

Resenha Mensal de Maio 2024

Dize-me onde investes o teu
caixa e te direi quem és



Maio 2024

Dize-me onde investes o teu caixa e te direi quem és.

O título faz alusão a um ditado popular que o leitor já terá ouvido ou dito ao menos uma vez na vida. Sua origem é desconhecida, mas há que jure que é algo que se encontra na Bíblia.

Não se encontra. Há passagens próximas, no entanto: em Coríntios 15:33, encontramos: “*As más companhias corrompem os bons costumes*”. Em Provérbios, 13:20: “*O que anda com os sábios ficará sábio, mas o companheiro dos tolos será destruído*”.

Como se vê, embora constem do texto bíblico, tais afirmações parecem ecoar bastante em um certo senso comum independentemente de religiões: são perfeitamente plausíveis, racionais, razoáveis. Para testar essa razoabilidade, basta tentar pensar em seus contrários, por exemplo: alguém acharia que más companhias valorizariam os bons costumes? Seria bom para as más companhias, que, promovendo a virtude, teriam mais vítimas a seu alcance. A segunda pareceria mais problemática, porque nem andar com sábios garante sabedoria, nem andar com tolos vai necessariamente acabar mal. Mas as chances da segunda possibilidade se concretizar são sensivelmente maiores, não se poderia negar.

Werner, muito obrigado por compensar aquela aula do catecismo a que faltei há uns 20 anos. Mas podemos saber o que a exegese bíblica pode ter a ver com os investimentos?

Claro que sim. Vamos começar fazendo uma rápida revista no que foi o mês de abril. Para quem prefere uma versão sumaríssima: foi uma bagunça, complicado e sujeito a fatores externos. Para quem prefere um pouco mais de detalhes, vamos a eles.

Uma série de fatores combinados tiveram impacto negativo na B3, particularmente nas *small caps*. O índice Ibovespa foi, de certa forma, aliviado pelas valorizações de Petrobras e Vale, que contrariaram o movimento de mercado, de forma paradoxal e, por que não, surpreendente. Elaboramos isso mais à frente na Resenha (aqui, deixamos apenas o *teaser*).

As incertezas quanto aos próximos movimentos do Fed quanto à sua taxa de juros – quando começam a cair? A que velocidade? com qual intensidade? – norteiam o apetite dos investidores estrangeiros (principalmente os “sobrinhos” do Tio Sam) por risco na razão inversamente proporcional: quanto maiores as incertezas, menor o apetite por risco.

“Risco”, convém explicitar, também significa alocação em bolsas de mercados emergentes, e aí o Brasil entra na equação. À luz disso tudo, fica fácil entender o fluxo negativo de R\$ 11,3 bilhões em abril (e de R\$ 34,3 bilhões no ano), praticamente neutralizando os aportes de R\$ 45,5 bilhões nos últimos dois meses de 2023 que sustentaram a alta vista no final do ano passado, quando se esperavam três cortes neste ano (de 25 pontos percentuais cada).

Essa redução é tão importante para investidores e agentes de mercado que o presidente do nosso Banco Central, Roberto Campos Neto, comentou que a queda da taxa Selic poderia ser influenciada pelas ações do Fed. Alguém então poderia não conseguir evitar de perguntar: e a nossa inflação, não é o fator principal? E se não é, não deveria ser? Ora, juros mais elevados nos Estados Unidos pressupõem menos crescimento da economia, menos pressão nos preços das *commodities*, dólar mais valorizado e efeito contrário nos preços de algumas *commodities* também.

O comentário disparou mudanças nas expectativas da queda da Selic, e as apostas de que a taxa chegará a 31 de dezembro de 2024 em dois dígitos ganharam força. Mas a cada nova informação, como dados de pedidos de auxílio-desemprego ou de criação de postos de trabalho, o mercado vira seus canhões para outra direção. Típico de ataques de artilharia do *top-down* que disparam fogo aleatoriamente, o que explica em parte o desempenho pouco animador dos fundos multimercados.

Aí vamos para a segunda grande incerteza, a mesma da terra do Tio Sam: quais serão as próximas ações do Copom? Alguns apostadores já cravaram corte de mero 0,25 ponto percentual.

Aliás, por falar em apostas, o BC tem um forte aliado. Os sites de apostas estrangeiros sugam recursos que as famílias poderiam empregar em consumo e redução de endividamento. Eles têm se tornado um grande concorrente do varejo e dos bancos, e, nestes, da caderneta de poupança, dos fundos de investimentos e até da previdência privada.

Que me desculpem pelas palavras: sites de apostas são um tumor em nossa sociedade. Apenas os donos das casas de apostas se beneficiam, drenando recursos da nossa economia. Sua existência certamente deixará um rastro de desgraças, como o que foi deixado pela febre dos bingos no passado, atingindo especialmente aposentados. Muitos deles chegaram mesmo a fazer uso de crédito consignado para

seguir apostando. A dinâmica é a mesma dos vícios em drogas e álcool. A existência de sites de apostas, e mais que isso, a popularidade desses sites, é sinal de uma profunda falha civilizacional. Faz temer pelo futuro.

Mas retomando: Selic caindo mais devagar tem impacto direto no apetite por renda variável. E no sentido inverso, investidores (institucionais inclusive) se acomodam ainda mais na confortável poltrona das NTNs-B (atreladas ao IPCA, mais juros) ou no *chaise longue* (conforto de uma espreguiçadeira) das LFTs (pós-fixadas, rendendo a Selic).

Outra incerteza? Risco fiscal. 2024 não seria ano de superávit primário, e a meta de 1% do PIB para 2025 já foi reduzida pela metade. E ainda assim será difícil executar, pois não há cortes em despesas, a máquina pública não está sendo preparada para ser mais eficiente e tudo vai acabar desaguando naquele clichê fácil e batido a que os governos se agarram quando não governam: arrecadação. A reforma tributária, um inegável avanço, ninguém razoável negará, ainda vai demorar para dar a sua graça. O governo tem se desgastado junto ao Congresso e tem recorrido ao STF para cassar a desoneração de 20% da folha de pagamentos de 17 setores até 2027 que seria tributada através de contribuição de 1% a 4,5% da receita bruta (a depender do setor), mais justa e administrável especialmente em setores de mão de obra intensiva, justamente aqueles que geram mais empregos e precisam ganhar competitividade. Algo tão óbvio que o governo não enxerga, como os óculos perdidos em cima da testa.

Desgastes com o Congresso, quando se necessita de apoio em votações de medidas (econômicas ou não), não parece a coisa mais inteligente a fazer. O ano é eleitoral, além disso, o que não só não torna nada mais fácil como tem potencial para deixar tudo ainda mais difícil, com interesses bem locais (e, não raro, bem pouco republicanos) em jogo, à revelia do que for melhor para o país.

E, por falar em eleição, o Fed é neutro e não favorece qualquer dos candidatos, que, nos Estados Unidos, costumam vir em apenas dois sabores: Democratas e Republicanos. Mas sempre vai ser bom ficar de olho e ver que influências (se alguma) o pleito de novembro nos Estados Unidos poderá ter.

De volta ao Brasil, está pouco mais à frente a troca da guarda no nosso BC. Se o nome a substituir Campos Neto não for do agrado do mercado, no velho tema da “escolha política e não técnica”, mais fricção deve se seguir.

Por fim, outro problema do governo e do país (na nossa opinião): a intensificação da compra de criptomoedas. Essa “atividade” também drena recursos da economia de verdade que poderiam ir para varejo, educação, poupança, pagamento de dívidas. Só em março, US\$ 1,75 bilhão foi para criptomoedas (e drenado para o exterior). No ano, são US\$ 4,7 bilhões; em 12 meses, US\$ 12,3 bilhões. Todos foram atrás da forte valorização do Bitcoin; os que se deixaram levar pela euforia compraram no pico ou perto dele. A lei da gravidade é da seara da física, mas na economia ela também se aplica, e o efeito não costuma ser suave.

O BC contabiliza essas transações como “compras no exterior”. Ou seja: o próprio BC não tem uma “caixinha” separada para elas. Isso distorce a análise do fluxo cambial e a natureza das transações. Comprar criptomoedas, então, vira (o espanto aqui é inevitável) importação de bens.



Mas ora essa: que bens? Isso beneficia a nossa economia em quê? Gera empregos? Financia déficit público? Gera investimentos em produção? Caro leitor, pensando muito eu cá comigo mesmo, não consigo ver benefício algum. E não acho que seja porque meus óculos precisam ter o grau ajustado ou estejam perdidos em cima da testa; não vejo por um motivo prosaico e quase constrangedoramente óbvio: eles não existem.

O que eles criam, isso sim, é um enorme risco de perda de capital e recursos que talvez jamais regressem à nossa economia. A criação de ETFs cripto relacionados tende a agravar o problema. São só uma repaginação dos sites de apostas.

Calma, Werner. Sim – como disse o Capitão Kurtz/Marlon Brando em Apocalypse Now! É o horror, o horror. Mas voltemos ao nosso título, sim?

