



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

MARÇO 2023

RESENHA MENSAL

Yes, nós temos bananas

Yes, nós temos bananas

Fevereiro, enfim, se foi, mas deixou uma nota amarga na lembrança de todos nós. A tragédia climática que atingiu o litoral norte paulista foi a pior da história do país, em volume de chuva, segundo centros de monitoramento meteorológico. E foi particularmente dramático o que houve em São Sebastião - uma região quase tão antiga quanto o Brasil: a ela chegou uma expedição de Américo Vespúcio em 20 de janeiro de 1502, e a emancipação como município aconteceu em 16 de março de 1636. Registramos aqui nossos sentimentos a todos os atingidos.

Há três anos, a covid-19 desembarcava em nossa costa; governos de cores e sabores diversos decidiram que o Carnaval não precisava ser adiado. Neste ano, mídia e autoridades acharam que anomalias climáticas no litoral norte não mereciam nem alertas nos noticiários, nem medidas preventivas para que não acontecesse o que aconteceu. A culpa, para surpresa de ninguém, foi de São Pedro. Aliás, talvez fosse interessante que aqueles que têm responsabilidade direta na segurança e no bem-estar das populações das regiões atingidas marcassem no calendário desde já: em 2024, por esta mesma época, teremos de novo o verão, que é uma estação chuvosa em países tropicais (como - ora essa, veja só: o Brasil!). Se não se fizer nada desde já, no ano que vem o que houve nesse acontece igual, de novo.

Na frente dos negócios, o “ano”, que no Brasil (como diz a sabedoria popular) começa só depois do Carnaval, também guinou para o negativo: os ganhos vistos em janeiro foram revertidos. O mercado de crédito ainda se ressentido do caso Americanas, com reverberações nas emissões de títulos de renda fixa privada, na desvalorização de títulos e fundos, na inadimplência em efeito cascata e na consequente seletividade maior dos bancos para conceder crédito. Isso tudo leva a custos financeiros mais altos e torna mais escassos os recursos para capital de giro, rolagem de dívidas e investimentos.

E por falar em Carnaval, o título escolhido tem uma óbvia referência. E o leitor, é claro, merece que o expliquemos.

O título vem de **“Yes, nós temos bananas”**, marchinha composta por João de Barro - o Braguinha - em parceria com Alberto Ribeiro, para o Carnaval de 1938 (nada menos que 85 anos atrás). As marchinhas tinham um propósito que se perdeu um pouco na atualidade. Os letristas faziam uma espécie de comentário sobre a sociedade contemporânea deles. Muitas vezes, quando o Carnaval ainda guardava um ar mais, digamos, artesanal, quase folclórico (mas, de todo mundo, muito distinto da superprodução milionária que viria a se tornar), o lançamento da marchinha do ano era um grande evento, esperado com muita expectativa por parte dos foliões de então. Tanto foi o sucesso das composições que muitas hoje continuam a fazer sucesso nos bailes de clubes e mesmo nos blocos de rua. A rigor, o Carnaval cresceu (muito) em escala, mas não ficou tão diferente assim (o lança-perfume, hoje droga criminalizada, foi banido, mas há quem insista em torná-lo parte do enredo).

Mas sobre o título: a marchinha brasileira foi uma “resposta” a uma composição que completa um século neste ano: **“Yes! We Have No Bananas”**, lançada em 23 de março de 1923, de autoria da dupla Frank Silver e Irving Cohn, um “hit” por várias semanas e que foi gravada por incontáveis intérpretes - entre eles o lendário Louis “Satchmo” Armstrong.



"Yes! We Have No Bananas," the silly 1920's song, based on a Greek fruit seller, became a smash hit and has remained culturally relevant ever since. Credit: Public Domain

Na versão "gringa", os autores disseram, em entrevista à revista "Time", que, um ano e meio antes de a comporem, tocavam com sua pequena orquestra em um hotel em Long Island. Perto do hotel costumavam parar na barraca de frutas de um grego, que começava cada frase com "Sim" ("Yes"). À época, a doença chamada Mal do Panamá - ou fusariose da bananeira, mais técnico - atacava a produção da fruta que chegava aos EUA, o que tornou sua oferta um tanto escassa. E afetou a barraca do vendedor grego. Questionado pelos músicos se tinha a fruta, sua resposta acabava sendo "Sim, não temos bananas".

Com sua letra despreziosa e irreverente, a canção se tornou um sucesso internacional, tanto comercial como de outros tipos: em 1932, por exemplo, católicos e protestantes se uniram em Belfast (Irlanda do Norte) para protestar por mais benefícios sociais; os atos eram embalados justamente pela composição de Silver e Cohn. Era neutra o suficiente para que duas facções tão antagônicas entoassem o mesmo canto de guerra.

Na Segunda Guerra Mundial (1939-1945), o Reino Unido proibiu a importação de frutas, o que, claro, foi um prato cheio para que vendedores e quitandeiros fizessem promoção dos hortifrúteis locais - e usassem o título da canção como uma espécie de slogan.

Na letra original, Pete, como chamavam o grego vendedor de frutas, oferecia tudo: pimentões, azeitonas, cenoura, aipo, feijões de todos os tipos, salame e até o famoso pastrami brooklin. Mas nada de bananas.

Pode parecer um tanto exótico, mas os americanos adoram bananas. Não é por acaso que por lá se inventou uma sobremesa que ganhou o gosto do mundo todo: a *banana split*. Outra curiosidade de almanaque: a Chiquita Brands, uma das maiores empresas do mundo no setor de bananas, foi comprada por Joseph Safra e José Luís Cutrale em 2014 por US\$ 1,3 bilhão. E a banana, como a manga (sempre surpreende saber que esta última é originária da Índia, e não daqui), não é brasileira. Ela vem da Ásia e tem mais de 4 mil anos de história de cultivo. À Europa, chegou no século I a.C., levada pelos romanos. Os árabes a levaram para a África e de lá, colonizadores portugueses a trouxeram ao Brasil nos séculos 15 e 16. Maior planta herbácea do mundo, a banana é cultivada em clima tropical e hoje o Equador é seu maior exportador, com 30% do mercado.

Na versão de Braguinha e Alberto Ribeiro, a canção era um protesto contra a predominância da cultura dos EUA nas Américas nos anos 30. Gravada pela portuguesa Carmem Miranda (1909-1955), que no mundo das artes era brasileiríssima, a marchinha exaltava com bom humor as qualidades da fruta e do Brasil - que, na letra, vendia café para a França, algodão para o Japão, e banana para quem quisesse. Carmem, por falarmos nela, estrelou 14 filmes e chegou a ser considerada a mulher mais bem paga dos EUA. Gravou 313 canções e, aos 46 anos, morreu de ataque cardíaco em sua casa em Beverly Hills. Foi encontrada morta num corredor, um dia depois de uma festa com amigos.

“Mas Werner... e o título da resenha?”

Vamos a ele. A letra da marchinha ainda dizia:

*Mate para o Paraguai, não vai/
Ouro do bolso da gente, não sai/
**Somos da crise, se ela vier/
Banana para quem quiser***

Em negrito, uma triste conexão entre realidades distantes quase cem anos: crise é a constante no Brasil; alternância, só a dos períodos de calma.

Os temas da crise também vêm em dois sabores: economia e política. O novo governo, eleito em outubro de 2022, começa com um tanto de ambos, em meio a atritos com o Congresso e o Banco Central, que prenunciam dificuldades para cumprir muitas de suas agendas. A CPMI de 8 de janeiro, combatida pelo governo, poderá trazer embaraços políticos, mas ainda não está 100% garantida.

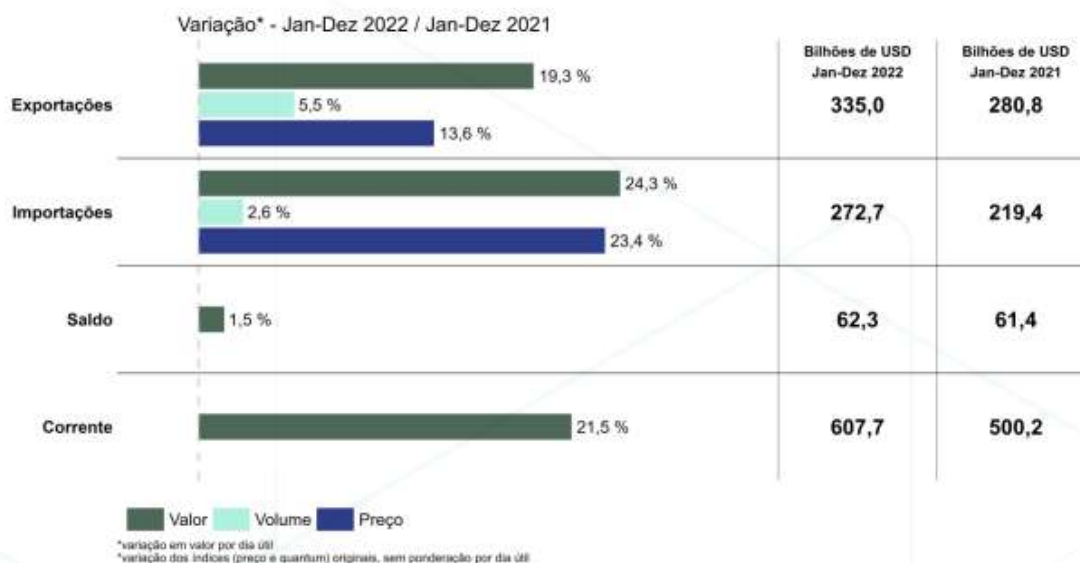
Mas o que mais nos preocupa no momento é a economia: o juro real, altíssimo, coloca governo, PT e Banco Central numa grande queda de braço. A Selic de 13,75% (ou mais alta, se o BC julgar que um aumento será necessário para conter a inflação ou cumprir sua inatingível meta) poderá ser o passaporte para uma recessão - coisa que até pouco tempo atrás era só uma possibilidade remota. Custo de capital, restrição a financiamentos, quedas em vendas, inflação, competição acirrada num mercado encolhido - essas e outras consequências são o que pode atingir varejo, shopping centers, incorporadoras, empresas alavancadas de qualquer setor, bancos, indústrias de capital intensivo que precisem investir para se manterem competitivas, *start-ups* e até pequenas e médias empresas, e talvez os mais penalizados, as pessoas que possuem dívidas, em grande parte eleitores do presidente da república.

