

Edição N.º26

# RESENHA MENSAL

SETEMBRO | 2021

Trigono  
CAPITAL

## Em casa onde falta energia, todos gritam e ninguém tem razão

Prezados leitores e investidores,

O título desta Resenha é inspirado na expressão (ou provérbio) “Em casa que falta pão, todo mundo grita e ninguém tem razão”. Algumas versões dizem “briga” ao invés de “grita”, mas a diferença é meramente semântica. A analogia inspirada no tal provérbio/expressão vem a ter duas razões (sem trocadilho):

1. crise energética;
2. primeiro comentário de desempenho do fundo Trigono Power & Yield. Por razões regulatórias, seu primeiro semestre de existência foi de silêncio e espera. Não se pôde mostrar seu desempenho, compará-lo ao índice de referência nem publicar folders ou lâminas contendo informações essenciais e básicas aos investidores. Em nossa opinião, isso é descabido: o acesso de investidores (atuais e potenciais) fica limitado, o que prejudica o progresso e a transparência de novos fundos. Transparência é dever fiduciário dos gestores e direito de todos os investidores (que devem exigí-la).

Retomando: o provérbio acima pode ser muito bem aplicado ao cenário do setor elétrico brasileiro. Vamos elaborar:

- A culpa é atribuída a São Pedro. Que, claro, nada tem a ver com a situação – nem aqui nem na China, também diante de problemas idênticos. Além do quê, seria preciso explicar por que São Pedro seria causa de um problema que afeta igualmente cristãos e não-cristãos. Mas deixemos a exegese de lado.

Também se atribui culpa ao atual governo. Pois bem: investimentos em geração e distribuição de energia elétrica no Brasil são extremamente regulados, com muitas limitações ambientais. O prazo típico é de 3 a 5 anos, desde a fase inicial até o comissionamento dos projetos. Se é assim, quando se fala em culpa do governo, é preciso voltar a Temer e Dilma para encontrar investimentos não realizados ou aprovados. A situação só não é dramaticamente pior porque o Brasil sofreu um duro golpe (de novo, sem trocadilho) da recessão de 2020, causada pela pandemia de covid. Não fosse isso, a crise de energia teria ocorrido, independente de fatores climáticos.

Julgamos que a atual crise resulta, isso sim, de uma combinação de fatores:

1. Falta de investimento em novas hidrelétricas de acumulação, a energia mais limpa e única que possui enormes baterias nos reservatórios;
2. Investimentos feitos, isso sim, em usinas em regimes de fio d'água, como Santo Antonio, Jirau e Monte Belo. Em comum, todas têm as distintivas características de ficarem na região Norte – distantes, portanto, dos centros de consumo – e de serem um enorme desperdício de capital e efetividade;
3. Carência de investimentos em térmicas intermitentes a gás, devido à procrastinação da aprovação da nova Lei do Gás e ao enorme desperdício econômico de não monetização do gás do pré-sal (a Petrobras sofre de um desinteresse atávico em fazê-lo);
4. Presença dos governos federal e estaduais em empresas do setor elétrico. Investimentos que poderiam ser executados pelo setor privado ficam, assim, inviabilizados;
5. Talvez a maior causa: a MP (Medida Provisória) 579, de Dilma Rousseff. Em 7 de setembro de 2012 (quem diria... que data), a então presidente anuncia em cadeia de rádio e TV uma redução de 20% nas tarifas de energia para o povo brasileiro. Estima-se prejuízo entre R\$ 111 bilhões (cálculo do Centro Brasileiro de Infraestrutura) e R\$ 160 bilhões (Instituto Ilumina) para o setor. Os resultados colhemos agora. A MP 579 forçou a edição de mais de 40 medidas posteriores, na expectativa de consertar o estrago que causou. Para nem falar dos mais de R\$ 50 bilhões em indenizações, do socorro financeiro às empresas e da perda de valor de mercado destas. Foi uma verdadeira bomba de Hiroshima no setor, desculpe-nos nossos queridos irmãos japoneses.

Bem, apresentada nossa visão a respeito da atual crise energética, é com grande satisfação que comentamos a razão de ser do fundo Trígono Power & Yield, lançado em 5 de fevereiro deste ano, e apresentamos (na parte final desta resenha) pela primeira vez o desempenho deste fundo.

Já antecipando a crise que se aproximava, percebemos a oportunidade de criar um veículo de investimentos por meio do qual poderíamos arbitrar o sentimento do mercado sobre o setor. Poderíamos obter ótimos ativos com valores bastante descontados. Também consideramos oportunidades de investimentos em empresas relacionadas ao setor elétrico/energético, até mesmo levando o cenário internacional (afetando preços de commodities relacionados).