Sim, voltemos. Encerrada a temporada de divulgação de resultados de 2023, e a caminho de encerrar a dos resultados do 1T24, e lembrando aqui do gestor Eveillard (continue a leitura, que a seção Desempenho dos Fundos esclarecerá), vamos mostrar especialmente aos nossos investidores o que nossas principais empresas investidas fazem com a geração operacional de caixa. Isso vai transmitir mais segurança, deixando claro como norteamos nosso processo de investimentos. Para os leitores não investidores, esperamos trazer alguns insights para tomar decisões de investimentos e escolher boas empresas (e, porque não, gestores).

O mercado em geral dá grande importância ao famigerado EBITDA e seu gêmeo, o EV/EBITDA. EV (*Enterprise Value*, ou valor do empreendimento/da firma) é a soma do valor de mercado à dívida líquida ou caixa líquido, que, em tese, representa como as empresas financiam suas operações (capital próprio e oneroso de terceiros), e o múltiplo (quantas vezes representa o EBITDA). O EBITDA não considera a necessidade de investimentos mínimos para ao menos manter os ativos permanentes nem a intensidade de capital. Ou seja, quanto maior a base de ativos fixos e, desta forma, a base exposta à depreciação, maior a necessidade de investir para manter/repor tais ativos.

É como uma casa: quanto maior a área construída, maior o custo da sua manutenção.

O EBITDA também não expressa como é composto o numerador (EV) do múltiplo (ou a proporção de capital próprio ou oneroso).

Digamos que temos uma empresa sem dívida, ou com caixa líquido, e a comparamos com outras com 20% de capital próprio e 80% de dívida. Um múltiplo de 6x traz qual informação a respeito da composição deste capital? Nenhuma. Por exemplo: uma empresa com 7x de múltiplo e zero de dívida, pode parecer menos atraente e mais arriscada que outra, com múltiplo de 5x, mas fortemente dependente de capital oneroso de terceiros. O tão utilizado múltiplo EV/EBITDA desconsidera as mudanças

nas taxas de juros ou o custo de remuneração do capital próprio. Pois será que um múltiplo de 6x com uma taxa Selic a 13,75% tem o mesmo significado de uma Selic a 9%? Os analistas traçam um gráfico com uma média histórica e usam essa média como base, mas esquecem de ajustar tal média às taxas de juros e ao custo do capital. Afinal é o custo do capital que deverá ser remunerado, pelo menos.

Vamos em frente.

(Em R\$ Milhões)	Desp. Financeiras	CAPEX	Dividendos ²	Dívida Líquida	DF/CAPEX	Dividendos/DF
Ferbasa ¹	25,1	310,9	225,9	-833	8%	9,0
Irani	229,5	297,6	247,7	1.018	77%	1,1
Jalles ³	357,5	678,5	129,6	1.458	53%	0,4
Kepler Weber	37,4	71,4	166,0	-160	52%	4,4
Metal Leve	23,3	88,3	1.358,0	468	26%	58,3
PetroRecôncavo	108,9	1.089,0	281,9	881	10%	2,6
Riosulense	9,8	10,3	15,7	-5	95%	1,6
Schulz	101,6	90,0	79,2	-153	113%	0,8
São Martinho	962,7	1.390,1	430,0	4.712	69%	0,4
Tupy	340,1	610,4	150,3	2.200	56%	0,4
Média	219,6	463,7	308,4	958,6	0,6	7,9

¹ Controladora

² Dividendos + Recompra

³ CAPEX não considera tratos culturais

Obs.: DF = despesas financeiras. CAPEX = capital expenditures, em inglês, ou investimentos em capital fixo

Neste primeiro quadro, exibimos dados selecionados das empresas, como dispêndio em despesas financeiras (principalmente, juros pagos); investimentos em imobilizado (CAPEX); dívida ou caixa líquido das empresas; relação entre Despesas Financeiras e CAPEX (relação do uso de capital com pagamento de juros ou investimentos); e Dividendos e Despesas Financeiras – ou seja: quanto a empresa está empregando seu caixa em juros do capital oneroso ou remunerando seus acionistas.

Observação importante: Jalles e São Martinho ainda têm de apresentar o 4º trimestre para definir os dividendos da safra 23/24 e o exercício societário, encerrado em março.

No próximo quadro, apresentamos, ao invés de despesas financeiras brutas, o resultado financeiro líquido (RFL), ou seja, o valor líquido dos juros pagos e recebidos, remunerando as aplicações financeiras ou excedente de caixa.

(Em R\$ Milhões)	RFL	CAPEX	Dividendos ²	Dívida Líquida	RFL/CAPEX	Dividendos/DF
Ferbasa ¹	121,0	310,9	225,9	-833	-39%	1,9
Irani	-45,6	297,6	247,7	1.018	15%	-5,4
Jalles ³	-257,4	678,5	129,6	1.458	38%	-0,5
Kepler Weber	3,9	71,4	166,0	-160	-6%	42,2
Metal Leve	75,0	88,3	1.358,0	468	-85%	18,1
PetroRecôncavo	-42,9	1.089,0	281,9	881	4%	-6,6
Riosulense	-4,1	10,3	15,7	-5	40%	-3,8
Schulz	1,7	90,0	79,2	-153	-2%	45,7
São Martinho	-666,1	1.390,1	430,0	4.712	48%	-0,6
Tupy	-232,0	610,4	150,3	2.200	38%	-0,6
Média (Ex-Jalles e SMTO)	-15,4	321,0	315,6	427,0	-4%	20,6
Média	-104,6	463,7	308,4	958,6	5%	8,8

¹ Controladora

² Dividendos + Recompra

³ CAPEX não considera tratos culturais

Nesse caso, o que se observa é: nossas principais empresas investidas (excluindo as do setor financeiro) têm baixa relação de despesas financeiras com investimentos; e que os dividendos representam uma relação de mais de 20x as despesas com juros (em média). Ou seja: as empresas estão usando seu caixa para investir e remunerar acionistas.

(Em R\$ Milhões)	LO (EBIT)	EBITDA	Depreciação e Amortização	CAPEX/ D&A	IOG ²	\ IOG 2023/2022
Ferbasa	295,5	403,3	107,8	2,9	539,6	-62,6
Irani	433,0	545,6	112,6	2,6	256,7	42,4
Jalles ¹	343,2	783,1	420,5	1,6	634,6	356,5
Kepler Weber	301,8	336,7	34,9	2,0	243,4	33,3
Metal Leve	816,1	917,7	101,6	0,9	793,2	-84,1
PetroRecôncavo	679,8	1.278,1	598,3	1,8	114,0	70,5
Riosulense	86,6	93,1	6,5	1,6	98,2	-8,7
Schulz	304,3	367,7	63,4	1,4	564,7	-115,7
São Martinho ¹	1.782,0	2.833,2	975,9	1,4	2.548,6	863,9
Tupy	829,6	1.264,9	366,5	1,7	2.417,4	-139,5
Média (Ex-Jalles e SMTO)	468,3	650,9	174,0	1,9	628,4	-33,1
Média	587,2	882,3	278,8	1,8	821,0	95,6

¹ Exclui Tratos Culturais no CAPEX e Depreciação

² IOG (Investimento Operacional em Giro) =

Estoques + Contas a Receber + Adiantamento a Fornecedores - Fornecedores - Adiantamento de Clientes
LO ou EBIT (abreviação, em inglês, de lucro operacional depois de depreciação e amortizações), enquanto o EBITDA adiciona esses itens ao lucro operacional.

O quadro acima traz informações interessantes.

Discriminamos EBIT e EBITDA. O primeiro considera as depreciações e amortizações como despesas enquanto EBITDA exclui montante provisionado para essas despesas. Estas são dedutíveis do cálculo do imposto de renda e consideram que é o montante necessário para as empresas provisionarem contabilmente para seus investimentos a manutenção ou reposição de seus ativos. Além disso, apresentamos qual o IOG (confundido com capital de giro), que é basicamente a necessidade de capital empregado no giro operacional da empresa (quanto menor for, melhor ou mais eficiente é o uso do capital); e a variação deste capital de um ano para o outro (daí podem ser necessários financiamentos cobertos ou pela própria geração de caixa operacional da empresa ou por capital de terceiros, conhecido como financiamentos para capital de giro ou ciclo operacional).

Todas as empresas estão investindo além das depreciações e amortizações. Isso significa atualização tecnológica, reposição de ativos (modernização) e expansão de capacidade. Ou seja: o investimento está indo além da simples manutenção dos ativos. Para nós, isso é um inegável bom sinal.

