

RESENHA MENSAL

A Saga de um Campeão

O iatismo e investimentos
seguem os mesmos preceitos

DEZEMBRO 2023



TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO



A Saga de um Campeão – O iatismo e investimentos seguem os mesmos preceitos

Leitores, cotistas, navegadores, “emprestem-me os seus ouvidos”.

“Werner, desta vez você se superou. A citação já vem na saudação?”

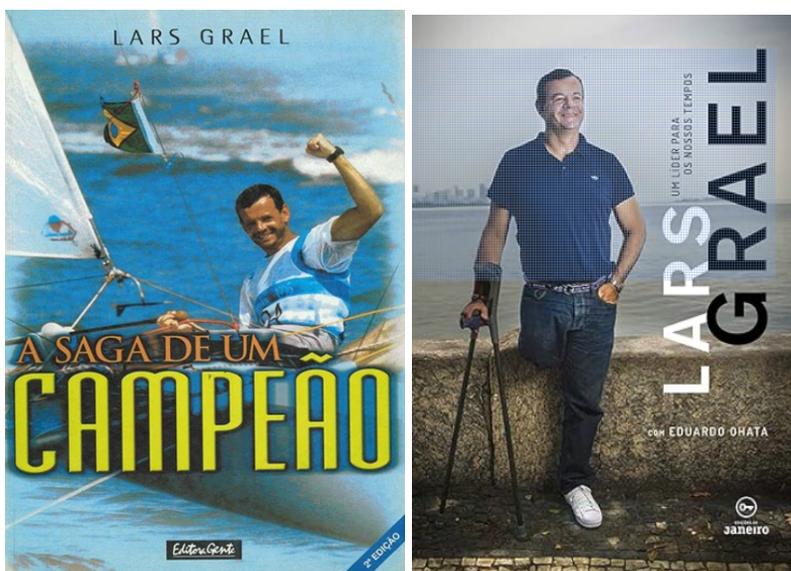
Bem, é uma meia citação, na verdade (“Júlio César”, Ato 3, Cena 2, do bardo William Shakespeare – um visitante frequente dessas nossas Resenhas).

O *Além do Óbvio*, de nosso lema, é levado bastante a sério. Afinal, venhamos e convenhamos: o dia a dia de todos os que aqui nos leem é repleto de boletins, relatórios, planilhas, e-mails, mensagens de “infinitos zaps”, as boas e velhas ligações telefônicas... tudo carregado de estatísticas, gráficos, dados, números; uma hora isso enche.

Mais um relatório, sempre de ao menos 20 páginas em cada mês do ano, seria só mais um na rotina frenética de um dia.

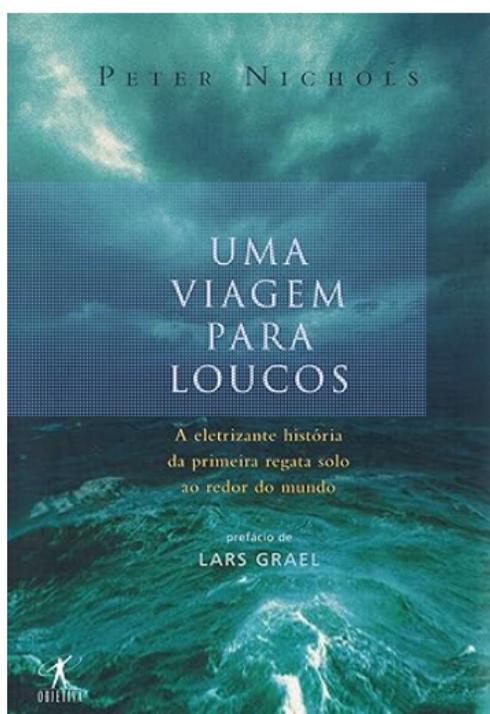
Mas um colorido, uma frase, um comentário (aparentemente) desligado do universo financeiro nos ajuda a lembrar que “há mais coisas (...) em céus e terras do que sonhou nossa filosofia” (na tradução de Bárbara Heliadora para o “Hamlet”, do nosso bardo). E aí, naquele estilo “puxa-puxa” (como falava Manuel Bandeira das crônicas de Rubem Braga), vamos puxando um assunto aqui, um outro ali e conseguimos recapitular fatos econômicos daqui e de fora, mostrar como foram nossos fundos no mês e comentar os ventos e rajadas que levam os mercados adiante.

E por falar em ventos e rajadas, para a Resenha deste mês a inspiração veio imediatamente após a palestra de Lars Grael, o supercampeão do iatismo, presença especialíssima em nosso Trígono Day (no último dia 23). Para aqueles que não puderam acompanhar, o conteúdo está no [nosso canal](#) no Youtube (a partir de 8:56:25). Ele conta um pouco de sua história (que pode ser conhecida com detalhes no livro de sua autoria, *A Saga de um Campeão*, e na biografia escrita pelo jornalista esportivo Eduardo Ohata) e fala da vida após a publicação dos dois livros – e ainda de um feito talvez ainda maior. Vale (mesmo!) conferir.



E como todos os que nos acompanham já sabem do nosso ponto fraco por livros e navegação, fica aqui uma recomendação – normalmente elas vêm no fim da Resenha, mas vou aproveitar o *timing* – porque Lars Grael prefacia. O livro na imagem abaixo é nada menos que espetacular, e fica ainda mais sensacional porque narra um fato, não é uma obra de ficção. Conta um evento ocorrido em 1968, quando todos os instrumentos tecnológicos usados na navegação atual existiam apenas no *Nautilus* (o submarino do capitão Nemo, das “Vinte Mil Léguas Submarinas” de Júlio Verne). Se o livro de Peter Nichols fosse ficção, o leitor o acharia inverossímil.

Com este livro fantástico, cujo prefácio é do herói da vida real Lars Grael, ficam já aqui as recomendações. Com esperança de que tragam muita inspiração e força para aqueles que estão desanimados ou não conseguem desviar o olhar das dificuldades que enfrentamos em nossas vidas.



Aventura, solidão, triunfo, loucura e morte — o destino dos nove homens que se lançaram aos perigos do mar na primeira regata sem escala ao redor do mundo "Nichols está para o mundo do mar e da navegação assim como Hemingway está para as caçadas e touradas." Publishers Weekly
"Nichols descreve de forma magnífica os sentimentos de reverência e solidão que o mar inspira. Na sua maneira suave de contar a história, ele nunca busca sua compaixão. Ele simplesmente dilacera seu coração." New York Times Book Review

No final dessa resenha, transcrevo a linda mensagem de Lars Grael ao seu xará Lars Bjorkstrom e ao parceiro deste e medalhista de ouro olímpico, Alex Welter. Os dois primeiros, de ascendência dinamarquesa, e o último, de ascendência alemã, certamente carregam alguma ancestralidade viking na habilidade com a navegação.

“Werner, como sempre a conversa está ótima, cativante. E, se te conhecemos bem, vem aí a analogia entre navegação e investimentos anunciado no título, sim?”

Exatamente. A navegação oceânica, como o iatismo de competição, exige muito planejamento, estudos e conhecimento teórico – e, no mínimo em igual medida, conhecimento prático, um ajuste fino entre cautela e ousadia. Navegadores precisam ter diferentes níveis de habilitação e certificações – muito (muito!) mais difíceis de se obter do que uma CNH, no Brasil e além. Não é por acaso: vidas, afinal, estão em jogo. A própria história da tragédia que atingiu Lars explica o porquê dessas habilitações, e, mesmo assim, muitos acidentes e tragédias nos oceanos acontecem. Quem não conhece a história do Titanic?

Por falar em história, essa marcou com uma certa fama de louco aventureiro o navegador italiano Cristóvão Colombo. Injusta, essa fama: ele estudou e pesquisou muito, reuniu oficiais e comandantes de muito conhecimento para as naus Santa Maria, Pinta e Nina. Dificilmente ele teria conseguido financiamento para sua expedição rumo às Índias pelo Ocidente se parecesse apenas mais um inconsequente cheio de húbri (a desmedida que levava ao desastre, de que falavam os gregos).

Coube a Isabel de Castela e a seu primo e marido, Fernando de Aragão, conhecidos como os Reis Católicos da Espanha, patrocinar a expedição. Mas o fizeram não porque gostassem de arriscar dinheiro em aventuras caras. Na cabeça dos soberanos (se podemos nos arriscar a dizer o que se passava naquelas mentes coroadas), o que estavam fazendo era um **investimento**. Curiosidade: o neto Carlos I se tornou imperador do Sacro Império Romano (e aparecerá mais à frente, também ligado a um fato semelhante. Mas divagamos. Voltemos).

Pois bem: os grandes campeões olímpicos e mundiais do iatismo, e os famosos navegadores Vasco da Gama, Bartolomeu Dias, Américo Vespúcio, Fernão de Magalhães – e o próprio Colombo –, tentaram e fizeram algo diferente. Esse “diferente” foi o que definiu vitórias hoje e grandes descobertas cinco séculos atrás. Aliás, veja-se que, à época das navegações, um medo que havia quanto à viagem de Colombo era que ele, indo para as Índias “na contramão”, acabasse por “cair para fora da Terra”: havia quem achasse que a Terra era plana.

Nossos grandes iatistas brasileiros, Lars Grael, seu irmão Torben, o megacampeão Robert Scheidt e muitos outros (a lista é longa) devem muitas das suas vitórias e medalhas à escolha de rotas, ainda que mínima, e estratégias diferentes. As bicampeãs olímpicas Martine Grael (filha de Torben) e Kahene Kunze (brasileiríssima, sim, mas de ascendência sueca e alemã), por exemplo, ganharam uma inesperada medalha de ouro no Rio de Janeiro porque optaram por uma estratégia diferente na última e decisiva regata.

Martine estava praticamente em casa na baía da Guanabara (ela é de Niterói), portanto conhecia melhor o ambiente. Escolher uma rota alternativa não foi uma aposta, então: foi, isso sim, fruto de conhecimento – ou, como diria (sim, ele de novo) Shakespeare (“Hamlet”, Ato 2, Cena 2), é loucura, mas tem método. A vitória foi conquistada com uma diferença de apenas 2 pontos sobre a segunda colocada, numa disputa em que as três primeiras colocadas estavam empatadas. Martine e Kahene já têm uma extensa lista de conquistas (entre elas, o bicampeonato em Tóquio, em 2020), construída com alguma loucura, sim, mas com uma sólida base de método.

Fica aqui manifestada já a nossa torcida para o tri em Paris em 2024. Boa sorte e bons ventos.



A navegação tem uma forte ligação com as condições climáticas: mesmo um intenso planejamento pode acabar desfeito por variações inesperadas de vento, direção, intensidade, rajadas (perigosíssimas, podem rasgar velas e virar a embarcação), condições do meio aquático (ondas e correntes), a lista não para aí. Segurança, de embarcação e tripulantes, é o nome do jogo. Se for em regatas e mesmo em campeonatos, então, é preciso considerar ainda que há competidores igualmente competentes e com no mínimo tanta gana de vencer. Não se chega a uma Olimpíada ou a torneios mundiais sem mérito, esforços e sacrifícios pessoais. O iatismo brasileiro é recordista em medalhas de ouro olímpicas: 8 em um total de 19 medalhas. (O Brasil tem no total 37 medalhas de ouro).

