



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

JANEIRO 2023

RESENHA MENSAL

Platão e a Nau dos Loucos!

Platão e a Nau dos Loucos

Prezados investidores e leitores

Encerrado 2022, abrem-se as portas para um novo ano, cheio de esperança. Que é representada, por exemplo, pelo coelho no horóscopo chinês para 2023. Que é lembrada também na poesia – por exemplo, nas palavras do poeta inglês Alfred, Lord Tennyson:

*“Esperança
Sorri dos umbrais do ano que chega,
Sussurrando: ‘Será mais feliz.’”*

E que, como sabemos bem, faz parte do perfil do brasileiro: somos um país de imigrantes, e, ao longo da história, cruzar oceanos não é algo que se tenha feito sem que houvesse um forte sentimento de esperança a impulsionar aqueles que vieram para cá.

Queremos abrir este ano, antes de qualquer coisa, agradecendo os apoios dos cerca de 90 mil investidores que confiam a nós a gestão de seus recursos; dos parceiros que distribuem nossos fundos; de fornecedores e prestadores de serviços; e de nossa incrível equipe.

Foram muitas conquistas e premiações. Nossos 3 principais fundos – Delphos, Flagship e Verbier – figuraram entre os dez de melhor desempenho em renda variável em 2022. Mas o que nos deixa mais felizes, e comprova a consistência e solidez de nossa metodologia de investimentos, foi que eles foram os de melhor desempenho em renda variável em 36 meses. Investimento em renda variável é um compromisso a se assumir por pelo menos 3 anos – quem nos acompanha bem reconhece aí uma constante recomendação nossa.

É também um compromisso que requer tolerância a risco. O desarranjo econômico global trazido pela pandemia de covid-19 é tal que faz crises anteriores parecer suaves e distantes. Existem aqueles dentre nós que já investiam em 2015/2016 – quando da recessão causada pela gestão econômica temerária do governo Dilma –, ou mesmo desde a crise do *subprime* nos EUA, em 2008 – que alguns à época diziam ter sido a pior desde o *crash* de 1929. A covid-19 deixou essas e outras crises no chinelo. Houve, claro, quem ganhasse com a queda das ações nessas ocasiões. Mas isso não invalida (pelo contrário) dizer que uma maioria expressiva que vendeu ou resgatou investimentos em renda variável em momentos de crise teve perdas grandes e que, em alguns casos, jamais foram recuperadas.

Na Trígono, fechamos 2022 até com aumento nos ativos sob gestão, que chegam agora a R\$ 2,3 bilhões. Isso só foi possível com o apoio de nossos inestimáveis investidores. Nesta resenha, inauguramos uma seção destinada ao Trígono Pulsar Blend, nosso fundo de crédito privado – o caçula da casa, mas, mesmo tão novo, já tem sua primeira lâmina disponível em nosso site, para os que queiram mais detalhes e informações.

=====

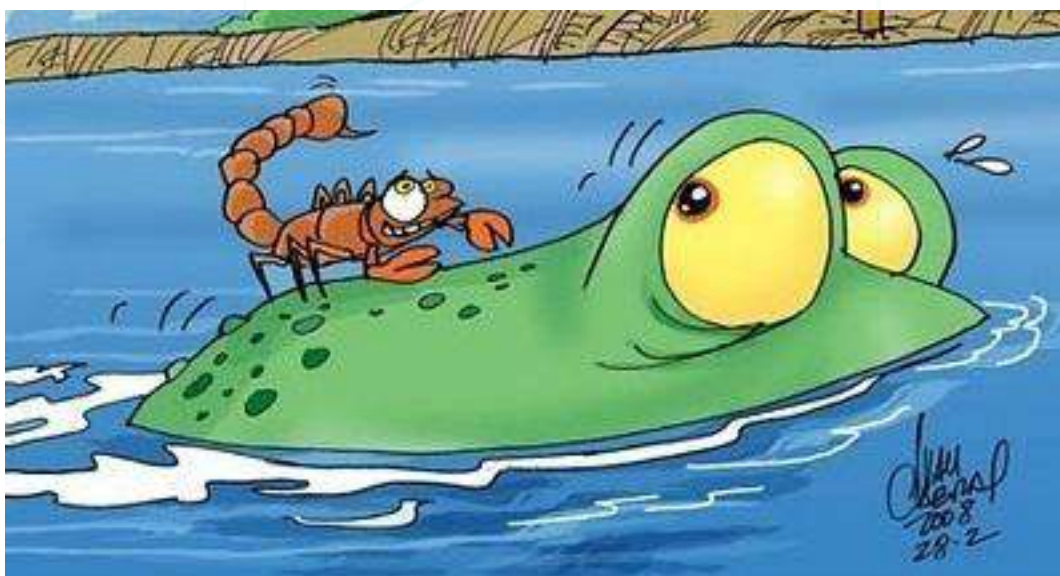
Com mais de 40 anos de vida profissional, atravessei diferentes governos e planos econômicos, e crises de várias magnitudes (quase anuais), incluindo 4 governos sob gestão do PT – o último deles de caráter

reconhecidamente desastroso e que se findou antes da metade, todos se recordam muito bem, e os panelaços que instigaram o Congresso a agir.

Do ponto de vista assentado nessa base, digo: quero dar um voto de confiança ao novo governo.

Quero torcer para que dê certo. Quero lhe dar o benefício da dúvida. Lembro do notável Winston Churchill, que teria dito: “Sou um otimista. Não me parece muito útil ser outra coisa”. Eis aí, numa pílula, a descrição do sentimento a se ter na situação atual.

Afinal, para o bem e para o mal, estamos todos no mesmo barco. E é bom – é ótimo, aliás – que seja assim. Só um suicida (ou um idiota) ficaria feliz em ver o barco afundando sem botes salva-vidas para todos. Claro, existem os escorpiões que, como na fábula do grego Esopo (620 a.C. – 564 a.C.), picam o sapo no meio do rio, matando a ambos afogados: são vítimas de suas naturezas. Felizmente, escorpiões não são (e não serão) maioria.



Falando em barcos (e tenho um fraco pelo universo náutico), o título da Resenha busca inspiração em “A República”, livro escrito por Platão (428/427 a.C. – 348/347 a.C.), no qual ele cria a famosa alegoria da caverna. Mas, no livro (capítulo, na verdade) VI, há outra alegoria famosa: a do barco e seu comandante como representações do Estado e do governante. Representarão aqui o Brasil e o presidente da República.

O comandante do navio, diz Platão, é forte, mas vê e ouve mal e desconhece a arte da navegação. O agora presidente da República é forte, domina isoladamente o partido (PT), mas não conhece navegação – economia (embora goste de achar que sim). Os ministros e dirigentes das principais estatais (os demais tripulantes, no nosso caso) muitas vezes disputam ou disputarão [a questão da sucessão começa assim que o vitorioso sai das urnas] o comando do navio/a condução do país.

Na nau Brasil, há tripulantes/ministros que são obviamente aspirantes a candidatos à presidência da República em 2026. São eles: Fernando Haddad; Simone Tebet; Gleisi Hoffmann; e Geraldo Alckmin.

O primeiro, à frente da pasta da Fazenda, é franco favorito – Fernando Henrique Cardoso (primeiro presidente reeleito da história do país), lembremos, foi ministro da Fazenda de Itamar Franco (1992-1994). Mas Haddad nunca foi capitão da nau da Fazenda, e terá que provar suas habilidades – ainda mais se vierem por aí tempestades e turbulências. Suas primeiras palavras seguem o que o mercado gosta de ouvir: **responsabilidade fiscal**. Na PEC de transição, a direção do leme não combinou com a direção dos ventos, no entanto. E todo velejador sabe, mudam os ventos, muda-se a direção das velas e do leme, pois o vento não pode ser controlado, mas o rumo sim, independentemente da direção dos ventos, ainda que com uma distância maior, talvez o tempo decorrido também.

Haddad é bacharel em direito, mestre em economia e doutor em filosofia (nossa alegoria lhe soaria familiar, portanto). Seu currículo na vida pública não é de um iniciante: ministro da Educação (2005-2012) nos governos Lula e Dilma; prefeito de São Paulo (2013-2016); subsecretário municipal de Finanças de São Paulo; integrante do Ministério do Planejamento sob Guido Mantega (2003-2004); e autor do projeto de lei que instituiu as PPPs (Parcerias Público-Privadas). Tenha-se dele a opinião que se queira, não é um neófito. Ele coleciona derrotas eleitorais, não se pode deixar de falar: em 2018, perdeu para Jair Bolsonaro (55,1% x 44,9%) e em 2022 foi derrotado por Tarcísio de Freitas para governar São Paulo (55,3% x 44,7%).