O mercado tem recebido sinais de tirar mesmo o sono: o já citado caso Americanas e a Light - em dificuldades de tal ordem que a perda da concessão já é um risco a ser levado em conta; e a quebra das financeiras BRK e Portocred, além de uma nova recuperação judicial da Oi. A percepção de risco pelo mercado fica muito sensível, investidores e empresas ficam muito mais reticentes em aumentar prazos ou limites de crédito nas vendas. Mesmo empresários relutam em contratar, iniciar projetos ou expandir atividades: não sabem se haverá demanda. Contratar dívida nesse contexto pode sacrificar a saúde financeira das empresas.

“Werner, ok... mas e as bananas?”

Aqui estão: hoje são quase um arredondamento na balança comercial brasileira (em 2021, foram 109 mil toneladas exportadas, somando US\$ 37 milhões), mas o agronegócio - pauta na qual estão incluídas - é literalmente a salvação da lavoura para o Brasil. O saldo comercial por ele gerado, garante um grande saldo da balança comercial e reservas internacionais do Banco Central.

Totais - Principais Resultados



O agronegócio contribuiu com US\$ 159 bilhões de tudo que o Brasil exportou no ano passado, valor 32% maior que os US\$ 120,5 bilhões de 2021. As importações cresceram bem menos, 11%, de US\$ 15,5 bilhões para US\$ 17,2 bilhões. O saldo cresceu 35,1% de US\$ 105 bilhões para US\$ 141,9 bilhões. Observa-se a grande contribuição dos preços e destaque para o volume embarcado de milho:

Pauta das exportações do Agronegócio do Brasil 2021-2022

Principais Produtos	Valor (US\$ Milhões)			Quantidade (mil ton.)			Variação Preço Médio (US\$/t)
	2021	2022	Δ 22/21	2021	2022	Δ 22/21	
Complexo Soja	47.989	60.945	27,0%	104.901	101.898	-2,9%	30,7%
Soja em Grãos	38.629	46.659	20,8%	86.100	78.928	-8,3%	31,8%
Farelo de Soja	7.343	10.340	40,8%	17.149	20.360	18,7%	18,6%
Óleo de Soja	2.017	3.946	95,6%	1.651	2.609	58,0%	23,8%
Carnes	19.859	25.670	29,3%	7.746	8.366	8,0%	19,7%
Carne de Frango	7.489	9.518	27,1%	4.468	4.653	4,1%	22,0%
Carne Bovina	9.200	12.962	40,9%	1.845	2.263	22,7%	14,8%
Carne Suína	2.617	2.542	-2,9%	1.118	1.099	-1,7%	-1,2%
Outros	553	648	17,2%	315	351	11,4%	5,2%
Celulose/Madeira/Papel	13.936	16.492	18,3%	28.777	32.202	11,9%	5,8%
Milho	4.098	12.155	196,6%	20.400	43.363	112,6%	39,5%
Açúcar	9.186	11.004	19,8%	27.255	27.291	0,1%	19,6%
Álcool	1.061	1.758	65,7%	1.562	1.973	26,3%	31,2%
Café	6.373	9.243	45,0%	2.387	2.231	-6,5%	55,2%
Algodão e Fibras	3.856	4.169	8,1%	2.189	1.950	-10,9%	21,4%
Outros ¹	14.163	17.655	24,7%	7.290	10.494	44,0%	13,7%
TOTAL	120.521	159.091	32,0%				

Fonte: AgroStat Brasil a partir dos dados da SECEX/Ministério da Economia; MAPA/SCRI/DMAC; Trigo do Capital

¹Inclui Pescados, Frutas, Laticínios, Têxteis, Couros, Sucos, Fumos e demais Produtos.

“Yes, we have no bananas”, bem se poderia cantar hoje sobre o quanto da fruta o Brasil vende. E, sem muito medo de errar, se pode dizer também: ela praticamente não nos faz diferença.



O Brasil é o segundo maior produtor e exportador mundial de etanol e de milho, atrás só dos EUA, e já neste ano, no caso do milho, deverá ser líder. Diversos fatores apontam para uma presença crescente do Brasil no mercado mundial de etanol - entre eles: o advento do etanol de milho; novos mercados mundiais, como a Índia; aumento da proporção do produto na mistura com a gasolina em toda parte; e a introdução da tecnologia *flexfuel* em outros países, notadamente na Índia, que rapidamente poderá ultrapassar o Brasil na produção e consumo de etanol e em futuro próximo, na produção de veículos com tecnologia flexfuel.

Em relatório publicado pela USDA (departamento norte-americano de agricultura) em setembro de 2022, o Brasil foi destaque. Vamos usar esse documento para comentar o desempenho de nosso país no cenário mundial, perspectivas e desafios, e para mostrar como a Trígono está inserida nesse contexto (através das nossas teses de investimentos, direta e indiretamente).

O Brasil tem a maior área agricultável no mundo e está entre os Top 5 produtores de *commodities* agrícolas. Desde o início do século XXI, itens como cacau, café, citrus e açúcar cederam espaço na pauta de exportações para grãos e proteínas (carnes). A competitividade do Brasil, com mais tecnologia em uso, elevando a produtividade, deverá ampliar a presença do país no comércio mundial de alimentos - deveremos ser cada vez mais o principal fornecedor de alimentos no mundo, com a China se tornando um comprador cada vez maior (rivalizando com os EUA).

Segundo a USDA, o valor de exportação do agronegócio brasileiro cresceu à razão de 9,4% ao ano entre 2000 e 2021, com produção agrícola dobrando e de proteína animal (aves, suína e bovina) triplicando. No ano 2000, a exportação brasileira de soja equivalia a 40% dos EUA; hoje, é 20% maior. Metade da

soja comercializada no mundo vem do Brasil - que usa para essa produção gigantesca apenas 17% da área agricultável. Resultado do investimento em tecnologia e genética, ganhos de produtividade, mais área a ela dedicada, tudo em resposta a uma crescente demanda global por alimentos e ração.

O Brasil inclusive pode ter até três safras anuais na mesma área e rotação de culturas, como soja e milho, trigo e algodão. Quase nenhum outro país pode fazer isso. Fatores como desvalorização do real, melhora no controle sanitário, incentivos fiscais, crédito subsidiado e mais investimento de multinacionais por aqui também contribuíram.

O valor de produção do agronegócio foi estimado em 8% do PIB em 2021. Segundo a Fipe, no entanto, se o cálculo incluir o valor adicionado após processamento e logística, o PIB brasileiro tem 29% de sua composição representados por agricultura, pecuária e alimentos, empregando 15% da força de trabalho (15,1 milhões de pessoas), de acordo com o último censo. Os baixos custos de terra e capital (? , nossa interrogação ao texto da USDA) e de produção reforçam a competitividade do Brasil.

A USDA menciona uma série de eventos macroeconômicos e de política governamental desde os anos 70 que não cabe detalhar aqui, mas é preciso destacar o papel da Embrapa na pesquisa e a transição do milho, de cultura de subsistência familiar para produto de exportação. Segundo a FAO (departamento de alimentos da ONU), a área cultivada atual de 63,5 milhões de hectares é uma fração dos 410 milhões de ha de área cultivável no Brasil. O potencial para crescimento é imenso, fora os ganhos de produtividade e tecnologia ainda a serem incorporados, especialmente nas regiões de fronteiras agrícolas ainda em transição de correção do solo, através de calagem e fertilizantes.

São mencionados o ambiente macroeconômico, os riscos e os desafios, e a estimativa do órgão norte-americano para o PIB brasileiro é de crescimento anual de 3,5% entre 2022 e 2031. A inflação prevista é de dois dígitos, com preços mais altos de diesel e fertilizantes e o etanol ganhando precedência em relação ao açúcar. A análise, no entanto, falhou porque i) a desoneração de combustíveis estimulou o uso da gasolina, e ii) os preços do diesel e fertilizantes caíram substancialmente aqui e lá fora.

No caso de fertilizantes, o Brasil é o quarto maior importador mundial (17,3% do consumo mundial), atrás de China, Índia e EUA. O país importa 85% do que consome - o que é pintado como um quadro de dependência. Outra falha: o Brasil, como outros países, sempre dependeu das importações - e pode-se dizer que está numa posição vantajosa em relação aos EUA por ter boas relações comerciais com Rússia e Belarus. Também na área plantada e na produtividade, aqui o USDA nos subestima: a expectativa deles era de redução (set/22), quando na safra 22/23 o Brasil terá recorde, com um adicional de 35 milhões a 40 milhões de toneladas. Previa ainda que a menor produção de grãos poderia afetar a produção de suínos e aves. Na realidade as ameaças são de natureza sanitária. E pensar que eles desconhecem tanto o que se passa por aqui...

A USDA descreve o sistema de crédito rural daqui com uma série de dados. Vou contar o fim do filme: a conclusão da agência é equivocada. Porque esperava que o acesso limitado ao crédito resultaria em menos investimentos, prejudicando a produção. Eles simplesmente ignoram modalidades como LCA, CRA, Fiagro, financiamento via compra antecipada (*barter*), tradings, fornecedores de fertilizantes e defensivos. Fica claro como tecnocratas produzem relatórios de grande influência mundial: até sabem olhar pelo retrovisor, mas olhar para a frente, que é o que interessa, não sabem.

Em infraestrutura, armazenamento, portos e estradas, a USDA aponta nosso principal calcanhar de Aquiles: cita que 30% das estradas estão em más condições - mas veja só, caro leitor: a estimativa de custos de logística que fazem para exportação de soja - 44% mais alto que nos EUA e 55% a mais que na Argentina - tem base em dados de 2016! Faz algum sentido?

O documento conclui que tais deficiências impactam a competitividade do Brasil no mercado mundial. Nosso comentário: ainda assim, o Brasil está ganhando espaço, tornando-se líder, e tais deficiências são uma imensa oportunidade para investimentos em setores (armazenamento e cadeia logística, passando pela indústria) nos quais a Trígono está muito confortável, obrigado.