“Werner, para usar um jargão náutico aqui também, o tema dos investimentos ficou um tanto ‘à deriva ou a ver navios’. Podemos voltar, por favor?”

Sim. Em investimentos (como em navegação), muitos elementos são necessários para um bom desempenho no longo prazo. Conhecimento, experiência, trabalho em equipe, estratégia, paciência, execução e pelo menos 300 alternativas de empresas (com um mínimo de liquidez) para compor fundos com diferentes estratégias. E a composição de um fundo de forma ativa envolve ainda variáveis como economias local e internacional (as condições meteorológicas, num paralelo com a navegação), o comportamento dos investidores (os passageiros) e o dos demais gestores (“competidores”) que buscam também o melhor desempenho na disputa por capital.

Na Trígono, os “instrumentos de navegação” são as mais eficientes ferramentas de investimentos, entre elas dividendos (fator principal de retorno ao acionista no longo prazo), EVA (Valor Econômico Adicionado, na sigla em inglês) e ESG. O EVA é a vela mestra, nosso principal meio de avaliar empresas. Nisso, ajudam também, claro, os múltiplos e o fluxo de caixa descontados, que são como as velas genoa e balão, auxiliares importantes. Os dividendos funcionam como uma combinação de quilha e leme: servem para manter direção e estabilidade. E o ESG, por fim, é o nosso sonar/radar: ajuda a prevenir imprevistos e perigos.

Aos leitores-velejadores, ficam as escusas se alguma analogia pareceu uma heresia náutica. Mas são aproximações apenas: navegação e investimentos são contextos diferentes, mas guardam semelhanças suficientes para uma aproximação.

O fator mais complicado de todo o “mar de incertezas” que caracteriza o universo dos investimentos, muito provavelmente, é o ser humano, mais especificamente, o fator comportamental. Investidores (profissionais ou leigos) se deixam influenciar pelas condições presentes do mercado em cada dado momento. Isso significa que compram/investem no que está se valorizando no momento, e, por consequência lógica, vendem/desinvestem se o movimento presente é de desvalorização. No contexto náutico, seria como pular da embarcação ao mais leve sinal de um balanço mais forte.

A economia (ou o mercado) é como estar em alto mar sem referências para se localizar. Não absolutamente, claro: sempre haverá o Sol, indo de leste a oeste. Mas, quem já navegou em mar aberto se viu em algum momento naquele cenário em que, seja em que direção que se olhe, tudo que se vê é uma linha que divide céu e mar. Não há um só marco referencial. Há ocasiões na economia em que, apesar de todos os indicadores, dados e números, nada aponta em direção alguma e se alteram continuamente (vide mais a frente em **Estratégia**).

Fundos de investimento passam por momentos análogos, tempestades, ventos fortes e mar revolto seguidos por tediosa calmaria. E pior: muitas vezes o bom tempo permite que algumas embarcações/empresas sigam de vento em popa, enquanto outras, nas mesmas condições de navegação, parecem não atingir o mesmo desempenho. Mas como se diz, “depois da tempestade vem a bonança”. Na Trígono já vivemos muitas situações análogas.

Esse comportamento, irritante como possa parecer, é normal. O gráfico que mostra o desempenho de nosso fundo Trígono Flagship Small Caps ilustra isso: em certos momentos, parece estar abaixo do ritmo; em certos outros, acelera e deixa competidores e índices para trás.

Na Trígono, as embarcações, nossas empresas, são muito seguras, leia-se: têm estrutura de capital robusta. São menores (são as *small caps*, que crescem mais, e rapidamente) e permitem mais agilidade (a Trígono não padece de burocracia e dificuldades de mudar a estratégia, típica de grandes gestoras). São muitas as vantagens que esses traços característicos trazem sobre grandes empresas. O *skipper* (capitão) da Trígono tem mais de 40 anos de experiência no mercado financeiro, auxiliados por uma competente tripulação, e já viu muita tempestade e muita calmaria: hiperinflação, planos econômicos fracassados, juros estratosféricos, recessões, guerras, moratória da dívida externa, confisco de poupança e investimentos, crises globais (*sub-prime*, por exemplo) e locais, políticas e econômicas, atentados (WTC), alternância de governos, políticas econômicas contrastantes e até a recente pandemia. Ufa!



O que tudo isso ensinou? Antes de mais nada, a ficar sereno. Tempestades passam. Esperar compensa. Ensinou a reconhecer e a evitar movimentos de rebanho, como escreveu Mark Twain, sempre que você se encontrar no lado da maioria, pare e reflita. A ser pragmático: estratégias mudam apenas se houver fundamentos para isso. E a seguir planos de longo prazo, o futuro não é o trimestre seguinte. Nossa estratégia é sempre seguir o destino através da rota planejada. Cabe ao *skipper*/gestor escolher embarcações/empresas sólidas e diferenciadas, com características que as coloquem à frente das demais. E se houver imprevistos insuperáveis, mudar a rota e estratégia.

E sempre é bom lembrar: o *skipper*, embora seja a voz de maior autoridade a bordo de uma embarcação, não é uma entidade livre, independente. **Ele se reporta à autoridade dos investidores, os reais tomadores de decisão, com seus aportes e resgates.**

Aqui também cabe uma analogia: o rei português Dom João II recusou financiamento à expedição do genovês Colombo pelo Atlântico, e o rei Dom Manuel I fez o mesmo quando o conterrâneo Fernão de Magalhães lhe propôs chegar às Índias pelo ocidente (obtendo apoio de Carlos I, rei da Espanha, citado mais acima). Ou seja, o gestor ofereceu boas alternativas de investimentos, mas o “dono” do dinheiro não lhe deu ouvidos.



Imagem da nau Victoria e réplica, única entre cinco naus da flotilha comandada em parte por Fernão de Magalhães a concluir a circum-navegação do planeta com sucesso.

Pois bem, caros passageiros/investidores: sigamos firmes com nossa estratégia. O mercado, se quiser, que corra atrás desses horizontes de curtíssimo prazo ou distância, perseguindo qualquer correntinha, ou traiçoeiras rajadas. A nosso ver, cometem um equívoco não trivial. Ou se utilizam da estratégia muito instável como aqueles que usam o *top-down* (estratégia de investimentos baseados em expectativas macroeconômicas que mudam semanalmente). Nós, navegantes (gestores) experimentados que somos, sabemos que a direção do vento muda sem prévio aviso: mais segura é a opção que fizemos: escolher embarcações robustas (*bottom-up*). Talvez a linha do horizonte fique um pouco mais distante com essa opção, mas uma viagem segura não se faz com apostas de risco (e menos ainda, com referenciais incertos). Loucura é bom, é legal, dá manchete, gera *buzz* nas redes sociais, mas quem leva com segurança ao porto, com mais recompensas (seja retorno nos fundos, seja o topo do *podium* das regatas), é o método.

Na seção de desempenho dos fundos, comentaremos sobre nossas embarcações (empresas) e como elas desempenham no longo prazo, e antes, nossa estratégia.

Desejamos a todos bons ventos e uma boa navegação.

Conjuntura Internacional

Nos EUA, o Fed vai chegando cada vez mais perto de onde quer com sua política monetária: inflação reentrando na meta dos 2%. O tom da autoridade monetária norte-americana vai ficando menos *hawkish* (de “hawk”, falcão, em português – ave de rapina agressiva; no contexto econômico significa uma política monetária mais rigorosa contra a inflação), mais equilibrado, observando um arrefecimento da economia, inclusive no mercado de trabalho, que vinha numa ascendente e, no último dado, mostrou algum cansaço.

A secretária do Tesouro, Janet Yellen, comentou que a economia ruma para uma combinação de *soft landing* (pouso suave) com forte emprego. O cenário seria de economia crescendo em um ritmo menor, mais sustentável, com inflação controlada.

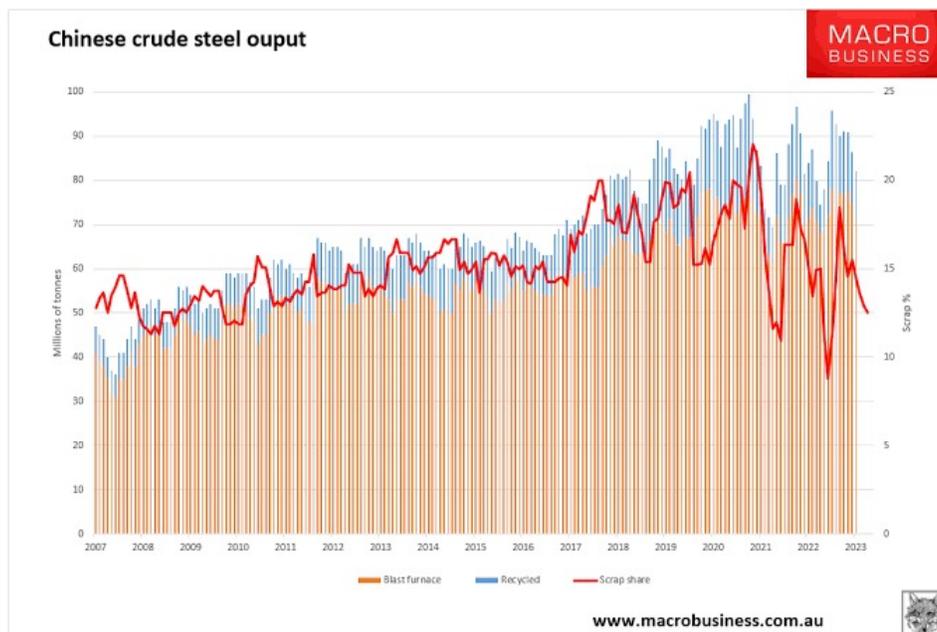
Na Europa, de uma forma geral, a inflação também foi controlada: na zona do euro, a média foi de 2,4% (anualizado) em novembro. Mas a economia não reagiu tão bem como a dos EUA ao aumento de juros: ano contra ano, o crescimento do PIB no combinado da União Europeia foi zero.

Na China, o setor imobiliário segue atolado na crise. No mercado secundário a coisa vai até que bem. A negociação de apartamentos está resiliente e cresce, no mercado de imóveis novos é que a queda se acentua. Há algo de bom nesse cenário: a demanda por moradia existe. O que acontece é que as incorporadoras chinesas não conseguem vender apartamentos novos porque os compradores ficam com receio de não receber o imóvel. E isso porque elas se encontram em crise financeira. Mas, sem vender, a chance de saírem da crise diminui. Como teria dito a atriz norte-americana Lily Tomlin, as coisas, ao que parece, vão ficar muito piores antes de ficarem piores. A situação, no entanto, parece ter se estabilizado no fundo. Resta torcer para que o setor não se depare com um alçapão.