O Trígono Power & Yield é focado em empresas cujos negócios estão direta ou indiretamente ligados a energia – das tradicionais, como geradoras, transmissoras e distribuidoras, às voltadas para biocombustíveis (energia química de origem vegetal) e energia de biomassa, passando pelas eletrointensivas e que são autoprodutoras (ou investem para ser), além da indústria que fornece componentes e materiais relacionados a energia e consumidos pelo setor elétrico, direta e indiretamente, passando também pelo gás.

Acreditamos que o fundo é um produto inovador e diversificado, que oferece dividendos elevados (reinvestidos no fundo) e que, no atual cenário de falta de chuvas, beneficia-se da conjuntura, com baixíssima exposição ao risco hidrológico. Também conseguimos alocar em empresas que não têm dívidas em moeda estrangeira e se beneficiam da desvalorização do câmbio e da forte elevação nos preços de metais e na demanda por equipamentos (motores elétricos, hidro e aerogeradores e transformadores) e por prestadores de serviços no setor.

O fundo também busca dividendos elevados, será beneficiado pela reforma tributária que mantém a isenção para fundos de ações, e deverá reduzir o Imposto de renda e contribuição social das empresas em 9 pontos percentuais (de 34% para 25%), o que eleva o lucro e dividendos. Além disso, acreditamos que as empresas anteciparão a distribuição de dividendos no final deste ano e usarão reservas de lucros e lucros acumulados disponíveis para distribuição ainda neste final de 2021. Com isso, o fundo poderá comprar mais ações das empresas e obter ainda mais dividendos no futuro e na perpetuidade pela maior quantidade de ações em benefício de nossos cotistas (sem que sofram impacto da nova regra fiscal). Além disso, poderão recomprar ações para tesouraria, favorecendo a remuneração dos dividendos, pois as ações recompradas saem da base do total de ações que receberão os dividendos.

Em pouco mais de 6 meses, o fundo teve valorização de 24,9%, contra perda de 3% do IEE (índice referencial). São nada menos que 27,9 pontos percentuais de vantagem para o nosso fundo. O IEE, lançado em em 29/dez/1994 pela então Bovespa (atual B3), engloba hoje 18 empresas mais negociáveis e representativas do setor, distribuídas de forma praticamente igual (em torno de 5,5% cada). Lançado há 26 anos e 8 meses (seis meses após o Plano Real), o IEE proporcionou um retorno de 7.895%; o IBOV, no mesmo período, valorizou-se 2.628% (cerca de 1/3 do IEE).

<b>RENTABILIDADE ACUMULADA</b>					
	<b>3 ANOS</b>	<b>5 ANOS</b>	<b>10 ANOS</b>	<b>13 ANOS</b>	<b>INÍCIO*</b>
<b>IEE</b>	<b>101,3%</b>	<b>115,8%</b>	<b>183,5%</b>	<b>357,3%</b>	<b>7894,6%</b>
<b>IBOVESPA</b>	<b>54,9%</b>	<b>105,1%</b>	<b>110,3%</b>	<b>113,3%</b>	<b>2628,2%</b>
<b>IGPM</b>	<b>55,5%</b>	<b>66,5%</b>	<b>134,2%</b>	<b>168,7%</b>	<b>915,6%</b>
<b>SMLL</b>	<b>87,4%</b>	<b>149,9%</b>	<b>127,7%</b>	<b>227,5%</b>	-
<b>IDIV</b>	<b>72,9%</b>	<b>131,4%</b>	<b>157,8%</b>	<b>230,0%</b>	-

\*Início do Índice de Energia Elétrica (IEE) em 29/12/1994

Fonte: Economática

Se considerarmos uma janela de 5 anos – período em que o Brasil passou por recessão, baixo crescimento, crise hídrica (todos fatores particularmente negativos para o setor) –, ainda assim o IEE apresentou valorização de 116%, contra 105% do IBOV. O IGP-M, índice que espelha a inflação e é um excelente referencial para o setor elétrico (grande parte de suas tarifas é a ele associada), teve variação de 916% no mesmo período desde lançado o IEE.

Decomposto anualmente, o IGP-M teve variação anual média de 9,1%, enquanto o ganho anual médio do IEE foi de 17,9% (quase o dobro do IGP-M). Já o dólar teve valorização de apenas 506,5% no mesmo período (7% anualmente).

Esses indicadores reforçam nosso otimismo com as perspectivas do Power & Yield no longo prazo. Seu desempenho ainda terá como importantes “gerador e turbina”: mudanças e oportunidades que surgirão com a Nova Lei do Gás; privatização da Eletrobras; simplificação e alterações no marco regulatório do setor elétrico; novas tecnologias; e busca mandatária pela eficiência energética. O fundo pode alocar 20% de seu patrimônio em BDRs (ações de empresas estrangeiras negociadas no Brasil), desta forma buscando interessantes oportunidades de investimentos, como alternativa de diversificação e inovação que haverá de surgir no exterior.