Gleisi, presidente do PT, corre na raia ao lado. Com ambições políticas, ela entra nesse imbróglio ao defender a continuidade da desoneração dos combustíveis. Isso contraria, no entanto, a necessidade de aumentar a arrecadação – pleito de governadores e do próprio Haddad.

Tebet, à frente do Planejamento (outra pasta econômica), é filha de político, o senador pelo Estado do Mato Grosso do Sul Ramez Tebet (1936-2006). Formada em direito, foi prefeita de Três Lagoas, vice-governadora do MS, deputada estadual e (como o pai) senadora (MDB-MS). Votou pelo *impeachment* de Dilma Rousseff e pela PEC do Teto dos Gastos em 2016. Votou a favor do decreto que flexibilizou a posse de armas para cidadãos. Vejam as contradições em relação ao discurso do presidente Lula e decreto a respeito das armas. Mais uma contradição, no Senado, foi ativa defensora da suspensão de demarcações de terras indígenas (é dela uma fazenda em Caarapó, região de conflitos e violência contra aldeias). Como se vê, é um histórico pouco alinhado ao atual governo. Tentou se apresentar como nome da “3ª Via” e, num lance de ironia poética, foi a 3ª colocada no 1º turno da eleição presidencial do ano passado (teve 4,16% dos votos válidos, o menor percentual já registrado para um postulante nessa posição).

Alckmin (PSB-SP), médico de formação, é o mais experiente desta seleta de nomes. É vice-presidente e ministro da Indústria e Comércio. Sobrinho de ex-ministro do STF, é primo de José Maria Alckmin, vice-presidente do governo militar de Castelo Branco (1964-1967). Com longa carreira política (vereador, prefeito, deputado estadual, deputado federal, vice-governador e governador), foi um dos fundadores do PSDB em 1988. No Estado de São Paulo foi secretário estadual de Desenvolvimento (2009-2010) e, bem antes (1991), foi presidente do Programa Estadual de Desestatização (nomeado pelo então governador Mário Covas).

Candidato à presidência em 2018, terminou a disputa em 4º lugar (4,7% dos votos, pior desempenho de candidatos do PSDB nessa corrida). Em 2006, também candidato à presidência, foi derrotado no 2º turno por Lula (60,8% x 39,2%), que se reelegeu. No programa de governo, havia proposta de desenvolvimento econômico através da redução de impostos – temperada com severas críticas ao mensalão.

Tebet e Alckmin têm históricos de forte oposição ao PT – cuja base pode fazer forte oposição a ambos. Mas vice não pode ser demitido, e, por mais que o cargo de ministro da Fazenda seja uma grande vitrine para potenciais candidatos ao Planalto, a vitrine de vice-presidente é mais chamativa.

“Mas Werner, o que tudo isso tem a ver com o título da Resenha?”

A alegoria platônica é de uma embarcação desgovernada, com uma tripulação ambiciosa, “na seca” para tomar o lugar do comandante. Apesar da democracia ser um conceito nascido na Grécia, Platão não a tinha em alta conta. Na visão dele, governantes-filósofos/ filósofos-governantes é que seriam o melhor para a *pólis*. Parece uma visão elitista – e não é à toa: Platão vinha de uma família rica, com papel político em Atenas. Governar era coisa para elites educadas – para a aristocracia (outro conceito grego e seguida pelo senado romano).

A imagem de uma embarcação à deriva, com cada um dos mais ambiciosos disputando ferrenhamente o controle, é bastante explorada nas artes. Sebastian Brant (1457-1521), por exemplo, escreveu *A Nau dos Insensatos* (1494), longo poema satírico, que não espantaria se fosse inspirado em Platão. Brant critica todo um cardápio do que na Idade Média eram vícios que mandavam almas para o inferno aos montes: avidez por dinheiro; falta de escrúpulos; perda da fé; arrogância; mentira; violência: a lista iria longe. Os passageiros da nau não sabem para onde estão indo – e não se importam.

Katherine Anne Porter escreveu *Ship of Fools* em 1962 – e em 1965, o livro viraria filme, dirigido por Stanley Kramer (dica de cinemateca). Na música, *Ship of Fools* é nome de canções de grupos de uma ampla variedade de estilos – de Grateful Dead, The Doors e Robert Plant a World Party, Elvis Costello, Erasure e Lulu Santos, passando por Sarah Brightman e John Cale.



Em suma: Platão e Brant (e todos os outros) parecem querer ressaltar que a bagunça seria o estado normal de ambientes em que há poder a ser exercido, e muitas vezes, quem pode, não manda; quem manda, não sabe o que faz; e quem sabe, não tem força para mandar.

Se a Resenha acabasse aqui, poderia passar um certo desassossego ao leitor. A moral da história seria então que estamos condenados a quatro anos de brigas e intrigas palacianas, com pastas cruciais entregues a inexperientes, e que vamos ver o futuro do Brasil ser jogado um pouco mais para depois?

Não. Quem entendeu isso tanto leu apenas ligeiramente o início da Resenha como não está olhando para o entorno.

Como dissemos, não há neófitos no novo governo. Alckmin, Haddad, Tebet – todos têm seu tempo de janela. A comunidade financeira internacional também já teria visto justificativa para confiar: basta ver o câmbio, que a seu modo anda comportado; e o fluxo de recursos estrangeiros vindo para a B3 após as eleições, de certa forma neutralizando as vendas de investidores locais (notadamente institucionais e fundos sofrendo resgates maciços).

Em segundo, também torcemos para que o Brasil dê certo. O pessimismo não faz sentido. E como já comentamos diversas vezes em nossas Resenhas: situações de risco ou medo são o terreno onde surgem as melhores oportunidades – inclusive de investimentos, especialmente indo contra o senso comum (o efeito manada). Não é uma torcida no vazio: vamos buscar o resultado que queremos.

E independente de ideologias, o Brasil encontrar seu rumo, gerar empregos, com redução de pobreza, qualificação profissional – eis aí um pequeno pedaço do roteiro de qualquer governante que se preze. A bandeira do Brasil carrega um lema: Ordem e Progresso. E torcemos para que cada vez mais tenhamos ambos.

A Trígono é uma gestora de recursos focada em renda variável e desde meados do ano passado com um fundo de crédito privado: o Norte na nossa bússola é o crescimento e o desenvolvimento do país. Há, como dissemos, os escorpiões, que podem já pensar em abandonar o barco Brasil. Mas na ética e na tradição náutica, o capitão primeiro se assegura de que todos os passageiros, e em seguida a tripulação, tenham desembarcado de um navio com problemas – e só então o abandona. Em 2012, o transatlântico Costa Concordia naufragou e o comandante, Francesco Schettino, foi um dos primeiros a abandoná-lo. O tratamento da Justiça italiana também foi exemplar: em 2016, ele foi condenado a 16 anos de prisão pela atitude.

Mas voto de confiança não é pacto de sangue. Como diz ao rei Henrique o oficial Fluellen, no “Henrique V”, de Shakespeare (Ato 4, Cena 7): “Não tenho necessidade de me envergonhar de Vossa Majestade, Deus seja louvado, enquanto Vossa Majestade for um homem honesto”.

Na seção estratégia, comentamos como vamos comandar a nave Trígono (nossos fundos) por mares turbulentos (se estes vierem). Aqui não tem insensatos a bordo.

Conjuntura Internacional

A China segue em rápido processo de reabertura. Com a liberação e nova orientação do Partido Comunista Chinês, a política de covid-zero aparentemente foi descontinuada. O que se espera é alcançar a imunidade de rebanho o mais rápido possível. Sem dados, é difícil saber o *status* de novos casos e óbitos no país – o que, por sua vez, dificulta projetar um prazo para a volta à dinâmica normal da economia. Apesar de tudo isso, o que se pode intuir é que a covid-19 atingiu o pico em boa parte das grandes cidades, dado o aumento no fluxo nas ruas e no transporte público. A expectativa é que a

retomada da economia agora seja definitiva, ao contrário das reaberturas inconsistentes e inconstantes feitas pelo país no passado recente.

A retomada do setor imobiliário chinês, comentada em resenhas anteriores, também avança aos poucos na China – mas, como dito logo acima, o que ocorre agora é uma retomada de fato. A bolsa chinesa já antecipa esse fenômeno e vem se recuperando fortemente desde setembro (quando o setor imobiliário começou a dar sinais de melhora) e continua seu *rally* com as notícias de retomada. Diversas *commodities* também seguem em recuperação, apesar do índice GSCI em pequena queda durante o período (reflexo da forte queda dos preços das *commodities* energéticas, contrabalanceando a alta de *commodities* metálicas).