Agências de crédito começam a se preocupar com a dívida pública chinesa: a do governo federal é bem controlada e está abaixo da média de emergentes, mas a de algumas províncias é alta, e pode forçar o governo central a ter de vir ao resgate. A Moody's manteve seu rating para o país, mas rebaixou a perspectiva de crédito. Não é bom.

Por outro lado, o minério de ferro tem se mantido em patamares surpreendentemente altos, mesmo ante um setor siderúrgico fraco. A explicação é a queda no uso de sucata pelas siderúrgicas que têm mantido a produção: a demanda na construção doméstica anda em baixa, mas as exportações têm aumentado. Eis aí a causa da grita do setor siderúrgico brasileiro: o aço chinês, que já estava entrando por aqui, agora começa a entrar forte nos mercados para onde o produto daqui seguia. A competição agora é em duas frentes.



A linha vermelha acima mostra a participação da sucata na produção siderúrgica. É curioso, porque a adição de sucata reduz a emissão de CO₂ (um dos gases de efeito estufa), melhorando a qualidade ambiental tão perseguida pela China. Mas a sucata custa mais caro. A queda no preço do coque metalúrgico (45% em 12 meses) estimula o uso de minério e menos sucata. Portanto: mais sucata, menos poluição, mas mais caro. Sem sucata, o preço cai, mas aumenta a poluição. O setor siderúrgico brasileiro reclama, mas os consumidores de aço ficam felizes, se perguntarem a eles, talvez digam que não querem mais poluição, mas preferem pagar menos, ainda que ao custo de emissões a mais. Preços menores também pesam menos na inflação, aliviam para o lado dos juros, a economia como um todo agradece. Mas tem a poluição. Fica aí esboçada uma queda de vários braços.

Vale um comentário mais detido à nova fase vivida pela divisão de EVs (veículos elétricos) das montadoras. Os *early adopters* (entusiastas iniciais), dos quais muitos esperavam que viesse um ganho exponencial de *market share* sobre os veículos a combustão, começaram a rarear no mercado dos EUA. A partir de agora, começa um trabalho de convencimento do consumidor comum a aderir ao EV. Esse consumidor, no entanto, se guia mais pela lógica econômica, e aí começa a pesar mais fatores como depreciação do veículo, o preço de compra e manutenção mais cara.

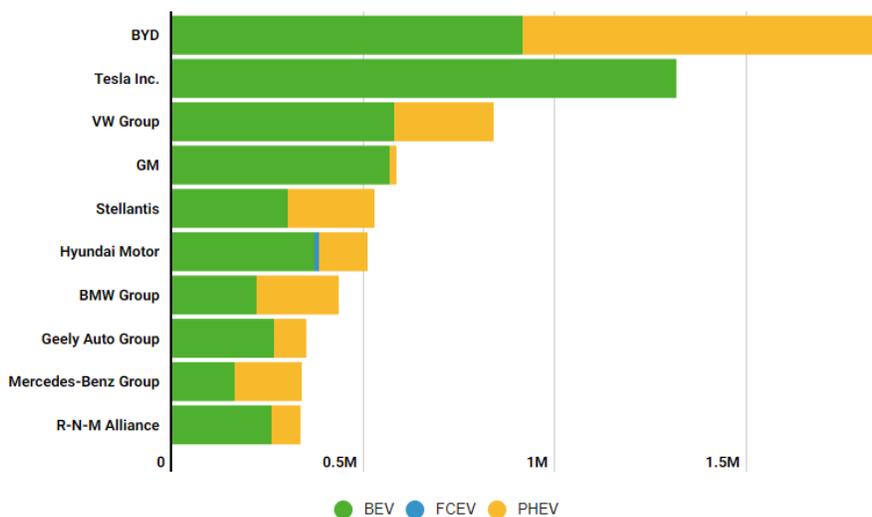
Por exemplo, entre novembro de 2022 e o deste ano, o preço de carro elétrico usado nos EUA caiu 34%, enquanto seu primo à combustão perdeu apenas 5% do valor. As vendas de veículos elétricos crescem muito abaixo do esperado, o que faz montadoras reverem seus planos de investimento no produto. O destaque do mês foi a Ford, que reviu e adiou seu plano para uma nova fábrica de baterias. Além do quê, EV mais barato significa lucro menor, uma vez que no custo está embutido o preço das baterias (que é tudo, menos baixo). Incêndios e custo de reparo em caso de colisões

(impacto no custo do seguro) também pesam na decisão de compra de um veículo elétrico. E a autonomia e o risco de ficar sem energia em lugar onde não há ponto de carregamento, ou chegar em algum ponto, e haver uma fila de espera.

Não se pode debater esse tema sem levar em conta a participação da China. Montadoras europeias e americanas estão apostando alto na eletrificação, o que abre um flanco enorme para os chineses tomarem conta do mercado. A China tem essa visão há anos e tem implementado bem o plano, com as montadoras BYD e Geely.

The largest EV manufacturers

This chart includes battery electric vehicles, plug-in hybrid electric vehicles, and fuel cell electric vehicles. Click on the legend to eliminate or add vehicle types.



Data source: EV Volumes.

Sabemos que o complexo industrial do setor é muito maior que apenas a montagem dos veículos. Tomemos a bateria como exemplo: é a peça mais onerosa do VE. A China controla quase 70% da fabricação de baterias e parte importante da oferta dos minérios que entram na composição dessas. O controle do país asiático sobre a indústria, grande como já é, tende a ficar cada vez maior.

Se o ambiente de tensão global persistir (pior ainda: escalar), é questão de tempo até que as agressivas políticas pró-EV sejam revistas e as narrativas mudem rapidamente, não só por viabilidade econômica, mas por razões geopolíticas. A China poderia restringir a exportação das baterias, ou sobretaxá-las, o que seria um duro golpe nas montadoras ocidentais que “comem” na mão da indústria chinesa, não só nas baterias, mas em terras raras, outro componente importante nos magnetos (imãs) fundamentais nos motores elétricos (não só de veículos, mas todos os tipos).

No segmento de caminhões pesados nos EUA, boa parte das projeções indica que deve haver um ajuste leve para baixo no 1º semestre de 2024, com recuperação no segundo. O próximo ano, comparado a este, deve fechar perto da estabilidade. Apesar disso, *sell-sides* já antecipam forte correção no mercado, abrindo espaço para surpresa **positiva**.

Para a projeção nacional, os pesados devem vir com crescimento forte em 2024, embora sobre base baixa, com a normalização da troca de modelo para o Euro 6 (mais na Conjuntura Nacional), a continuidade da queda de juros e um apetite maior dos bancos das montadoras por crédito.

Conjuntura Nacional

A reforma tributária deverá ser votada neste mês. O texto aprovado no Senado provavelmente sofrerá poucas mudanças, dada a pequena margem para aprovação. A avaliação geral da reforma é: poderia ter sido muito melhor, principalmente com relação às exceções, que acabam fazendo a alíquota padrão subir, estimando-se um IVA (imposto sobre o valor agregado reunindo cinco impostos, ICMS, ISS, IPI, PIS e Cofins, em um só) de 27%, enquanto o governo espera 25%.

Mas, no agregado, a simplificação e a tributação no destino são benefícios muito bem-vindos, que se sobrepõem ao aumento de impostos, inclusive o cipoal tributário que as empresas estão envolvidas, com multas e autuações devido erro nos cálculos, especialmente com diferentes alíquotas estaduais.

Só que empresas de serviços, que empregam a maior parte da população e são cruciais na formação do PIB, verão um aumento de impostos, e isso não é bom. Porque essa carga acabará sendo jogada nos preços, e o nome desse jogo de empurra é inflação. E inflação tem o irritante efeito de fazer juros ou ficarem onde estão ou subirem. Mais inflação, mais juros, menos PIB, menos empregos e arrecadação de impostos, e, portanto, necessidade de aumentar impostos pois as despesas não caem, o serviço da dívida aumenta, num círculo vicioso sem fim. Paulo Guedes ao reduzir os impostos, causou aumento na arrecadação com maior produção e estímulo à economia.

O repasse de preços compensará o aumento de impostos? Como ficará a viabilidade de se terceirizar serviços mais simples? Não temos respostas para essas perguntas no momento. Ninguém tem. Mas elas continuam em tela, e vão precisar de respostas, e mais que isso, alternativas não onerosas.

Por outro lado, investimentos em bens de capital serão desonerados de vez, assim como as cadeias exportadoras de agronegócio, e outras. Haverá também uma trava para barrar aumentos de alíquotas dos novos impostos (será?) o que poderá frear o processo contínuo e rápido de alta de impostos vivido pelo Brasil nos últimos 40 anos (círculo vicioso acima). O comitê (já mencionado na Resenha anterior) a ser composto proporcionalmente à demografia brasileira também ajudará a travar de fato futuros aumentos de alíquota (a verificar), mas regionalmente haverá demandas para compensar eventuais quedas na arrecadação.

Sobre o resultado fiscal deste ano: ninguém levava a sério, para valer, a ideia de que ficasse perto de zero, como o próprio presidente do BC, Roberto Campos Neto, afirmou recentemente. Ele disse ainda que déficits menores não têm apresentado efeito substancial na inflação, uma dica de que a trajetória descendente da Selic não deverá ser afetada.

Nos últimos meses, vimos grandes oscilações negativas na bolsa brasileira baseadas em afirmações vagas de políticos e em constatações óbvias, como o abandono do superávit para 2024. Há uma convicção geral de que o Brasil não será novamente irresponsável (embora isso já tenha se provado errado antes), mas também não seguirá na linha do superávit (isso, o mercado já precificou).

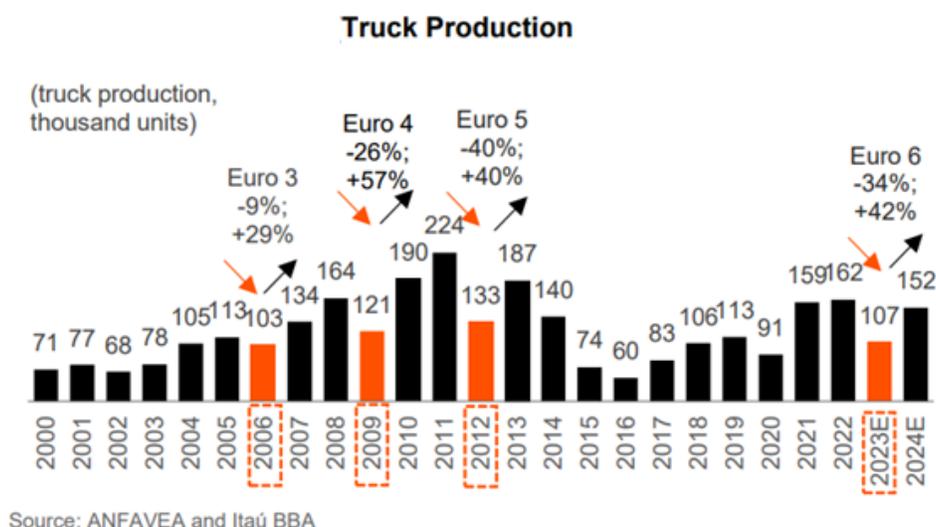
Com esse cenário em mente, pode vir por aí uma tempestade perfeita para a bolsa brasileira. Os principais indicadores da B3 estão muito descontados frente aos pares emergentes, o ciclo de queda de juros está no início e a atividade econômica vem apontando para cima. As perspectivas de médio prazo devem ignorar coisas como IPCA (medições mensais) ligeiramente acima do esperado, endividamento/déficit pior que as expectativas, tagarelice de burocratas ou políticas ineficientes com recursos públicos.