## Cenário Internacional

A política monetária dos bancos centrais dos países desenvolvidos permanece expansiva: prosseguem as injeções de liquidez. Não só agora, mas desde a crise de 2008, é visível a dificuldade do FED (banco central americano) de realizar um tapering (diminuição e eventual parada na injeção de liquidez) para os programas de QE (quantitative easing – ou estímulos monetários para impulsionar a economia). Seja levado por um fato exógeno (o advento da pandemia, por exemplo) ou por stress no mercado, o FED sempre retoma o QE após breves períodos de tapering. Dado que não consegue parar de injetar estímulos durante um período mais longo, fica cada vez mais difícil reduzir de forma sustentável a atuação do FED – que se torna assim cada vez maior e em ritmo mais acelerado.

Sendo esse o “novo normal”, sempre houve entre economistas o questionamento a respeito da inflação, sua permanência e seu vigor. Com os grandes motores de deflação – industrialização asiática, robotização, tecnologia, ganhos de produtividade, automação e diminuição do crescimento populacional – em ação, a economia mundial apresentou inflação relativamente comportada – exceção feita à pandemia, por fatores atípicos e aparentemente transitórios. Isso levou a maior parte dos BCs a se preocuparem mais em estimular a economia e gerar empregos do que combater a inflação, supostamente de natureza momentânea. Mas já há quem suspeite que desta vez será diferente.

Crises de oferta em diversos mercados acordaram uma inflação adormecida há anos, por efeito de eventos climáticos (secas, principalmente), decisões governamentais (e aí as novas metas do Estado chinês têm grande peso), problemas logísticos, de insumos (falta de navios, contêineres e chips) e falta de investimento em setores importantes (em grande parte relacionadas ao aumento do ritmo de descarbonização). A rápida recuperação da economia depois de um período em que diversas indústrias se preparam para o pior, cortando custos e reduzindo os investimentos, causou um efeito cascata inflacionário na economia e de escassez energética e de componentes (semicondutores, por exemplo).



Como explicamos em resenhas anteriores, para agravar o problema, os auxílios econômicos e o medo da pandemia de parte da população têm dificultado a contratação. Assim, mesmo sem vigor no mercado de trabalho, os salários nos EUA têm aumentado rápida e fortemente. Isso não acontece sem que também os custos e inflação sejam pressionados.

Sobre energia, em particular: os preços de praticamente todas as commodities energéticas estão disparando – destaque para gás natural e carvão (energético e metalúrgico), em patamares sem precedentes. Combinada à nova direção da economia chinesa, de diminuir a “velha economia” poluidora e eletrointensiva, os preços de produtos como ferroligas e alumínio têm tido grandes aumentos (pela

menor produção e oferta), enquanto o preço do minério de ferro derrapa (caiu já mais de 40%) devido à determinação do governo chinês em moderar a produção de aço (de olho em minimizar o efeito estufa).

Os bancos centrais sinalizam que devem continuar com as políticas expansivas até que o emprego se recupere, de forma que a demanda ainda continuará aquecida e o desbalanceamento de oferta e demanda inflacionária permanecerá por algum tempo. Nesse cenário, é importante dar atenção especial a empresas que consigam repassar aumentos de custos logísticos e energéticos – idealmente sofrendo menos com tais aumentos, como comentado na resenha anterior. Além disso, uma possível mudança de postura do FED com relação à inflação e à exposição a empresas de crescimento e múltiplos muito esticados devem ser ponderadas. Tais empresas sofrem maior impacto, não só pelo maior desconto de seu valor futuro (mais penalizadas, portanto, com o aumento das taxas de juros), mas pela própria sustentabilidade do crescimento acelerado de muitos negócios.

Tais empresas, particularmente aquelas ligadas a tecnologia, necessitam de constantes investimentos, e demandam maior capital de giro, necessitando crédito e capital de acionistas. Essa situação pode coincidir com elevação de juros, menor disposição de bancos em emprestar e menor apetite do mercado por risco. Tudo indica que a conjuntura de investimentos menores em mineração de carvão e exploração de petróleo e gás seja permanente a partir desta década. Isso poderá fazer com que os preços elevados para tais commodities energéticas se sustentem – bem como a pressão de custos para empresas e países que utilizam tais insumos. Os preços de créditos de carbono também aumentaram substancialmente, como se vê abaixo:



Apesar do avanço da vacinação e da diminuição no número de mortes no mundo todo, a covid-19 segue como grande preocupação, com impacto mais severo sobre a Ásia. Isso pode afetar a produção e logística na China e no Sudeste Asiático.

Com a constante injeção de liquidez e a contínua recuperação econômica, as bolsas mundiais dos países desenvolvidos renovam máximas continuamente, em um dos maiores ralis vistos nessa geração. A questão de US\$ 1 milhão é: até onde isso vai?

