e despesas de órgãos públicos, exceto gastos com juros da dívida pública) de R\$ 15 bilhões. Para esse resultado, o governo central contribuiu com R\$ 3,5 bilhões e Estados e municípios, com R\$ 11,7 bilhões. As empresas estatais, na contramão, tiveram déficit de R\$ 238 milhões. Até novembro, o superávit

atingiu R\$ 64,6 bilhões. Em 2020, houve um déficit de R\$ 651 bilhões, devido aos gastos no combate à pandemia e para minimizar os efeitos junto à população economicamente desamparada.

Mas as boas notícias param aí. Os juros – a formiga saúva da nossa economia – cortaram todo esse superávit e levaram muito mais. Em novembro, as despesas consumiram R\$ 41,6 bilhões e no ano, quase R\$ 470 bilhões – ou 4,71% do PIB, elevando ainda mais a dívida pública. Com o forte aumento das taxas de juros, tal resultado será ampliado de forma significativa – o que leva à necessidade de aumentar impostos, ou a deixar de reduzi-los. Eis aí em plena ação o efeito nefasto das taxas de juros elevadas – lembremos que o Brasil tem o duvidosíssimo mérito de ser vice-campeão mundial em juros reais. Essa condição causa vários efeitos perversos: desincentivo a investimentos de risco (seja na economia real, seja na bolsa de valores – IPOs inclusive), queda da atividade econômica, inadimplência, desemprego, aumento do risco Brasil pela deterioração das contas públicas – e a lista iria longe.

E o Banco Central apenas referenda as demandas do mercado financeiro, sancionando expectativas de elevação da taxa SELIC. Ao invés de balizar as expectativas, que seria uma de suas missões. Como já comentamos em resenhas anteriores, isso é totalmente ineficaz no combate à origem da inflação – ou seja: preços de *commodities* e energia em alta no mundo todo, e ainda os efeitos de estiagens e geadas nos preços dos alimentos, e já explicado no curso desta própria resenha.

Como a inflação não tem suas causas na demanda, mas na globalização dos preços, especialmente *commodities*, e em problemas em cadeias de produção afetadas pela pandemia, tal política causa mais dois problemas: i) o repasse dos custos financeiros aos preços; e ii) a inibição de investimentos na produção.



Juros elevados só agravam tais problemas, e geram o ciclo vicioso em curso desde o Plano Real: a economia não evolui por causa dos juros, e estes são necessários para financiar as contas públicas – que dependem em grande parte de crescimento do PIB, pleno emprego e arrecadação de impostos através da tributação de lucros, renda e consumo. O Brasil acabou com a saúva na agricultura, mas ela ressurgiu na economia na forma de juros elevadíssimos. Como se dizia não muito tempo atrás: “ou acabamos com as saúvas, ou elas acabam com o Brasil”. Me atrevo a dizer o mesmo a respeito dos juros elevados. Os formicidas? **Reformas econômicas, privatizações e combate sem tréguas à corrupção, este, o tumor maligno da sociedade.**

## Estratégia

Neste início do ano, mantemos intacta nossa estratégia, privilegiando empresas que se beneficiam da desvalorização do real, através de preços dolarizados, exportações diretas ou indiretas (dos clientes ou na cadeia de produção subjacente) e operações no exterior. Tais empresas estão concentradas no agronegócio, em *commodities* e em parte da indústria (automotiva pesada e de bens de capital). O câmbio é uma de nossas redes de proteção; outra é a solidez financeira das principais empresas em nossos portfólios. Nossos investimentos são sempre orientados para empresas que pagam bons dividendos a seus acionistas (como mostramos através do yield de nossos fundos) conforme demonstrado a seguir através do retorno de dividendos recebidos e redução de capital nos últimos 12 meses.

DY 2021 (31/12)	
FLAGSHIP FIA	9,82%
DELPHOS FIA	12,19%
VERBIER FIA	9,69%
70 PREV FIM	8,58%
ICATU 100 FIFE	8,42%
IBOV	7,65%
SMLL	3,33%
IDIV	8,01%

*Data de referência: 31/12/2021. Cotação início período*

Tal estratégia – amplamente vencedora, como já tivemos ocasião de mostrar – foi o sustentáculo de nossos investimentos nos últimos quatro anos. Em 2022, com tantas incertezas e com eleições, juros elevados e expectativa de elevação dos juros no exterior, nossa estratégia de tornar ainda mais defensiva – mas nem por isso deixa de buscar resultados acima do mercado.