Exceção, e toda boa regra tem a sua, é a Metal Leve. Seus investimentos basicamente visam atualização tecnológica, sem necessidade de novas plantas e novos equipamentos. Mas a empresa está produzindo produtos com maiores conteúdo tecnológico e valor agregado. Para isso, faz uso também dos investimentos em pesquisa e desenvolvimento dos demais centros de pesquisa do Grupo Mahle, em diversas partes do mundo. Ou seja, não é preciso reinventar a roda. Todos os centros

compartilham entre si tais desenvolvimentos, o que é uma vantagem extraordinária para a Metal Leve, que reduz a necessidade de investir. A Metal Leve é o centro mundial da Mahle no desenvolvimento de tecnologia e produtos para biocombustíveis em motores a combustão. Sua operação está 100% alinhada com as necessidades do Brasil e de mercados nos quais os biocombustíveis (etanol, biodiesel e biometano, por exemplo) têm amplo espaço (que não estão disponíveis em mercados como o europeu), além de produtos e equipamentos para tecnologia híbrida, filtros, alguns bastante sofisticados, e outros produtos.

Destacamos ainda a relativamente baixa necessidade de IOG: exceto pela Petroreconcavo (e que, mesmo assim, é nesta praticamente desprezível), representa cerca de um ano de EBITDA e teve pouca variação em 2023. Jalles e São Martinho ainda apresentarão forte redução com a monetização dos estoques de etanol e açúcar no 1T24 (o 4º trimestre de seu exercício social), coincidindo com o final da safra 23/24 (que, aliás, foi excelente para ambas).

Concluindo: nossas principais empresas investidas têm excelente situação financeira. Algumas têm excedentes financeiros que se traduzem ou se traduzirão em: caixa líquido e resultado financeiro líquido positivo; investimentos para além da depreciação (principalmente com recursos próprios), que as manterão com tecnologia atualizada e crescimento futuro; pagamento de bons dividendos (assegurando remuneração aos acionistas); e compartilhamento da geração operacional do caixa nas próprias operações.

EBITDA e EV/EBITDA quase nada representam na tomada de decisões ou de avaliação de empresas. Muito menos quanto do EBITDA está sendo usado para pagar juros e dívidas (nem têm qualquer relação com remuneração de investidores). São informações de pouco valor. Mas o mercado tem nelas uma de suas principais bússolas.

Na Trígono, monitoramos esses indicadores inclusive para capturar oportunidades de arbitrar a má precificação e entender para onde o mercado está indo. Como numa regata: ao observar para onde os demais veleiros estão indo, buscamos interpretar ventos e correntezas e buscar rotas alternativas que levarão à vitória. Se todos usarem as mesmas práticas e informações, a vitória se torna mera questão de acaso. Na Trígono, nada fica entregue ao acaso.

Falando nisso, já vislumbramos mudanças nos ventos que favorecem nossas empresas. Uma é programa Mover (já comentado em Resenhas anteriores). Outra é o Projeto de Lei 2/2024, aprovado no Plenário do Senado (na mídia pouco se falou sobre), que autoriza a concessão de quotas diferenciadas de depreciação acelerada para máquinas, equipamentos, aparelhos e instrumentos novos destinados ao ativo imobilizado e empregados em determinadas atividades econômicas. De autoria da Câmara do Deputados, o Projeto de Lei aguarda sanção presencial e detalhamento tributário.

Em suma: o Projeto de Lei permite que determinadas indústrias de interesse do governo possam acelerar as depreciações para dois anos, com as despesas reduzindo o lucro tributável. No Mover, investimentos em tecnologia relacionados a descarbonização terão benefícios tributários, além de financiamentos, como do



Fundo Clima, em condições muito vantajosas. Quase todas as empresas acima apresentadas poderão se beneficiar de ambas as iniciativas em favor da indústria, transição energética e descarbonização. Lembrando que o Brasil é protagonista mundial nesta transição, com seus biocombustíveis limpos e renováveis.

Bem, Werner, chegou a hora: vai nos dizer como o título explica a Resenha deste mês?

Claro. A esta altura, já está bem evidente: basta uma simples análise dos indicadores apresentados nos quadros que já se poderá ver se a companhia em questão é boa ou má. Melhor explicando, que uso está fazendo da geração operacional de caixa.

Muitas empresas destacam em seus releases o EBITDA, muitas vezes ajustado para melhor, e remuneram seus executivos e até conselheiros com base nele. Poucas de fato se preocupam com o ROIC (retorno sobre o capital investido) e a criação de valor aos acionistas medidos pelo EVA ou VEC (valor econômico adicionado ou criado).

Fica aqui, assim, um pequeno diretório que investidores podem usar na busca de melhores empresas. Mesmo aqueles que buscam bons gestores e fundos saberão distinguir ou avaliar portfólios pelas empresas investidas e seus indicadores financeiros, e não apenas pelo retorno dos fundos no curto prazo. O que interessa a todos é o que virá no futuro e como.

Afinal, prezados leitores e investidores, o que preferem:

- Um múltiplo de EV/EBITDA baixo, ou seja, que indique uma possível valorização das ações simplesmente acreditando na alta destas para que esse múltiplo volte aos níveis históricos, independentemente de estrutura de capital, despesas com juros ou baixos investimentos, que se traduzem em deterioração da empresa e baixo crescimento?

Ou

- Empresas que investem, se modernizam, crescem e pagam dividendos aos acionistas, em vez de juros aos credores?

“Dize-me onde investes o teu caixa e te direi quem és.”

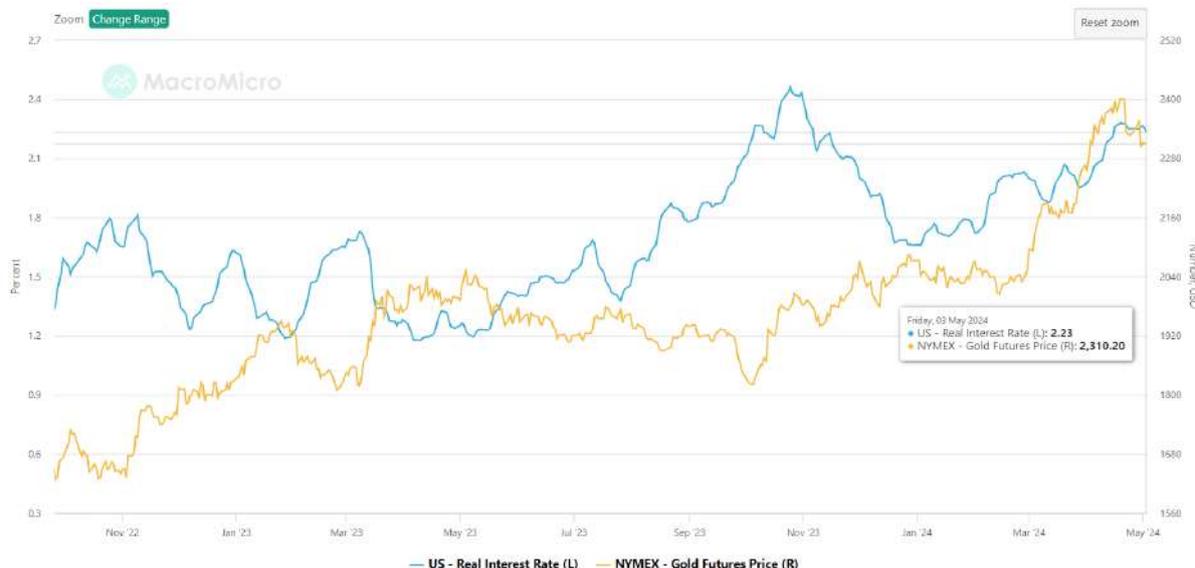
Em tempo: está Resenha é ainda, de certa forma, complementar à de março: **Quality ou Value Investing: qual o melhor?**

Conjuntura Internacional

Em abril, a inflação dos Estados Unidos veio acima do esperado, efeito principalmente do aumento dos combustíveis devido à disparada no preço do petróleo, resultado das tensões no Oriente Médio. Os mercados, claro, reagiram negativamente. Além disso, o discurso cauteloso do Fed (o BC dos Estados Unidos) levou o mercado a precificar mais uma postergação no corte de juro, houve até quem achasse que isso vá ficar só para 2025. Nesse cenário, o S&P 500 caiu 4% e o índice NASDAQ, 4,5%.

O último relatório de empregos dos Estados Unidos mostrou, no entanto, uma desaceleração relevante na geração de empregos e nos reajustes salariais. Foram criadas 175 mil novas vagas, enquanto eram esperadas 240 mil. O salário variou 0,2% no mês, a expectativa era 0,3%. A taxa de desemprego subiu 0,1%, para 3,9%. Esse conjunto de dados atenuou um pouco o impacto do PCE (sigla em inglês que representa Índice de Preços para Despesas com Consumo Pessoal Doméstico). No Oriente Médio, já citado, as tensões diminuíram um pouco, o que amainou as preocupações do mercado. Foram esses fatores que mantiveram abertas as apostas para um corte de juro do Fed, talvez em setembro.

O mercado do ouro tem visto nos últimos meses um descolamento raro entre demanda pelo metal e juro real nos Estados Unidos – o comportamento padrão é: quando este aumenta, aquela diminui. Desde o final de 2022, no entanto, mesmo com um aumento relevante no juro real, o preço do ouro segue em alta.