A queda de preços das *commodities* energéticas é um fenômeno curioso. O *overshooting* (forte elevação nos preços) que visto durante o começo do ano causou grande impacto na demanda. O consumo residencial foi restrito pela própria tarifa. Em vários lares, começou-se a queimar lenha, houve troca de equipamentos ineficientes, etc. Algo parecido com o racionamento da energia no Brasil em 2002, inclusive com a troca de lâmpadas incandescentes por fluorescentes e instalação de aquecedores solares nos chuveiros. Hoje ainda temos a tecnologia LED (de menor consumo) nas lâmpadas e energia distribuída (fotovoltaica ou solar).

A contínua onda de calor em pleno inverno europeu ajudou muito também, com temperaturas entre 10°C e 20°C (acima da média histórica). Os europeus têm trabalhado em ampliar sua capacidade de importar gás natural, com estações de regaseificação sendo construídas em prazos recorde, mesmo sem trâmites regulatórios e ambientais necessários. Na emergência, esses trâmites perdem a importância – mas vivemos tempos de aquecimento global; não são sem consequências decisões assim. Sobre a demanda industrial, importar produtos eletrointensivos começa a ter preferência sobre a produção local – e, com a atividade econômica perdendo fôlego, o consumo industrial como um todo foi penalizado.

Ao refletir sobre a situação da demanda, é crucial entender a questão inflacionária e como ela se relaciona com o juro. BCE (Banco Central Europeu) e Fed (BC americano) começaram a adotar postura contracionista ao elevar as taxas. Janeiro deverá marcar o fim da existência de títulos de dívida com juros negativos. O esforço para conter a inflação está surtindo efeito – talvez mais rapidamente que o esperado e com impacto direto na demanda. Ou seja, atingiu-se agora um patamar de equilíbrio no qual a política monetária marginal dos países ocidentais começa a ter forte e rápido efeito na precificação das *commodities*. Há o temor que os BCs possam exagerar e ir além do ideal no campo restritivo de juros. Esse temor é contrabalanceado pela retomada chinesa – de forma que o mercado de *commodities* como um todo segue relativamente estagnado (e, no caso do petróleo, com preços retraindo, contrariando as expectativas derivadas da menor oferta russa).

A partir de agora o mercado aguarda que os dirigentes de bancos centrais ou entendam que sua política atingiu o efeito desejado ou que desistam de ir até o fim de seu plano por medo de consequências piores que as da própria inflação. Historicamente, apostar “contra” os BCs durante um ciclo de alta de juros (apostar na queda dos juros e comprar ações) é uma posição muito arriscada – e no geral, perdedora. Se analisarmos a oferta, percebemos que a questão, abordada em resenhas anteriores, da falta de investimentos e dificuldades de expansão, continua igual. Dessa forma, o que os bancos centrais podem fazer é manter a política restritiva de forma a controlar uma alta descontrolada na inflação – que é o resultado que estão alcançando. Mas será muito difícil que se retorne à realidade anterior, de crescimento sustentado sem inflação, justamente por conta da menor oferta. A lei da oferta e da

demanda é irrevogável, à revelia de políticos e economistas heterodoxos que pensam o contrário e acreditam em congelamento de preços ou outras manobras.



Em suma, é esperada a manutenção de uma posição relativamente restritiva dos bancos centrais – sem que isso impeça uma alta gradual das *commodities*, ao mesmo tempo em que é crucial que haja investimentos em bens de capital. No meio tempo, é perigoso se posicionar em setores como o de tecnologia esperando uma mudança repentina de ideia por parte das autoridades monetárias.

A Trígono não é uma gestora macro, mas coincidentemente nosso portfólio está alinhado com essa lógica. Empresas como Tupy, Schulz, Metal Leve, Kepler Weber, Ferbasa e Unipar terão boa demanda por seus produtos nessa nova fase de investimentos e estão diretas ou indiretamente associadas à demanda por seus produtos e eletrointensivos impactados por custos de produção, restrição na oferta e descarbonização. Comentaremos também como nossa carteira está relacionada ao cenário nacional na próxima seção.

A adaptação da população e indústria a novos patamares de preços já ocorreu, de forma que basta um inverno mais rigoroso, a eclosão de um novo conflito no Oriente Médio, ou a retomada na circulação de carros e voos na Ásia para que os preços da energia voltem a subir, tudo mais constante. Um exemplo é a Ferbasa, que nos patamares de preços atuais, a empresa tem gerado resultados recordes, de forma que a assimetria é positiva. Se a situação continuar como está, os resultados continuarão expressivos. O custo da energia em todo o mundo e descarbonização na Europa e China, são fatores chaves. Esperamos que esse caixa seja convertido em novos investimentos (energia própria ou capacidade adicional, por exemplo), de forma que, se houver novo movimento de aumento de preços das ferroligas (por mais demanda por seus produtos ou aumento de custos nos países produtores), a empresa ganhará não só aí como através do aumento na capacidade atual e da redução de custos (o trígono perfeito).

No setor ligado a bens de capital, investimentos em infraestrutura garantem a demanda pelos equipamentos e veículos pesados (construção, *offroad*, e caminhões). Lembramos que um dos efeitos da pandemia foi a quebra das cadeias de produção (com os semicondutores entre os vilões), causando envelhecimento das frotas e levando à necessidade de reposição, num momento em que se precisa aumentar a quantidade de equipamentos. O mesmo vale para máquinas e equipamentos ligados ao setor agrícola. A demanda por grãos e proteínas continua crescendo, bem como a demanda por bens de

capital associados. O Brasil será fundamental para satisfazer a demanda mundial por alimentos, e algumas das empresas investidas estão diretamente envolvidas na cadeia de produção.

Conjuntura Nacional

O mercado passou dezembro e o início de 2023 à espera das nomeações do novo presidente. E a reação (um tanto previsível) foi negativa, visto que os novos titulares dos ministérios pendem para um lado mais partidário e político – ao contrário do perfil mais técnico anterior. E negativa como tenha sido a reação, elas foram ainda mais negativas após as entrevistas e declarações dadas pelos novos ministros. A quem acompanhou pareceu que os grupos moderados perderam força no governo Lula.

Com a chamada “frente ampla”, o já heterogêneo PT acabou por criar grande disputa na chapa de governo. Com nomes de centro, centro-esquerda e esquerda radical, há conflito aberto pelo poder (como comentamos antes sobre a área econômica). Só não viu isso já desde bem antes das eleições quem não quis.

Uma olhadela nas pequenas escaramuças entre esses grupos pode ajudar a estimar que equilíbrio de poder existirá no novo governo. Veja-se o debate do marco do saneamento: uma ala do PT quer praticamente acabar com ele, já tendo dado declarações nesse sentido. O que ficou estabelecido é que governo e setor privado devem dialogar antes que se possa sequer cogitar qualquer mudança. Na Previdência? O ministro Carlos Lupi afirmou que o Brasil precisa de uma “antirreforma”, o que quase dispensa qualquer interpretação quanto ao que ele quis dizer. Foi desautorizado por Lula logo em seguida e, após reunião com o presidente, o que se estabeleceu foi que declarações de ministros devem ser autorizadas pelo Planalto.

São dois sinais indicativos que a resistência à ala mais radical do PT ainda exerce influência, mas que o presidente Lula já a teria enquadrado, desautorizando novas declarações que possam causar reações negativas no mercado financeiro. Declarações constantes de que o Brasil seguirá responsável na frente fiscal mostram que a intenção não é seguir a cartilha heterodoxa da esquerda radical. Mas Haddad pleiteou a não-renovação dos subsídios dos combustíveis – e Lula, à revelia, renovou o subsídio (para o diesel e o gás de cozinha até o final do ano), a um custo de mais de R\$ 20 bilhões para este ano. Ou seja: há uma contradição entre o discurso de responsabilidade fiscal e a prática populista.

Haddad, Tebet e Alckmin, vozes mais moderadas no governo, defenderão mais equilíbrio fiscal, ao contrário da maioria dos demais ministros – e, provavelmente, do próprio Lula. Há outras forças a favor da moderação: sociedade civil, mercado, Congresso. O mercado, através dos preços (e principalmente de juros e câmbio), consegue exercer muita influência no Congresso e na popularidade do governo. Por meio do *lobby* também. Já a sociedade civil – razão de ser, afinal, da existência mesma do governo –, através de manifestações sociais, imprensa e até da opinião pública internacional, cobrará ações efetivas (por exemplo, na gestão ambiental).