Atualmente, o Brasil já tem um custo logístico menor que nos EUA e isso pode melhorar muito ainda, destacando que por lá a seca foi inclemente, com impacto em corredores fluviais como o rio Mississippi.

Na vertente ambiental, a USDA vê Amazônia, Amazônia Legal e Cerrado como responsáveis pela expansão da agricultura nas fronteiras agrícolas no Oeste. Mas não diz nada sobre a região do MATOPIBA (Maranhão, Tocantins, Piauí e Bahia), que vem crescendo rápido. Dados defasados têm o efeito de embaçar o espelho retrovisor.

Avaliam que a legislação ambiental mais rigorosa e efetiva tem inibido a expansão agrícola na Amazônia e no Cerrado. Mas ignoram os limites legais de manutenção das reservas e que grande área aberta e explorada legalmente com pastagens pode ser convertida em agricultura - contrariando os dados de área agricultável e utilizada. De fato, as restrições ambientais em nada prejudicam a expansão da agricultura e os casos de desmatamento estão mais ligados a pecuária e atividade madeireira e de garimpo ilegais.

A USDA cita condições favoráveis de clima e solo de Cerrado e Amazônia Legal para a agropecuária, regiões que deverão continuar a abastecer China, Ásia e Europa (uma provocação?). Conclui-se que soja e milho disputarão espaço nessas regiões com cana-de-açúcar, algodão, pastagens e madeira.

Discordamos: na realidade, pastagens é que cederão espaço à agricultura. Quanto à madeira, é mais uma provocação que uma realidade: especialmente no Cerrado, a madeira não tem valor comercial algum. A Amazônia Legal, aliás, é na maior parte um cerrado: esse nome tem fins mais burocráticos (incentivos fiscais, restrições ambientais e desenvolvimento regional), sem qualquer relação relevante com cobertura florestal. Serve para concorrentes confundirem o leitor e prejudicarem o Brasil na competição com os EUA no agronegócio.

A seguir, traduzimos na íntegra a conclusão da USDA no relatório:

*“O setor agrícola brasileiro tem potencial para ganhar maior participação no mercado global nos próximos anos. Um país com ampla reserva de terra e água, o Brasil ainda tem muitas terras não cultivadas com potencial para a produção agrícola futura. As projeções agrícolas do USDA para 2031 indicam que 20 milhões de hectares adicionais de terras agrícolas entrarão em produção até 2031, a uma taxa anual de expansão de 2,6%. Esta seria uma das taxas mais rápidas de expansão de terras agrícolas no mundo. O Brasil precisará produzir 76% a mais de grãos e 41% a mais de oleaginosas em 2031 do que em 2021 para atender à demanda projetada de consumidores e de importadores de milho e soja, como a China, segundo projeções do USDA. A produção de carnes vermelhas e aves deverá aumentar de 61 milhões de toneladas em 2021 para 70 milhões de toneladas em 2031. A quantidade de grãos para ração necessária para suprir esse crescimento deve aumentar para mais de 105 milhões de toneladas, 17% a mais do que foi consumido em 2021. Esse crescimento pode acelerar se o **Brasil continuar inovando em práticas e tecnologias agrícolas, desenvolver instalações de armazenamento e infraestrutura de transporte** e melhorar os controles sanitários. Esses desenvolvimentos ajudariam o Brasil a aumentar o valor dos produtos vendidos em países de alta renda, bem como continuar seu crescimento nos mercados emergentes.”*

Destacamos o trecho em negrito (feito por nós e não no texto original) por mostrar o que vai orientar a Trígono na seleção de empresas; além disso, mostra que é justificável nosso otimismo com relação às nossas teses.

Para finalizar: a USDA incorre ainda em outro inacreditável equívoco: o relatório cita a desvalorização cambial de 113% ocorrida entre 2015 e 2021. Agora, o absurdo, traduzido literalmente:

*“Com uma desvalorização, os preços das commodities em moeda local aumentarão e **todos os custos medidos em moeda estrangeira diminuirão**, levando a maiores margens de lucro e aumento de receitas. **Produtores e processadores com dívida em moeda estrangeira veem essa dívida aumentar em termos de moeda local.**”*

O leitor imagina como é possível que custos em moeda estrangeira diminuam com uma desvalorização do real? Bem, nós também não. Diesel, fertilizantes, defensivos químicos, fretes marítimos, máquinas e componentes importados e até sementes têm preços e custos associados à moeda estrangeira. Quem se financia com exportações está neutro em relação à moeda, mas exposto ao preço se não fizer *hedge* - prática amplamente utilizada no Brasil para moeda e preços.

A conclusão do órgão norte-americano é que a desvalorização do real de 2015/16 explica em grande parte a expansão do Brasil no comércio mundial, a ampliação da área cultivada e até a queda de 6% no preço da soja em 2021. Bobagens em profusão: grande parte dos custos é referida ao dólar e até ao preço da terra (cujo valor é relacionado ao da produção e ao tipo de exploração - cana, soja, algodão e pastagens, por exemplo).

Acreditamos na Trígono, nada a ver com a visão da USDA, que a expansão do Brasil no mercado internacional tem relação com, entre outros fatores: área agricultável disponível, incluindo conversão de pastagens para agricultura; baixo preço da terra, se comparado ao de países desenvolvidos; tecnologia (bens de capital modernos e insumos adequados) que amplia produtividade; clima favorável e solos com razoável fertilidade natural; crédito com cada vez mais fontes; áreas que produzem duas e até três safras; e capitalização do produtor aumentando a participação de recursos próprios.

Os maiores desafios, sem surpresas, estão relacionados ao custo Brasil: infraestrutura (armazenagem e logística), barreiras sanitárias e ambientais (especialmente *lobbies* de EUA, China e Europa, que usam entraves e ameaças como técnicas de negociação). Isso a USDA não cita; óbvio.

Mas o futuro nos parece promissor. O Brasil é e será cada vez mais o celeiro do mundo. A Trígono acredita e investe nessa tese. **Bananas? Yes, nós temos. E temos muito - muito! - mais, na alimentação e no agronegócio, e em volumes e variedades cada vez maiores.** Ou, ainda no espírito musical dessa Resenha, mas de uma época mais próxima a nós, há uma canção (“*You can’t stop the beat*”) do filme musical “*Hairspray*” (2007) que diz:

*You can’t stop an avalanche/as it races down the hill/
You can try to stop the seasons/but you know you never will*

**(Você não pode parar uma avalanche/Enquanto ela rola morro abaixo/
Você pode tentar parar as estações do ano/mas sabe que nunca vai conseguir)**

Antes de deixarmos o leitor se engajar na leitura de nossa Resenha: na seção de Desempenho dos Fundos, entramos mais uma vez no tema da posição favorável da Trígono diante do ambiente econômico bastante desafiador à frente, fundamentalmente pelo processo de seleção das empresas e construção das carteiras, **Além do Óbvio.**

Boa leitura.

Conjuntura Internacional

A economia dos EUA tem surpreendido por sua força nos últimos meses. Ainda mais se lembrarmos que, não faz muito tempo, a palavra que começa com “R” frequentava o discurso de muita gente, quando o assunto era esse.

Relatórios sobre emprego continuam trazendo números muito acima do esperado e mostrando resiliência frente aos contínuos aumentos de juros pelo Fed, o Banco Central dos EUA. Este, por sua vez, continua com o samba de uma nota só de que os juros subirão até a meta de inflação (2%) ser atingida.

Dado o cenário aquecido de emprego, a taxa talvez suba até mais que o previsto (que já era visto como bastante restritivo).

A taxa de 10 anos do Tesouro americano saiu de 3,4% no começo de fevereiro para 4% no começo deste mês e a taxa de 2 anos saiu de 4% para 5%, mesmo período. Ao que parece, entre *short landing* e *hard landing*, ficou-se mesmo é no *landing* – ou seja: a inflação cai ou cai.

Mesmo com o mercado de trabalho gerando vagas, diversos setores da economia americana já sentem o garrote monetário apertando. A queda nas vendas de casas, por exemplo, fez aniversário em janeiro, e o valor atingido foi o menor para o mês em 12 anos. O ritmo de queda, porém, traz certo otimismo, porque vem diminuindo; o fundo do poço parece estar chegando.

Já o cenário da construção não-residencial é diferente – o que se vê na tabela abaixo, referente a fevereiro:

February 2023 DODGE MOMENTUM INDEX

DODGE MOMENTUM INDEX

(2000=100, Seasonally Adjusted)

	Feb-23	Jan-23	% Change
Dodge Momentum Index	203.0	199.3	1.9%
Commercial Building	250.0	246.6	1.4%
Institutional Building	144.8	140.7	2.9%

Source: Dodge Construction Network

DODGE MOMENTUM INDEX

(2000=100, Seasonally Adjusted)



Embora o segmento residencial esteja fraco, o industrial e comercial está quase no pico histórico.

Vendas no varejo subiram 3% sobre dezembro, e 6,4% sobre janeiro de 2022. São resultados muito acima do esperado, e a inflação alta para padrões americanos torna isso ainda mais relevante. O Fed, repetindo, segue com o discurso de que controlar a inflação agora será muito menos custoso que tentar domá-la de novo se (quando?) sair do controle.

O CPI (Índice de Preços ao Consumidor, o equivalente ao nosso IPCA) vem cedendo, mas até que se atinja os 2% da meta há “um longo e tortuoso caminho” à frente, como diz a canção dos Beatles (e, ainda que com outras palavras, também diz o presidente do Fed, Jerome Powell). Já precificados, a

depende de quem se ouça, três aumentos de 0,25% na curva de juros americana. Mas tudo pode mudar rapidamente com o evento do SVB (Silicon Valley Bank) que comentaremos mais a frente.

A nova perspectiva de aumento de juros e uma temporada de resultados mista provocaram correção nas bolsas de Nova York em fevereiro. O índice S&P 500 caiu 2,6% e o índice de *commodities* GSCI caiu 4%. A recuperação da China também parece ter efeito misto na inflação: por um lado, consomem-se mais *commodities*; ao mesmo tempo, as cadeias de produção pelo mundo vão se normalizando. Após o primeiro *rally* especulativo das *commodities* com a reabertura chinesa, parte dessa alta foi corrigida ao longo do mês, quando se percebeu que a recuperação do setor imobiliário chinês não seria rápida.