## Cenário Nacional

O mês de agosto foi, e o começo de setembro tem sido difícil para a bolsa brasileira – em particular, para as ações de menor liquidez. Curiosamente, o investidor estrangeiro aportou R\$ 7,35 bilhões no mês, em marcada contraposição aos investidores locais, notadamente institucionais, que reduziram a alocação em renda variável em favor da renda fixa.

As empresas aceleraram as recompras das próprias ações para tesouraria, talvez já se antecipando à tributação dos dividendos, com possível cancelamento destas ações (com isso, aumentam os dividendos por ação e/ou por considerarem os preços delas bastante descontados). Fundos multimercados também diminuíram a exposição em renda variável, encerrando posições com prejuízo – movimento conhecido como stop loss. Perdas em diversos segmentos como câmbio e taxa de juros levaram tais fundos a reduzirem suas posições de maior volatilidade e risco, como a renda variável.

Essa combinação, de diminuição do apetite das pessoas física e institucional por risco e maior força do estrangeiro, tem contribuído para o melhor desempenho das empresas mais líquidas em relação às small caps. Em agosto, o IBOV caiu 2,5%, ante 3,8% do índice SMLL, mas curiosamente o IDIV (relacionado a empresas consideradas boas pagadoras de dividendos) caiu apenas 0,5%. Talvez o mercado espere uma forte antecipação de dividendos neste ano, inclusive com uso de lucros acumulados, e já se antecipa no posicionamento destas empresas.

Os fundos de investimentos em ações, é bom lembrar, continuam isentos na tributação dos dividendos e deverão ser especialmente favorecidos pela reforma tributária. Esse é um típico fenômeno de mercado, quando investidores buscam ações de maior liquidez que permitam trocas rápidas de posição ou mesmo realização de lucros.

Voltando à economia real: o CAGED segue apresentando dados superiores às expectativas, com a criação de 316 mil empregos com carteira assinada em julho e 1,8 milhão no ano. A taxa de câmbio apresentou elevada volatilidade em agosto, mas no final do mês a valorização do dólar foi de apenas 0,42%. Em determinado momento do mês, a valorização chegou a 6%.

A curva de juros longa segue inclinando para cima, chegando a ultrapassar 10% nos prazos mais longos – reflexo de incertezas e stress de natureza política, além de preocupações com questões fiscais. Enquanto a taxa Selic continuar abaixo de dois dígitos (5,25% hoje), é possível que o cenário de crédito brasileiro continue saudável para um crescimento mais acelerado. Boa parte da pressão inflacionária se deve a fatores extraordinários, como o preço das commodities e da energia, não se justificando assim guinadas muito radicais dos juros para cima. Porém, o câmbio é determinante, e dependemos da política monetária de outros países para que haja equivalência de risco e juro real entre os diferentes mercados de dívida soberana. Por enquanto a manutenção dos juros pelos principais bancos centrais favorece a manutenção da taxa de câmbio no atual patamar (de R\$ 5,00 a R\$ 5,30), amortecendo maiores impactos na inflação.



O cenário hídrico continua preocupante no Sudeste e Sul e o cenário das bacias hidrográficas tem se agravado. Aumenta, assim, o risco de medidas de contenção de consumo de energia elétrica, mas de forma voluntária e através de aumento das tarifas. Apesar disso, tal cenário já está de certa forma precificado, e algumas empresas (aquelas que possuem energia não contratada e disponível para venda no mercado livre) tendem até a se beneficiar.

Tal cenário, como já dissemos mais acima, não é exclusivo do Brasil: Europa e Ásia (China principalmente) são fortemente dependentes de energia elétrica gerada em termelétricas movidas a gás ou a carvão. Os impactos dessa geração em termos de custos são muito maiores que no Brasil – para nem falar dos impactos ambientais e da forte elevação nos preços de commodities eletrointensivas e que demandam carvão ou coque no processo metalúrgico.

Para nós, na Trígono, são oportunidades que surgem, e que capturamos através de empresas que se beneficiam de tal cenário e dos custos logísticos, que encarece o custo de produtos importados na competição com os nacionais.

A MP das Ferrovias, projeto encaminhado para agilizar a melhora na dinâmica das concessões ferroviárias, está ganhando força no legislativo. Aprovada essa MP, espera-se a chegada de cerca de R\$ 53 bilhões em investimentos nos próximos anos. Para capturarmos os efeitos destes investimentos, também estamos nos posicionando em várias empresas – notadamente fornecedores ao setor ferroviário: vias, infraestrutura adjacente e em material rodante.

O mercado das montadoras segue com dificuldades para obter insumos. Como já comentado em diversas resenhas, é importante entender esse cenário. A montadora redireciona seus insumos em falta para os produtos mais lucrativos – que são os itens de maior valor. Alguns veículos, no entanto, como caminhões, reboques e máquinas agrícolas e de construção (que embutem menos semicondutores, principal gargalo atualmente), embora continuem com forte ritmo de produção, voltando a níveis recorde vistos há oito anos, não satisfazem a demanda e a recomposição de estoques. Praticamente toda a capacidade de produção já está comprometida com vendas até o final do ano – e o ritmo de exportações não fica atrás.