Claro, quão rápido e por quanto tempo a bolsa brasileira deverá subir depende do apetite ao risco de investidores estrangeiros para alocação em mercados emergentes. Esse se mede (tudo mais permanecendo constante) pelo juro futuro americano. Investidores pessoa física voltarão naturalmente para a bolsa à medida em que a Selic cair (tal como no ciclo passado). Fundos multimercado, que representam parcela considerável do fluxo institucional na bolsa, têm, na maioria, seguido tendência: quando o índice começa a subir, compram; quando começa a cair, vendem (tática com o nome de algo pomposo e em latim, ainda por cima) de *momentum*, que nada mais é que seguir o rebanho, amplificando movimentos de preço de curto prazo.

A queda nos juros dos EUA no mês passado e a volta às compras pelos estrangeiros na bolsa brasileira trouxeram a alta notável de 12,5% tanto ao IBOV como ao SMLL, mesmo em um mês em que não faltaram ruídos que, uns poucos meses antes, teriam significado quedas expressivas. A alta se concentrou nos frigoríficos, que têm alavancagem considerável e que supostamente apresentaram melhora de perspectiva no último mês (não concordamos), e nas empresas mais ligadas à realidade local, como varejo, educação, tecnologia (no caso do Brasil, pseudo), construção e outras.

Entrando na perspectiva setorial: para caminhões, as expectativas são positivas. Mesmo com a produção em queda de 37% neste ano, as empresas auferiram bons resultados. As investidas relacionadas ao setor – Tupy, Schulz, Metal Leve e Riosulense – tiveram lucro operacional estável ante 2022, apesar do cenário desafiador. Melhorias em margens, mix de produtos e eficiência operacional fizeram a diferença.

Com a perspectiva de crescimento considerável na produção de caminhões para 2024 (pelo menos 15%) e a consequente recuperação do volume da demanda, o que vem por aí para essas empresas é animador. Várias montadoras inclusive já anunciaram novos investimentos, como a nacionalização de motores e componentes (o que favorece especialmente as investidas, acima citadas). Uma nova política industrial, com incentivos tributários a investimentos através de depreciação acelerada, e incentivos a combustíveis renováveis e limpos, trarão um novo ciclo para diversos setores (bens de capital, setor automobilístico e outros).



Para o agronegócio, o El Niño vem causando problemas: temperaturas elevadas, estiagem em regiões localizadas, atraso nas chuvas no Centro-Oeste e no Norte e excesso no Sul. Porque a safra brasileira tem uma ampla diversificação regional, o efeito agregado para a produção não deve ser desastroso.

Com problemas e tudo, o crescimento ainda deve ser de 3% na safra de soja. Já a de milho deve cair 10%, sob o impacto do atraso na semeadura da soja. A Conab acaba de revisar a previsão da safra 23/24 com uma queda de 2,4% (última estimativa da Conab), especialmente devido ao menor plantio de milho para a safrinha (na realidade a principal). O efeito disso deverá ser a inviabilização do plantio de milho na safrinha (após a colheita da soja) em algumas regiões, devido ao ciclo de desenvolvimento da cultura e as limitações e incertezas climáticas.

A possível alta no preço do milho (*spot* e mercado futuro) poderá compensar área e produtividade menores no PIB gerado pelo agronegócio e a queda na margem de rentabilidade dos produtores (lembrando que custos como fertilizantes e diesel estão em queda). Mais uma vez se vê como armazenar grãos de forma adequada importa na hora de buscar melhores condições de venda e mesmo de compra.

É importante se atentar ao possível impacto de uma eventual queda no volume de exportação dos grãos devido às condições climáticas adversas que possam ter no câmbio. O real hoje está relativamente estável devido ao maciço superávit na balança comercial (comentamos na Resenha anterior). Esse equilíbrio pode, no entanto, ser afetado ano que vem se as expectativas para as exportações do agronegócio se frustrarem, além de queda dos preços do petróleo e minério de ferro, outros campeões na pauta de exportações brasileiras. E um câmbio fortalecido incentiva importações de bens de consumo e outros produtos, reduzindo o saldo da balança comercial.

Não houve grandes novidades na pesquisa de emprego e renda do IBGE para outubro: taxa de desemprego em linha (7,6%), ligeiro aumento na taxa de participação para 61,7% da população. Dado interessante: a população que procura emprego há dois anos ou mais atingiu o menor nível desde 2015. Sinaliza um mercado dinâmico, com contratações fluindo. No mercado formal houve a criação de 190 mil vagas em outubro (dado do Caged).

Estratégia

E eis que trazemos de volta a seção de Estratégia, e (com o perdão do trocadilho) em posição também estratégica: antecedendo os comentários sobre o desempenho dos fundos.

Como nossos leitores assíduos e investidores sabem, somos pragmáticos para selecionar ativos e construir carteiras. Aqui não se faz aposta, nem adivinhações. Temos um fraco por história da Grécia Antiga, mas aqui não há oráculos, profecias ou chutes para onde juros, câmbio ou PIB caminharão. O que temos, sim, é disciplina e método, que são, repetida e comprovadamente, as melhores formas de se lidar com investimentos.

Quem olha para os boletins Focus reportados pelo Banco Central, com prognósticos coletados junto a diversos agentes de mercado ligados à economia, talvez sinta aquela vontade de rir ao ver alguém perseguindo uma galinha. Ou, em uma imagem menos rural, o cachorro que persegue o próprio rabo. A cada edição (o documento é semanal) vê-se previsões andarem para cima ou para baixo, mais ou menos intensamente. A previsão para um indicador econômico raramente sobrevive uma semana (ou, aproveitando a alegoria aviária acima, ninguém consegue pegar o bicho) e se ajustam a cada novo dado econômico **passado**.

“Mas Werner, a cada semana há indicadores novos. Não é bom rever onde a coisa vai, à luz desses novos dados?”

Faz sentido. Mas, por mais que as condições climáticas mudem, as estrelas, para fins náuticos, ao menos, estão em lugares bem estabelecidos. Se certos marcadores não estivessem no mesmo lugar, a navegação seria impossível: sem referência de posição (bússola ou sextantes, na época em que não havia a parafernália eletrônica atual) no alto-mar, como se vai saber se a embarcação ruma ao norte ou ao sul, ou para qualquer direção que seja?

Que novos dados modifiquem as expectativas entende-se, e é bom que seja assim. Mas quem olha o que foram as previsões para IGP-M, IPCA, balança comercial, PIB neste ano (aqui, então, a diferença é de mais de 200 pontos percentuais) vê que se mostraram equivocadas, e em todos os anos passados. Interessante também a discrepância entre resultados primário e nominal em relação ao PIB, um bem melhor (nominal) e outro pior (primário): de certa forma, deveriam errar ou acertar na mesma direção.

Nos parece que o Banco Central está mais interessado em saber como pensa o mercado e de certa forma direcionar esse pensamento (fabricando profecias autorrealizáveis) do que em informar o mesmo mercado no qual coleta as informações.

Mediana - Agregado	Projeção atual							Projeção de Janeiro						
	2023							2023						
	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comp. semanal *	Resp. **	5 dias úteis	Resp. ***	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comp. semanal *	Resp. **	5 dias úteis	Resp. ***
IPCA (variação %)	4,63	4,53	4,54	▲ (1)	153	4,56	47	5,08	5,31	5,36	▲ (4)	138	5,48	47
PIB Total (variação % sobre ano anterior)	2,89	2,84	2,84	▲ (1)	106	2,81	30	0,75	0,80	0,78	▼ (1)	100	0,65	27
Câmbio (R\$/US\$)	5,00	5,00	4,99	▼ (1)	121	4,95	31	5,25	5,27	5,28	▲ (1)	111	5,28	35
Selic (% a.a.)	11,75	11,75	11,75	▲ (17)	143	11,75	33	11,75	12,25	12,25	▲ (1)	124	12,38	42
IGP-M (variação %)	-3,55	-3,54	-3,46	▲ (2)	80	-3,46	17	4,54	4,55	4,61	▲ (2)	71	4,74	19
IPCA Administrados (variação %)	9,59	9,16	9,11	▼ (9)	99	9,09	23	6,09	6,77	6,79	▲ (6)	84	7,49	21
Conta corrente (US\$ bilhões)	-38,25	-36,02	-36,02	▲ (1)	29	-36,66	8	-44,00	-47,10	-46,55	▲ (1)	24	-47,10	9
Balança comercial (US\$ bilhões)	75,30	83,05	78,40	▼ (1)	30	75,70	9	60,00	58,00	56,61	▼ (4)	24	58,00	9
Investimento direto no país (US\$ bilhões)	70,00	62,60	62,80	▲ (1)	26	65,50	6	76,00	80,00	80,00	▲ (2)	22	75,00	7
Dívida líquida do setor público (% do PIB)	60,61	61,00	61,00	▲ (1)	24	61,10	7	61,50	61,95	61,95	▲ (1)	22	63,90	5
Resultado primário (% do PIB)	-1,10	-1,10	-1,10	▲ (9)	37	-1,20	12	-0,95	-1,20	-1,20	▲ (1)	31	-1,15	10
Resultado nominal (% do PIB)	-7,51	-7,60	-7,60	▲ (2)	27	-7,93	7	-8,70	-8,60	-8,50	▲ (1)	19	-7,40	5

Fonte: Boletim Focus Banco Central

Na Trígono, nosso processo é o *bottom-up*: partimos da análise de empresas, considerando, claro, fatores macroeconômicos, mas não como ponto de partida. Dados macro estão disponíveis para todos, e dadas as discrepâncias acima mencionadas, não há vantagem alguma em análises que erram e se alteram continuamente. O que realmente faz diferença para nós é focar em empresas pouco acompanhadas e produzir análises de qualidade e modelagens de valor. É assim que fazemos aqui. E arbitrar as ineficiências do mercado. Muito mais difícil do que tirar vantagem nas previsões econômicas, dessa forma conseguimos nos diferenciar como mostra o desempenho dos nossos fundos no longo prazo.