Como diz o ditado popular, em time que está vencendo não se mexe. Contamos com nossos investidores para uma vez mais celebrar bons resultados ao final de 2022. E, claro, para torcer pelo hexa do Brasil na Copa do Mundo no Catar. Na Trígono somos tricampeões e perseguiremos com toda dedicação o nosso tetra.

## Desempenho dos Fundos

Como já dissemos, 2021 foi fantástico para a Trígono. Dezembro foi a proverbial chave de ouro: todos os nossos fundos apresentaram excelente desempenho (detalhes a seguir).

Mas antes de comentar individualmente o desempenho de cada um deles, com suas respectivas atribuições de performance, mostramos a seguir de onde veio tal desempenho. Vamos apresentar, em ordem decrescente, o retorno no ano passado das dez principais posições dos fundos da Trígono de forma consolidada (e que perfazem 87% de todas as nossas posições). Nossos leitores já sabem de nossa estratégia: concentração nas empresas em que temos maior convicção, combinando o retorno potencial delas de acordo com nossa metodologia, dividendos e aderência às melhores práticas de ESG.

Também exibimos: *dividend yield* (retorno em 12 meses dos dividendos, JCP e redução de capital em dinheiro), liquidez diária média das ações, ROIC de 12 meses (fator importante no cálculo do EVA), valor de mercado e retornos – em 2021 (usado na ordenação das empresas) e nos últimos 5 anos.

Emissor	Classe	Código	Div Yield	ADTV 6 meses R\$ 1.000	Valor mercado R\$ 1.000	ROIC 1 ano	TIR 1 ano	TIR 5 anos
Ferbasa	PN	FESA4	4,4%	30.066	4.394.913	17,2%	161,4%	727,3%
Unipar	PNB	UNIP6	30,2%	29.971	9.743.958	47,7%	140,8%	4078,3%
Positivo Tecnol.	ON	POSI3	6,7%	66.068	1.523.482	20,6%	125,3%	308,7%
Tronox	PNA	CRPG5	16,6%	3.250	2.086.592	20,7%	122,6%	1862,5%
Metal Leve	ON	LEVE3	4,4%	20.942	3.951.902	24,9%	53,3%	86,9%
Sao Martinho	ON	SMT03	8,5%	45.635	11.929.157	10,2%	35,0%	107,5%
Simpar	ON	SIMH3	2,2%	35.393	9.364.397	10,5%	34,1%	446,7%
Kepler Weber	ON	KEPL3	32,3%	10.293	1.187.351	21,3%	34,1%	188,4%
Schulz	PN	SHUL4	2,8%	3.925	1.501.273	12,9%	27,6%	542,8%
Tupy	ON	TUPY3	2,1%	19.535	2.876.351	7,8%	-2,8%	106,0%
Índice							TIR 1 ano	TIR 5 anos
IBOV							-11,9%	74,0%
SMLL							-16,2%	112,7%
IDIV							-6,4%	95,4%
IEEX							-7,5%	111,3%
CDI							4,4%	33,0%

Das empresas destacadas, apenas São Martinho tem valor de mercado acima de R\$ 10 bilhões – linha de corte que definimos na Trígono como limite para *small caps*. Como no ano passado a empresa teve valorização de 35%, seu valor de mercado passou dessa marca. Isso não significa, no entanto, necessidade de venda: o teto que definimos é observado na entrada de uma nova posição (o que nos obriga a buscar novas ideias observando este parâmetro).

O valor médio de mercado destas empresas é R\$ 4,9 bilhões – ou seja, menos da metade do limite que definimos como parâmetro (que seguimos fielmente). Com a forte valorização de muitas das empresas de nosso portfólio, o valor de mercado de muitas delas subiu.

A liquidez média não ponderada destas empresas é de R\$ 26,5 milhões, o que evidencia uma carteira com liquidez adequada. Apenas Schulz e Tronox apresentam liquidez diária abaixo de R\$ 10 milhões.