Atualmente, a narrativa dominante é a do raio que não cai duas vezes no mesmo lugar – leia-se: o *boom* imobiliário chinês dificilmente ocorrerá de novo, por fatores que vão desde a quantidade de pessoas no país, que está estagnada, até a oferta antiga, passando inclusive por questões culturais geracionais. Mas, mesmo que não volte a ser o que era, há grande espaço para aumento de preços, caso a demanda ganhe novo fôlego.

Na Europa, o *landing* também parece que não vai ser nem *soft*, nem *hard*. O Banco Central Europeu, tradicionalmente mais atrasado em elevar juros, segue um pouco o tom do discurso do Fed. A guerra da Ucrânia segue sem solução, com o Ocidente enviando ao país cada vez mais armas. A situação dos *chips* segue melhorando, e uma solução até o fim deste ano é, mais que possível, provável.

O corredor de exportação de grãos da Ucrânia está sob ameaça, com a escalada da guerra – agora, vemos incursões militares ucranianas em território russo, algo inédito até aqui (apenas aproveitando para fazer um parêntese sobre grãos, a Argentina deverá ter a menos produtiva colheita de soja em muitos anos, devido a condições climáticas adversas).

Resta observar as condições climáticas mundo afora, em especial os regimes de chuvas na Índia e nos EUA, este ainda um grande exportador de grãos e alimentos. A Índia, aliás, já caminha para ter (se já não tiver) a maior população do planeta – e não só isso: uma população cada vez mais urbanizada e cada vez mais demandante de proteínas e alimentos. Problemas climáticos podem forçar o país a importar mais alimentos e pressionar preços.

Mas uma nova preocupação veio à tona, e como a tese que um raio não cai no mesmo lugar duas vezes, a quebra do SVB – Silicon Valley Bank. Uma corrida dos depositantes praticamente sacramentou a maior quebra de um banco americano desde 2008, lembrando a crise da *sub-prime* em 2008 e do centenário e tradicional banco de investimentos Lehmann Brothers que foi o grande estopim da crise daquele ano. Como sempre dizemos, problemas de crédito aleijam um banco, mas a liquidez é mortal. Já vivemos isso no Brasil no caso de bancos tradicionais e grandes como o Comind, Nacional, Bamerindus e Econômico, sem falar nos médios como Auxiliar e Sul Brasileiro e dezenas de bancos que acabaram sendo incorporados pelos grandes que causou uma enorme concentração no sistema financeiro brasileiro.

Acreditamos que o tema SVB será um dos destaques da próxima resenha. Resumindo o caso, o SVB foi fundado em 1983 e especializou-se em financiar *start-ups*, mantendo grande parte de seus depósitos desse setor. Com a necessidade destas empresas de sacar recursos depositados e com a fonte de recursos secando, o banco começou a sofrer saques de outros clientes depositantes. Mas parte de seus recursos estavam depositados em títulos do Tesouro com rendimento perto de 1,8%, que vem

apresentando desvalorização com o aumento das taxas de juros promovidas pelo Fed, implicando pesadas perdas na carteira de títulos.

Quanto maior os rendimentos dos títulos do Tesouro (atualmente o de 10 anos em torno de 4%), menor o valor dos títulos no mercado secundário, o que explica as perdas. Como essa carteira não está marcada a mercado (contabilizada ao valor negociado no mercado secundário, mas pelo valor original de compra), ao vender os títulos para fazer frente aos saques, o banco contabiliza os prejuízos, fato que desencadeia um efeito de corrida de saques, num efeito bola-de-neve. O pânico que se instalou em seus depositantes poderá se alastrar para outros bancos, cabendo ao Fed estancar este movimento. Mais uma sinuca de bico para ser resolvida. Aumentam-se os juros, este problema se alastra, como este enfrentado pelo SVB. Não se aumentam os juros, a inflação não cai. Nosso banco Central está na mesma sinuca, mas de um lado a inflação, e do outro, recessão a caminho e graves danos na economia causados pelos juros elevados.

Como se diz na TV, não perca os próximos capítulos. Enquanto concluímos esta resenha, esperamos que os desdobramentos não sejam tão negativos como o que se antecipa neste momento. As crises surgem de onde menos se espera, caso contrário, não seria crise.

Conjuntura Nacional

Foi um mês barulhento para a política e a economia brasileiras, esse de fevereiro. Responsabilidade fiscal e como melhorá-la foi o que mais ruído produziu. O presidente Luiz Inácio Lula da Silva é a corda num cabo de guerra em que, em uma ponta, puxa o trio de ministros Fernando Haddad (Fazenda), Simone Tebet (Planejamento) e Geraldo Alckmin (Indústria), e na outra puxam a presidente do PT, Gleisi Hoffmann e petistas mais à esquerda (comentamos essa situação já na Resenha de janeiro: ***Platão e a Nau dos Loucos***).

Neste momento, a ponta dos ministros parece estar levando a melhor: tanto que vem aí a reoneração parcial dos combustíveis (à revelia do esperneio de Gleisi e correligionários). A presidente do PT foi inclusive repreendida pelo vice-presidente da sigla, Washington Quaquá, que a desautorizou dizendo que o que ela disse sobre a questão não representa a posição do partido.

A política de dividendos da Petrobras mantida onde está é outro sinal de que o presidente Lula tem preferido ouvir seu ministro – a política é alvo de sistemática gritaria nas alas mais à esquerda do governo. Mas se inegável a vitória de Haddad até aqui, esta é frágil – porque o próprio Haddad, em companhia de Tebet, mantém a pressão sobre o presidente do BC, Roberto Campos Neto, no que o presidente Lula também se empenhou.

Arthur Lira, presidente da Câmara dos Deputados e personagem forte na política, declarou que deseja votar a reforma tributária em maio; Haddad diz que o novo marco fiscal já está pronto para ser apresentado a Lula.

A economia segue desacelerando com juros reais nas alturas. O novo marco fiscal é urgente para que a Selic desça de onde está – e a curva longa, no mesmo sentido. A imprensa afirma que Lula deu a Haddad até julho para deixar tudo pronto no projeto, e então levá-lo a votação. Até lá, provavelmente diversas

formas de aumentar a arrecadação serão ventiladas, como ocorreu com a taxaço da exportação do petróleo.

A julgar pela reação do Congresso sobre a MP da reoneração dos combustíveis, o ambiente não está para criar impostos. O governo vai ter trabalho. A tributação das exportações do petróleo, embora de curto prazo (4 meses), se aprovada, abre precedentes para outras (agronegócio e mineração vêm à mente). Como diz o ditado, porteira que passa boi, passa boiada. Boa parte da reação negativa do Congresso à taxaço do petróleo, aliás, veio do agronegócio, tomado por esse receio. Que a MP venha a não ser votada (fato esperado por boa parte da imprensa) mostra a força da bancada ruralista no Congresso.

Como se vê, a dinâmica é complicada. É urgente que se aumente a tributação, uma vez que o plano do governo não é cortar gastos (muito pelo contrário). Mas como aumentar impostos se a razão mesma de ser da reforma é justamente uma melhor distribuição na sociedade? O Congresso não parece lá muito a fim de aumentar a quantidade de tributos, especialmente no agronegócio – o setor mais defasado em termos de impostos no Brasil. Ao mesmo tempo, o governo quer diminuir a quantidade de impostos sobre a indústria – e aí, nem precisa adivinhar, a conta vai cair no colo dos serviços. Num cenário de crédito difícil, aumentar a tributação nos bancos também parece complicado. Lembremos que uma fatia grande do PIB vem dos serviços – cujo consumo cai se impostos aumentam: eles impactam a inflação, o que força o consumidor a deixar o serviço de lado. Aí o PIB desacelera. Sinuca de bico.

E se até aqui não foi suficiente, a dinâmica de crescimento para a diminuição da relação dívida/PIB não será destravada com os juros onde estão, 13,75% ao ano. Cortar gastos seria a única saída, dado tudo isso. O governo já vem sendo forçado a fazer isso: por exemplo, recentemente foram tiradas do Bolsa Família 1,4 milhão de pessoas, e não deve parar por aí. É um sinal de que o governo está procurando gastos que possa cortar. Fica aqui nossa torcida para que encontre o melhor equilíbrio possível entre cortes de gastos e tributação.

Outra possível ajuda para desatar o nó da questão fiscal seria o aumento do preço das *commodities*, com a economia chinesa ganhando tração; se isso vier, e completar o trio com cortes de gastos e aumento de tributação, o Banco Central encontraria o caminho da redução da Selic. Mas – ops: outro problema. *Commodities* mais caras pressionam a inflação. Outra sinuca de bico – esta, nas mãos do Banco Central.

Há um limite para a contenção de danos que o Banco Central pode realizar caso o governo falhe no ajuste fiscal esse ano. Nesse caso, é possível que dólar e inflação subam bastante – o que favoreceria exportadoras e suas fornecedoras. Por outro lado, caso venha por aí um marco fiscal sólido, o juro básico poderá cair e a bolsa inevitavelmente subirá – inclusive elas, exportadoras e fornecedoras, por conta dos patamares de *valuation* atuais.

Portanto, existem forças antagônicas que pressionam juros, inflação e câmbio, e difícil precificar qual será a derivada e quais ativos reagirão de forma mais positiva aos investidores.

De toda forma, acreditamos que nossa estratégia de alocação permanece coerente com os cenários com que poderemos nos deparar no país, tendo na exposição ao câmbio através das empresas investidas um *hedge* natural. E se o dólar cair com a inflação e juros, ativos de risco serão os mais favorecidos – e a bolsa, especialmente.

Se o dólar subir, alguns exemplos de empresas beneficiadas são nossas investidas Ferbasa, Unipar, Tupy, Mahle, Schulz, São Martinho, Kepler e outras – seja pelo fortalecimento de clientes do agronegócio, seja

pelo maior lucro na exportação direta. Se os juros caírem, haverá expansão de múltiplos e maiores perspectivas de crescimento: em tese, as ações subiriam.