Mas Werner, pergunta o leitor, você nem é economista, e por que despreza elementos macroeconômicos que todos dão tanta atenção? Pois é caro leitor, vou então transcrever na íntegra o que diz Jeremy J. Siegel, um dos mais conceituados economistas especializados em mercados financeiros e professor em Wharton, autor do recomendadíssimo livro (uma verdadeira enciclopédia para investidores: **Investindo em Ações no Longo Prazo** [“um dos melhores livros sobre investimentos de todos os tempos” – The Washington Post]).

Capítulo 15 – Ações e o ciclo econômico.

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

Conclusão

Os valores das ações baseiam-se nos lucros corporativos, e o ciclo econômico é um dos principais determinantes desses lucros. Os ganhos que podem ser obtidos com a capacidade de prever os pontos de virada do ciclo econômico são grandes, mas economistas de todas as convicções falharam em fazê-lo com precisão.

A pior rota que um investidor pode tomar é seguir o ponto de vista prevalente sobre a atividade econômica. Isso leva os investidores a comprar por preços altos quando os tempos são bons e todos estão otimistas e a vender quando os preços estão em baixa.

As lições para os investidores são claras. Superar o mercado acionário por meio da análise da atividade econômica real exige um grau de presciência que os previsores ainda não têm.

Voltemos à estratégia.

Estrategicamente, não fizemos alterações significativas em nossos fundos. Aumentamos a participação em empresas com maior liquidez, vendendo ou diluindo posições menos líquidas, privilegiando ainda mais empresas com solidez financeira e que continuam a gerar valor aos acionistas. Esses veem o quanto isso funciona na forma de participação nos ganhos com dividendos. Nossos fundos no agregado de todos, apresentaram um *yield* (dividendos recebidos dividido pelo valor de mercado das empresas) de 9,5% nos últimos doze meses. Esses dividendos são reinvestidos em ações, não necessariamente das mesmas empresas que distribuíram, ou fazem frente a resgates. Já o mercado, encantado com a queda de juros, corre atrás das empresas mais alavancadas, ainda que a queda dos juros demore muito tempo para de fato melhorar os resultados das empresas. Preferimos dividendos hoje, do que redução de despesas financeiras amanhã.

Para quem quer entender melhor a posição de nossos fundos: os setores com maior exposição na Trígono são: **Indústria** (automotivo pesado e reposição de peças e componentes, principalmente); **Agronegócio** (silos, açúcar e etanol); e **Commodities Eletrointensivas** (mineração & metalurgia, e petroquímico). Claro, cada fundo tem sua estratégia e composição própria.

Não estabelecemos posições nesses setores porque os juros começaram a cair ou expectativas macroeconômicas. Nossas principais posições estão lá há tempo consideráveis. O que fizemos foi encontrar empresas bastante descontadas em tais setores, e descontadas estavam/estão porque o mercado corre na direção contrária. A indústria e o segmento de bens de capital têm a exposição maior aos riscos representados por uma recessão ou por uma economia de baixo crescimento como característica bem distinta. Analistas e gestores correm deles como o demônio da cruz nessas situações. A pandemia de covid-19 só fez aumentar essa aversão, e ainda por questões pontuais como a falta de componentes como semicondutores e outros (até pneu faltou). Ações assim ignoradas ficam com baixa exposição em índices e carteiras, e são negociadas com múltiplos (muito) descontados. É tudo que aspiramos e procuramos.

Mas essas empresas vão desempenhando bem; a pandemia, se é que não acabou oficialmente, na prática já é passado. A indústria, em seus muitos segmentos, vai se recuperando, longe da vista de quem só tem olhos para chamarizes vistosos e vitrines reluzentes como na época de Natal e não percebe que ninguém que tenha sofrido reveses com a pandemia ficou parado.

A bola está rolando novamente. O governo brasileiro vai estimular investimentos nesse setor com políticas especiais que privilegiam combustíveis e energia sustentáveis. Ainda neste ano novas medidas governamentais serão apresentadas (programadas para anúncio dia 13), além de estímulos fiscais e creditícios à industrialização.

No agronegócio, já comentamos em outras ocasiões, existe um enorme déficit estrutural de silos e armazéns de que padece o país: são cerca de 130 milhões de toneladas de déficit de capacidade e que aumenta substancialmente a cada ano. Só para suprir essa carência seriam necessários investimentos da ordem de R\$ 100 bilhões, isso mesmo, bilhões. Mas a produção de grãos cresce, além disso, ali seus 6% anuais, nada menos de 15 a 20 milhões de toneladas em média, anualmente. Nessa safra 22/23, o crescimento foi de 50 milhões de ton., enquanto os investimentos em armazenagem através de silos representaram apenas 7 milhões de ton. de capacidade adicional.

Do ponto de vista *top-down*, só isso já justificaria um posicionamento estratégico no setor: a produção anual de silos gira em torno de 6 milhões a 7 milhões de toneladas, ou seja, cerca de 1/3 da necessidade adicional de novos silos. Mas não é assim que agimos, esse dado apenas fortalece nosso posicionamento no setor avaliando o valor de mercado da empresa e comparando com o valor que julgamos justo (valor intrínseco). O déficit acumulado é enorme: 190 milhões de toneladas de capacidade existente, para 320 milhões de toneladas de grãos. Fora os serviços que acompanham: transbordo, secagem e conservação das condições sanitárias. A FAO (sigla em inglês para Organização das Nações Unidas para a Alimentação) recomenda 1,2x a capacidade de armazenamento versus a produção de grãos. Nos EUA está em 1 para 1, enquanto aqui estamos em 0,6x, ou seja, metade do que a FAO recomenda para segurança alimentar.

O mercado, no entanto, ouve “agro” e joga tudo num escaninho (ou saco) só: silos, produção de grãos, problemas climáticos, preços ruins, é uma sinfonia, mas ele ouve uma nota só.

Na realidade, silos minimizam justamente os problemas de volatilidade de preços, problemas logísticos e de custos de fretes na safra. Cooperativas e portos devem aumentar seus investimentos, agricultores são exatamente aqueles penalizados por não terem silos próprios e como se diz, “pagam o pato”.

O setor de açúcar e etanol vem sendo penalizado pelo mercado devido aos baixos preços do último (os preços excelentes do açúcar, no entanto, não têm exercido nenhuma atração também).

Mas o preço do etanol passa por uma conjuntura momentânea de superoferta, graças à excelente safra de cana, e ações desastradas do governo anterior e atual na tributação de combustíveis, e vem passando despercebido ao largo dos fundamentos ligados à descarbonização. Países como a Índia vêm adotando o modelo brasileiro, tecnologia *flex fuel* e blend na gasolina. No longo prazo, haverá limitação na oferta global de cana-de-açúcar, e a Ásia produz concorrentes, como trigo e arroz nas mesmas áreas. No Brasil, a cana vem tomando espaço das pastagens e a indústria não deverá ter problemas de abastecimento. Aqui, em breve, a mistura na gasolina passará de 27,5% para 30% (na Índia, irá de 10% para 20% até 2025), mais que dobrando a demanda por etanol. A produção de açúcar deverá diminuir, fechando o curto-circuito que leva ao cenário de alta de preços. A relação de estoque versus consumo cada vez mais baixa e déficit entre oferta e demanda continua. Para a safra 23/24, estima-se um novo déficit mundial entre 5 e 6 milhões de toneladas devido principalmente a quebras de safra na Europa, Índia e Tailândia e substituição da cana nessas três regiões produtoras por outras culturas. E menos tratos culturais, com adubação e renovação dos canaviais.

Em relação às *commodities*, nosso posicionamento é em empresas eletrointensivas que investem em autoprodução energética, o que reduz os custos com tributação (encargos regulatórios) e garante a sustentabilidade. E que atuam ainda em setores cuja cadeia de produção até o consumidor final busca produtos mais sustentáveis. São empresas produtoras de ferroligas e álcalis (complexo soda-cloro-PVC). A cada vez mais perseguida descarbonização, a energia limpa e renovável e custos

competitivos são vetores que diferenciam nossas empresas investidas. São uma ampla janela para crescimento e geração de valor.

Desempenho dos Fundos – Novembro 2023

E 2023 chega à reta final, tendo feito a curva de novembro, mês que deixou um gosto agri-doce: praticamente todos os nossos fundos terminaram no campo positivo, mas ficaram atrás dos *benchmarks*.

Se alguns fundos (a saber, Flagship e Horizon) entregaram em agosto e setembro alfa combinado de 15%, em novembro ficamos a ver os proverbiais navios. Os principais fundos (Flagship, Verbier, Delphos e Previdenciários) se limitaram a variar positivamente entre 0,5% e 1,4%. Que diferença para SMLL e IBOV, com seus substanciais 12,5%; para o IDIV, com 10,7%; e o IEE (índice de energia elétrica), com outros 10,5%.

Nessa seção, vamos explicar esse descasamento entre fundos e referenciais num prazo tão curto, sempre ressaltando, claro, que, no longo prazo, as cotações devem seguir os resultados das companhias, ou seja, seus fundamentos (*bottom-up*); no entanto, no curto prazo, o fluxo de recursos alocados na bolsa e *top-down* (fatores macroeconômicos) é que guiam a dinâmica de ações e índices.

O primeiro ponto é: somos agnósticos quanto aos *benchmarks*. Com o forte fluxo estrangeiro, R\$ 21 bilhões (no acumulado do ano, são R\$ 27,4 bilhões) para a nossa bolsa no mês passado, esses recursos tendem a ser direcionados para as empresas que compõem os principais índices e ETFs, e daí, beneficiando as com maior relevância nos índices e com maior liquidez.

Se o fluxo estrangeiro foi excelente, sofrível foi o fluxo institucional (fundos de pensão e de investimentos, principalmente), negativo em R\$ 19,1 bilhões em novembro e R\$ 52,4 bilhões no ano. As pessoas físicas seguiram o mesmo caminho, com fluxo negativo em R\$ 6,2 bilhões (curiosamente a primeira saída desde junho). E para quem vendeu bolsa nos meses anteriores, gosto amargo com a alta de 12,5%. Mais uma vez o *market timing* mostra como pode ser perverso. Num único mês, o ganho foi superior aos dez meses anteriores.

Como se vê, fica difícil interpretar o que se passou na cabeça da pessoa física. Talvez estivessem tentando ainda se posicionar na renda fixa, antes que os juros caíssem mais. Mas a queda de juros, do ponto de vista *top-down*, favorece (em teoria, ao menos) a renda variável e ativos considerados de maior risco (bolsa de valores, por exemplo). Cá estamos, assim, tentando entender o comportamento das pessoas, físicas ou jurídicas e gestores de fundos de pensão. A queda de juros é certa, e os estrangeiros já estão se posicionando. Aqui o tentador ganho da renda fixa ainda seduz os investidores locais.

A lógica dos estrangeiros é exatamente essa, o fim do ciclo de altas de juros do Fed no horizonte e com o Brasil já encetado na queda da taxa, o que se evidencia pela inclinação negativa da taxa de juros a termo. Ou seja: o mercado já antecipa e precifica a queda.