Entre as dez principais posições, apenas o retorno da Tupy foi negativo (-2,8%). Já entre as demais nove, o pior retorno foi o da Schulz (27,6%). Fica aí evidente a assertividade da seleção e do posicionamento de nossas carteiras. Merece destaque a Ferbasa (Mineração e Metalurgia): principal posição da Trígono. Foi ela justamente a empresa que proporcionou maior retorno de todas as carteiras, exceto Trígono Horizon Micro Caps, cujo mercado-alvo são empresas com valor de mercado abaixo de R\$ 3 bilhões.

O índice SMLL se desvalorizou 16,2% em 2021, e acumulou ganho de 112,7% em cinco anos – e considerando este último período, as Top-10 das empresas investidas da Trígono tiveram valorização bem mais expressiva (sendo exceções São Martinho, 107,5%; Tupy, 106%; e Metal Leve, 86,9%). No entanto, o IBOV teve ganho de 74% em cinco anos. Nem precisa ir muito mais longe para ver que a menor valorização dentre as Top-10 de nossas empresas investidas bateu o Ibovespa, com alfa de cerca de no mínimo 12%. Quanto às três empresas de menor retorno: vemos nisso apenas o reforço de nossa convicção de que estão na verdade bastante descontadas, e que os próximos três anos trarão uma mudança significativa no quanto elas passarão a contribuir com nossos fundos.



Como comentamos na resenha de dezembro, o desempenho dos fundos em novembro foi prejudicado particularmente por dois setores – e mais especificamente, por Ferbasa e Tronox (esta, do setor Químico). Também naquele mês Kepler Weber e São Martinho (ambas do Agronegócio), Metal Leve e Tupy (Indústria) foram destaques negativos em seus setores. Não havia qualquer fato novo ou negativo que explicasse tais movimentos das ações para baixo. Pelo contrário: os resultados trimestrais de nove meses foram muito animadores, e o 4º trimestre nos deixa ainda mais otimistas.

Em dezembro, o mercado corrigiu a maior parte dos destaques negativos – em especial Kepler Weber, Tronox e Ferbasa. São Martinho repetiu o vermelho, mas as notícias a seu respeito e de seu setor nos deixam cada vez mais confiantes no excelente resultado anual que se encerra em março próximo. Tupy e Metal Leve tiveram recuperação modesta – abaixo da queda registrada em novembro –, mas o fato é que, para nós, se tornam apenas mais atraentes: são oportunidades para reforçar nossas posições. Pois bem, sem mais delongas: o desempenho de nossos fundos.

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

O Fundo teve valorização de 9,1% em dezembro, acumulando ganho de 49,7% em 2021. Já o referencial IDIV ganhou 1,6% no mês, com perda de 6,4% no ano. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Delphos teve valorização de 154,9% desde seu início (26 abril de 2018), ante 43,1% do IDIV e modestos 21,3% do IBOV no mesmo período. O alpha (excesso de retorno sobre o índice de referência) do Delphos foi então de 111,8%.

A volatilidade do Delphos ficou em 20,5% em 12 meses – pouco mais que os 18,9% do IDIV, o que se explica pela maior concentração do índice no segmento de *utilities* (como o setor elétrico) e no setor financeiro – que recentemente apresentaram menos oscilações que outras áreas. Ambos são tidos pelo mercado como defensivos e tradicionais bons pagadores de dividendos.

Neste sentido, destacamos o *yield* do Trígono Delphos, que atingiu 12,2% em 2021, justificando assim seu caráter de fundo focado em empresas boas pagadoras de dividendos. O IDIV teve *yield* de 8,01%; o IBOV, de 7,65%; e o índice *small caps*, modestos 3,33%. Este último, explica-se pelo perfil das empresas – que se caracterizam pelo crescimento maior, e não pela distribuição de dividendos. Mas o Delphos, mesmo focado em *small caps*, não deixou de receber generosos dividendos – reinvestidos em ações do próprio fundo.