A demanda do agronegócio continua muito forte, bem como a de setores ligados à logística urbana e baixas distâncias, construção e mineração. Tal cenário tende a se manter em 2022. Agosto registrou o maior volume de vendas neste ano de veículos pesados e acelerando em relação não só a meses como a anos anteriores (são 33% acima de agosto de 2019, quando a economia estava em ritmo forte, antes da pandemia e sem problemas de componentes). Quais setores apresentam tal desempenho? Por exemplo: em 2013 (melhor ano do setor), o mês de agosto viu licenciados 13.234 caminhões. São apenas 4,5% acima do mesmo mês de 2021 – incluindo aí todos os problemas que impactam a produção, entre eles os relacionados à pandemia, que prejudicam também a produtividade das montadoras.

Nas commodities agrícolas, a seca e a geada no Brasil já vêm causando grandes impactos nos preços de café, açúcar e até milho. Nesse sentido, é interessante o foco em empresas ligadas ao agronegócio – o impacto positivo nos preços compensa eventual perda na produção. Além disso, a elevada rentabilidade gerada pelos preços recorde permite maiores investimentos em bens de capital (segmento que favorece especialmente algumas de nossas empresas investidas).

Mesmo com uma normalização do clima, estoques baixos em todo o mundo e fenômenos climáticos adversos fazem projetar a manutenção dos preços das commodities agrícolas em níveis elevados e favoráveis. O questionamento de que o próprio clima brasileiro tenha mudado de forma mais duradoura também é válido, já que na última década a situação hídrica no Sudeste/Sul tem ficado cada vez pior. De forma que, apesar da normalização ser esperada, talvez as secas sejam mais recorrentes a partir de agora.

## Desempenho dos Fundos – Agosto

A exemplo de julho, em agosto todos (exceto pelo CDI) os índices de referência que servem para cálculo da taxa de performance de nossos fundos foram negativos. Entre nossos fundos, no entanto, apenas o Trígono Power & Yield teve desempenho negativo – e ainda assim, marginal (-0,7%). O IBOV (principal indicador da bolsa), para citar um só exemplo, teve desvalorização de 2,5% no mês. Desta forma, nossos fundos continuam aumentando o alfa (excesso de retorno) sobre os índices aos quais são referenciados e de forma consistente nas diferentes estratégias.

Destacamos particularmente dois segmentos ou setores que deram importante contribuição: Mineração e Metalurgia; e Indústria – sendo que este último havia gerado contribuição negativa em julho, e neste mês saiu do vermelho para o azul. Tais movimentos são normais – são apenas o vai e vem do mercado, realizações momentâneas de lucros. O que podemos afirmar é que as empresas investidas nesses setores estão em ótimas formas, como evidenciado pelos resultados do 2º trimestre (e já podemos adiantar, com elevado grau de segurança, que o terceiro será ainda melhor). Nossos leitores que se recordarem da resenha de dez/20 poderão comprovar o que afirmamos aqui.

No setor de Mineração e Metalurgia, o nicho de ferro-ligas (no qual estamos investidos) segue movimento inverso ao do minério de ferro. Talvez o mercado confunda ferro-ligas e ferro: aquelas entram na composição de produtos siderúrgicos e metalúrgicos (aço carbono, aço inox, fundições, alumínio, placas fotovoltaicas, semicondutores – a lista é longa). Ferroligas combinam metais que conferem diferentes propriedades físicas e químicas aos produtos. Mas são produtos eletrointensivos no processo industrial, e sua produção utiliza carvão ou coque na chamada redução dos metais – a retirar do oxigênio (O) dos minerais (como, por exemplo, a hematita ou minério de ferro) na forma de óxidos. Nesse processo, carbono e oxigênio são quimicamente combinados – formam o CO<sub>2</sub>, que, liberado na atmosfera, gera o efeito estufa. Na produção de aço e metais, o processo se repete: ferroligas e fontes de carbono são submetidas a uma nova redução, trazendo propriedades essenciais de minerais como manganês, cromo, níquel, nióbio, silício, titânio, molibdênio e outros.

A China, através do plano quinquenal aprovado ano passado, busca reduzir as emissões de CO<sub>2</sub> na atmosfera por meio da descarbonização: foram impostas restrições à produção de elementos que geram CO<sub>2</sub> – especialmente ferroligas, notadamente o ferro-silício (FeSi75%), por sua natureza eletrointensiva (60% da energia elétrica produzida na China é gerada por térmicas a carvão). Tal imposição fez com que a demanda da China por minério de ferro diminuísse, restringindo a produção de ferroligas.

A China, no entanto, é a maior produtora mundial de ferroligas. Isso teve um forte impacto, levando desequilíbrio ao mercado devido à forte redução na oferta. O minério pode ser substituído em parte por sucata, mas o aço que a China deixar de produzir e exportar será produzido em outras regiões, que demandará ferroligas. Mas não encontrará o suprimento da China.