Uma explicação para isso está na venda de títulos americanos por parte do BC chinês, que também está comprando ouro (a Rússia vem seguindo os mesmos passos, ao que parece). Outra está na atitude inédita do governo dos Estados Unidos de não só congelar, mas vender ativos (em dólar) do governo russo e de pessoas a ele ligadas e doar os recursos à Ucrânia. Países não alinhados aos Estados Unidos com ativos em dólar devem estar perdendo uma parcela adicional de sono com essa iniciativa.

E há, por fim, uma preocupação crescente com a situação fiscal do mundo desenvolvido e da posse de títulos de dívida desses países em geral. O ouro estaria, assim, sendo visto como a alternativa de reserva segura. Como tem sido há milênios, especialmente por países e famílias abastadas.

Aliás, cabe aqui uma (sumaríssima, prometo) visita à História.

Encerrada a Segunda Guerra Mundial (1939-1945), organizou-se a conferência de Bretton Woods, da qual saiu a criação de um sistema econômico com critérios para negociações comerciais e financeiras internacionais entre as maiores economias mundiais (incluindo o Japão). Os acordos firmados na conferência visavam equilibrar as políticas monetárias dos países. Foi o surgimento do “padrão ouro” através do qual mantinha-se uma paridade entre as moedas nacionais e as reservas do metal (que lhes serviriam de lastro). O acordo de Bretton Woods estabelecia uma conversão fixa de US\$ 35 por 31 gramas de ouro (pouco mais de uma onça: 28,35 gramas).

Como os Estados Unidos possuíam $\frac{3}{4}$ das reservas mundiais de ouro, este manteve uma estreita paridade com o dólar. No entanto, a derrota militar dos Estados Unidos na Guerra do Vietnã (1965-1975) drenou as reservas de ouro norte-americanas.

Devido à perda das reservas de ouro, o lastro da moeda, o presidente Richard Nixon jogou essa paridade pela janela em 1971. O “Nixon Shock”, como ficou conhecido, abalou o que havia sido acordado em Bretton Woods. As moedas mundiais, então, migraram para o câmbio flutuante, e a referência, no lugar do ouro, passou a ser o dólar.

O surgimento das criptomoedas e iniciativas de países como Rússia, China e alguns no Oriente Médio parecem prenunciar o fim do status do dólar norte-americano como moeda de referência. Alguns países já têm estabelecido relações financeiras em moedas alternativas.

Pois bem, retomando: em contraposição a esse cenário, observa-se que os *spreads* de diversas categorias de crédito nos Estados Unidos estão em mínimas históricas, um cenário oposto ao observado no mercado do ouro. O VIX (conhecido como “Índice do Medo”, medida da expectativa de volatilidade do valor das opções de ações do S&P 500 em 30 dias) precifica o mesmo fenômeno, e atualmente varia com valor baixo, indicando que o cenário é de tranquilidade.

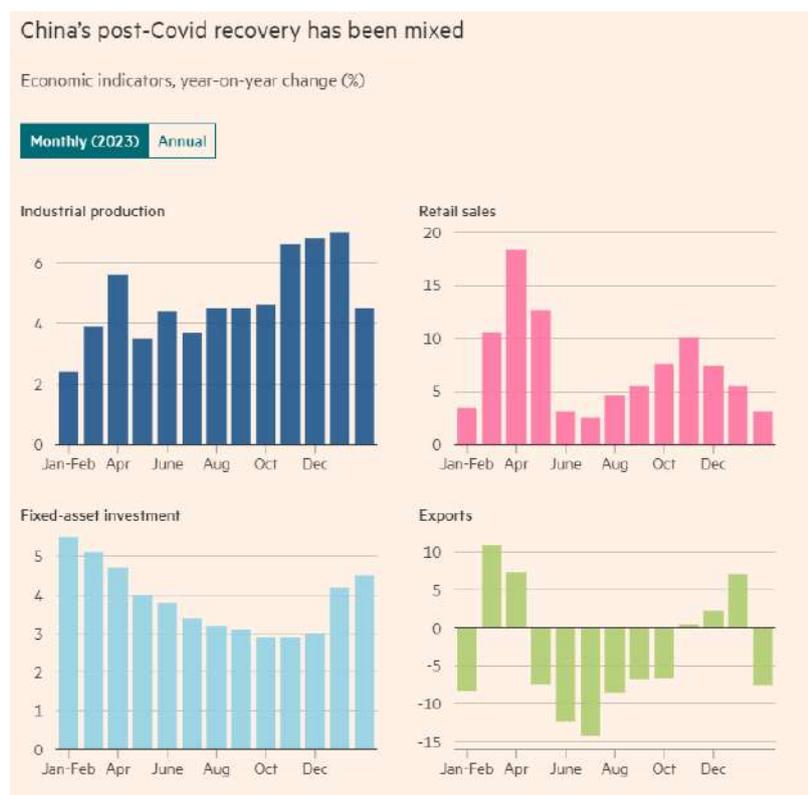
O cobre também segue apontando para cima, com a forte demanda industrial chinesa e as preocupações sobre o metal vir a faltar no futuro. O cobre vem ganhando importância cada vez maior, importante como é para a fabricação de equipamentos e, mais recentemente, de veículos elétricos. Além de sua eficiência energética, tem como subproduto o ouro (a depender do teor do metal).

Sobre a economia chinesa, o PIB do 1T24 cresceu 5,3%, mais uma vez superando expectativas (o previsto no mercado era alta de 4,7%), e aumenta a confiança de que a meta de crescer 5% no ano será cumprida. Falamos bastante sobre a China na Resenha **“Ano do Dragão, na China e no Brasil, desafios e oportunidades. Bem-vindo a 2024”** (de janeiro deste ano). O resultado veio principalmente do desempenho da manufatura (produção e investimento).

Já o setor de construção civil segue problemático, sem nada que sugira mesmo uma leve mudança em qualquer horizonte próximo. O varejo também não tem crescido nas proporções a que nos acostumamos nas últimas décadas: o consumidor chinês (um dos maiores poupadores do mundo) anda bem pouco confiante.

Mesmo assim, em parte por conta dos dados do PIB agregado, o mercado chinês está em forte recuperação: o índice Hang Seng subiu 7,4% em abril, com 9 dias seguidos de alta, fato que não se via desde 2018.

Dados econômicos mensais - China



Fonte: Financial Times

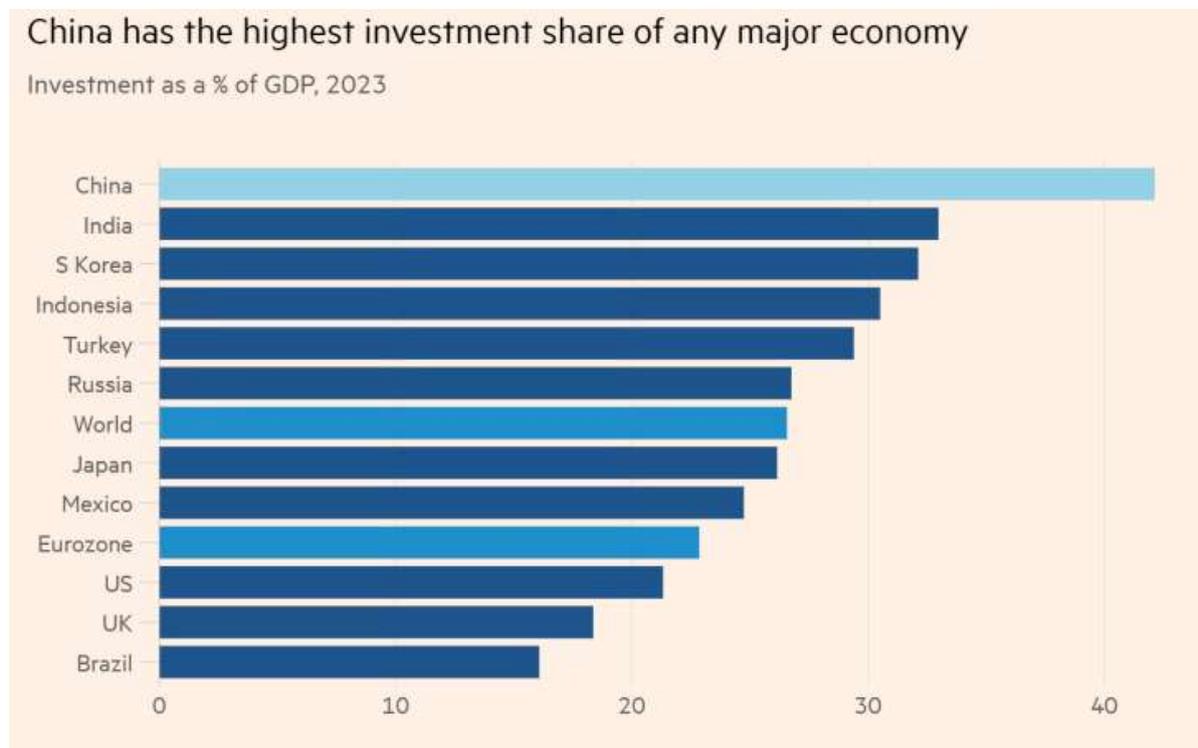
Em resenhas anteriores, abordamos o dilema da transição da economia de investimento e exportação para a economia de consumo. O que fica cada vez mais claro é que, no curto e no médio prazo, o governo chinês não deseja verdadeiramente essa transição: ela não mudaria de forma relevante os sistemas de aposentadoria e de saúde chineses, que são os eixos centrais da cautela estrutural dos consumidores chineses.