Olhando o copo meio vazio, é importante falar sobre a duração do mandato de Roberto Campos Neto. Caso o novo marco fiscal não resolva a dívida (que vem em ritmo de bola de neve), à medida que seu mandato se aproximar do fim, dólar e expectativas de inflação deverão aumentar rapidamente, de forma que a taxa de juro real pode cair, levando a uma aceleração ainda maior da inflação.

Para as exportadoras que competem com importação, o dólar é um aliado, e seu aumento não dita somente seu lucro nominal, mas competitividade e expectativa de retorno sob capital investido. O dólar em patamares mais elevados faz o lucro operacional dessas empresas aumentar proporcionalmente, mas a expectativa de crescimento também deverá aumentar – de forma contrária aos setores puramente domésticos, especialmente expostos a juros e crescimento.

Ainda nesse cenário, acreditamos que, mesmo anêmico, o PIB brasileiro deve seguir crescendo, por conta da participação cada vez maior do agronegócio. Em 2011, essa participação era inferior a 20%; em 2021, chegou a 27%. Com a recuperação dos serviços, deve cair para 25% neste ano, mas a tendência é que siga subindo a partir desse número caso o resto da economia continue com mal desempenho, como foi na última década.

Outro rumo do ajuste fiscal pode ser a via dolorosa da inflação. Ao não reajustar a folha totalmente pela inflação, o governo consegue cortar gastos de forma disfarçada sem enfrentar difíceis votações no Congresso. Isso tem, no entanto, um preço em popularidade, como ocorreu na pandemia.

Em suma: mesmo que o cenário pessimista se concretize, ainda haverá boas chances de uma melhora eventual no cenário fiscal. Além disso, há eleições no próximo ano, e Lula poderá vir a fazer escolhas diferentes, a depender de seus resultados.

No mês passado, o dólar subiu mais de 3% e a curva de juros também subiu, em um deslocamento para a precificação do cenário pessimista. Houve também saída de dinheiro estrangeiro da bolsa – a primeira desde setembro. Foi uma saída pequena, mas um sinal amarelo se acendeu; afinal, o investidor estrangeiro sozinho é quem tem segurado uma correção maior no mercado no último semestre. O índice Ibovespa caiu 7,5% e o Small, 10,5%.

Quando o cenário pessimista aparece, as empresas alavancadas e de setores domésticos tendem a cair mais. O Ibovespa está mais concentrado em *commodities* e empresas menos endividadas do que o SMLL atualmente, já que a desvalorização de ações “rebaixou” muitas das empresas alavancadas daquele para este índice. As razões para que isso ocorresse, além das rusgas de Lula com Campos Neto, são o problema fiscal comentado e a falta de confiança do mercado em que o novo marco será aprovado, funcionará e será sólido.

No setor de açúcar e etanol, chama atenção o rápido crescimento do etanol de milho, que na próxima safra será um quinto do produzido no Brasil. Na indústria, a produção de veículos leves e pesados deu razoável desacelerada no 1º bimestre, mas espera-se uma retomada gradual, terminando o ano praticamente estável em relação a 2022.

O setor logístico segue o bom momento do agronegócio e o setor de bens de capital será tratado com carinho por todos os ministros e pelo BNDES – banco que é, em todos os discursos dos principais integrantes do governo, essencial à reindustrialização do país.

Em termos macro e setorial, a Trígono está bem-posicionada, embora nosso processo de investimento parta do valor das empresas e de seus resultados (*bottom-up*), e não do processo guiado por fatores macroeconômicos (*top-down*). Mas este nos é favorável também.

Estratégia

Na Resenha de abril, faremos um resumo de 2022 e comentaremos os diferenciais da Trígono (e como eles têm levado a resultados tão diferentes do mercado). Agora, seguiremos com o desempenho dos fundos, com o acréscimo de um resumo de alguns resultados já divulgados.

Em mais um mês difícil para a renda variável, vimos fortes quedas nos principais índices: IBOV e IDIV recuaram 7,5% em fevereiro. O SMLL seguiu duramente penalizado – no mês passado houve queda de 10,5%, com um recuo acumulado de 20% em 12 meses, o que mostra bem a aversão do mercado por empresas de capitalização e liquidez menores, alavancagens elevadas e expostas a varejo, consumo e construção (empresas e setores aos quais os fundos da Trígono não estão expostos).

O desempenho negativo encontra explicação no conflito entre Banco Central e alas do governo – que têm pressionado por mudança na atual política contracionista. O BC, por sua vez, tem respondido de forma dura nas atas do COPOM. Há inclusive a possibilidade de elevação na Selic, se não vier por aí uma melhora no cenário fiscal brasileiro e uma queda na inflação.

Somado a este embate, vemos que bancos centrais pelo mundo todo continuam no processo de elevação de juros. O mercado tem percebido nesse cenário um ambiente hostil para renda variável – e aí corre para debaixo do cobertor da renda fixa (notadamente títulos públicos).

Mas vejam a contradição: o mercado, que se preocupa tanto com a questão fiscal do governo federal, busca proteção justamente no Tesouro – que é quem paga, afinal, aquele juro alto de que tanto gosta. Mas para pagá-lo, tem de emitir títulos e ainda financiar o déficit primário, já beirando R\$ 200 bilhões, além de refinar a dívida vincenda. Tudo isso num cenário de PIB contracionista e risco de alta do desemprego (e aí, como sabemos, mais recursos têm de ir para o auxílio-desemprego).

Nossos fundos, apesar de compostos por empresas muito bem-preparadas para enfrentar o atual cenário, foram contaminados pelos ruídos de mercado. Mas essa contaminação foi bem menor que em seus respectivos *benchmarks* (com exceção de Prev 70 e Power & Yield). Veja-se os casos do Verbier (-2,3%) e do Flagship (-3,2%): conseguiram, mesmo assim, entregar alfas de 5,2% e 7,3%, respectivamente entre janeiro e fevereiro. O Delphos sofreu impacto maior (-4,2%), mas ainda assim menos que o IDIV. Mais abaixo, comentaremos com mais detalhes o desempenho de cada um de nossos fundos.

Falando de empresas agora: fevereiro marcou o início da temporada de balanços do 4T22. Como já vínhamos comentando, algumas empresas começam a sentir em seus balanços os impactos da Selic em 13,75%, e vários resultados desapontaram o mercado – as ações de algumas (Bradesco, Alpargatas, Hapvida e outras) chegaram a cair até 30% após divulgarem resultados. Companhias que antes

negociavam por elevados múltiplos em razão das expectativas de crescimento acelerado têm frustrado o mercado (pouco afeito a perdoar).

O mercado, que sempre foi curto-prazista, agora perdeu a paciência de vez: **no atual momento, contos de fadas não “colam” mais: ou a empresa entrega o prometido ou as cotações sentirão o impacto.** Decepcionou? É venda – ninguém vai esperar mais um trimestre para verificar se o mau resultado do 4T foi ocasional ou não. Juras de eterno amor não resistem a um flagrante de traição: foi pego, é divórcio.

De nossa parte, estamos tranquilos com nossas investidas, que vêm reportando resultados muito sólidos mesmo neste ambiente desafiador. A geração de caixa está forte, com alavancagem financeira bem confortável e diminuindo. Algumas têm construído uma posição de caixa líquido cada vez mais forte e se beneficiado do juro em alta, remunerando o excesso de caixa.

Apesar do mercado não interpretar alguns destes bons resultados no curtíssimo prazo, temos visto no acumulado do ano até agora um movimento de *flight to quality*: investidores têm deixado empresas sensíveis a juros e buscado as pouco afetadas por esse ciclo. Talvez isto explique o porquê de alguns de nossos fundos terem aberto 5% de alfa em relação aos índices em 2023 até aqui e até 30% observando os últimos 12 meses.

Mas voltemos ao tema desta resenha – o agronegócio brasileiro.

Estamos na reta final da safra 22/23. De acordo com a Conab, a projeção mais atualizada é de 310,9 milhões de toneladas – recorde, mesmo com quebra importante no Rio Grande do Sul. Caso se confirme, esse número representaria um incremento de 14,5% em relação à última safra – nada menos que 39 milhões de toneladas a mais de grãos.

Para se ter ideia, esse adicional equivale a toda a produção de soja da Argentina, terceiro maior exportador desse grão (e nossos queridos “Hermanos” foram igualmente impactados pela severa estiagem que atingiu o sul do continente). Resta ver o que se passa no Paraguai, que vem desenvolvendo sua agricultura e é um dos poucos países aptos a incrementar a área cultivável (embora isso exija o sacrifício de biomas como o Chaco, também na Argentina e Bolívia).

E não nos destacamos apenas em soja ou milho: somos Top 5 em 34 *commodities* agrícolas. Segundo o USDA (Departamento de Agricultura dos EUA), o valor em dólares do agronegócio brasileiro avançou em média 8% ao ano desde 2000. Taxa de crescimento chinesa. **Até 2031, o Brasil precisará produzir 76% mais grãos para atender à demanda projetada – e temos terra para isso.**

Esse crescimento acelerado, no entanto, evidenciou gargalos que impedem um avanço ainda maior. Coincidência ou não, a Trígono está investida em empresas que atuam para desfazer esses gargalos – e isso é uma imensa oportunidade de crescimento.

Os principais obstáculos à expansão do agronegócio brasileiro, a nosso ver, são:

- I) Acesso limitado a financiamento (aqui, Banco da Amazônia e Banco do Brasil têm carteira de crédito exposta ao agronegócio).

- II) Logística e infraestrutura: há problemas em portos, estradas e ferrovias. KW e Simpar (JSL e Vamos) estão mais que aptas a ajudar nessas frentes (isso diretamente: indiretamente, temos Tupy, Schulz, Riosulense e Metal Leve a postos para aproveitar as oportunidades).
- III) Frota antiga: aqui, Tupy, Schulz, Metal Leve, Riosulense e MWM (Tupy) podem estrar em cena.
- IV) Déficit de armazenagem: Kepler Weber, mais uma vez.
- V) Questões ambientais e Descarbonização do Agronegócio: para lidar com essas, Tupy (através da MWM), São Martinho e Jalles (biocombustíveis) e Metal Leve (maior eficiência energética e redução de emissões dos motores).