A sucata acompanha de certa forma o preço do minério de ferro e ferro gusa (minério de ferro já reduzido). Sendo assim, em um ano o preço do FeSi75% saltou de US\$ 900 por tonelada para mais de US\$ 2.200/t (com previsões de atingir US\$ 3.000/t). Os preços do ferro-cromo (FeCr), utilizado na produção de aço inoxidável, subiram entre 40% e 60%, a depender do mercado (região) ou do tipo do produto (segundo seu teor, como alto ou baixo, de carbono).

É neste nicho que estamos investidos. Assim, estamos indiretamente posicionados na descarbonização da China e, de certa forma, contrários à queda do minério de ferro (que favorece a queda no preço da



sucata, matéria-prima de algumas empresas investidas que atuam em fundidos de ferro). Os preços do carvão energético e metalúrgico dispararam entre 40% e 80%, com impactos nos custos de energia em todo o mundo. No Brasil usamos muito pouco carvão energético: por aqui, prevalece a energia renovável e limpa – e, no caso de ferroligas de silício, usamos ainda biorredutores, neutros na emissão de CO2 e que impõem custos significativamente menores em relação aos demais principais produtores.

Já no setor industrial, estamos investidos principalmente no nicho de componentes automotivos para veículos pesados, cujas principais matérias-primas são sucata (vide acima), cujos preços dispararam seguindo inicialmente o minério de ferro; e metais (cujos preços já se estabilizaram). O mercado associa o setor à eletrificação dos veículos e ao fim dos motores a combustão – tese que não compartilhamos. Talvez valha para o caso de veículos leves em alguns países e regiões ricas (Noruega, Califórnia), mas não é uma solução economicamente viável para veículos pesados e de trabalho (movidos a diesel).

Além disso, o mercado associa o setor à estagnação das vendas de veículos no Brasil. Procede? Vejamos: as vendas de veículos no Brasil cresceram 15% de janeiro a agosto de 2021. No caso específico de comerciais leves, a alta foi de 51%; no de caminhões, 49%; e no de implementos rodoviários (reboques), de 52%. A produção total de veículos aumentou ainda mais: cerca de 33%, 65% no caso de comerciais leves, mas pasmem, 115% no caso de caminhões no acumulado do ano. Parte dessa produção é voltada para exportação, enquanto que os estoques de todos os tipos de veículos estão em níveis historicamente muito baixos. Estamos em crise? O setor vai mal? As filas e a necessidade de recompor estoques garantem a demanda, mas a produção aumentará gradativamente, com a oferta de componentes e semicondutores e a normalização das atividades fabris após a vacinação e redução das diversas restrições nas indústrias que prejudicam produção e produtividade de toda cadeia.

No setor de agronegócio, nossas carteiras estão alocadas em açúcar e etanol, manufatura de silos e armazéns e produção agropecuária (cana de açúcar, soja, milho, algodão, gado e feijão, e venda de propriedades maduras). Todos os segmentos estão indo muito bem e com perspectivas cada vez mais animadoras.

Achamos importante tecer estes comentários – detalhados, porém fundamentais para entender nossa estratégia e a performance de nossos fundos por setor, como explicaremos a seguir.

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

O Fundo teve valorização de 3,6% em agosto, acumulando 61,1% em 2021, enquanto o índice referencial IDIV teve perda de 0,5% no mês e 0,2% no ano. Quando comparadas às janelas mais longas: o Trígono Delphos teve valorização de 109% em 12 meses e de 174% desde seu início (26 abril de 2018), ante 19% e 53%, respectivamente, do IDIV. Desta forma, desde seu início, o Delphos gerou um alpha (excesso de retorno sobre o índice de referência) de 121%, destacando a volatilidade de 17,3% (contra 18,1% do IDIV) dos últimos 12 meses.

As principais contribuições positivas vieram dos setores Industrial (+3%) e de Mineração e Metalurgia (2,2% - revertendo a queda de 2,8% no mês anterior). Ambos os setores estão relacionados aos comentários na introdução desta seção. As principais contribuições negativas vieram do Agronegócio (-1%) e de Concessões e Energia (0,3%). Quanto ao primeiro setor, acreditamos que o desempenho fraco reflete realização de lucro por parte de determinados investidores que converteram um bônus de subscrição, com preço de mercado 50% acima do preço de conversão, e aproveitaram para realizar lucros vendendo as ações convertidas. O resultado foi uma pressão do valor para baixo e no caso específico empresa líder na manufatura de silos, segmento que vai muito bem, obrigado. Como o valor dos bônus ficou acima de R\$ 140 milhões (ou 10% do valor de mercado da empresa), tal movimento nos parece a única explicação razoável – pois, em relação a empresas, o ano tem sido extraordinário com receitas praticamente

dobrando em relação a 2020 (e o 2º semestre tende a ser ainda mais positivo).