Tudo indica que anos conturbados vêm aí, com o constante cabo de guerra entre moderados e radicais do partido interferindo no mercado e gerando volatilidade, própria dos momentos de incertezas. Isso dará mais força à tese de que é essencial manter um portfólio posicionado em empresas com receitas ligadas à moeda estrangeira, com clientes exportadores e com forte estrutura de capital. Se ocorrer

estresse maior nos mercados, o dólar pode bater em muito a banda de R\$ 5,10 a R\$ 5,60 que já observamos há algum tempo. Da mesma forma, os juros podem se deslocar ainda mais para cima.

Hoje o mercado vive um momento de impasse muito importante. Boa parte das empresas alavancadas da bolsa podem simplesmente não sobreviver sem capitalização ou queda de juros. No mínimo, sofrerão uma forte redução na atividade e perderão fatia de mercado por falta de capital de giro e recursos para investir na atividade. Percebe-se que o *valuation* de diversas empresas não é compatível com esse cenário. Nem mesmo a própria trajetória da dívida brasileira é sustentável com tamanho juro real. Ou seja, os preços da curva de juros atualmente terão em algum momento que passar por um grande ajuste. Esse potencial desastre ainda não foi precificado em diversos ativos e não é o consenso no mercado.

Ativos imobiliários são muito sensíveis e, no limite, a depender do tamanho do déficit público e da necessidade de refinanciamento da dívida, os títulos podem sofrer desvalorização. A remuneração cada vez maior exigida pelos investidores então pode criar uma espiral explosiva. A tentação governamental de implementar medidas heterodoxas será imensa. Já vimos esse filme antes, mais de uma vez.

Estamos na região limítrofe entre a precificação do “retorno à média” e do pessimismo extremo. Se o cenário de juros e déficit for perpetuado, as empresas domésticas alavancadas têm ainda muito espaço para se desvalorizar; e se o cenário se reverter, a bolsa poderá corrigir para cima. Resta observar. O governo está apenas começando e Lula, como um experiente capitão, poderá corrigir o rumo, evitando o naufrágio (voltando ao início de seu primeiro governo, em 2003). Uma forte deterioração da economia, com PIB negativo, desemprego e desequilíbrio fiscal sério, poderá ser o revés final nas futuras pretensões políticas do PT, de seus dirigentes e principais partidários.

Um cenário possível é de aumento de impostos e redução gradual de gastos ao longo do mandato: com o tempo, a pressão inicial por medidas populistas diminuiria, de forma que a estabilização fiscal ocorreria ao longo dos 4 anos. Não é o cenário ideal, que envolveria um aumento de carga tributária; mas dada a precificação da curva de juros atual, é otimista. Equacionada a questão fiscal, a bolsa tem espaço para uma grande expansão de múltiplos, além dos próprios resultados das empresas.

Os estrangeiros vêm apostando na bolsa brasileira, talvez lembrando o ganho durante os mandatos anteriores do presidente Lula, enquanto os investidores institucionais buscam a proteção da renda fixa e a remuneração atraente. No entanto, como comentado, uma deterioração forte das contas públicas e uma desconfiança do mercado pode tirar tais investidores da zona de conforto – não custa lembrar: não existe investimento sem risco, e a remuneração maior implica risco maior. A ficha do que está acontecendo pode cair tarde demais.

Dizia-se que a renda fixa tinha morrido quando a Selic estava em 2%; agora, com a Selic em 13,75%, o que se diz é que a bolsa morreu. O mercado é cíclico e o momento de compra é justamente quando a situação parece caótica e há mais ruídos presentes. Quando a situação se acalmar, o preço será outro.

Sobre a retomada dos investimentos públicos no Orçamento, podemos nos expor a produtos consumidos em obras públicas, mas que possuem demanda privada doméstica e de exportação. Assim, não se cria dependência do investimento público – que, se vier, será benéfico. Ele poderá (se vier) ampliar a demanda por máquinas, caminhões, armazenagem, *commodities* químicas e metálicas. Mas setores como o agrícola, de mineração e outros também têm forte demanda. O novo ministro da

agricultura, Carlos Fávaro, afirmou que quer fortalecer a Conab, com a construção de estoques estratégicos que precisarão ser abastecidos. As obras do possível novo PAC precisarão de máquinas e caminhões, o saneamento “incentivado” pelo poder público precisará de químicos, etc. Sobre o Plano Safra, Fávaro também falou que a prioridade primeira do seu mandato será garantir recursos para o programa.

Em suma, os setores investidos devem continuar com a mesma dinâmica positiva. Encaminhada a questão fiscal, os juros no Brasil poderão baixar e a tendência econômica que vem sendo apresentada, de crescimento sustentável, poderá continuar.

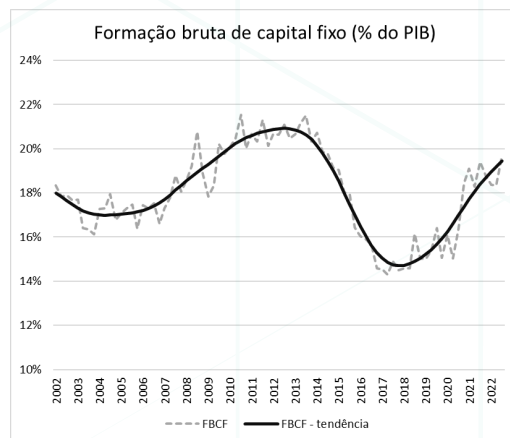
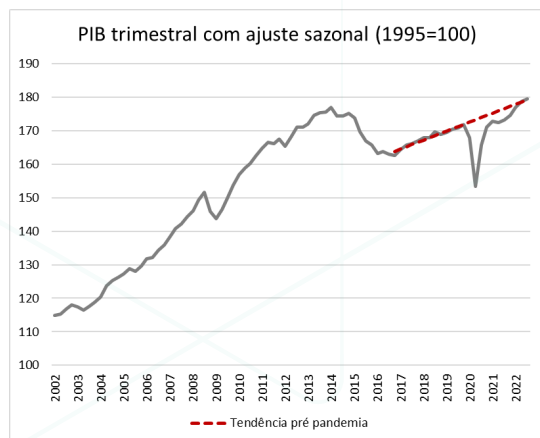
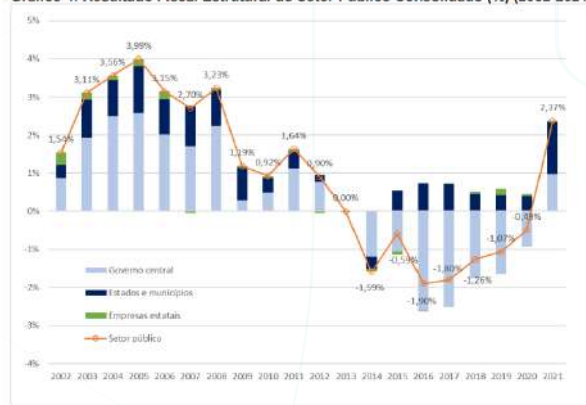


Gráfico 4: Resultado Fiscal Estrutural do Setor Público Consolidado (%) (2002-2021)



Fontes: IBGE, Banco Central e Ministério da Economia, economista Alex da Matta

Estratégia

Desde 2015, quando o governo Dilma mostrava fragilidade fiscal e deterioração de contas públicas, nossa estratégia tem sido defensiva: investimos em empresas com receitas, preços ou mesmo a dinâmica de seus negócios (unidades industriais no exterior, por exemplo) relacionadas a moeda estrangeira (mas neutras ou mesmo sem dívidas nela denominadas).

Desde então, tivemos: o *impeachment*, em 2016; o governo Temer, com o *Joesley Day* em 2017 e a greve dos caminhoneiros; eleições em 2018; dúvidas sobre as reformas econômica e previdenciária em 2019; a pandemia de covid-19, iniciada em 2020; e as eleições em 2022. Foram anos intensos, com inúmeras mudanças. Nossa estratégia não está entre estas mudanças.

Chegamos a 2023: o novo governo leva a muitos questionamentos sobre responsabilidade fiscal, sepulta privatizações e reformas anunciadas pelo governo anterior e troca um discurso de cunho liberal por outro de maior peso do Estado na economia e aumento de despesas de caráter social. O novo Congresso, por sua vez, aponta mais para o centro, e a direita exercerá um poder moderador – até vetando projetos do governo desalinhados com a responsabilidade fiscal. A independência do Banco Central, com seus pragmáticos presidente e diretores, assegura à autoridade monetária um poder importante: o de não adotar uma ação expansionista – ou seja, mantendo o olho na contenção da inflação, à revelia de tentações do Executivo.