Outro ponto: nossas empresas investidas não se beneficiam diretamente do ciclo de corte de taxas de juros. O que é bom: essas exibem baixa alavancagem financeira (o risco, portanto, é menor) e, setorialmente, temos baixíssima exposição a setores mais sensíveis a movimentos de juros, por exemplo: consumo, varejo e mercado imobiliário, incorporadoras, principalmente.

Com parte do mercado (leia-se: estrangeiros) mais animado com o final do aperto monetário nos EUA e na Europa e a queda da Selic, companhias mais sensíveis aos juros (as mais alavancadas,

supostamente de maior crescimento) têm sido premiadas por investidores que buscam antecipar tal movimento, de olho em lucros maiores à frente. E há o fortalecimento do real, que penaliza setores exportadores e *commodities* enquanto favorece empresas com negócios locais e aqueles setores que têm a ganhar com corte de juros, ou seja, um efeito duplo.

Vimos altas significativas entre os frigoríficos, considerados como consumo (Marfrig e BRF subiram 50% e 37%, respectivamente), varejo (Renner, 33%; Magazine Luíza, 50%), consumo (Natura, 29%; Alpargatas, 16%) e incorporação (Eztec, 28%). A nenhuma dessas temos exposição. Mas o que dizer da governança de Americanas e especialmente Magalu? Essa reportou inconsistências contábeis de mais de R\$ 800 milhões (ninguém sabe, ninguém viu, muito menos conselheiros e auditores) e o mercado a premiou com 50% de alta. Americanas, nem se fale. Algum culpado, punição, investigação até as últimas consequências? Nada. Quem é o responsável pelos prejuízos? Ninguém sabe e, parece, não interessa saber ou responsabilizar.

Embora entendamos a lógica dessa estratégia (mas não a respeito de governança, como nos casos de Magalu e Americanas), somos céticos quanto a este tipo de posicionamento. Não acreditamos em uma queda rápida e expressiva da Selic, nem que seja porque o Brasil ainda ostenta os juros entre os mais elevados do mundo (descontada a inflação). A situação fiscal ainda delicada e incerta é outro dentre os fatores que impedem uma redução agressiva da Selic pelo pragmático Banco Central. Se vistos com atenção os fundamentos, há um *lag* até que a queda de juros de fato favoreça os resultados das companhias mais alavancadas. Para nem falar em levar o consumidor a ir às lojas para gastar: a **Black Friday** deste ano ostentou duas marcas muito incômodas, a de uma queda de vendas de mais de 15% ante 2022, e a de 2ª pior já registrada.

Não é a taxa de juros que define se determinada empresa é um bom negócio ou não. Bons negócios são os que prosperam independentemente do ambiente econômico, por mais que sejam inevitáveis alguns trimestres ou anos mais fracos ao longo do caminho.

Na avaliação das empresas pelo fluxo de caixa descontado, o juro menor tem impacto positivo para todas as empresas (no que tange a avaliação), especialmente aquelas com fluxo operacional de caixa positivo. Através do EVA (Valor Econômico Adicionado), a lógica é a mesma, e ainda favorece o custo de capital de terceiros e risco do investidor (menor taxa de juros, menor custo de oportunidade e menor risco). Ou seja, o efeito positivo é duplo. Portanto, na forma como avaliamos as empresas, a queda nos juros também é considerada, embora talvez isso não esteja tão explícito para o mercado. Esse se apoia principalmente nas expectativas positivas, mas sem de fato quantificar e determinar corretamente o valor das empresas. Que é o que a Trígono faz.

Se a foto de novembro não ficou muito boa para nós, vejamos o filme completo. A tabela mais a frente mostra a evolução de dez das principais *small caps* investidas pela Trígono pela ótica da Receita, EBITDA (não gostamos, mas o mercado gosta...) e lucro líquido desde 2018, ou seja, cinco anos.

Nem seria preciso dizer, mas não custa: no meio do caminho desde então houve “Joesley Day”, duas eleições, pandemia, China e EUA às turras, guerras, período inflacionário, elevação nas taxas de juros aqui e acolá e pequenas crises pontuais, como greve de caminhoneiros.

Reparem bem na evolução dos números: a receita líquida cresceu em média 16% ao ano, o EBITDA, 20% ao ano e, por fim, o lucro líquido: nada mais que 39% **ao ano** desde o início do período analisado.

Ficam evidentes crescimento, ganhos de eficiência, rentabilidade, dividendos e redução da alavancagem operacional por parte dessas companhias. Se mostrássemos essas tabelas para qualquer pessoa cinco anos atrás, alguém pensaria que o Brasil enfim deu certo e decolou. Infelizmente não foi o que ocorreu: o PIB no mesmo período cresceu coisa de 1,9% a.a.

Receita Líquida	2018	2019	2020	2021	2022	3T23-UDM
Bco da Amazônia	1.303	1.506	950	1.412	3.202	3.910
Ferbasa (1)	1.310	1.186	1.539	2.296	3.042	2.493
Irani	799	899	1.030	1.606	1.687	1.618
Kepler Weber	576	584	671	1.226	1.815	1.512
Metal Leve	2.592	2.526	2.403	3.615	4.224	4.438
Riosulense	145	168	195	323	394	358
São Martinho (2)	3.382	3.702	4.322	5.765	6.643	6.241
Schulz	947	1.060	1.051	1.706	2.093	2.020
Tupy	4.828	5.164	4.258	7.083	10.178	11.337
Unipar	3.469	3.049	3.828	6.289	7.270	5.690
Total	19.351	19.843	20.247	31.321	40.547	39.617

(1) não consolidado

(2) Ano Fiscal diferente, ano se encerra em março-23

CAGR Receita	2022-23 ¹	2018-23
Bco da Amazônia	22%	25%
Ferbasa (1)	-18%	14%
Irani	-4%	15%
Kepler Weber	-17%	21%
Metal Leve	5%	11%
Riosulense	-9%	20%
São Martinho (2)	-6%	13%
Schulz	-3%	16%
Tupy	11%	19%
Unipar	-22%	10%
Média	-4%	16%

¹Dados com últimos 12 meses finalizados em set/23

EBITDA	2018	2019	2020	2021	2022	3T23-UDM
Bco da Amazônia	-	-	-	-	-	-
Ferbasa (1)	383	177	380	876	1.229	528
Irani	235	228	226	494	538	498
Kepler Weber	48	83	109	241	568	391
Metal Leve	467	441	296	726	845	961
Riosulense	32	36	68	74	109	106
São Martinho (2)	1.645	1.857	2.188	3.142	3.356	2.905
Schulz	122	138	187	292	438	417
Tupy	677	700	605	878	1.268	1.265
Unipar	1.007	581	947	3.164	2.628	1.430
Total	4.615	4.240	5.005	9.887	10.979	8.501

CAGR EBITDA	2022-23 ¹	2018-23
Bco da Amazônia	-	-
Ferbasa (1)	-57%	7%
Irani	-7%	16%
Kepler Weber	-31%	52%
Metal Leve	14%	16%
Riosulense	-3%	27%
São Martinho (2)	-13%	12%
Schulz	-5%	28%
Tupy	0%	13%
Unipar	-46%	7%
Média	-17%	20%

Lucro Líquido	2018	2019	2020	2021	2022	3T23-UDM
Bco da Amazônia	109	275	266	738	1.122	1.194
Ferbasa (1)	309	221	70	643	1.063	480
Irani	27	26	93	285	378	462
Kepler Weber	8	38	68	160	386	268
Metal Leve	292	259	125	496	571	735
Riosulense	12	17	-6	89	67	61
São Martinho (2)	314	639	927	1.481	1.016	1.220
Schulz	70	97	142	193	270	309
Tupy	272	279	-76	203	502	413
Unipar	547	172	370	2.004	1.334	778
Total	1.960	2.024	1.978	6.291	6.709	5.920

(1) não consolidado

(2) Ano Fiscal diferente, ano se encerra em março-23

CAGR Lucro Líquido	2022-23 ¹	2018-23
Bco da Amazônia	6%	61%
Ferbasa (1)	-55%	9%
Irani	22%	76%
Kepler Weber	-31%	100%
Metal Leve	29%	20%
Riosulense	-9%	38%
São Martinho (2)	20%	31%
Schulz	14%	35%
Tupy	-18%	9%
Unipar	-42%	7%
Média	-6%	39%

¹Dados com últimos 12 meses finalizados em set/23

Fonte: Economática; elaborado pela Trígono

Note que, das dez empresas, sete viram o lucro crescer no período a taxas anualizadas superiores a 20% (Banco da Amazônia cresceu 10 vezes; Irani, 17 vezes; e a Kepler saiu de R\$ 8 milhões de lucro para quase R\$ 300 milhões). As duas cujos lucros anualizados menos cresceram no período (Ferbasa, 9%; Unipar, 7%) foram prejudicadas em 2023 por um ciclo negativo de *commodities* (mas de 2018 a 2022, ambas praticamente triplicaram seus resultados).

“Mas Werner, então por que essas duas companhias continuam investidas se o ciclo está negativo?”

Primeiro, o valor por elas criado nos anos de bonança não evaporou: ele está lá, seja como caixa líquido (Ferbasa, R\$ 1,1 bilhão; Unipar, R\$ 263 milhões), seja nos bolsos dos acionistas (Ferbasa distribuiu R\$ 950 milhões em proventos no período; Unipar, R\$ 3,3 bilhões). Não por acaso cinco das

nossas empresas investidas estão entre as sete com maior retorno (valorização e dividendos) aos acionistas nos últimos 25 anos, base 30 de novembro de 1998: Irani ON com 195.542% (35,4% ao ano), Unipar PNB com 99.591% (31,8% a.a.), Ferbasa PN com (31,5% a.a), WEG ON com 90.162% (31,3% a.a.), Schulz PN com 56.622% (28,9% a.a.), Monteiro Aranha ON com 50.477% (28,3% a.a.) e Pettenati PN com 35.559% (26,5 a.a.). Dessas, apenas WEG e Monteiro Aranha não fazem parte dos nossos fundos e apenas WEG não é *small caps*. Vale ON teve um retorno de 26.609% (25,0% a.a) e Petrobras PN com 9.888% (20,2% a.a.), as duas principais do IBOV e empresas por valor de mercado e maior liquidez na B3. Já o IBOV, principal (e péssima) referência da bolsa, teve uma valorização de 1.375% no mesmo período, ou 11,4% ao ano, bem abaixo do CDI com 1.853%, ou 12,6% ao ano, muito distante das sete ações com maior retorno, e mesmo Vale e Petrobras, principais *blue-chips* do nosso mercado bursátil.