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

O Fundo apresentou ganho de 2,4% em agosto e de 58,5% no ano – ante queda de 2,5% no mês e de 0,2% no ano do IBOV. Quando comparadas às janelas mais longas: o Trígono Verbier apresentou valorização de 105% em 12 meses e de 177% em 36 meses (já na condição de fundo), contra 20% e 55% do IBOV, respectivamente. Em termos de volatilidade, o Verbier exibiu 16,9% em 12 meses, bem abaixo de 20,5% do IBOV no período – 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. Em julho deste ano completou 36 meses na condição de fundo. Ao completar esse ciclo, o Trígono Verbier acompanhou os passos do Trígono Delphos e Trígono Flagship – formando o trio que obteve a avaliação máxima (5 estrelas) da consultoria de fundos Morningstar, empresa provedora de dados de investimentos sediada em Chicago e que avalia mais de 600 mil fundos em 29 países.

Estes três fundos são os únicos elegíveis e ficamos muito felizes com tal conquista, que compartilhamos com nossos investidores (que, na realidade, são os grandes beneficiados).

As principais contribuições positivas repetem o Delphos – ou seja, vieram de Mineração e Metalurgia (+2,6%) e Indústria (+1,8%), ambos já comentados mais acima. As principais contribuições negativas foram as mesmas do Delphos: Agronegócio (-0,9%), e Concessões e Energia (-0,2%), para ambos também valendo os comentários já feitos.

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

O Fundo teve valorização de 0,8% em agosto e de 60% no ano, enquanto o índice referencial SMLL teve perda de 3,8% no mês e ganho de apenas 1% no ano. Quando comparadas às janelas mais longas: o Trígono Flagship teve ganhos de 90% em 12 meses e de 242% desde seu início (24 abril de 2018), contra 17% e 63%, respectivamente, nos mesmos períodos para o SMLL. O Flagship entregou, assim, uma vantagem (um alfa) de nada menos que 179% desde seu início.

Em 41 meses de história, o fundo proporcionou retorno mensal médio de 3%, e de 43,3% ao ano (composto). Em relação ao SMLL, o excesso de retorno anual acima do índice de referência foi de 35%. A volatilidade anual de 18,9% ficou muito abaixo daquela do SMLL (de 22%), apesar de nosso fundo estar concentrado em 16 empresas, e das cinco maiores posições representarem 61% da carteira (o que demonstra nossa elevada convicção nestas). A menor volatilidade do fundo ocorre desde seu lançamento e sempre concentrada em poucas empresas e setores. Isso mostra que não se trata de mera casualidade (não deixamos o acaso tomar conta de nada), mas reflete, isso sim, o processo diferenciado de investimentos da Trígono.

À semelhança dos demais fundos, as principais contribuições positivas vieram dos setores de Mineração e Metalurgia (+1,5%) e Indústria (+1,4%), já explicados antes, além de Tecnologia (+0,7%). As principais contribuições negativas vieram de Logística (-1,2%) e Agronegócio (-0,5%). No caso da primeira, atribuímos a queda ao rebalanceamento do índice SMLL para agosto, sendo que a empresa investida é uma holding que possui várias subsidiárias listadas em bolsa (e a liquidez acabou fracionada). Os resultados no semestre foram excelentes e os fundamentos ainda melhores. Uma vez mais fica claro como o mercado se apega menos aos fundamentos, sendo os principais fundos meros copiadores dos índices. No caso do nosso fundo, menos de 6% da carteira está sobreposta ao índice SMLL. Nossa gestão é agnóstica em relação aos índices: proporcionamos uma excelente alternativa de diversificação, retorno diferenciado e menor volatilidade.

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

O fundo (iniciado em 2 de setembro de 2019) teve valorização de 0,26% em agosto (contra 0,43% do CDI), 27,7% em 2021 e de 59,8% desde seu início – ante variação positiva de 2,07% do CDI em 2021, e de 6,66% do CDI desde o início do fundo. O Trígono Prev 70 proporcionou, assim, rendimento equivalente a 1.338% do CDI em 2021 e a 899% desde seu início. Nestes 24 meses de existência, em apenas quatro o fundo apresentou rendimento negativo – sendo setembro do ano passado a última ocasião em que isso ocorreu (naquele mês, o IBOV caiu 4,8% e nosso fundo, 4,2%). No mesmo período, o IBOV registrou 10 meses com desempenho negativo, e ganho de 18% - uma fração dos quase 60% do Prev 70, cuja volatilidade em 12 meses foi de 12,7% (a do IBOV, de 20,7%). Ou seja, trata-se de uma excelente relação de risco versus retorno, com 30% investidos em renda fixa (tesouro direto, sem risco de crédito).