Analisando os pronunciamentos dos novos ministros, do presidente do BNDES e do próprio presidente da República, o governo deverá favorecer o setor industrial – sem excluir, por óbvio, o agronegócio. De 2002 a 2015, a produção de grãos mais que dobrou, saltando de 97 milhões de toneladas para 208 milhões (ou seja, 6,04% de crescimento anual composto).

De 2015 a 2023, a produção deverá crescer 53,8%, atingindo o novo recorde de 320 milhões de toneladas, 5,5% ao ano. É ligeiramente menor que a média desde 2002, mas houve nesse período não só a influência de fatores climáticos como a pandemia. A projeção da COGO Inteligência em Agronegócio indica produção de 514 milhões de toneladas de grãos em 2031 (crescimento de 102% sobre os 255 milhões em 2011). O ritmo será acelerado: 7,3% ao ano.

BB e BNDES deverão ser importantes agentes de custeio e financiamento de investimentos em bens de capital (silos, armazéns, tratores, implementos e máquinas agrícolas, por exemplo). Sobre silos em particular, o déficit de armazenagem saltou 10 vezes, de 9 milhões de toneladas em 2002 para 92 milhões em 2022 – um ritmo de 3,6% ao ano em 20 anos. O presidente Lula destacou que a Conab será de novo protagonista no setor, como agente regulador de oferta de alimentos e preços, o que levará inevitavelmente a investimentos em armazenagem (direta ou contratação de serviços). A Kepler Weber está diretamente relacionada aos investimentos necessários no setor, e a cadeia de produção com os grãos no final tem seus preços relacionados à moeda estrangeira. Dentro, portanto, de nossa estratégia de *hedge* cambial, direto ou indireto. Não custa lembrar: não usamos qualquer tipo de derivativo em nossos fundos e as estratégias são sempre ligadas a posições nas empresas.



A reindustrialização do país, tema abordado pelos três ministros citados no início desta resenha, encontra eco no principal setor investido pela Trígono: o automobilístico pesado (máquinas agrícolas, construção pesada e caminhões). Esse setor – de profunda raiz no ABC paulista (berço do PT), e hoje com 50% de capacidade ociosa – também deverá contar com incentivos do governo. Projetos como o Renovar para troca de caminhões com mais de 30 anos de uso seria uma excelente medida para melhoria do meio ambiente, segurança e eficiência no consumo de combustíveis. Segundo dados da Secretaria Nacional de Trânsito do Ministério da Infraestrutura, 26% da frota de 3,5 milhões de caminhões em circulação no país possuem mais de 30 anos de fabricação e deveriam ser substituídos e sucateados. Estímulos ao uso de biocombustíveis e mesmo a introdução do biometano, com apoio do BNDES, poderão impulsionar o setor junto com a renovação da frota. O agronegócio e o setor industrial deverão se beneficiar dessas iniciativas. Tupy, Schulz e Metal Leve são nossas principais posições neste setor.



O PAC (Programas de Aceleração do Crescimento), conduzido pelos governos do PT e que deverá voltar agora, talvez com outro rótulo, poderá ser um elemento dinamizador expandindo a presença da indústria na economia com a nacionalização da produção de componentes e mesmo dos próprios bens manufaturados. O setor de petróleo e gás também deverá colher bons frutos desse processo de

nacionalização, além da manufatura de bens ligados a tecnologia, como eletrônicos, telefones celulares, computadores, notebooks etc.

O terceiro setor de importância para nossos fundos é ligado a nichos de *commodities*: ferroligas e clorossoda-PVC; nesses, Ferbasa e Unipar são os atores principais. Curiosamente, são as duas empresas de maior valorização na B3 desde o Plano Real (98.778% e 71.152%, respectivamente, ante 2.929% do IBOV). Outra (feliz) coincidência: ambas são eletrointensivas, e justamente por isso têm investido em geração própria de energia – mas de matriz limpa, renovável e de baixo custo. Além disso, têm receitas associadas ao dólar. Comentaremos na seção de desempenho de fundos (Power and Yield) o que está acontecendo no setor energético mundial e no Brasil que favorece estas empresas no curto e no longo prazos. Tanto as ferroligas como o clorossoda têm passado por pressões de custos relacionados a energia e ao mesmo tempo a necessidade de descarbonização – o que deverá sustentar os preços e limitar a oferta. O fator preço é predominante em ambas, enquanto os custos estão de certa forma controlados, mas os investimentos em energia deverão torná-las ainda mais competitivas.

Desempenho dos Fundos – Janeiro/2023

Chegamos ao fim de mais um ano – mais fortes (esperamos) do que quando entramos. Em 2022 houve muitas incertezas sobre os investimentos – guerra Rússia x Ucrânia; elevação das taxas de juros; inflação no mundo; covid-19 (em menor escala, mas ainda lá); eleições polarizadas; e risco de recessão global, para citar só as principais.

Num cenário como esse, nós, na Trígono, aproveitamos para nos concentrar ainda mais nas teses de que estamos mais convictos e conhecemos melhor, sempre mantendo a estratégia acima delineada. Buscamos entender riscos e oportunidades da maneira mais metódica possível, nos protegendo com empresas pouco alavancadas, de receitas dolarizadas, com fluxo constante de dividendos e em nichos que devem continuar entregando crescimento nos próximos anos.

Entendemos que nossas investidas estão mais que preparadas para o que vier. O ano de 2022 pode ter sido aquele em que a “zona de arrebentação” ficou para trás para companhias bem-organizadas – que enfrentarão, assim, os desafios em 2023 bem preparadas (menos sorte deverão ter aquelas mais fracas e endividadas).

O mercado, essa entidade caprichosa, sempre antecipa o pior. Mas, na maioria das crises, grande parte das quedas veio antes da recessão, sendo que durante esta os índices acionários apresentaram retornos positivos. Em termos mais pedestres: sofremos mais antes de chegar ao dentista do que sentados na cadeira. Para se ter uma ideia, em 10 das últimas 11 recessões americanas o mercado acionário teve desempenho positivo 12 meses após seu início.

Quem for na contramão poderá colher as melhores recompensas (a Resenha de dezembro se chama “Fazer igual jamais trará resultados diferentes”). Mas o investidor brasileiro em 2022 preferiu correr a passos largos para a renda fixa – o que deixou o investidor estrangeiro livre para abocanhar ativos daqui a preços de barganha. Já mostramos, em Resenhas e lives passadas, que o CDI em janelas mais longas mal vence a inflação e, assim que a taxa de juros aponta para baixo, o mercado de renda variável se recupera rapidamente. Enquanto os fundos e investidores institucionais locais venderam R\$ 141 bilhões

de ativos em renda variável neste ano (estimulado pelos pedidos de resgates de cotistas), os gringos aportaram R\$ 99,5 bilhões.

Quanto aos nossos fundos, acreditamos terem entregado mais um ano de bom desempenho relativo, mesmo com todas as incertezas. Com exceção de Delphos (que teve seu primeiro ano em 2018 negativo em 3,06%) e Horizon (focado em empresas até R\$ 3 bilhões, ficou negativo em seus dois anos, mas já abre alfa de 14% sobre o SMLL), praticamente todos tiveram resultados positivos desde sua criação.

Destacam-se Flagship 60; Verbier; Icatu 100; e 70 Prev: em todos os anos, além de apresentar desempenho positivo, superaram seus respectivos *benchmarks*. O campeão em retorno em 2022 foi o 70 Prev: mesmo com mix de 70% em renda variável e 30% em renda fixa, entregou 15,84% (ou 128% do CDI). Delphos vem em seguida, com 12,72%. A fila segue com Verbier (7,96%), Flagship 60 (6,34%) e Trígono Icatu 100 (5,9%).

Fundo	Retorno em 2022	Nº de anos*	Benchmark	Anos c/ retorno positivo	Anos superiores ao Benchmark	Superou o índice em 2022?
Flagship 60	6,34%	5	SMLL	5	5	SIM
Delphos	12,72%	5	IDIV	4	4	SIM
Verbier	7,96%	5	IBOV	5	5	SIM
Icatu 100	5,90%	3	IBOV	3	3	SIM
70 Prev	15,84%	4	CDI	4	4	SIM
Power & Yield	2,68%	2	IEE	2	1	NÃO
Horizon	-5,16%	2	SMLL	0	2	SIM

*Considera o nº de anos em que o fundo teve cota, não necessariamente anos completos.