Pois bem, agora vamos comentar resultados de 4 investidas diretamente ligadas ao agronegócio e que foram apresentados em fevereiro. Começando pelas sucroalcooleiras.

São Martinho e Jalles foram pressionadas por custos, apesar dos preços do açúcar compensarem. O setor está acabando de passar por uma “tempestade perfeita”: desoneração nos combustíveis, clima adverso nas últimas duas safras, elevados preços de diesel (chegou a representar 10% dos custos agrícolas), fertilizantes e agroquímicos. **O mercado perpetuou esses efeitos nas cotações das duas empresas, que viram assim queda superior a 30% nos últimos 12 meses (32% Jalles e 36% São Martinho).**

Mas sempre é bom lembrar: após a tempestade vem a bonança – seja no mar, seja na vida e seja nos negócios. Os picos de custos já passaram: o diesel recuou de forma relevante, com os cortes já feitos pela Petrobras desde julho do ano passado, e isenção de impostos e os preços de fertilizantes caíram pela metade. A Jalles, por exemplo, chegou a pagar US\$ 1.200 por tonelada de fertilizante NPK (Nitrogenados, Fósforo e Potássio) no ano passado; agora, já se começa a travar preços em US\$ 500/t.

A reoneração dos combustíveis (gasolina principalmente, permanecendo o diesel e gás natural isentos), anunciada pelo governo para vigorar a partir de março, deixa os biocombustíveis (etanol em particular) mais uma vez em vantagem sobre a gasolina, abrindo espaço para aumento de preços.

Mesmo com toda pressão de custos, o EBITDA da São Martinho ficou acima de 50%, em linha com a média histórica. A receita, por sua vez, ficou em linha com o mesmo período da safra 21/22, em R\$ 1,5 bilhão no 3T. Essa manutenção se explica pelo aumento de 18% no preço médio do açúcar e pela exportação contínua de etanol anidro por preços próximos a R\$ 3.800/m³ (prêmio de 30% aos preços locais). São vantagens que poucas usinas têm, graças ao selo Bonsucro (necessário para exportar para a Europa e relativamente poucas destilarias habilitadas).

Essa vantagem vai continuar na safra 23/24, na safra que se inicia em abril de 2023, mas com prêmios menores, na ordem de 15% – não por recuo dos preços do etanol na Europa, mas, sim, pela volta dos impostos sobre os combustíveis. Nos 9M23 exportaram (abril a dezembro de 2022) 240 mil m³ de etanol (quase 30% do volume comercializado), e no 4T23, devem vender ainda 80 mil m³, a R\$ 3.666/m³ (receita potencial de R\$ 290 milhões), além de começar a produzir em janeiro o etanol de milho (cereal 100% comprado a preços atraentes ano passado), com capacidade de 220 milhões de litros de etanol, 150 mil toneladas de DDGS (proteína de elevada qualidade para rações, a R\$ 1,50/kg) e 8 mil ton de óleo

comestível que representa uma receita adicional anual de cerca de R\$ 1 bilhão com margem de EBITDA superior a 50%.

O açúcar tem sido outro grande alento para a São Martinho – e deverá ser ainda melhor neste próximo trimestre: 349 mil toneladas, travadas em R\$ 2.500/t, com uma receita potencial de R\$ 870 milhões, caso tudo se reverta em vendas. Os preços do açúcar têm sido os mais altos em 5 anos – acima de US\$ 0,21 por libra peso –, com novas reduções nas exportações esperadas na Índia e adoção de novas políticas de mistura de etanol na gasolina (de 10% para 20%), que demandarão 12 bilhões de litros adicionais para suprir essa medida. A indústria automobilística de lá ainda introduzirá a tecnologia *flexfuel* – o que é fundamental para sustentar a demanda por etanol e a redução da oferta do açúcar no mercado global (que potencialmente sustentará ou até aumentará seu preço internacional).

Ao fim deste trimestre, o lucro líquido dos últimos 12 meses totalizou R\$ 1,1 bilhão, mesmo num ambiente desafiador. Com isso, a São Martinho hoje negocia com P/L de 8,6x, enquanto os preços de açúcar e etanol voltam a subir e o clima começa a favorecer a produtividade – regiões no Noroeste de São Paulo estão com índices pluviométricos voltando a normalidade e até excedendo as médias históricas. A produção de cana-de-açúcar da São Martinho deverá crescer cerca de 10% na safra 22/23. Além disso, o etanol de milho deve entrar em produção com forte redução de custos variáveis (diesel, fertilizantes, insumos) e custos fixos diluídos pela produção maior. Para se ter ideia, na safra 19/20 a quantidade de cana processada foi 13% maior que nesta safra, o que dá ideia do potencial a ser recuperado. Com tal robustez na geração de caixa, e encerrado o ciclo de investimentos, esperamos dividendos maiores neste ano (R\$ 392 milhões distribuídos em 9 meses da atual safra, cerca de metade em relação à safra anterior). Talvez mesmo um programa de recompra de ações: o preço está muito descontado e a posição de caixa está muito elevada (com uma estrutura de capital sub-ótima e baixa alavancagem financeira). Eventos extraordinários (positivos) de natureza tributária (positiva) e novos projetos (biometano) estão no radar.

Já a Jalles apresentou os primeiros resultados consolidados da compra da Santa Vitória – que vai mudar completamente o patamar operacional da empresa: com ela, foram adicionados 2,7 milhões/t de capacidade de esmagamento de cana. Há também a incorporação da Jalles Bionergia (antiga ERB Energia), que até 2044 cobrará R\$ 460/MWh + IPCA (preço cerca de 8x superior aos praticados no mercado livre). Mesmo com a produção de 100% de etanol hidratado (cujos preços foram duramente impactados), a SV entregou R\$ 108 milhões de lucro nos 9M23 graças à cogeração. Mais R\$ 40 milhões de investimentos para converter etanol hidratado em anidro na nova usina.

O grande gargalo de Santa Vitória está na atividade agrícola: hoje, são apenas 60 toneladas/ha de produtividade, contra 90 t/ha da Jalles, mesmo em uma área mais propícia ao cultivo de cana. Com isso, a renovação do canavial de SV já começou e deve apresentar ganhos de produtividade até meados de 2025, quando deverá atingir as 2,7 milhões de toneladas de cana processada (hoje é de 1,8 milhão). E a adquirida traz R\$ 640 milhões de créditos fiscais a compensar, dado o prejuízo acumulado. Comparado aos R\$ 700 milhões pagos pela Jalles na transação, a SV quase saiu de “graça”.

O trimestre teve impacto positivo de R\$ 428 milhões de compra vantajosa na última linha (ou seja: foi pago um valor abaixo do contábil – o que só corrobora a barganha). Se tirarmos esses efeitos, teríamos um lucro de R\$ 23 milhões (de novo ele, os impactos de custos...). É sempre importante olhar o ano-safra como um todo, e não o trimestre isolado: muitas vezes, as estratégias de antecipação de

vendas ou o término mais cedo do processamento de cana podem distorcer as comparações – caso desta safra.

A Jalles está com 83% do ATR (açúcar total recuperável) vendido nesta safra 22/23, o que implica em um 4T23 um pouco mais fraco, apesar dos custos já estarem dados. Tirando os efeitos de compra vantajosa e acrescentando os 9M23 da Santa Vitória, o lucro líquido ajustado chegaria a R\$ 520 milhões (um P/L de 4,0x e um múltiplo de EV/EBITDA de 2,0x. Mesmo com as melhorias que devemos ver nas próximas duas safras, ela segue como uma das mais descontadas na bolsa, ainda mais se olharmos as perspectivas futuras e os efeitos da SV no resultado da Jalles nos próximos anos (com renovação dos canaviais, melhores práticas agrícolas e benefício fiscal).

A Kepler Weber fechou 2022 com chave de ouro: o lucro líquido no 4T22 foi de R\$ 107 milhões, com ganhos expressivos de margens em relação ao ano anterior. Impressiona o ROIC entregue no ano: incríveis 104%, mesmo com investimento de R\$ 70 milhões no ano.

Isto mostra que os novos investimentos em máquinas de corte ou novas aplicações (como a pintura a pó), têm entregado retornos desejáveis. Importa é ressaltar que a KW, mesmo com investimentos pontuais, consegue incrementar de forma expressiva sua capacidade de produção e atender a demanda cada vez maior por armazenagem. Existe ainda ampla capacidade disponível para crescimento com a estrutura atual e para introduzir um 3º turno (se for o caso), e alguns desgargalamentos pontuais, também se necessários.

Como comentamos antes: a safra recorde vai pressionar ainda mais o déficit de estocagem, que deverá atingir 117 milhões de toneladas nesta safra. Com vendas atuais de silos com capacidade de **5 milhões de toneladas**, o Brasil precisaria de nada menos que **23 anos para fechar este déficit. Com produção de grãos estagnada durante todo o período.** E pela primeira vez em 20 anos, a produção de grãos da 1º safra superou a capacidade de armazenagem total: 189 milhões de toneladas (contra 187 milhões). A ABIMAQ estima que o Brasil precisa de ao menos R\$ 15 bilhões por ano somente para impedir que este déficit cresça mais.

Como comparação, o último Plano Safra liberou apenas R\$ 5,1 bilhões para o PCA, recursos que nem chegaram na sua totalidade ao produtor. Apenas BNDES e Banco do Brasil esgotaram os recursos dessa linha – os bancos privados não liberaram, dado que os prazos são muito longos para estes imobilizarem o capital. **Mais importante que o volume do PCA, é fazer os recursos chegarem na ponta, especialmente no médio produtor.**

Como se vê, a demanda por armazenagem na situação atual é forte. Mesmo com um PCA desfalcado, a KW entregou resultados recordes e o espetacular lucro de R\$ 386 milhões no ano passado (um P/L de 4,6x, com espaço para um *yield* que pode chegar a 12%, caso a política de 50% de *payout* seja mantida).

As eleições geraram incertezas que fizeram produtores segurar seus investimentos no final do ano – mas alguns projetos já estão sendo retomados. No 4T22, a KW mostrou nove deles; juntos, representam receita (a ser contabilizada ao longo do 1S23) de R\$ 127 milhões, o que equivale a 16% da receita entregue no 1S22. Já fica dada uma forte base de comparação – lembrando que, ao longo do ano, a KW chega a entregar 300 projetos. Mais uma evidência de demanda contínua, e de mais um bom ano à frente.