As maiores contribuições positivas vieram de Indústria (0,71%) e Mineração e Metalurgia (0,36%). As principais contribuições negativas vieram de Logística (com 0,41%) e Agronegócio com 0,21%. Valem os mesmos raciais dos fundos acima a título de explicação.

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

O fundo – aberto em 14 de Julho de 2020 (portanto, completando 13,5 meses desde seu lançamento) – teve valorização de 1,18% em agosto e de 49,8% no ano, contra -2,5% do IBOV em agosto e 0,2% no ano. Ou seja, são 50% de excesso de retorno apenas neste ano para nosso fundo. Desde seu início, o ganho é de 80%, enquanto o IBOV, no mesmo período, subiu apenas 18,3%. Apenas em setembro de 2020 o Trígono Icatu teve desempenho negativo (-4,46%), mais ainda um recuo menor que o do IBOV (-4,8%) naquele mês.

Alinhado ao PREV70, as maiores contribuições positivas vieram de Indústria (1,38%) e Mineração e Metalurgia (0,92%). Já as contribuições negativas vieram de Logística (0,68%) e Agronegócio (0,42%). Valem os raciais das explicações já apresentadas. Destacamos que não há qualquer posição de large caps dentro da carteira (o foco são as small caps) e que 70% da carteira estão alocados nos setores Industrial, Mineração e Metalurgia e Agronegócio. A volatilidade anual do fundo, de 19,1%, foi inferior à do IBOV (de 20,5% no período), confirmando o padrão dos demais fundos sob gestão da Trígono.

A exemplo do PREV70, destacamos que não há qualquer posição de Large Caps dentro da carteira – o que proporciona uma excelente alternativa de diversificação no longo prazo. Se compararmos o desempenho do Fundo com o índice SMLL (small caps), nos últimos 12 meses, também houve alfa substancial: 80% de retorno anual do Trígono Icatu 100, ante 17% do SMLL. Ou seja, também em relação às small caps, nosso desempenho foi bastante superior (ou 63% de alfa, equivalente a 4,16% a cada mês, de forma composta).

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

Como apresentado no preâmbulo desta resenha, consideramos o IEE e o Fundo Trígono Power & Yield excelentes alternativas para proteção contra a inflação e para se obter ganho de capital no longo prazo, com grande vantagem em relação à moeda estrangeira que muitos investidores acreditam que protege seu capital. Como demonstramos aqui, no entanto, na prática o dólar foi uma péssima alternativa.

A razão para lançarmos o fundo num momento que precedia a crise energética ou hidrológica foi justamente nos anteciparmos (já antevíamos a ocorrência) e arbitrarmos um sentimento negativo do mercado e investidores sobre o setor. Isso nos proporciona oportunidades excelentes de investimentos (comprar quando o mercado vende). Repetimos o velho adágio: é na crise que surgem as melhores oportunidades.

Este sentimento negativo é espelhado pelo ganho de 11,1% do IEE nos últimos 12 meses, contra 20% do IBOV. Para nós, é uma grande oportunidade, pois as crises passam, e boas empresas tendem a se beneficiar delas. A privatização de empresas do setor elétrico (Eletrobrás inclusive), repasse do IGP-M e da inflação às tarifas, nova Lei do Gás, aceleração dos investimentos no setor pela necessidade de maior oferta em todos os segmentos, e empresas relacionadas que estão investindo em autoprodução (eletrointensivas, por exemplo) – esse conjunto nos oferece um amplo leque de oportunidades de investimentos. Acreditamos que nossos investidores se surpreenderão com o retorno do fundo no longo prazo. Feita essa necessária explicação, vide a seguir a atribuição de performance acumulada do fundo desde seu início.

As maiores contribuições positivas vieram dos setores de Mineração e Metalurgia (22,1%), Concessões de Energia (7,5%) e Química (7,2%). As duas indústrias são eletrointensivas e que se favorecem da conjuntura internacional dos preços de seus produtos, aumento do custo da energia e descarbonização na China e no mundo. As contribuições negativas vieram de Serviços (-3,4%) relacionados ao setor energético e Distribuição de gás natural (0,4%).

Agradecemos uma vez mais o apoio e confiança de nossos investidores e seguimos otimistas com as empresas investidas, deixando a volatilidade do mercado ao sabor do mercado. Investimentos em empresas, e não especulamos as altas e quedas e os humores do Senhor Mercado.

---

Werner Roger, gestor; e equipe de investimentos – Pedro Carvalho, Shin Lai e Yuhzô Breyer.

O objetivo desta carta é divulgar informações e não tem o propósito de ofertar a venda dos fundos sob gestão da Trígono Capital. Esta carta expressa opiniões da Trígono Capital até a presente data, mas podem mudar futuramente, sem obrigação de aviso prévio a qualquer momento. Rentabilidades passadas não representam garantia de rentabilidades futuras. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito. Os investidores devem ler o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento dos fundos antes de investir.



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

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