O fator cíclico, uma alternância de preços, é típico das *commodities*. O mercado acionário, por sua vez, compra no ciclo de alta e vende no de baixa, quando deveria agir exatamente de forma diametralmente oposta. Como na Trígono não usamos a lógica do *top-down*, nossa avaliação baseada nos fundamentos e na criação de valor ao acionista, mostra que ambas têm muito valor e compartilham com acionistas via dividendos. Só não parece para o mercado porque esse dirige olhando pelo espelho retrovisor de um ano ou menos, muitas vezes um trimestre apenas, e não se atreve a olhar pelo para-brisa, dois ou três anos à frente.

No caso da Trígono, os dividendos recebidos são empregados na compra de mais ações. Um levantamento interno realizado em outubro (após o pagamento dos dividendos da Metal Leve) mostrou que **ultrapassamos a marca de mais de R\$ 500 milhões recebidos via proventos desde o início da gestora**. Nada mal para uma empresa de pouco mais de R\$ 3 bilhões sob gestão atualmente.

“Mas qual o segredo dessas empresas vencedoras, afinal, Werner? Tem ‘fórmula mágica’ aí?”

Não, isso definitivamente não tem. Acreditamos, isso sim, em uma combinação de fatores que passa pelo EVA (Valor Econômico Adicionado), que, diferente do que muitos pensam, é uma ferramenta de gestão. Ele entra no gerenciamento, na avaliação de projetos das companhias, na avaliação dos executivos. Muitas vezes, as boas companhias o adotam e nem percebem. A disciplina do capital investido e a correta alocação estão entre os principais fatores de geração de valor ao acionista, e da consequente valorização das ações no longo prazo (já escrevemos e comentamos em diversas ocasiões essa dinâmica). Mas, além do EVA, olhamos para o negócio, vantagens comparativas, capacidade de competir, crescer, financiar esse crescimento principalmente com recursos próprios, nichos com grande barreira de entrada, time de gestão e outros fatores ligados à companhia.

Na tabela a seguir, fica evidente a robustez financeira dessas dez empresas. **Interessante: apenas quatro têm dívida líquida, e apenas a Irani ultrapassa uma relação dívida líquida superior a 2,0x o EBITDA**. Essa alavancagem maior tem uma justificativa: o ciclo de investimentos do Projeto Gaia, em fase final, consumiu quase R\$ 1 bilhão, mas ainda não se refletiu em ganhos em seus resultados operacionais. E lembrar que Irani foi a empresa que proporcionou o maior retorno aos acionistas nos últimos 25 anos e ganhou em 2023 o importante prêmio.

IRANI É RECONHECIDA COM O TROFÉU TRANSPARÊNCIA DA ANEFAC. Pelo terceiro ano consecutivo, a empresa é uma das companhias com demonstrações financeiras mais transparentes do Brasil, recebendo o Troféu Transparência da Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (Anefac). Realizado há mais de 25 anos e reconhecido como o Oscar da Contabilidade, o troféu coloca a Irani como campeã entre as 10 empresas com demonstrações

financeiras mais transparentes do Brasil em 2023 na categoria Receita Líquida de até R\$ 5 bilhões. A Anefac é uma das principais entidades no país a congregar executivos de finanças, economia, administração, contabilidade, governança corporativa, capital humano, tecnologia, tributos e outras.

Outro destaque: os múltiplos – nenhuma dessas empresas tem múltiplo P/L superior a 10x. Não podemos deixar de comentar novamente o *dividend yield*, que em média foi 9,5% nos últimos 12 meses – com grande destaque para a Metal Leve (37% de *yield*), que pagou mais de R\$ 1,35 bilhão só este ano. Apesar de ter mais de R\$ 650 milhões de dividendos adicionais para 2024, estimamos *yield* de cerca de 15% para o ano que vem, baseado nos resultados de 2023 (3/4 já foram entregues).

set/23	Dívida Liq. (BRL mi)	DL/EBITDA	Capitaliz. (BRL mi) ¹	EV (BRL mi)	EV/EBITDA ²	P/L ²	Empresa	YIELD UDM
Banco da Amazônia	-	-	4.505	4.505	-	3,8	Banco da Amazônia	10,9%
Ferbasa (1)	-1.106	-2,0	4.414	3.308	6,1	9,2	Ferbasa (1)	5,9%
Irani	1.049	2,1	2.485	3.534	7,1	5,4	Irani	9,7%
Kepler	-113	-0,3	1.914	1.801	4,8	7,4	Kepler	8,1%
Metal Leve	-69	-0,1	4.391	4.322	4,5	6,0	Metal Leve	37,6%
Riosulense	8	0,0	467	475	4,5	7,7	Riosulense	3,9%
São Martinho (2)	4.389	1,5	11.714	16.103	5,5	9,6	São Martinho (2)	5,8%
Schulz	-21	-0,1	2.614	2.593	6,2	8,4	Schulz	6,4%
Tupy	2.246	1,8	3.722	5.968	4,7	9,0	Tupy	4,4%
Unipar	-263	-0,2	7.539	7.276	5,1	9,7	Unipar	1,9%
Média	680	0,3	4.377	4.989	5,1	7,1	Média	9,5%

(1) não consolidado

(2) Ano Fiscal diferente; Utilizado o primeiro semestre da safra dos últimos 3 anos

¹Fechamento dia 29/Nov/23

²Múltiplos consideram o EBITDA e Lucro dos últimos 12 meses

Fonte: Economática; elaborado pela Trígono

Apesar do novembro amargo, os fundamentos das empresas em teoria nos permitem finalizar o ano com retornos condizentes (ou quase) ao valor por elas sendo criado. Nossa percepção é que 2022, que foi um ano excepcionalmente bom para as investidas, criou uma base de comparação dura para 2023, ainda mais se quem olha é do tipo que presta atenção apenas à variação trimestral (ou mesmo anual) dos resultados.

Seguimos confiantes em nossa estratégia e esperamos que 2024 traga a compensação pelo belíssimo trabalho que nossas “vencedoras” vêm fazendo nos últimos anos. Esperamos ter em 2024 uma base comparativa fraca; assim, os melhores resultados, trimestre a trimestre, não passarão despercebidos por analistas e gestores do mercado.

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

O Delphos teve valorização de 1,4% em novembro, bem aquém dos 10,7% do IDIV no período. Com essa diferença, o IDIV volta a ficar na frente do fundo no acumulado do ano, com 18,7%, contra 11,2%. Na janela de 36 meses, o Delphos continua bem adiante do referencial (106,9% versus 36,3%), entregando mais de 70% de alfa no período. Esta, aliás, é a janela que julgamos mais adequada: minimiza eventuais desvios, fatores não recorrentes e efeitos de curto prazo.

Não custa lembrar: a estratégia do Delphos é buscar empresas com excelente histórico de pagamento de dividendos, mas, mais que isso, empresas que, ao olharmos adiante, têm bom potencial de distribuição de dividendo em relação ao lucro líquido (*payout*) e sobre o valor de mercado (*yield*). Exemplo: só neste ano, a Metal Leve nos entregou *yield* de 37% (considerado o preço de 12 meses atrás) e entendemos que não deve parar por aí: para 2024, esperamos cerca 15% de *yield*. Em 2024, também esperamos manutenção dos excelentes resultados, consonante com a expectativa de empresários e especialistas do setor automotivo, de retomada do segmento de

pesados e mesmo de crescimento de leves (com apoio da queda de juros e de vendas represadas desde o início da pandemia).

Para o mês passado, contribuíram positivamente Indústria (1,6%) e Serviços Financeiros (0,7%). Para baixo, puxou o setor de Mineração e Metalurgia (-0,8%), afetado basicamente por Ferbasa.

Sobre Ferbasa, por falar nisso: menores preços de ferro-cromo (FeCr) e ferro-silício75% (FeSi75%) têm impactado os resultados, além dos custos maiores de mineração (abertura de galerias) e manutenção de fornos de bio-redutores (e ainda a menor produtividade desses, o que acelerou as paradas para manutenção). Conservadoramente, a Ferbasa registra gastos com desenvolvimento de minas e reforma de fornos como despesas, e não como investimentos, que poderiam ser classificados no ativo diferido ou intangível, prática usual entre mineradoras e siderúrgicas que dessa forma aumentam seus resultados, diferindo suas despesas.

Para aqueles que não conhecem a Ferbasa no detalhe: a companhia costuma trabalhar com 3 anos de galerias prontas para extração de cromita (minério de cromo); com a pandemia e as restrições de pessoal, equipamentos e outros contratemplos, passou-se a consumir boa parte dessas galerias (reduzindo-se para 1 ano de disponibilidade de minério pronto para extração).

Com a normalização das atividades, a companhia vem acelerando o ritmo na preparação das galerias, o que se traduz em maiores despesas com minas. Também a Ferbasa prepara a mina a céu aberto em Campo Formoso (BA) para mineração subterrânea. Para lembrar: as reservas de minério da Ferbasa correspondem a quase 80 anos de consumo, e cerca de 35 milhões a 40 milhões de toneladas de cromita. Com preço internacional entre US\$ 300 e US\$ 400/ton., chegamos a um valor de pouco mais de US\$ 10 bilhões, enquanto Ferbasa possui um valor de mercado de US\$ 860 milhões, fora os demais ativos como florestais (25 mil hectares de florestas em 65 mil hectares de terras), fornos metalúrgicos (14 que custam pelo menos R\$ 200 milhões cada um para construir um novo), mais de 90 fornos de bio-redutores, a BW Guirapá (parque eólico com cerca de 90 aerogeradores) com mais de 90 MW de potência firme de capacidade instalada (valor de pelo menos R\$ 900 milhões) e o fluxo de caixa gerado.

Somado a isto, o trimestre teve o menor volume de vendas desde o primeiro trimestre de 2022, além do maior valor trimestral do real frente ao dólar em 3 anos. Por outro lado, veremos a partir de agora um decréscimo de custos com energia, parte fruto do novo contrato com a Chesf fora do mercado regulado e a entrada em operação do parque eólico Cajuína em 2024, parceria com o grupo AES, com custos competitivos. Como passou à condição de autoprodutor de energia, a Ferbasa vai, assim, operar no horário de ponta (sem restrição entre 17 e 20 horas de segunda a sexta-feira), mudança que deve gerar volumes de produção de 5% a 8% maiores (já considerando paradas para manutenção). Também deverão cair os custos de bio-redutores com a normalização progressiva da produtividade, diminuindo também a necessidade de comprar o insumo de terceiros. Essas compras chegam a custar de 2 a 3 vezes mais que os bio-redutores produzidos pela Ferbasa e que atrás da energia elétrica é o segundo maior custo do FeSi75%.

Com uma posição de caixa líquido de R\$ 1,1 bilhão, a Ferbasa negocia a 9,2x seu valor em bolsa sobre o lucro líquido nos últimos 12 meses, e com um múltiplo de EV/EBITDA de 6,1x.

Somos muitas vezes questionados se a companhia não estaria cara frente a outros nomes de mineração e metalurgia, como Gerdau (P/L de 5,0x) e Vale (P/L de 7,0x).