A manufatura, então, parece ser aquilo em que se apoia a expectativa de que os 5% de alta do PIB sejam factíveis. Basta ver a invasão de veículos eletrificados chineses e a multiplicação de fabricantes. Isso, por sua vez, coloca enorme pressão nos preços. Assim, Tesla e outras montadoras ocidentais já reveem (e adiam) projetos em razão disso.

Investir ainda mais na eletrificação veicular e enfrentar os chineses? Ou adiar os projetos e mudar o discurso de descarbonização? Eis aí a sinuca de bico em que as

montadoras estão metidas. Falamos disso em fevereiro, na Resenha “**O Choque dos Elétricos! Os Biocombustíveis Sinalizam o Caminho**”.

Quando o governo chinês entender que esse modelo está esgotado, deverá passar a estimular o consumo e aumentar a confiança do chinês, transformando um indivíduo poupador e investidor em um consumidor. Não vai ser fácil.



Fonte: *Financial Times*

O foco na exportação manufatureira é fonte de cada vez mais tensão entre os parceiros comerciais industrializados da China. Mesmo que o superávit fiscal chinês não esteja em patamares recordes por conta da deflação recente dos manufaturados, o volume e o *market-share* de produtos “*Made in China*” estão em níveis altíssimos: seja em produtos químicos, siderurgia, tecelagem e nos carros elétricos, produtos chineses inundam o mercado global.

Com a possível eleição de Donald Trump nos Estados Unidos neste ano e com a irritação da UE (União Europeia) ante a passividade chinesa com a guerra da Ucrânia e a agressividade das vendas de veículos elétricos na Europa, o cenário do comércio mundial deve ser movimentado no curto prazo.

Sobre os conflitos mundiais: as tensões entre Israel e Irã desescalaram, como era esperado. Foi (felizmente) um grande jogo de cena: afinal, nem Israel, nem Irã (nem ninguém, aliás) têm interesse em uma guerra direta, mas há opiniões públicas domésticas, que esperavam e exigiam satisfações.

A Ucrânia, por sua vez, recebeu uma série de novas ajudas de Estados Unidos e UE. O país também deve reduzir a idade mínima para o serviço militar, de olho em ampliar suas tropas. Isso, mais uma eventual manutenção (ou um aumento) das ajudas externas, pode acabar prolongando o conflito. A Rússia, claro, não ficará passiva diante de nada disso.

Os Estados Unidos podem determinar novas sanções de natureza econômica contra a Rússia, além da recente proibição de importações de metais importantes como alumínio, cobre e níquel, além de coibir negociações russas na LME (London Metal Exchange, a bolsa de metais de Londres).

E sobre metais, cabe destacar a oferta de compra feita pela BHP à Anglo American. Oferta esta que já foi recusada, mas outra gigante mundial, a Glencore, parece interessada na Anglo American. Se qualquer delas se concretizar, terá sido dado um passo importante na consolidação do mercado de minério de ferro, cobre, níquel, diamante, platina, manganês e carvão metalúrgico, entre outros produtos produzidos pela Anglo.

Conjuntura Nacional

Em abril, o índice Ibovespa recuou 1,7%, acumulando queda de 6,2% no ano. O SMLL, por sua vez, teve um desempenho bem inferior: forte desvalorização de 7,8%, acumulando queda ainda mais drástica, de 11,5%.

Do lado negativo, o setor de serviços financeiros deixou uma profunda marca no Ibovespa, especialmente pelo fraco desempenho do Itaú cuja ação se desvalorizou 9,4% no mês. As principais contribuições positivas vieram dos setores de Mineração e Metalurgia, com 0,37%, e Óleo e Gás, com 1,89%, especialmente vindo da Petrobras. No índice Small, pesaram as quedas nos setores de Educação (-0,61%) e Serviços Financeiros (-0,50%).

Os dados econômicos vieram ligeiramente favoráveis: a taxa de desemprego de março, por exemplo, ficou em 7,9%, contra um consenso de 8,1%; o IPCA-15 apontou alta de 0,21%, quando o esperado era 0,29%. Na última reunião do Copom (Comitê de Política Monetária) do Banco Central (BC), em 20 de março, não houve surpresa: novo corte de 0,50 p.p., reduzindo a Selic a 10,75%, saudáveis 3 pontos percentuais abaixo dos 13,75% em que estava quando o ciclo de cortes começou (2 de agosto de 2023).

Em maio (dias 7 e 8), teremos nova reunião do Copom, e a dúvida no mercado é se o corte de juro será de 0,25 p.p. ou 0,5 p.p. Lá em março, a expectativa era de que o corte de 0,5 p.p. então decidido se repetiria na reunião seguinte. Desde então, no entanto, o Fed (o BC dos Estados Unidos) e declarações recentes do presidente do nosso BC, Roberto Campos Neto, deram nova dinâmica ao cenário, e agora já não é despropositado pensar em um corte de 0,25 p.p. E para complicar os prognósticos, ainda mais recentemente, os últimos dados da economia norte-americana sugerem que o Fed possa começar a cortar sua taxa ainda neste ano. Já se disse que política é como nuvem: você olha, tem uma forma; olha de novo, já tem outra. Lembra, de certa forma, o filósofo Heráclito de Éfeso (540 a.C. - 470 a.C.), que disse que uma mesma pessoa nunca entra duas vezes no mesmo rio, porque, quando entra pela segunda vez, já não são nem a mesma pessoa nem o mesmo rio. Com inflação, juros e BCs, parece se dar algo parecido.

Sobre empregos, dados do CAGED mostraram criação líquida de 244 mil vagas com carteira assinada em março, confirmando que o mercado de trabalho no 1º trimestre deste ano viu uma acelerada. O resultado de março é o 2º maior da série histórica iniciada em 2002 (perdendo apenas para março de 2010).



Não podemos deixar de comentar a tragédia climática que assola o Rio Grande do Sul desde o fim de abril até o momento da elaboração desta Resenha (e ainda em curso). No momento em que o leitor estiver acompanhando esta Resenha, esperamos que a situação tenha melhorado e o número de óbitos e desabrigados contido.

A atual tragédia no Rio Grande do Sul tem poucos paralelos na história do país. Manifestamos aqui nossa mais sincera solidariedade e nosso apoio a todos que enfrentam as consequências das fortes chuvas que assolam o Estado.

Porque isso faz parte do nosso escopo de trabalho, também estamos atentos aos impactos causados às empresas com unidades de produção no Rio Grande do Sul. Algumas, como Marcopolo, Randon e Fras-le, e unidades de JBS, BRF, Braskem e Gerdau já anunciaram suspensões temporárias de atividades na região, mas ainda é cedo para avaliar que consequências tais paralisações terão e quais eventuais danos as enchentes terão causado. Nossa investida, Kepler Weber, gaúcha sediada em Panambi segue normalmente suas atividades com a cidade não sendo atingida pelas inundações, embora a logística possa ser impactada pelo efeito nas estradas. Uma das plantas da empresa fica em Panambi e a outra em fica Campo Grande - MS, a cerca de 480 km de Porto Alegre e a cerca de 175 km de Santa Maria, uma das cidades mais castigadas.

Concessionárias de serviços públicos, principalmente do setor elétrico, e seguradoras também deverão sentir algum impacto. No caso destas últimas, tais impactos também podem vir a ter algum reflexo no setor bancário, com o qual têm importantes ligações, além de clientes dos bancos, especialmente ligado ao varejo.

O relatório de emplacamentos da Fenabrave de abril mostra um setor automotivo em recuperação acelerada: foram vendidos 208 mil automóveis e comerciais leves, um salto de 37,2% sobre abril de 2023. No ano, as 691 mil unidades vendidas representam expressivo crescimento de 17,5% (e segue acelerando). De caminhões e ônibus, foram vendidas 12.700 unidades em abril, um avanço ainda maior: de 41% (foram 9 mil unidades em abril de 2023). Em todo 2024, o resultado é de estabilidade (com 43,9 mil unidades). Já a Scania, ah, a Scania! O crescimento foi de 128% em abril e de 82% no ano, o que tem especial significado para nossa investida WLM (uma das maiores concessionária da marca no Brasil) e para a Schulz (fornecedora de vários componentes).

Esses indicadores sinalizam que nossa visão para o setor de bens de capital está se materializando. Esperamos que essa tendência positiva se mantenha.

Para completar o pacote das boas notícias, o governo anunciou que trará um novo programa para renovar a frota de caminhões com mais de 20 anos de uso. Esperamos que, desta vez, tal programa seja levado a cabo de forma importante. Ao anterior, chamado Renovar, praticamente não houve aderência dos proprietários dos veículos mais antigos.