Fonte: Trígono

O Power & Yield não superou o IEE em 2022 por mero 0,43% (2,68% vs 3,11% do referencial). Mais abaixo, detalhamos.

Focando nas principais investidas da Trígono, o ano para elas foi, mais uma vez, positivo – passando ao largo dos constantes ruídos econômicos: **sete das 10 Top posições entregaram retorno positivo (valorização das ações)**. O mérito é ainda maior se considerado que isso ocorreu no universo *small caps*, duramente penalizado pelo mercado na chave dos juros. Isso só reforça que o retorno histórico de nossos fundos não é fruto de “tacadas de mestre” nem de fatores macroeconômicos: é resultado do trabalho técnico e dedicado de combinar boas empresas, cuidadosamente selecionadas e estudadas, que ano após ano entregam excelentes resultados – e, em nossa opinião, ainda estão muito descontadas. Nas principais posições, esse desconto varia de 50%, a 70%, e de forma inversa proporciona valorização potencial de 100% a 200%, entre um e dois anos.

Destacamos também o *dividend yield* elevado de nossas posições: **em cinco delas, passou de 11%, e na média, foi de 9,0%**. Algumas chegaram mesmo a 15,3%. Em momentos como o atual, dividendos elevados representam fluxo de caixa importante para nossos fundos: permitem aproveitar as melhores oportunidades, pagando preços muito abaixo do que julgamos justo. É o efeito bola de neve em ação. No caso da Tupy, duas importantes aquisições em outubro de 2021 (Teksid, atual Tupy MG) e dezembro de 2022 (MWM do Brasil), limitaram a distribuição de dividendos, mas esperamos que será compensado

futuramente e reforçado pelos resultados e fluxo de caixa positivo das empresas adquiridas que praticamente dobrou a Tupy de tamanho.

Empresa	Ticker	Valor de Mercado (Em Milhões)	Cotação R\$ (29/12/22)	ADTV 3 Meses (Em Milhares)	Dividend Yield	TIR em 2022
Banco do Brasil	BBAS3	99.107	34,73	759.032	14,4%	37,0%
Ferbasa	FESA4	4.550	53,47	10.352	11,2%	21,5%
Keper Weber	KEPL3	1.798	20,13	21.816	15,3%	73,9%
Metal Leve	LEVE3	3.948	30,77	5.786	13,7%	12,7%
Positivo	POSI3	1.314	9,39	22.427	3,1%	-10,9%
Schulz	SHUL4	1.682	4,71	2.063	5,2%	17,4%
Simpar	SIMH3	5.585	6,76	32.572	5,6%	-37,7%
Tronox	CRPG5	833	28,99	465	6,9%	-51,7%
Tupy	TUPY3	3.942	27,35	24.056	1,1%	38,2%
Unipar	UNIP6	8.907	88,01	19.987	14,6%	8,8%

Índice
IBOV
SMLL
IDIV
IEE
CDI

Fechamento 2022	Varição em 2022
109.735	4,7%
2.009	-15,1%
7.154	12,6%
78.679	3,1%
7.160	12,3%

Fonte: Economática/Trígono

Operacionalmente, esperamos um 2023 tão bom ou ainda melhor para nossas principais posições – tendência percebida nos últimos trimestres em 2022 e sobre 2021. Incertezas e riscos continuarão impactando o mercado, claro. Mas, para investidores pacientes (como a Trígono e boa parte de nossos cotistas), o que se enxerga são excelentes oportunidades para plantar retornos significativos no longo prazo.

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

O Flagship 60 encerrou 2022 com valorização de 6,34%. Se não parecer excelente em termos absolutos, basta verificar o referencial SMLL, que desabou 15% no ano passado. Isso representa um alfa (retorno acima do índice de referência) de incríveis 21,4% em apenas um ano. Ao analisar desde seu início (abril/2018), a diferença é ainda maior: 233,9% de ganho acumulado, contra 14,6% do referencial. Um alfa de nada menos que 219%.

Quem contribuiu para tal desempenho foram de forma positiva: Indústria (7,67%); Agronegócio (4,04%) e Mineração e Metalurgia (3,26%). Na contramão vieram os setores Químico (-4,77%), Logística (-2,07%) e Tecnologia (-1,09%), impactados especialmente por Tronox, Simpar e Positivo. A primeira enfrentou restrições do principal fornecedor de ácido sulfúrico, o que levou a importação do insumo a preços mais elevados, enquanto as duas outras sofreram com o movimento top-down do mercado avesso a

empresas consideradas expostas ao aumento das taxas de juros como a Simpar e consumo, no caso a Positivo.

Em dezembro, o Flagship 60 caiu 1,44%, enquanto o SMLL caiu 3,01%. Os setores de Energia Elétrica (0,46%), Tecnologia (0,4%) e de Óleo e Gás (0,13%) deram as principais contribuições positivas; já as contribuições negativas vieram de Mineração e Metalurgia (-0,58%), Agronegócio (-0,52%) e Químico (-0,51%).

Estamos otimistas quanto a 2023: os preços do ácido sulfúrico começam a se ajustar e os de pigmentos continuam firmes. Independente deste problema pontual, a Tronox antecipou R\$ 127 milhões de JCP/Dividendos – o que corresponde a 15,2% de *yield* sobre o valor de mercado no final de 2022, embora 6,9% sobre o preço de fechamento em 2021. No caso da Simpar, como comentado, as cotações sofreram com a visão *top-down* do mercado acerca dos juros: as empresas de certa forma sensíveis às taxas foram as que mais “apanharam”. O aumento das despesas financeiras afetou a rentabilidade (lucro líquido) da Simpar. No entanto, a Simpar esclareceu, a pedido da CVM, que seu crescimento no ano passado foi de 40% a 50%. Se anualizado o 3T22, o avanço foi ainda mais – e no acumulado de 9 meses de 2022, já atinge 51%. Esse desempenho ainda não incorpora os investimentos realizados – cerca de R\$ 12 bilhões nos últimos 12 meses, a julgar por alavancagem e despesas financeiras.

Em nossa opinião, o grupo Simpar continua apresentando resultados operacionais muito fortes, com um caixa bem confortável, capaz de quitar toda a dívida (com *duration* médio de 9 anos) até 2026 sem nenhuma nova captação. Acreditamos que a empresa apresentará uma das maiores respostas em termos de valorização com a queda dos juros (as taxas mais longas já estão em processo de queda), embora a Selic possa seguir em 13,75% enquanto o Banco Central não se sentir confortável quanto a política econômica e responsabilidade fiscal.

A volatilidade anual do fundo foi de 22,64%, contra 28,48% do referencial, mesmo com 78% do portfólio sendo representado por apenas 6 empresas (o que demonstra elevada convicção em nossas teses investidas). Na tabela abaixo, vemos o desempenho do Flagship por um horizonte de tempo maior, e pode-se constatar sua consistência de retornos acima do índice de referência, mesmo em um ambiente desafiador.

Lembramos que o Flagship 30 voltou a fechar após 27 de dezembro. O fundo ultrapassou mais uma vez a marca de R\$ 220 milhões de patrimônio e ficará fechado por tempo indeterminado. Já o Flagship 60 segue aberto para aportes e se encontra em um momento bem oportuno para investimento – e com a mesma carteira do Flagship 30.

No que se baseia nosso otimismo?

- 1) As investidas estão muito bem-posicionadas para surfar as oportunidades em seus respectivos mercados neste ano, como comentado na seção **Estratégia**; e
- 2) Estão negociadas por múltiplos próximos das mínimas históricas, e com *dividend yield* subindo com os lucros das empresas e múltiplos baixos.

Fundo	dez-22	2022	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	-1,32%	6,37%	55,0%	72,29%	190,26%	233,87%
SMLL	-3,01%	-15,06%	-28,69%	-29,46%	11,87%	14,65%

Fundo	dez-22	2022	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	-1,44%	6,34%	54,69%	67,74%	182,59%	225,06%
SMLL	-3,01%	-15,06%	-28,69%	-29,46%	11,87%	14,65%

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

Um dos destaques da Trígono em 2022, o Delphos encerrou o ano com valorização de 12,72%, praticamente em linha com o IDIV (12,65%). Na ponta positiva, Indústria (9,41%), Agronegócio (7,62%) e Mineração e Metalurgia (5,03%) foram os expoentes. Na ponta negativa ficaram Químico (-2,95%) e Bens de Consumo (-1,06%).