Exceto pelo segmento de varejo (-0,47%), todas as posições do fundo tiveram contribuição positiva em dezembro. O setor Químico foi o que mais contribuiu (4,37%), seguido de Mineração e Metalurgia (2,98%) e Agronegócio (1,98%). Os dois setores com melhor desempenho foram os destaques negativos no mês anterior, mas os ganhos de dezembro mais que superaram as perdas de novembro.

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

O Fundo apresentou valorização de 6,6% em dezembro e 40,1% no ano – ante ganho de 2,8% e perda de 11,9% no IBOV, nos mesmos períodos respectivamente. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Verbier teve ganho de 120,0% em 36 meses – ante modestos 19,3% do IBOV. O alpha gerado em três anos acumulou 100,7%. Ou seja: o capital investido no início desse período teria mais do que dobrado em relação àquele que tivesse ido para fundos ou ETFs que acompanham o índice. Decomposto mensalmente, o Verbier proporcionou excesso de retorno de 1,95% a cada mês, num triênio cheio de incertezas e dificuldades trazidas pela pandemia (mas não só).

Em termos de volatilidade, a do Verbier foi de 19,8% em 2021 – abaixo dos 20,8% do IBOV, o que torna o diferencial de retorno sobre o IBOV ainda mais relevante. O Verbier, para lembrarmos, mudou sua condição de Clube para Fundo de Investimento em julho de 2018, e já em dezembro de 2017 tinha taxa de administração de 2%, e 20% de performance sobre o IBOV. Além disso, já completou quatro anos sob gestão da Trígono. Em 2018 (o primeiro sob nossa gestão), o Verbier teve valorização de 34,7%, ante 15,5% do IBOV. Ou seja: sob nossa condução, bateu o índice, acumulando ganho de 196,2% (ante meros 37,8% do IBOV) em quatro anos.

Todas as posições do fundo tiveram contribuição positiva em dezembro. O setor de Mineração e Metalurgia foi o que mais contribuiu, com 2,60%, seguido o Químico (1,71%) e do Agronegócio (1,31%). Os dois setores com melhor desempenho foram os destaques negativos no mês anterior – notadamente o Químico, que perdeu 5,37% em novembro, e recuperou parte disso no mês passado.

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

O Fundo teve valorização de 9,7% em dezembro, praticamente anulando a queda de 9,8% um mês antes. No ano, acumulou ganho de 42,9%. O referencial SMLL, por sua vez, subiu 3,8% no mês, mas perdeu 16,2% no ano. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Flagship proporcionou ganhos de 165,8% em 36 meses e de 205,7% desde seu início (24 abril de 2018), contra ganhos de 31,7% do SMLL em 36 meses e de 35,0% desde o início de nosso Fundo. Desta forma, o Flagship entregou alpha de nada menos que 170,7% desde seu início.

A volatilidade anual de 22,1% ficou bem abaixo daquela do SMLL (25,3%), apesar de nosso fundo estar concentrado em sete empresas que representam 75% da carteira (o que demonstra elevada convicção nas principais posições e a sua assertividade).

Todas as posições do fundo tiveram contribuição positiva em dezembro. A maior foi a do setor Químico (2,98%), seguida de Mineração, Metalurgia (2,55%) e Agronegócio (0,98%). Os dois setores com melhor desempenho foram os destaques negativos no mês anterior, notadamente o setor Químico, com perda de 4,39% em novembro, recuperando em dezembro parcialmente tal perda.

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

O fundo (iniciado em 2 de setembro de 2019) teve ganho de 5,7% em dezembro, mais do que compensando a queda de 5,4% de um mês antes – contra variação de 0,77% do CDI. Acumulou, assim, uma valorização de 18,7% em 2021 e de 48,5% desde seu início. O CDI, por sua vez, ganhou 4,42% em 2021 e 9,11% desde o início do fundo. O Trígono Prev 70, portanto, proporcionou rendimento equivalente a 423% do CDI em 2021 e 532% desde seu início.

Mesmo alocando 70% de seu patrimônio em ações e 30% em Tesouro SELIC (equivalente ao CDI), os retornos de 18,7% em 12 meses e de 27,5% em 24 meses (praticamente 80% dentro do período da pandemia) foram substancialmente superiores ao IBOV (que teve retornos negativos de 11,9% em 12 meses e de 9,4% em 24 meses). Quando comparado ao SMLL, este também foi negativo em 16,8% em 12 meses e em 16,8% em 24 meses. Ou seja: o alfa foi de 36,9% sobre o IBOV e de 44,3% sobre o SMLL no período de 24 meses.