Em 9 de abril, o MDIC (Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços) publicou no Diário Oficial da União as 23 primeiras habilitações no programa Mover, iniciativa do governo federal já comentada nas últimas lives e Resenhas. Para esta primeira etapa, a Schulz já está habilitada (assim como Toyota, Mercedes-Benz, Volkswagen, WEG e outras gigantes). Isso significa que essas empresas já

podem apresentar projetos e requisitar créditos financeiros proporcionais a seus investimentos. Vemos essa iniciativa com bons olhos: o governo tenta estimular a indústria nacional para avançar em eficiência e sustentabilidade, com incentivos importantes para pesquisa, desenvolvimento e adesão ao setor de biocombustíveis.

Além de nossas teses de bens de capital como Tupy, Schulz, Metal Leve e Riosulense, também esperamos impactos positivos em empresas como São Martinho e Jalles, relevantes produtoras de etanol, investindo em biogás. Por fim, no Agrishow realizado em Ribeirão Preto (SP), a CNH apresentou seu trator movido a biometano, enquanto a John Deere apresentou seu trator movido a etanol, ambos em fase de testes. Se aprovados, serão um importante salto na descarbonização na indústria canavieira (positivo para a São Martinho e Jalles) e na redução nos custos.



Motores a biometano de GNV da Scania para caminhões a etanol da MWM para tratores exibidos no Agrishow – Ribeirão Preto



Trator T6.180 Methane Power02, da New Holland: custo é cerca de 32% acima de um veículo comum, mas diferença é liquidada em dois anos com combustível mais barato.

Imagem: Divulgação/New Holland

A MWM (Tupy), com seu motor movido a biometano, faz importantes progressos na substituição de motores a diesel em caminhões e de motobombas diesel, com grande economia de custos e largamente utilizadas na indústria canavieira na irrigação dos canaviais e está investindo num motor tendo o etanol como combustível para tratores. Aliás, em nossa Resenha [Todos os Caminhos Levam a Roma](#) (de 10 de novembro de 2023), fizemos uma análise sobre os movimentos do país em direção à descarbonização utilizando meios relacionados à realidade brasileira e às nossas empresas investidas, como alguns atores dessa transição. Reforçamos uma vez mais o impacto positivo nas empresas aqui comentadas e investidas pelos nossos fundos.

Desempenho dos Fundos – Abril de 2024

São quatro os meses já transcorridos em 2024 e, em todos eles, o investidor estrangeiro achou melhor procurar pastagens mais verdes que as da B3. Só em abril, foram retirados por eles R\$ 11,3 bilhões. De janeiro até abril, o total retirado ficou em R\$ 34,3 bilhões, e esse total quadrimestral já equivale a 75,4% de todo o fluxo aportado por estrangeiros na bolsa brasileira em 2023, que somou R\$ 45,5 bilhões, sendo R\$ 17,4 bilhões apenas em dezembro quando ainda prevalecia o sentimento de queda próxima dos juros pelo Fed.

Alocaram aqui, no mês passado, R\$ 4,7 bilhões de investidores institucionais, o maior volume desde agosto do ano passado e o 2º maior desde abril de 2021. Já os investidores individuais aportaram R\$ 4,1 bilhões (R\$ 16,8 bilhões no ano, enquanto os institucionais alocaram R\$ 6,2 bilhões), no quarto mês consecutivo em que foram investidores líquidos na bolsa.

Frustrações em série, com o plano de metas fiscais do governo, com o fluxo de capital, com o atraso na chegada do ciclo de corte de juros nos Estados Unidos, abateram os ânimos do mercado em abril. A classe de *small caps* (como talvez fosse de se esperar) foi o “patinho feio” da bolsa mais uma vez: o índice SMLL caiu 7,8% no mês passado e 11,5% desde o início do ano.

IBOV e IDIV sofreram também, mas menos um pouco: as perdas no mês passado foram de, respectivamente, 1,7% e 0,6%. O que amorteceu um pouco a queda nesses casos foram os bons desempenhos dos dois principais atores da B3: Petrobras e Vale, com suas altas de 15,6% e 4%, respectivamente.

Porque estamos majoritariamente expostos à classe das *small caps*, nossos fundos sentiram o impacto, especialmente devido ao desempenho positivo de Petrobras e Vale. Mesmo com um noticiário *bottom-up* favorável a nossas investidas, a exemplo do que se viu a respeito do setor Industrial e do Agronegócio (conforme comentamos na Resenha anterior), o fluxo tem sobressaído em relação aos fundamentos.

A pergunta que fica é: até quando?

O momento é de teste para nossas convicções e teses. Como um *stress testing* em tempo real, ou, como queiram os mais ávidos por TV, um *reality show*. Na Trígono, o momento nada tem a ver com distrações: aproveitamos, isso sim, para pensar, reavaliar e seguir em frente, com disciplina, paciência, foco. O pior a se fazer seria

tomar decisões ditadas por reações emocionais, receita certa para agir de forma equivocada e tomar péssimas decisões ou precipitadas.

Queremos ilustrar esses conceitos, disciplina, paciência, foco, com a história de um grande investidor. Não tão *pop* quanto Peter Lynch, John Templeton, Warren Buffett, Charlie Munger e Benjamin Graham, mas um exemplo de disciplina e convicção: Jean-Marie Eveillard. Ele se fez notável como investidor por ir ao extremo na bolha “pontocom”, no final da década de 90, por seguir sua estratégia de forma irredutível.

Para conhecê-lo mais a fundo, recomendamos “Ricos, Sábios e Felizes”, do jornalista britânico William Green (Editora Sextante, 1ª edição – 2021). Aqui, faremos um breve sumário de sua história.

Jean-Marie Eveillard é francês de Poitiers (cidade em que, quase 1.300 anos antes, Carlos Martel e os francos barraram o avanço muçulmano na Europa), nascido em 1940, quando a França, mais uma vez, se via invadida, desta vez, pelos nazistas.

Eveillard estrearia no mundo dos investimentos apenas na década de 1960, quando era analista no banco Société Générale, em Paris. Em 1968, foi transferido para os Estados Unidos, onde continuou a atuar em um fundo de alto giro de ações. Aos 28 anos, teve contato com a filosofia de Benjamin Graham. A partir daí, para ele tudo mudou em sua forma de pensar e investir.

Aos 39 anos, tornou-se gerente do SoGen International, e foi isso que abriu a ele a oportunidade de seguir sua própria filosofia. O SoGen International era um fundo pequeno e negligenciado pelo banco onde trabalhava, com cerca de US\$ 15 milhões de patrimônio. Sua estratégia era conservadora: identificar boas empresas a preços atrativos. Isso logo mostrou seus resultados, reconhecidos como positivos pela Morningstar e pela revista *Business Week*. O prestígio escalou, e o fundo não ficou nada atrás, batendo em quase US\$ 6 bilhões no final da década de 1990.

Inspirado na filosofia de Graham, Eveillard adaptou sua estratégia aos tempos modernos: procurou pelo mundo todo ações negociadas com desconto significativo em relação ao seu valor estimado ou intrínseco. Uma das principais linhas de sua tese é a prudência de se minimizar ao máximo os riscos, dado que o futuro é intrinsecamente incerto. Foi essa convicção que o levou a buscar empresas com baixo endividamento e elevada margem de segurança.

Aqui na Trígono, principalmente por estarmos expostos a uma economia emergente, com constantes instabilidades e ruídos políticos, seguimos a mesma linha. Damos grande importância em nosso processo de seleção a empresas pouco ou quase nada alavancadas e com exposição ao dólar em suas receitas.

Não foi uma jornada simples, a de Eveillard. Na bolha “pontocom”, no alvorecer do século 21, ele se viu quase chutado da indústria de investimentos por não seguir o pensamento convencional da época. Em 18 anos superando de forma consistente o mercado, o pior até então fora 1990, quando o SoGen International desvalorizou apenas 1,3%.

De janeiro de 1997 a março de 2000, o índice Nasdaq (de empresas de tecnologia) subiu estonteantes 290%, impulsionado pelo frenesi das ações de internet e telecomunicações, conhecidas também como dotcom (pontocom). A Cisco Systems, empresa de equipamentos de rede, foi um dos principais destaques: de US\$ 100 bilhões, passou a valer US\$ 500 bilhões. Estourada a bolha, passaria a valer cerca de US\$ 50 bilhões, uma perda de valor de nada menos que 90%. Já vimos aqui o caso de Magazine Luiza perdendo 95% do seu valor, como alertado pela Trígono em uma das nossas lives e a comparando com a Amazon, com a empresa brasileira negociada na época a múltiplos muito maiores do que a gigante norte-americana.

Irredutível em sua estratégia e em sua filosofia de investimento, Eveillard não comprou uma ação sequer do setor de tecnologia ao longo da bolha. Não perdeu dinheiro para seus cotistas, mas a pressão que recebeu por ficar de fora da festa foi enorme. Em 1999, o fundo subiu 19,6%, nada mal, mas pálido ante o retorno de 85,6% da Nasdaq.