Para completar, no início de março a companhia migrará para o Novo Mercado da B3, o que poderá trazer mais liquidez ao papel e mais segurança à governança. No próximo dia 23 haverá eleição do novo Conselho de Administração (com três nomes indicados pela Trígono, e um para o Conselho Fiscal) e também a aprovação de um desdobramento das ações na proporção 1 para 2 (e dividendos adicionais no valor de R\$ 78 milhões, ou 4% de *yield*).

Outra grata surpresa desta temporada de balanços foi nossa "Jóia de Joinville": a Schulz. O 4º trimestre de 2022 foi o melhor da história da companhia, com um lucro líquido recorde de R\$ 95 milhões. Para se ter ideia do tamanho do crescimento, esse foi o lucro da empresa em 2019 – no mundo pré-pandemia – em 12 meses, ou seja, fez num trimestre o equivalente a um ano. E ainda num ambiente de dificuldades, juros estratosféricos e ainda falta de componentes nas cadeias de produção, isso sem contar inflação de custos.

Mesmo crescendo consistentemente dois dígitos por pelo menos 10 anos, as ações da Schulz foram negociadas por um P/L de 6x nos últimos 12 meses. Como mostramos em nosso relatório especial sobre a empresa, para a Schulz, crises são oportunidades – o mesmo valendo para nossas demais investidas (e para a própria Trígono). O mercado nos oferece empresas excelentes a preços muito descontados – e nós, claro, agradecemos as oportunidades de bom grado entregues. Nossos investidores agradecem.

Produtos com maior tecnologia embarcada e alto valor agregado (peças fundidas, usinadas, pintadas e montadas) ajudam as margens a se sustentarem em patamares elevados para uma fundição tradicional. Com margem EBITDA de 20%, a Schulz consegue gerar caixa de sobra em sua operação, e isso se traduz em mais investimentos em tecnologia e automação – logo, em mais eficiência e crescimento. É um ciclo virtuoso de construção de valor.

No ano passado foram investidos R\$ 133 milhões. Foi menos que o orçamento proposto, mas o bastante para comprar maquinário moderno. **A novidade da vez foi a compra de uma das maiores Painelas Vazadoras do mundo – equipamento com apenas outras duas unidades em operação no mundo (uma na França, outra no México).** A peça, importada da Itália, é totalmente computadorizada, quase sem interferência humana: menos tempo de "*set-up*", maior produtividade e mais qualidade metalúrgica.

Para 2023, o orçamento de capital prevê R\$ 207 milhões em investimentos. Quem pensa que volume maior de investimentos é sinônimo de maior alavancagem, pense de novo: em 2022, **mesmo com todos os investimentos e pagamento de R\$ 50 milhões em proventos, a companhia reduziu sua dívida líquida em R\$ 300 milhões.** A dívida líquida/EBITDA é de apenas 0,4x e, se continuar nesse ritmo, mesmo em ciclo de investimentos, a Schulz poderá apresentar caixa líquido em 2024, destacando a posição de caixa superior a R\$ 650 milhões em 2022 (outro recorde, num momento de empresas lutarem para pagar as contas em dia).

Abaixo segue um resumo do desempenho de cada um de nossos fundos de renda variável:

Desempenho dos Fundos – Fevereiro 2023

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

O ano começou de forma positiva, mas fevereiro tinha outros planos. Que o digam os mercados de renda variável e de crédito privado. Apesar de composto por empresas pouco sensíveis ao ciclo de alta de taxa de juros, o mau-humor generalizado afetou o Delphos, que caiu 4,22% - sem, no entanto, zerar os ganhos no ano. Já o referencial IDIV caiu 7,55% no mês passado. Com alta acumulada de 0,77% no ano (contra recuo de 2,11% do IDIV), o Delphos já entregou neste ano um alfa de 2,88%.

Grande parte da desvalorização do fundo no mês (que explica em 68% a queda mensal) veio do Agronegócio (-2,9%), em especial a Kepler Weber – que, mesmo após resultado estelar no 4T22, viu suas ações caírem quase 9% no dia seguinte. Não só não houve qualquer fato negativo nos resultados da empresa, como 2022 lhe trouxe alguns recordes.

Eis aí o curto-prazismo do mercado em plena ação; perde tempo quem tenta encontrar racionalidade nesse tipo de fenômeno. Basta um *player* investidor vender rapidamente grandes volumes (atípicos, em não poucos casos), e vem uma queda inicial. O mercado, assustadiço, tenso, não entende o que aconteceu e reage às pressas, causando uma queda mais acentuada. Nós, na Trígono, não nos preocupamos com isso: no caso de queda, abre-se uma interessante janela de compra – e temos plena convicção de que os fundamentos da Kepler Weber prevalecerão e o preço da ação voltará à normalidade.

Ao nosso ver, a ação apenas ficou mais descontada e interessante. Uma série de eventos positivos deverá ajudar na percepção de uma melhor governança, e a liquidez da ação deverá crescer. Em março, a empresa realizará duas assembleias: a primeira, na primeira quinzena de março, será uma AGE (Assembleia Geral Extraordinária) para deliberar sobre a migração do nível tradicional para o Novo Mercado. Já na segunda quinzena (23), haverá uma AGO (Assembleia Geral Ordinária) na qual se votará a renovação no Conselho de Administração (os mandatos no órgão são de dois anos). Dos atuais oito conselheiros, quatro deixarão o cargo, substituídos pelo CEO da empresa (que se aposentará no próximo ano) e por três indicados pela Trígono (que também indicou um dos três conselheiros fiscais).

A Kepler, lembremos, é uma corporação, com capital pulverizado e com a Trígono como maior acionista (pouco mais de 20% do capital, conforme divulgado pela empresa).

A AGO vai deliberar também sobre a distribuição de R\$ 78 milhões de dividendos (*yield* de 4,3% sobre o preço atual da ação) e sobre o desdobramento das ações na proporção de 1 para 2. Considerando os dividendos antecipados de 2022 e propostos, a empresa distribuirá R\$ 181 milhões relativos a 2022, com *yield* de 15,5%. Isso atende plenamente os objetivos do Delphos.

Indústria (-0,68%) também afetou o desempenho do Delphos. Do lado positivo, o destaque ficou com o setor de Serviços Financeiros (+0,49%).

Apesar do mês atípico, ao analisarmos a janela de 12 meses, houve retorno de 18,8% (ante 5% do IDIV), resultando em um alfa de 13,8%. Na janela de 36 meses (ideal para maturação da nossa estratégia), o Delphos entregou 95,5% de retorno, contra meros 10,6% do *benchmark* (alfa superior a 84%). Desde seu início (abril/2018), o retorno chega a 189,6%, com alfa de 131,7%.

O fundo é concentrado em empresas com histórico e perspectivas de distribuição elevada de dividendos – seis delas representam 86% do portfólio. Com essa concentração, a volatilidade (22,4%) supera um pouco a do IDIV (19,6%).

No ano passado, o *yield* do fundo foi de 10,8%, abaixo dos 13,7% do IDIV (composto por excelentes pagadoras de dividendos – mas que contaram com a “ajudinha” dos dividendos atípicos de Vale e Petrobras: retirando os dividendos pagos pela estatal do petróleo, o *yield* do IDIV seria de 9,1%. Em 2021 o Delphos já havia entregado 12,2% de *dividend yield*.

Continuamos otimistas quanto às empresas que compõem nossa carteira, e esperamos dividendos *tão robustos quanto os dos dois últimos anos*.

Fundo	fev-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
DELPHOS	-4,22%	0,77%	18,79%	60,20%	95,51%	173,79%	189,57%
IDIV	-7,55%	-2,11%	5,04%	14,70%	10,65%	34,58%	57,85%

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

O Trígono Flagship 60 fechou fevereiro com queda de 3,2% – mas, mesmo assim, o resultado foi bom, se comparado ao do índice SMLL, que caiu 10,5% no mês. Não é de modo algum o retorno que gostaríamos de entregar, mas com o cenário tão desafiador para o mercado de renda variável nos últimos meses, temos suavizado para nossos cotistas as grandes turbulências enfrentadas pelas bolsas.

Na janela de 12 meses, o retorno foi de 12,2%, contra um tombo de 20,2% do SMLL – gerando impressionantes 30,2% de alfa em apenas 1 ano! Esse descompasso é resultado de nosso agnosticismo em relação a *benchmarks*. Nos concentramos nas melhores oportunidades dentro dos nossos três pilares de gestão: dividendos; ESG (com bastante ênfase no “G”); e *valuation* através da métrica de EVA. O objetivo do fundo é estar 100% exposto a *Small* ou *Micro Caps*. Atualmente, a exposição é de 80% nas 5 principais teses.

Em fevereiro, Agronegócio (-2,72%), Indústria (-1,02%) e Tecnologia (-0,81%) trouxeram os impactos negativos, sem que houvesse destaques positivos relevantes. Mesmo com retorno positivo nos últimos 12 meses, o fundo entregou volatilidade de 21,4%, contra 27,9% do SMLL, ou seja, a tese que maior volatilidade, ou risco, traz maior retorno, uma vez demonstrou-se uma tese puramente acadêmica para as salas de aula, mas que na prática não se prova. Ou seja, que, uma vez mais, demonstra que maior volatilidade não representa maior risco/retorno, como gostam de dizer os acadêmicos.

Abaixo segue o excelente histórico de entrega de resultados do Flagship 30 e Flagship 60 desde o início (abril/2018):

Fundo	fev-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	-2,92%	-0,70%	12,26%	42,77%	66,08%	161,85%	231,54%
SMLL	-10,52%	-7,90%	-20,21%	-30,84%	-29,32%	-4,09%	5,59%

Fundo	fev-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	-3,22%	-0,69%	12,23%	41,73%	61,70%	154,95%	222,81%
SMLL	-10,52%	-7,90%	-20,21%	-30,84%	-29,32%	-4,09%	5,59%

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

O Verbier apresentou desvalorização de 2,3% em fevereiro; o IBOV teve sorte bem pior: a queda foi de 7,5%. Com isso, o alfa gerado no mês foi de 5,2%. No acumulado de 2023, o fundo ainda está levemente positivo, com 0,21%, enquanto o Ibovespa cai 4,4%. Desde seu início (julho/2018), o Verbier trouxe retorno de 191,3% (alfa de 157%), mantendo-se positivo e superando o *benchmark* em todos os anos – e esperamos que 2023 não seja diferente.