É importante analisar toda a situação e, como pontuamos aqui, boa parte desses resultados mais fracos vem de uma combinação de preços menores e custos maiores, o que esperamos, será

corrigido (em parte, ao menos) em 2024. As dinâmicas de mercado e preços das três empresas são bastante distintas (por mais que o mercado ache que “ah, é tudo mineradora e siderúrgica”). Na live de 31 de novembro (veja em [nosso canal](#) do Youtube) fizemos um amplo comentário sobre os resultados da Ferbasa e sobre a dinâmica do seu nicho de mercado (vale muito assistir, para aqueles que queiram entender melhor a empresa, seus resultados e sua manutenção em nossos fundos).

Em *commodities*, gostamos de companhias que, mesmo em um cenário adverso para *commodities*, fazem dinheiro e pagam dividendos – e que, quando o cenário é bom, nadam de braçada. A Ferbasa está em um ciclo de aceleração de investimentos e, mesmo num cenário mais desafiador, eleva sua posição líquida de caixa (fruto da geração de caixa livre, após investimentos, dividendos e encargos tributários.)

Nomes como Usiminas, CBA e CSN vêm reportando prejuízos nesse cenário. Enquanto isso, a Ferbasa vem gerando caixa e distribuindo bons proventos: R\$ 100 milhões a mais de caixa líquido sobre dez/22 e R\$ 156 milhões distribuídos em JCP ao longo do ano.

Fundo	nov-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
DELPHOS	1,4%	11,2%	8,2%	36,8%	106,9%	180,5%	219,4%
IDIV	10,7%	18,7%	16,7%	35,8%	36,3%	36,2%	91,3%

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

Assim como o Delphos, o ganho do Flagship 60 ficou bem atrás do obtido pelo referencial SMLL, 0,2% contra 12,5% respectivamente. Ficar “parado”, enquanto todo o mercado está andando, é algo com que todo investidor se depara em algum momento. Muitos caem na armadilha de se mudar para a direção em que o mercado se move, só para, lá na frente, entender que não deveria ter feito isso.

Sob risco de repetição: a Trígono pensa de forma independente do mercado e de seus índices referenciais. Isso, por vezes, nos faz assistir a festa de longe. O que não impede, claro, de termos a nossa própria festa, em agosto e setembro, por exemplo, o Flagship 60 subiu mais de 5%, com o SMLL caindo mais de 10% na mesma janela.

Os impactos negativos do mês vieram de Mineração e Metalurgia (-0,8%) e Comércio (-0,6%), basicamente penalizados por Ferbasa, que caiu 5% no mês (explicado na seção do Delphos). O Setor Industrial (0,8%), impulsionado por Tupy e Metal Leve (que entregaram bons resultados no 3T23), e o Agronegócio (0,6%) vieram na contramão.

Com o SMLL fazendo mais em um mês que tudo o que entregou no ano (9,4% acumulados até aqui), o Flagship 60 entrega 5% no ano. Resultado que é até melhor, se tirarmos despesas de caixa, que impactaram o desempenho do ano em razão da taxa de performance (comum em todos os fundos da indústria), ao vir de 2 anos com alfa significativo. Nos últimos 24 meses, o retorno do Flagship 60 é de 22,5%, contra 3,5% do SMLL (27 pontos percentuais de excedente!). Desde seu início (abril/2018) o retorno do fundo supera o SMLL em 224% (ou 10 vezes mais que o referencial).

Fundo	nov-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	0,5%	4,7%	3,3%	22,1%	76,2%	115,4%	249,5%
SMLL	12,5%	9,4%	6,1%	-3,5%	-16,3%	-12,8%	25,4%

Fundo	nov-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	0,2%	5,0%	3,5%	22,5%	76,9%	110,3%	241,3%
SMLL	12,5%	9,4%	6,1%	-3,5%	-16,3%	-12,8%	25,4%

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

Com uma estratégia de ações livres, o Verbier pode ir além do universo das *small* e *micro caps*, livre para aproveitar oportunidades pontuais nas tão faladas *blue chips*, caso da Suzano (comentado na Resenha anterior).

Em novembro, o Verbier entregou alta tímida, 0,5%, cerca de 12 pontos percentuais atrás do IBOV no mês. Fizeram um esforço Indústria (0,8%), Agronegócio e Papel e Celulose (ambos com 0,3%); já Mineração e Metalurgia (-0,7%) e Comércio (-0,6%) puxaram para baixo. No ano, o referencial voltou a ficar à frente, com 16% acumulados de alta, contra 8,9% do fundo. Apesar do curto prazo não ser favorável, o longo prazo mostra porque acreditamos ser nossa estratégia vencedora: 216,5%, contra 63% desde o início (julho/2018, alfa de 153,5%).

Fundo	nov-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
VERBIER	0,5%	8,9%	7,0%	25,3%	94,1%	131,9%	216,5%
IBOVESPA	12,5%	16,0%	13,2%	24,9%	16,9%	17,7%	63,0%

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

Mesmo com desempenho fraco em novembro, o Prev 70 tem tido um bom 2023, com 12,3% de valorização (ligeiramente acima dos 12% do CDI). Em novembro, o fundo entregou 1,4% de alta (puxado basicamente pela Indústria), contra 0,9% do CDI. Desde seu início (set/2019), o Prev 70 teve retorno de 96,8%, contra 37,4% do CDI (equivalente a 258,8% deste no período). Lembremos: 70% do Prev 70 são alocados em renda variável (concentrados em 9 companhias), 30% em renda fixa.

Abaixo, a tabela de desempenho do 70 Prev – que só não supera o CDI na janela de 12 meses.

Fundo	nov-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
70 PREV	1,4%	12,3%	11,7%	37,5%	61,0%	84,2%	96,8%
CDI	0,9%	12,0%	13,3%	26,9%	31,7%	35,6%	37,4%

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

Nosso outro produto previdenciário difere do 70 Prev por ser 100% alocado em renda variável (sujeito, assim, a diferentes limites regulatórios). Em novembro, entregou 0,4% de valorização, sem grandes variações por setor alocado. Apesar do bom desempenho no ano até aqui (são 12,6% de valorização), não resistiu ao avanço do IBOV no mês. Desde seu início (julho/2020), o Icatu 100 entregou alfa de 70% (96,8% de retorno nesta janela).

As 7 principais posições representam mais de 80% da carteira, sendo que a volatilidade anual (21,1%) não fica muito distante da do IBOV (17,8%). Hoje, 42% do Icatu são *small caps*; 44% são *micro caps*; e

14%, *mid caps*. Essa composição o deixa com baixíssima sobreposição com o IBOV e até mesmo com o SMLL – o que o configura como excelente alternativa de diversificação (principalmente no longo prazo) para a composição de uma carteira previdenciária. No longo prazo, dividendos e crescimento das companhias são os principais combustíveis para valorização das ações. Como mostramos na tabela no início dessa seção, acreditamos estar posicionados nos “cavalos” certos.

Fundo	nov-23	2023	12M	24M	36M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	0,4%	12,6%	11,0%	27,5%	75,7%	96,8%
IBOVESPA	12,5%	16,0%	13,2%	24,9%	16,9%	26,8%

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

Único negativo no mês, o Trígono Power Yield recuou 1,3%, afetado (mais uma vez) por Óleo e Gás (-1%) e Agronegócio (-0,6%). OIEE, por sua vez, teve alta expressiva (10,5%). No ano, estamos bem atrás do índice referencial: são -12,5%, ante 13,1% respectivamente. Apesar da janela fraca, desde seu início (fev./21), o Power&Yield supera seu *benchmark* por 1,2 ponto percentual (9,2% vs 8%). Sim, é um retorno muito aquém do potencial. Mas, conhecendo o valor por trás das investidas, seguimos tranquilos: no futuro, colheremos frutos, porque os fundamentos das empresas prevalecerão sobre movimentos especulativos. Não custa repetir: tempo e paciência são excelentes remédios para distorções no mercado.

Fundo	nov-23	2023	12M	24M	INÍCIO
POWER	-1,3%	-12,5%	-12,6%	-3,8%	9,2%
IEE	10,5%	13,1%	10,2%	17,2%	8,0%

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

Sobre novembro, o Horizon fechou com 5,2% de alta (ante 12,5% do SMLL), puxado pelos setores de Construção com 2,4% de alta (eis aqui uma novidade) e Logística com 2,1%. Enquanto o principal detrator ficou com o setor de Consumo, ao desvalorizar 1,1% no mês.

O Horizon, cujo alvo são empresas com valor de mercado abaixo de R\$ 3 bilhões (*Microcaps*), segue como líder absoluto da Trígono em 2023: alta de 27,7% acumulada, contra 9,4% do SMLL (alfa de 18,3%). Nos 11 meses do ano já decorridos, o fundo viu o campo negativo em apenas três. Olhando a janela de 24 meses, o retorno chega a 31,4%, contra queda de 3,5% do referencial (alfa de 34,9% em 2 anos. Nada mal). Desde seu início, o Horizon entrega 8% de valorização, contra -22,8% do SMLL (ou seja: o alfa é superior a 30%).

O Horizon, lembremos, foi iniciado em setembro de 2021, em meio a uma janela terrível para as *Micro Caps*, o mercado descartava empresas menores e de menor liquidez. A janela pode ter nos prejudicado no início, em termos de performance. Mas nos premiou com diversas barganhas nessa classe de ativos. Aos poucos vieram os resultados almejados para essa estratégia.

Enxergamos o Horizon com uma carteira bem azeitada para continuar tirando proveito dessa janela de mercado (sem renunciar aos princípios da Trígono, pelo contrário). Nove empresas compõem 83% da carteira – mas mais concentração não quer dizer maior volatilidade: nos últimos 12 meses, a volatilidade do fundo foi de 16,4% (contra 23,4% do SMLL).

Nos inspiraram para velejar nesse barco maravilhoso que é o Tornado. Tivemos a chance de competir com eles na mesma raia. Pura inspiração! Lars e sua esposa Helena atuaram como voluntários na Rio 2016, mostrando humildade e paixão pelo olimpismo. Nosso amigo habita o panteão dos heróis olímpicos.

Eu e minhas referências, o septuagenário Alex Welter (verde) e o hoje octogenário Lars Bjorkstrom (vermelho) em encontro recente em Mamanguá (Paraty/RJ)



Esse é o texto original que fiz em homenagem ao Lars B. no dia do seu aniversário

Mostrando que continua um competidor de altíssimo nível, Lars Grael e seu companheiro (proeiro) Mauricio Bueno conquistaram em primeiro de dezembro de 2023 o campeonato Sul-Americano da classe Star realizada no Rio de Janeiro e com duas regatas de antecipação.

*Parabéns aos nossos campeões e especialmente ao Lars que tanto fez para o esporte brasileiro além da extraordinária lição de vida e de superar desafios e dificuldades aparentemente insuperáveis, e não custa repetir, verdadeiramente **muito Além do Óbvio.***



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