Ele resumiu o momento em uma frase memorável: “Ficar para trás é sofrer”. Não é fácil ficar atrás do mercado, ainda mais quando suas convicções apontam para a direção correta. Fazendo um paralelo com o atual momento: o desempenho atual de nossos fundos em nada afeta a percepção que temos de cada empresa em que investimos. Olhamos para os fundamentos e para o futuro e, mesmo cientes da incerteza do futuro, acreditamos estar nos melhores “cavalos”. O SoGen International saiu de US\$ 6 bilhões de patrimônio para US\$ 2 bilhões no pico do mercado, ou seja, num movimento totalmente contrário ao mercado, efeito basicamente de resgates de investidores descontentes e desconfiados da habilidade do gestor, que aos olhos deles não percebia que o setor de tecnologia era o melhor do mercado.

Talvez, mais difícil que o encolhimento do fundo, para Eveillard tenha sido a pressão feita por seu entorno para abandonar sua estratégia e seguir a “fórmula mágica” das empresas de tecnologia. Executivos da sua instituição o julgaram “meio gagá”; sua própria esposa, que trabalhava como banqueira de investimentos, criticava sua teimosia.

Em meio ao ápice da bolha, em meados de janeiro de 2000, a Société Générale vendeu o conjunto de fundos geridos por ele, e a bolsa estouraria pouco depois, em março. A partir daí, Eveillard virou a chave e bateu o Nasdaq por 49 pontos em 2000; por 31 pontos em 2001; e por 42 pontos em 2002. Com perfeito controle emocional e fidelidade a seus princípios, seus fundos eventualmente atingiram a marca de US\$ 50 bilhões.

O controle emocional de Eveillard para suportar um longo período de desempenho fraco, sem renunciar a suas crenças de investimentos e manter a disciplina, sem ouvir o canto das sereias de mercado, investidores e “patrões” descontentes, mantendo seus princípios e seguindo a lógica econômica das empresas. Tudo isso nos conta uma história e nos apresenta uma lição que vale muito a pena aprender. E creio, aos investidores também.

Sua estratégia consiste em pesquisar por completo as companhias investidas, dando atenção mais às notas de rodapé nos jornais que às manchetes. Na Trígono, sempre pregamos a importância de ler notas explicativas, ricas em informações das empresas, e que, mesmo assim, quase ninguém lê se atendo ao *press release*, a narrativas com que as empresas desejam cativar o mercado.

Na Trígono, vamos além (“Além do Óbvio”), com constantes visitas às plantas e reuniões nas empresas investidas e em eventos voltados para a economia real. Um exemplo recente foi a Agrishow 2024. Ficamos em contato com as investidas através de representantes comerciais, concorrentes e empresas dos setores em que investimos, direta ou indiretamente.

“Sometimes in life, it’s not just about what we buy, but what we don’t buy. By focusing your research on a smaller number of businesses that fall within your circle of competence, you can do a better job on your research. Risk goes down when you know what you are doing.”

(“Às vezes, na vida, não se trata apenas do que compramos, mas do que não compramos. Ao concentrar sua pesquisa em um número menor de empresas que se enquadram no seu círculo de competência, você pode fazer um trabalho melhor em sua pesquisa. O risco diminui quando você sabe o que está fazendo.”)

Jean-Marie Eveillard ([Acesse aqui](#))

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

Abril foi mais um mês desafiador para o Delphos, que entregou uma queda de 4,4%. Com isso, descolou do IDIV, que perdeu bem menos (-0,6%). É preciso dizer, no entanto, que esse desempenho do referencial teve a ajuda providencial da Petrobras: esta entregou ganho de 1,7%, o que foi possível graças à trégua no embate governo x Jean Paul Prates (trégua esta que levou à liberação de 50% dos dividendos extraordinários). Sem Petrobras (e sem Vale), o IDIV teria perdido um pouco mais (-1,9%).

O ser agnóstico em relação aos benchmarks não vem sem um custo. A despeito dos resultados de abril, seguimos firmes na estratégia, de olho nos resultados do 1T24, que deverão ser entregues na primeira quinzena deste mês. Fundamentos sempre prevalecem, e não será diferente em mais esta volta. Falamos um pouco disso na Resenha anterior ([Agronegócio, Indústria e Agroindústria: um Trígono de oportunidades](#), publicada em 12 de abril).

No acumulado de 2024 até abril, o Delphos recuou 9,7%, contra queda de 4,4% do IDIV (segurado como vem sendo pela Petrobras). Na janela de 12 meses até abril, o fundo entregou valorização de 12,6%, ante alta de 21,8% do referencial (também aqui, tendo Petrobras como motor, mais que dobrando de valor). Desde seu início (26/abril/2018), o Delphos valorizou 202,1%, mais que duas vezes os 95,6% do IDIV (que, sem negar o mérito do índice, tem sido, de longe, o melhor *benchmark* dos últimos anos).

Nem todos sabem: abril é o principal “Mês das AGOs” (Assembleias Gerais Ordinárias) das companhias. Com isso, várias aprovaram proventos que devem ser pagos nos próximos meses. Destaques vão para a Metal Leve, com aprovação de mais R\$ 1,63 por ação (*yield* próximo de 4,9%), Kepler Weber (*yield* próximo de 4%), Banco da Amazônia (*yield* próximo de 6%) e CEB (*yield* próximo de 3,2%), reforçando o caixa do fundo.

Fundo	abr-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
DELPHOS	-4,4%	-9,7%	12,6%	13,8%	29,5%	166,0%	204,4%	202,1%
IDIV	-0,6%	-4,4%	21,8%	24,8%	29,5%	77,5%	64,7%	95,6%

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

O Flagship 60 encerrou abril com 5,3% de queda, melhor que o SMLL (-7,8%), entregando um alfa de 2,5 ponto percentual. O resultado deixa o fundo praticamente emparelhado com o referencial, com perdas de 11,2% e 11,5%, respectivamente. Indústria (-3,4%), Agronegócio (-1,3%) e Mineração e Metalurgia (-0,8%), os três setores de maior alocação, respondem mais uma vez pelo desempenho mensal fraco.

Tampouco ficamos muito bem na foto de 12 meses, com 9,3% de alta, atrás 3,1 pontos percentuais do SMLL. Mas, visto da janela de mais de 48 meses, o Flagship 60 posa com alta de 119,2%; o SMLL e sua tímida alta de 11,1% mal se percebem (o alfa é de nada menos que 108%). Desde seu início (abril/2018), o Flagship 60 traz retorno de 217,6% (com alfa de 198,8%).

Hoje, as 8 principais posições do Flagship representam 83% da carteira, 4 delas apresentando caixa líquido e todas com relação dívida líquida/EBITDA abaixo de/ou igual a 1,8x. Todas estão financeiramente robustas e com geração de valor ao acionista. Mesmo com a maior concentração, nos últimos 12 meses a volatilidade do Flagship foi de 17,3%, menor que a do SMLL (20,6%).

Fundo	abr-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	-5,3%	-11,2%	9,3%	2,9%	7,5%	119,2%	170,1%	225,2%
SMLL	-7,8%	-11,5%	12,4%	-10,0%	-28,7%	11,1%	6,0%	18,8%

Fundo	abr-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	-5,3%	-11,2%	9,6%	3,2%	7,2%	119,5%	163,8%	217,6%
SMLL	-7,8%	-11,5%	12,4%	-10,0%	-28,7%	11,1%	6,0%	18,8%

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

Como os demais, o Verbier foi afetado por Indústria (-3,1%) e Agronegócio (-1,3%), com o agravante do setor de Papel e Celulose (que caiu 0,8%). No mês passado, o fundo perdeu 6,5%, contra queda bem menor (-1,7%) do Ibovespa (nada menos que 4,8 pontos percentuais de diferença). Também no IBOV, a Petrobras foi um grande diferencial (com alta de 2%).

Desde seu início (julho/2018), o Verbier entregou retorno de 192,6% (alfa de 131,4%). A volatilidade do fundo nos últimos 12 meses foi de 17,6%, contra 14,7% do IBOV, mesmo com as 7 principais posições representando 83% do fundo.

O Verbier tem uma estratégia de ações livres, o que lhe permite investir em empresas de qualquer valor de mercado, mesmo que agora estejamos mais expostos a *small e micro caps*. Se o mercado traz oportunidades em *large caps*, o fundo as aproveita (embora estas sejam bem mais escassas). Apesar de contar com essa abertura, hoje as melhores oportunidades estão no universo das “pequenas”. As alocações hoje são: 45,5% em *small caps*; 42% em *micro caps*; 9,8% em *large caps*.