O bom desempenho do fundo no ano ofuscou o dezembro difícil, mês de queda de 2,6%, ante recuo menor (de 1,6%) do referencial. Os retornos negativos de Mineração e Metalurgia, e Químico (-1,16% e -0,87% respectivamente) explicam. Só a Indústria se safou (com a alta quase que só simbólica de 0,10%).

Em 2022, o fundo apresentou *yield* de 10,77%, ante 13,67% do IDIV (formado por empresas que possuem histórico de pagar excelentes dividendos), considerando a distorção causada pelos altos dividendos da Petrobras. Excluindo Petrobras do índice, o *yield* do IDIV ajustado foi de 9,06%. Como vimos na tabela das TOP 10, nossas investidas apresentaram *yields* elevados e para 2023 poderá ser melhor, através do crescimento dos lucros e possivelmente se antecipando a uma possível tributação a partir de 2024, caso aprovado na reforma tributária neste ano. Desta forma, as empresas poderão, no entanto, antecipar dividendos e utilizar o máximo do “estoque” de JCP neste ano, pois o STF pacificou a questão do uso de lucros passados para distribuição pela JCP ainda não utilizada, e ainda antecipar os dividendos no curso deste ano, não sendo necessário distribuir apenas em 2024.

O Delphos, como outros da Trígono, tem a concentração como característica: seis empresas representam 87% do fundo. Essa grande concentração explica a volatilidade maior em relação ao IDIV (23,44% ante 18,9% do IDIV).

Fundo	dez-22	2022	24M	36M	48M	INÍCIO
DELPHOS	-2,66%	12,72%	71,21%	96,69%	196,39%	187,36%
IDIV	-1,61%	12,65%	4,54%	4,39%	51,51%	61,25%

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

O Verbier é penta: fechou seu 5º ano consecutivo consistentemente à frente do *benchmark*, IBOV. Em 2022, o fundo entregou valorização de 7,96%, ante alta de 4,69% do Ibovespa. No ano, também aqui, os destaques foram Indústria (9,55%), Mineração e Metalurgia (4,62%) e Agronegócio (4,33%), com o setor

Químico puxando para baixo (5,63%) – tragado por Tronox (explicado mais acima), seguido pelo Comércio (-2,28%). A volatilidade foi de 21,56%, comparado a 21% do IBOV. Em dezembro, o fundo caiu 1,74%, menos que os 2,45% do IBOV. As contribuições positivas foram mínimas: 0,02% da Indústria e 0,01% de energia elétrica; na ponta negativa, as contribuições negativas foram mais relevantes: quedas de 0,89% em Mineração e Metalurgia; de 0,65% no Comércio; e de 0,50% no Agronegócio.

Desde seu início (julho/2018), o Verbier entregou valorização de 190,7%, contra 40,4% do Ibovespa (alfa de 150% no período). Tal desempenho no longo prazo reflete nosso desprendimento do *benchmark*: buscamos as melhores oportunidades do mercado, independentemente da composição dos índices referenciais e do tamanho das empresas. Hoje praticamente não temos sobreposição ao IBOV, o que proporciona ao cotista uma interessante oportunidade de diversificação frente à principal referência do mercado, concentrado que é em Petrobras, Vale e setor financeiro – este último, inclusive, concentrado em grandes bancos (segmento de baixo crescimento e acirrada competição, exposto a índices preocupantes de inadimplência e sempre alvo visado quando o governo pensa em aumentar tributação).

Fundo	dez-22	2022	24M	36M	48M	INÍCIO
VERBIER	-1,74%	7,96%	55,02%	82,59%	137,55%	190,7%
IBOVESPA	-2,45%	4,69%	-8,10%	-5,83%	24,86%	40,45%

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

Um dos principais destaques da Trígono em 2022 foi o 70 Prev, que mesmo com 30% alocados em renda fixa e 70% em renda variável (num cenário desafiador para esta última), entregou 128% do CDI no período. O retorno nominal no ano foi de 15,84%, contra 12,33% do CDI. Destaques setoriais no ano foram os mesmos dos demais fundos: Indústria (8,48%), Agronegócio (6,54%) e Mineração e Metalurgia (3,44%), com o de Logística apontando para baixo (-2,92%), seguido por Concessões do Setor Elétrico (-0,54%).

Essa alocação 70/30 nos permite um constante ajuste na carteira, realizando lucro nas ações com maior alta, e comprando as que caem, mantendo a exposição de 70% em renda variável, sem praticar os chutes disfarçados de técnicas vazias chamadas de *market timing*. Investimos em empresas, com negócios e expectativas de resultados que podemos monitorar adequadamente, e não apostar ou adivinhar a direção do mercado. A outra opção é como aquela coisa de molhar o dedo e apontar para cima, tentando sentir para que lado o vento sopra.

Em dezembro, o fundo teve leve queda (-0,57%), em razão das incertezas políticas geradas nesta transição de governo. No mês, o desempenho foi afetado por Agronegócio (-0,48%) e Logística (-0,43%); só a Indústria se salvou, com ganho de 0,52%. Desde seu início (setembro/2019), o Trígono 70 Prev apresentou um ganho 72,04%, contra 22,57% do CDI – o que representa um ganho relativo de 319,2% sobre este no período, que se constitui num resultado excelente para um fundo de previdência, especialmente visando renda complementar à aposentadoria.

Não percamos de vista que todo esse retorno veio num ambiente bem desafiador: pandemia, juros em alta aqui e lá fora, eleições e forte aversão a risco por parte dos investidores institucionais. Superamos todos estes ventos contrários. Já imaginaram quando os ventos voltarem a soprar a favor?

Lembra um pouco uma cena do filme “A Luta pela Esperança” (Cinderella Man, 2005), em que Russell Crowe interpreta o campeão peso pesado James Braddock. O boxeador perdeu tudo (até a licença para lutar) na Grande Depressão, na década de 1930, e passou um período na miséria – até a volta espetacular ao topo do *ranking*. Seu empresário, Joe Gould, agenda uma luta de exibição com um candidato a campeão, John “Corn” Griffin. No vestiário, minutos antes da luta, Braddock estava em jejum e Gould lhe arranja às pressas uma tigela de picadinho. Com aquela refeição rala, ele vai ao ringue e nocauteia Griffin. De volta ao vestiário, Gould não cabe em si de alegria. Braddock olha para ele e diz: “E eu fiz isso com uma tigela de picadinho; imagine se eu tivesse comido uns dois bifês”. Guardemos os dois bifês para a renda variável.

Fundo	dez-22	2022	24M	36M	INÍCIO
70 PREV	-0,57%	15,84%	38,71%	47,68%	72,04%
CDI	1,07%	12,33%	17,32%	20,58%	22,57%

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

O Trígono Icatu 100, outro produto previdenciário (diferente do 70 Prev por estar 100% alocado em ações, e com isso sujeito a diferentes regulações pela SUSEP), também superou o referencial IBOV, com retorno de 5,90%, contra 4,69%. No ano, Agronegócio (7,21%) e Indústria (3,97%) e Mineração e Metalurgia (3,97%) o puxaram para cima; Logística (-3,56%) e Consumo (-1,62%) fizeram o movimento contrário. Em dezembro, o fundo caiu 1,4%, enquanto o IBOV caiu 2,45% e o SMLL, 3,01%. No mês, o impacto veio de Logística (-0,65%), Química (-0,43%) e Consumo (-0,41%). Do lado positivo, Tecnologia (0,80%) e Indústria (0,29%) foram os destaques.

Analisando desde seu início (julho/2020), o Trígono Icatu 100 teve um ganho de 74,79% e gerou alfa de 65,5% em pouco mais de 2 anos, comparado a apenas 9,25% do IBOV. Aqui também temos o cenário de correntes e ventos contrários desde seu início, no meio de uma pandemia e com juros em elevação.

O Icatu 100 é concentrado em 8 empresas que, juntas, representam 83% do patrimônio. A volatilidade nos últimos 12 meses foi de 23,3%, contra 21,0% do IBOV.

O Trígono Icatu 100 se apresenta como excelente diversificação da carteira previdenciária por estar estrategicamente exposto, mas não limitado ao universo de *small caps*; as demais opções com exposição em renda variável estão alocadas em grandes empresas e associadas ao IBOV. No longo prazo, a Trígono acredita que as *small caps* guardam as melhores oportunidades da bolsa nessas empresas, de menor valor de mercado – apesar de ter a opção de investir em empresas com maior valor (estamos atentos a todas as oportunidades). Atualmente, 93% do portfólio está alocado em Micro e Small Caps, com sobreposição muito baixa ao Ibovespa. Nosso desempenho desde o início do fundo demonstra que nossas teses têm sido assertivas.