Todas as posições do fundo tiveram contribuições positivas em dezembro. Por setor, Mineração e Metalurgia deu a maior contribuição (1,87%). Em seguida, vem Agronegócio (1,43%) e Indústria (1,12%).

Os três setores com melhor desempenho foram os mesmos que tiveram o pior desempenho no mês anterior.

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

O fundo, aberto em 14 de julho de 2020 (coincidência, dia da queda da Bastilha, em 1790, dando início à Revolução Francesa, data do lançamento do formato áudio MP3 em 1995, uma revolução tecnológica) teve valorização de 5,9% em dezembro, com ganho acumulado de 37,3% no ano. No mês passado, o IBOV subiu 2,8%, mas perdeu 11,9% no ano. Desde seu início, a valorização do Trígono Icatu é de 65,1% – contra apenas 4,4% do IBOV no mesmo período. O alfa, assim, foi de 60,7% desde seu início.

Nossa volatilidade anual, de 22,8%, está ligeiramente acima à do IBOV (20,8%), e reflete um fundo de maior concentração. Nosso fundo está no topo da categoria de previdência em termos de retorno – lembrando que sua existência está 100% inserida num ambiente de pandemia bastante desafiador. Para nós, é uma grande realização entregarmos desempenho tão positivo a nossos investidores contribuindo para uma poupança de longo prazo e diversificação, já que nosso fundo é focado em *small caps*.

As principais contribuições positivas vieram dos setores Mineração e Metalurgia (1,97%), de Tecnologia (1,13%) e Agronegócio (0,32%). Já as negativas foram mínimas e limitadas aos setores: Financeiro (-0,23%), Consumo (-0,12%) e Agronegócio (-0,86%).

Se compararmos o desempenho do Fundo com o índice SMLL (*small caps*), nos últimos 12 meses também houve alfa substancial: 37,3% de retorno anual do Trígono Icatu 100, ante desempenho negativo de 16,2% do SMLL. Ou seja: também em relação às *small caps*, segmento de mercado onde estamos concentrados, nosso desempenho (53,5% de alfa, equivalente a 3,64% a cada mês nos últimos 12 meses, de forma composta) foi extraordinário.

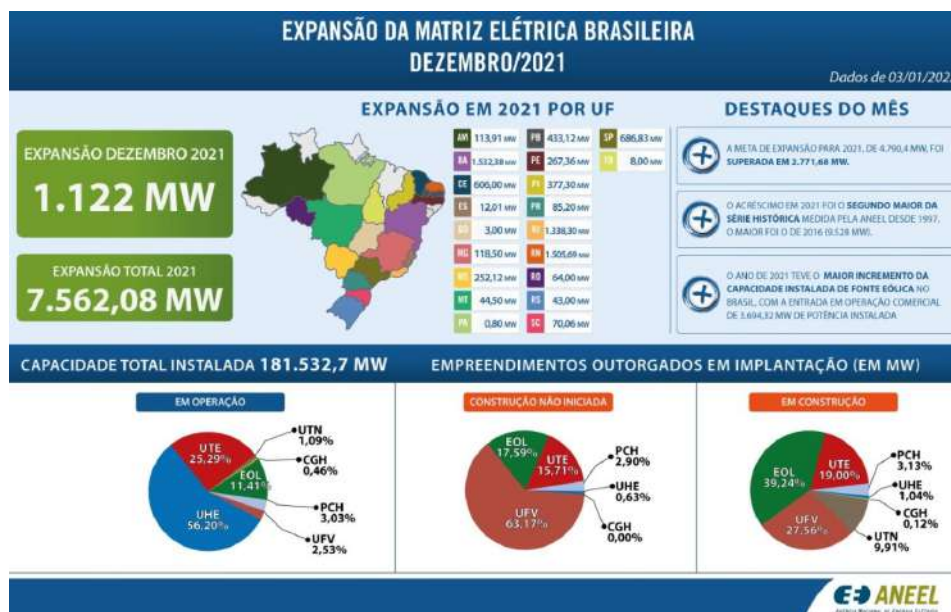
### **TRÍGONO POWER & YIELD 100 FIC FIA PREV (CNPJ: 40.265.153/0001-85)**