Fundo	abr-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
VERBIER	-6,5%	-10,9%	11,4%	6,4%	12,2%	129,9%	134,1%	192,6%
IBOVESPA	-1,7%	-6,2%	20,6%	16,7%	5,9%	56,4%	30,7%	61,2%

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

O Trígono 70 Prev caiu 4,8%, contra avanço de 0,9% do CDI. Mais um mês difícil para renda variável, que tem sofrido para acompanhar o referencial (do qual o fundo está 11,3 pontos percentuais atrás). A diferença é bem menor na janela de 12 meses (9,4% do 70 Prev, 12,3% do CDI). Desde seu início (setembro/2019), o retorno do fundo é de 82,9%, ou 190,6% do CDI (quase duas vezes o do referencial). Nada mal para um fundo de previdência, com tantos ventos contrários nos últimos anos.

O Trígono 70 Prev é uma excelente diversificação da carteira previdenciária, com sua exposição estratégica ao universo de *small caps*: não fechamos os olhos para as grandes, mas é nas pequenas que vemos as melhores oportunidades em renda variável. Outras opções de fundos com exposição a renda variável só têm olhos para grandes empresas, associadas ao IBOV. Atualmente, os 70% alocados em renda variável estão distribuídos entre 9 empresas e com sobreposição ao IBOV bem reduzida.

Fundo	abr-24	2024	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
70 PREV	-4,8%	-7,8%	9,4%	14,6%	21,4%	88,6%	82,9%
CDI	0,9%	3,5%	12,3%	27,4%	36,4%	39,3%	43,5%

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

O fundo teve desvalorização de 6,3% em abril. O IBOV também perdeu, mas menos (-1,7%). Praticamente todos os setores tiveram queda, com destaque para Indústria (-2,8%), Agronegócio (-1,9%) e Mineração e Metalurgia (-0,7%). Consumo (0,2%) foi a quase imperceptível exceção. A volatilidade do Trígono Icatu 100 foi de 19,2%, contra 14,7% do IBOV (oito papéis representam 85% do portfólio).

O curto prazo tem sido turbulento, mas desde seu início (julho/2020) o Icatu 100 entregou alfa de 54,4% (ou um retorno absoluto de 79,8%). Como no 70 Prev, vemos no Icatu 100 uma excelente opção de diversificação da carteira previdenciária, por sua exposição ao atrativo universo das *small caps*. Atualmente, 100% do portfólio está alocado em *micro* e *small caps*, com sobreposição praticamente nula ao Ibovespa.

Fundo	abr-24	2024	12M	24M	36M	INÍCIO
ICATU 100	-6,3%	-12,0%	7,2%	5,1%	10,0%	79,8%
IBOVESPA	-1,7%	-6,2%	20,6%	16,7%	5,9%	25,4%

Trígono ICATU 70 Previdenciário FIC FIA (CNPJ: 49.459.345/001-05)

O Icatu 70 Previdenciário tem uma estrutura similar à do 70 Prev, mas com uma carteira mais parecida com a do Icatu 100, por sua diversificação. O produto veio para atender a pedidos de parceiros que gostariam de ter previdência Trígono, mas sem se expor 100% à renda variável. Oferecemos, assim, 3 produtos previdenciários, que atendem a todas as necessidades e requisitos de diversificação.

Em abril, como nossos outros dois fundos previdenciários, o Icatu 70 também teve perda de 3,7%, contra queda de 1,7% do seu *benchmark*. De janeiro a abril, a queda chega a 5,2% (e nesse mesmo período o referencial também não se saiu melhor, com recuo de 6,2%). Desde seu início (maio/2023), o retorno é de 6,1% (contra os mais saudáveis 14,4% do IBOV).

Como nos demais, também no Icatu 70 pesaram Indústria (-1,4%) e Agronegócio (-1,1%). Papel e Celulose (-0,5%) e Logística (-0,5%) apontaram para baixo. Nenhum setor trouxe contribuição positiva digna de nota.

Fundo	abr-24	2024	INÍCIO
ICATU 70	-3,7%	-5,2%	6,1%
IBOVESPA	-1,7%	-6,2%	14,4%

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

O Power tem aproveitado o momento turbulento do mercado para abrir um alfa considerável. Em abril, caiu 2,8%, mas o IEE perdeu ainda mais (-3,8%). Abril foi um mês desafiador para as companhias de Concessão e Energia. No acumulado de 2024, o Power é nosso melhor fundo, com leve recuo de 0,9%, ante o desconcertante 10,2% de queda do IEE.

No mês, o destaque foi, um tanto ironicamente, o próprio setor de Concessão e Energia, com 0,9% de alta. O ganho vem mesmo com uma forte penalização das ações da EMAE, privatizada no dia 19 do mês passado. Não vemos motivo para tal desvalorização de 18% no mês, principalmente em um momento em que, em tese, haverá a possibilidade de destravar valor dos mais diversos ativos da companhia, “parados” há tantos anos, agora privatizada. Na contramão vieram Agronegócio (-2%) e Óleo e Gás (-0,8%).

O propósito do Power é investir em companhias que, de forma direta ou indireta, ou se beneficiam da transição energética ou são eletrointensivas. O momento atual é de relativa estabilidade, mas crises energéticas são e serão cada vez mais iminentes, com efeitos cada vez mais agudos. Que o leitor perdoe se o tom da avaliação parecer negativo demais, mas vemos o Oriente Médio mais uma vez no papel de barril de pólvora, o que pode indicar a manutenção da alta dos preços do petróleo e, indiretamente, do etanol.

Mas o posicionamento atual do Power permite nos beneficiarmos de um cenário energético mais desafiador. O mencionado etanol deverá ganhar relevância ainda maior na descarbonização do Brasil e em países como Índia e mesmo Estados Unidos (maior produtor de etanol do mundo, usando o milho). O forte aumento das temperaturas, por sua vez, favorece distribuidoras comprando energia no mercado livre a preços muito baixos em relação aos preços da energia distribuída. Em abril, esse efeito foi ainda mais intenso.

Fundo	abr-24	2024	12M	24M	36M	INÍCIO
POWER	-2,8%	-0,9%	10,4%	-9,3%	-5,6%	12,6%
IEE	-3,8%	-10,2%	6,8%	2,5%	6,5%	3,5%

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

Nosso “queridinho” seguiu gerando alfa em abril, apesar de o mês ter sido, como dissemos até aqui, desafiador para *small e micro caps*. O Horizon caiu 4,8% no mês passado, mas abriu mais 3% de excedente de retorno, que já chega a 6,3 pontos percentuais sobre o SMLL no ano (-5,2% vs -11,5%) e a 14,4 p.p. (26,8% vs 12,4% do SMLL) nos 12 meses até abril.

Criado em 1º de setembro de 2021, o fundo começou em uma janela bem desafiadora de mercado, especialmente para sua classe. Mesmo assim, já entregou alfa de 36,7%, com valorização de 9,9%, ante uma forte perda de 26,8% do SMLL. Construção (-2%), Agronegócio (-1,4%) e Logística (-1%) puxaram o fundo para baixo. Do lado positivo, só a contribuição de Serviços Financeiros (0,5%) foi significativa.

Com 14 empresas em carteira, vemos diversas oportunidades nas empresas com valor de mercado abaixo de R\$ 3 bilhões (*micro caps*), que atuam em nichos e possuem menor liquidez. Essa classe em geral é rejeitada pelo mercado, que busca apenas liquidez e empresas mais conhecidas. Melhor para a Trígono. Como diz um certo ditado, nunca interrompa seu inimigo quando ele estiver cometendo um erro.

Fundo	abr-24	2024	12M	24M	INÍCIO
HORIZON	-4,8%	-5,2%	26,8%	32,5%	9,9%
SMLL	-7,8%	-11,5%	12,4%	-10,0%	-26,8%

Abril foi mais um mês complicado para as bolsas de valores, no Brasil, nos Estados Unidos e Europa. Mas nossas principais empresas investidas seguem bem, e esperamos um primeiro trimestre revelando sinais positivos para o ano. E ainda sendo beneficiadas pela série de medidas do governo em busca de um modelo de transição energética e descarbonização que faça sentido para as condições únicas do nosso país. Também as medidas para incentivar investimentos na indústria e melhorar a nossa competitividade está 100% alinhada com o que defendemos. Aqui temos um alinhamento perfeito (trígono na astrologia) entre *top-down* e *bottom-up*. A queda dos juros é aliada para empresas que investem e para aqueles que investem ou desejam aumentar a alocação em renda variável. E não custa repetir. O melhor momento para investir é quando o mercado está em baixa a preços competitivos. Como toda boa dona de casa sabe: os melhores preços na feira é quando esta se encontra próxima ao encerramento.

E para finalizar, a história de Jean-Marie Eveillard é uma lição para investidores, consultores e alocadores, pois não é única, e para gestores também.

Muito obrigado, uma vez mais. Como Eveillard, seguimos confiantes em nossas teses e não abdicamos da disciplina e metodologia de investimentos que praticamos há quase sete anos na Trígono e demonstrado pelo desempenho de longo prazo de todos os nossos fundos.

Gestor

Werner Roger

Equipe de analistas

Guilherme Cambraia

Pedro Carvalho

Shin Lai

Yuhzô Breyer





TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

www.trigonocapital.com

R. Surubim, 373 - Chácara Santo Antônio,
São Paulo - SP, 04571-050