Tal como no Flagship e no Delphos, Agronegócio e Indústria (-2,94% e -1,31% respectivamente) representaram boa parte do desempenho negativo do mês. Nos últimos 12 meses, a volatilidade do fundo foi de 20,07%, ligeiramente abaixo dos 21,6% do IBOV, portanto, mesmo comentário a respeito de volatilidade, risco e retorno na Flagship.

Mesmo com uma estratégia de ações livres, hoje nossa sobreposição ao IBOV é quase nula. Bom para o cotista, que tem aí uma grande oportunidade de diversificação frente ao principal índice do mercado, concentrado em Petrobras, Vale e setor financeiro (traduzindo: alta exposição a *commodities* e concentração em grandes bancos, expostos ao risco de inadimplência mais alta nesse cenário de juros nas alturas). Além de tudo, há o risco político no caso da Petrobras e as questões ambientais (Brumadinho e Mariana) na Vale, que ainda encara questões não equacionadas no âmbito jurídico e demandas arbitrais de investidores.

Fundo	fev-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
VERBIER	-2,29%	0,21%	12,77%	41,74%	75,87%	114,29%	191,31%
IBOVESPA	-7,49%	-4,38%	-7,26%	-4,64%	0,73%	9,78%	34,30%

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

Destaque em 2022, o 70 Prev caiu 2,77% no mês passado, contra retorno de 0,92% do CDI. Mesmo assim, no acumulado do ano o fundo ainda bate o CDI com certa folga: 3,63% contra 2,05% respectivamente. O Trígono 70 Prev, lembremos, tem 70% alocados em renda variável e 30% em renda fixa (títulos do Tesouro, na maioria).

Por setor, não há destaques positivos a ressaltar; entre os negativos, Agronegócio (-1,87%) e Indústria (-0,74%) foram os principais responsáveis pela baixa performance mensal.

Olhando janelas mais longas, o 70 Prev bate o CDI em todas – o que se vê na tabela abaixo:

Fundo	fev-23	2023	12M	24M	36M	INÍCIO
70 PREV	-2,77%	3,63%	19,86%	36,39%	54,52%	78,28%
CDI	0,92%	2,05%	13,01%	19,43%	22,25%	25,15%

Trata-se de uma tarefa muito difícil no Brasil – chamado à socapa de “país do rentismo”, por seu longo

histórico de juros altos. Desde seu início (setembro/2019), o fundo trouxe retorno equivalente a 311,3% do CDI (ou 78,3% de retorno nominal) ante 25,15% do CDI. Sem contar que todo este retorno foi construído em um ambiente bem desafiador, de pandemia, juro alto no mundo todo, eleições e forte aversão a risco por parte dos investidores institucionais.

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

Nosso outro fundo previdenciário – este, 100% alocado em ações – também teve um mês desafiador: caiu 4,5%, mas se saiu melhor que o IBOV, que caiu 7,5%. O desempenho fraco reflete desempenhos igualmente fracos em Tecnologia (-1,84%) e Indústria (-1,21%), estes afetados por um mercado que continua a penalizar empresas mais sensíveis a juros e ao consumo – no nosso caso, a Positivo. Apesar dos efeitos causados pelos ruídos de curto prazo, estamos investidos em empresas de nichos bem definidos e pouco expostas ao ciclo de juros altos. Hoje as 6 principais posições do Icatu 100 representam 74% do portfólio.

No acumulado de 2023, o fundo já abre um alfa de 4% sobre o referencial, apesar de uma queda acumulada de 0,34%. Em 12 meses, o Icatu 100 entrega 9,4% de retorno e 16,6% de alfa. Desde seu início (julho/2020), o retorno é ainda mais impressionante: 74,2% de valorização, contra meros 4,5% do IBOV. Esse descolamento reflete nossa estratégia diferenciada para o fundo e para o 70 Prev: foco em *small caps* (o que os torna produtos únicos no segmento previdenciário). Ao final de fevereiro, 98% da carteira estava exposta à *micro* e *small caps*. Mesmo com a possibilidade de investir em empresas de maior valor de mercado, optamos pelo foco nas de menor valor de mercado, arbitrando a maior aversão do mercado às *small caps*. Em nossa opinião, é aí que podemos permitir a nossos cotistas aproveitar as maiores assimetrias de mercado, sem renunciar a qualidade e liquidez.

Fundo	fev-23	2023	12M	24M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	-4,49%	-0,34%	9,36%	40,04%	74,20%
IBOVESPA	-7,49%	-4,38%	-7,26%	-4,64%	4,47%

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

O Trígono Power & Yield completou 2 anos em fevereiro, e gostaríamos de destacá-lo mais uma vez. O fundo está bem-posicionado para aproveitar oportunidades atuais decorrentes da crise energética mundial: indústrias como as de alumínio, aço carbono e inox, ferroligas, químicos, vidro, fundições, papel e celulose, porcelanato e mesmo açúcar, todas dependentes intensivamente de energia, estão sendo afetadas. Nesse contexto, o Brasil tem a vantagem única de ter a energia mais verde do mundo: renovável, abundante e com preços muito competitivos em relação ao resto do mundo. Isso beneficia diretamente produtos eletrointensivos, biocombustíveis, energias renováveis e, em particular, o setor elétrico.

Mesmo assim, impactos pontuais levaram o fundo a um desempenho ruim em fevereiro, com queda de 6,62%. O resultado, no entanto, ficou praticamente em linha com o do *benchmark* IEE, que teve desvalorização de 6,32%.

Mas, em seus 2 anos de existência, o fundo criou um histórico bem favorável: 15,9% de valorização – contra queda de 10,8% no que é, como já comentamos, um dos melhores índices da bolsa (o IEE é

composto pelas 18 maiores e mais líquidas companhias do setor elétrico). Um alfa de 26,7% em dois anos é bastante relevante, tendo em vista a qualidade do *benchmark*.

No mês, os principais impactos vieram dos setores de Concessão e Energia (-2,95%) e Óleo e Gás (-2,19%), este último impactado pela PetroRecôncavo – que caiu quase 10% nos últimos 2 pregões do mês em razão da proposta do governo de tributar exportações de petróleo em 9,2%. Mas eis aqui a “racionalidade” do mercado: cerca de 40% da receita da companhia vem de contratos de gás, e os outros 60%, de petróleo – e estes são vendidos praticamente na totalidade no mercado brasileiro. A medida oficial, portanto, tem efeito quase nulo para nossa investida, tendo como mercado cativo a refinaria privatizada de Mataripe na Bahia, cujos produtos como óleo lubrificante demandam petróleo parafinado, como é o caso do óleo da PetroRecôncavo, pagando até um prêmio por este insumo especial. Portanto, tal “racionalidade” evidencia como nosso mercado é ineficiente e como surgem oportunidades para explorar tal ineficiência (notadamente no universo das *small caps*, onde a ineficiência é ainda maior).

Mesmo com as seis principais posições representando 83% da carteira, a volatilidade anual do Power foi de 20,5%, muito próxima da registrada no IEE (19,6%). Além da busca de exposição a oportunidades relacionadas à energia, o fundo está majoritariamente investido em *micro* e *small caps*, que, juntas, somam 92% do portfólio, ou seja, combinamos oportunidades setoriais e o fascinante universo das *small cap*.

Fundo	fev-23	2023	12M	24M	INÍCIO
POWER	-6,62%	-7,18%	-2,06%	19,71%	15,93%
IEE	-6,32%	-6,64%	-5,90%	-1,27%	-10,83%

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

Com foco 100% em *micro caps* (empresas com valor de mercado inferior a R\$ 3 bilhões), o fundo “caçula” da Trígono (considerando produtos de renda variável) teve desvalorização de 3,5%, contra queda de 10,5% do SMLL (alfa de 7%). Em 12 meses, o Horizon está em ligeira queda de 0,45%, enquanto o referencial cai 20,2% (19,8% de excedente em um ano).

Em momentos de incertezas, o mercado tende a priorizar empresas mais líquidas e maiores, como se tamanho significasse menos risco. Isso cria um desafio adicional para este fundo. Mas, assim como os demais, todas as empresas investidas atendem os princípios básicos: nichos bem definidos; exposição ao dólar; boa gestão; bons dividendos; e descontadas através da metodologia EVA. E o retorno acumulado demonstra que liquidez não é um componente de valor, mas de aversão ao risco, ou apenas um instrumento que facilita a especulação, como negociações frequentes, com custos de transação e sem gerar alfa, apenas alegria para as corretoras de valores.

Em fevereiro, o destaque positivo veio das empresas de Serviços Financeiros (+1,27%), enquanto Agronegócio (-2,03%), Indústria (-1,98%) e Tecnologia (-1,25%) puxaram o resultado para baixo.

Fundo	fev-23	2023	12M	INÍCIO
HORIZON	-3,53%	0,22%	-0,45%	-15,25%
SMLL	-10,52%	-7,90%	-20,21%	-34,98%

Agradecemos mais uma vez o apoio e confiança de nossos prezados investidores. Aproveitamos para lembrar que estamos no início da temporada de balanços do 4T22. Quase todas as nossas investidas que já reportaram resultados referentes ao período (vide KW, Schulz e Jalles Machado) entregaram números excelentes. Foram um sinal de que navegaremos com certa tranquilidade neste mercado turbulento. Esperamos no curto/médio prazo um movimento de *flight to quality*, no qual empresas sensíveis a juros e ambientes de baixo crescimento econômico encontram dificuldades, com investidores migrando para aquelas com balanços mais sólidos. A Trígono prioriza essa classe de ativos, que nas crises é a grande vencedora. E como dissemos várias vezes, é na crise que surgem as melhores oportunidades. Muito obrigado.

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



TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

www.trigonocapital.com

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