O fundo, aberto em 5 de fevereiro de 2021, teve valorização de 7,1% em dezembro, acumulando ganho de 21,6% desde o lançamento. O referencial IEE (índice do setor elétrico) teve alta de apenas 0,55% em dezembro, e perda de 7,4% no período desde o início de nosso fundo. Ou seja: geramos 29% de alfa em pouco menos de 11 meses (2,1% ao mês de forma composta). Nossa volatilidade anualizada foi de apenas 16,22%, contra 19,01% do IEE (que é considerado um índice de baixa volatilidade) no mesmo período. Isso só reforça a significância do alfa gerado, comparado ao que a B3 considera as maiores e mais representativas empresas do setor elétrico (são 16, com distribuição equitativa – pouco mais de 6% por empresa).

Todas as posições do fundo tiveram contribuição positiva em dezembro. Por setor, a indústria química foi a de maior peso (3,0%), com Mineração e Metalurgia (2,56%) e Concessões de Energia (1,79%) na sequência. Lembramos que o Fundo investe em empresas ligadas à energia, também no papel de eletrointensivas, mas que consomem e geram energia, ou atuam como fornecedoras na cadeia de produção, ou seja, negócios inerentes ou relacionados à energia, em suas várias formas e fontes, o que torna nosso fundo tão especial e diferenciado, mais uma pegada de inovação da Trígono.

Num cenário que para muitos é de crise, identificamos empresas que têm se beneficiado de forma notável do forte aumentos nos custos de carvão energético, gás natural e dos problemas de toda ordem na Europa e em várias outras partes do mundo. Também a busca por reduzir a pegada de carbono em todo o planeta favorece nossas empresas: muitas delas são muito mais limpas, em termos de geração de gases

de efeito estufa, que empresas dos mesmos setores no exterior, mesmo na Europa – além de gerarem energia a um custo muito menor e de natureza limpa e renovável, especialmente em relação a empresas inseridas nos mesmos negócios na China e África do Sul, países que têm sua energia dependente do carvão, a exemplo da Índia, Indonésia, e energia térmica na Europa, EUA, Japão, Coréia do Sul e tantos outros países. O Brasil possui a matriz elétrica e renovável mais limpa do mundo e com um dos custos de produção mais baixos do mundo, embora onerada pelos tributos, encargos regulatórios e financeiros, estes na instalação dos projetos, além dos entraves ambientais que oneram e atrasam os investimentos, e muitas vezes descabidos.



Nosso fundo explora estas enormes vantagens das empresas aqui instaladas, e no caso daquelas ligadas à indústria e commodities, tirarão enorme vantagem do caráter mais limpo da cadeia de produção e custos. Já aquelas tradicionais ligadas à geração, transmissão e distribuição, o Brasil vive um momento extraordinário de investimentos no setor, privatizações, fusões etc., que esperamos capturar através dos investimentos do Trígono Power & Yield, além dos excelentes dividendos recebidos.

Para finalizar nossa primeira resenha deste ano que se inicia, e com tantas incertezas como nas longas jornadas marítimas, destacamos que 2021 foi bastante desafiador, e mesmo neste ambiente turbulento, recebemos amplo apoio de nossos investidores e desta forma, agradecemos a parceria de todos os investidores e de nossos distribuidores, pois sem eles, não poderíamos alcançar mais de 100 mil cotistas. Nossa retribuição foi através dos desempenhos de nossos fundos, todos cruzando em primeiro lugar a linha de chegada em suas respectivas categorias como explicado ao longo desta narrativa.

A grande maioria que embarcou em nossos fundos, acreditamos, gostou da jornada, apesar de algumas tempestades. O ano que se inicia parece emibcado para atravessar mais algumas tempestades. Mas, como diz o ditado, depois da tempestade vem o arco-íris. E, nas lendas, no fim dos arco-íris estão os potes de ouro. **Venham buscá-los conosco.**

**Werner Roger, gestor; e equipe de investimentos – 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