Fundo	dez-22	2022	24M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	-1,40%	5,90%	47,38%	74,80%
IBOVESPA	-2,45%	4,69%	-8,10%	9,25%

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

Com retorno de 2,68%, o Power foi nosso único fundo a encerrar o ano abaixo do seu índice referencial (ante 3,11% do IEE). Mas desde seu início (fevereiro/2021), seu retorno é amplamente positivo e com alfa de 29,4% (+24,9% vs -4,5%) em menos de dois anos. O fundo está muito bem-posicionado para capturar oportunidades atuais decorrentes da atual crise energética mundial – apesar do alívio nas últimas semanas, deveremos conviver com ela nos próximos anos, principalmente a partir de uma possível retomada da China (e o alívio em sua política de covid-zero). Os preços da energia elétrica sobem em quase todo o mundo, e com eles os custos de produtos eletrointensivos, além dos de carvão térmico e metalúrgico. Isso abre oportunidades extraordinárias para empresas brasileiras com sua energia de baixo custo, limpa e renovável. O inverno rigoroso na América do Norte vem complicar esse teatro energético e o conflito entre Rússia e Ucrânia ainda no radar, com impacto no setor de gás, petróleo e energia elétrica, na Europa principalmente. A queda no preço do petróleo pode estar mais associada ao covid na China, e se for o caso, retomará o caminho de elevação nos preços.

As empresas brasileiras podem se beneficiar amplamente nesse cenário, em particular as inseridas na manufatura de produtos eletrointensivos, em biocombustíveis (biodiesel, etanol e biometano) e energias renováveis e no setor elétrico (energias hidrelétrica, eólica e solar). O clima bastante chuvoso deverá suprir os reservatórios das hidrelétricas (estocar energia) e beneficiar o setor açucareiro e de etanol com a recuperação dos canais. O novo governo tem divulgado amplamente o apoio às energias renováveis e biocombustíveis, embora seus primeiros atos contrariem tal discurso isentando de impostos os combustíveis fósseis e prejudicando os renováveis como etanol e biodiesel. O gasoduto ligando o Brasil às enormes reservas de gás de Vaca Muerta (Argentina) e a redução de 38,9% no preço da energia de Itaipu favorecerão ainda mais os setores eletrointensivos e a expansão do mercado de gás no Brasil. Para a geração, no entanto, esse cenário é desfavorável – e parte relevante do índice é exposto à geração. E ainda há a Eletrobras como importante competidor e forte presença no segmento de transmissão.

No ano, as contribuições positivas vieram dos setores de Óleo e Gás (6,13%), e Mineração e Metalurgia, na realidade empresas eletrointensivas que estão investindo na produção própria de energia elétrica (2,83%), enquanto o Agronegócio impactou de forma negativa com 3,94%, prejudicado pela isenção tributária dos combustíveis fósseis, em detrimento do etanol. Mesmo perdendo do *benchmark* (por apenas 0,43%), estamos bem confortáveis com o retorno entregue até aqui pelo Power & Yield. Em pouco menos de dois anos de fundo (23 meses para ser exato), o retorno entregue foi de 24,89% contra -4,49% do IEE. Um alfa de 29,4% em tão pouco tempo é motivo de orgulho para nós da Trígono, sendo que este índice é composto pelas empresas mais líquidas e de maior capitalização selecionadas pela B3.

Fundo	dez-22	2022	INÍCIO
POWER	-0,11%	2,68%	24,89%
IEE	-2,58%	3,11%	-4,49%

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

Por fim, o Horizon Microcaps apresentou retorno negativo (-5,16%) em 2022. Mesmo sendo o único nessa situação, o alfa entregue foi um dos maiores dentre os nossos fundos no ano passado: 9,9% sobre o SMLL com queda de 15,06%. Em um cenário de incertezas, o mercado tende a correr para posições de

maior liquidez, deixando às moscas empresas de baixa capitalização de mercado (até R\$ 3 bilhões). Ignoram que algumas destas têm fundamentos invejáveis até para queridinhas e *blue chips* da Bolsa. Reforçamos que todas as investidas do Horizon cumprem à risca a cartilha da Trígono: nichos definidos; bons dividendos; práticas de ESG bem definidas e descontadas pela ótica da metodologia do EVA. A diferença em relação ao Flagship é que este busca empresas de valor de mercado de até R\$ 10 bilhões (o Horizon é limitado a R\$ 3 bilhões, podendo haver alguma sobreposição nas menores empresas).

Boa parte desse desempenho em 2022 veio da queda de 3,16% em dezembro (basicamente em linha com o SMLL). No mês, os setores que pesaram foram Mineração e Metalurgia (-2,39%) e Agronegócio (-0,82%). Já do lado positivo, as contribuições vieram de Tecnologia (0,53%) e Indústria (0,5%). No ano, as principais contribuições positivas vieram de Serviços Financeiros (3,21%) e Consumo (0,93%) e do lado negativo Varejo (-1,46%) e Logística (-1,46%).

Quanto à volatilidade, foi de 20,73% contra 28,48% do SMLL contrariando o mito que as empresas de menor capitalização e liquidez mais baixa são “mais arriscadas” e deveriam ser, portanto, na crença acadêmica e popular, mais voláteis. No acumulado desde seu lançamento (setembro/2021), o Horizon, embora com desempenho negativo, gerou alfa de quase 14% sobre o SMLL, tornando-se uma opção interessante dentro do próprio segmento *small caps*. Mas, uma vez que os ventos contrários cessem, podem reagir mais fortemente ao maior apetite do mercado para este tipo de empresas e ainda mais descontadas em relação às *small caps* de maior valor de mercado. A desvalorização das ações do fundo nada tem a ver com o fundamentos, mas como uma aversão do mercado às empresas menores. Fato é, que se tornaram mais descontadas, e aumenta o potencial de valorização. Embora preços e valor caminharam em direção oposta, mas no longo prazo, são convergentes.

Fundo	dez-22	2022	INÍCIO
HORIZON	-3,16%	-5,16%	-15,44%
SMLL	-3,01%	-15,06%	-29,40%

Iniciamos mais um ano desafiador e com otimismo de que o Brasil encontrará o seu rumo, e no nosso caso, alinhando velas e leme aos ventos, seguindo ao nosso porto de 2024. Agradecemos a confiança de nossos passageiros (investidores), sabendo que toda navegação marítima ou aérea poderá passar por turbulências, mas que é inerente também ao mercado financeiro, especialmente quando associados à bolsa de valores. A seguir, o complemento desta resenha com a primeira comunicação de nosso sócio e gestor Marcelo Peixoto Tramontina sobre a área de crédito e nosso fundo caçula Trígono Pulsar.

Equipe de investimentos de renda variável,

Werner Roger, Pedro Rezende, Shin Lai e Yuhzô Breyer.

Retrospectiva Trígono Pulsar e perspectiva 2023

Passados nove meses da criação da nova área de Renda Fixa - Crédito Privado da Trígono Capital e seis meses do lançamento do nosso primeiro fundo de crédito privado (Trígono Pulsar Blend), publicamos a 1ª lâmina com informações mensais do fundo. Está disponível em nosso website (www.trigonocapital.com).

Começando pelo time: nossa equipe de analistas de crédito, formada por Thaís Abdala e Rômulo Bredt, é independente da equipe de renda variável. Thaís está com a Trígono desde junho do ano passado e tem no currículo uma carreira desenvolvida na agência de classificação de risco Standard & Poor's. Bredt é a mais nova aquisição da equipe, e vem da área de crédito do segmento de clientes de altíssima renda do Banco Santander. Além de excelente formação acadêmica, ambos trazem certificações profissionais que conferem ainda mais consistência às nossas decisões de risco de crédito – tomadas em comitê de investimentos que já conta com os 25 anos de experiência em crédito corporativo e *asset management* do sócio, cofundador e CIO da Trígono, Werner Roger.

Ao longo dos três meses anteriores ao lançamento do Pulsar desenvolvemos os alicerces que tanto sustentam nosso crescimento como apoiam as decisões de investimento.

Construímos nesse período nossos modelos proprietários de projeção, *rating* e precificação de crédito. Um modelo interno de *rating* nada mais é do que uma nota de avaliação do risco de crédito, tomando como base tantos aspectos quantitativos/econômico-financeiros como qualitativos, como avaliação de acionistas, governança e posição de mercado. Esse modelo será determinante em nossa precificação e sempre relacionado a outros títulos privados disponíveis no mercado secundário (ou primário, quando for o caso). Trata-se, em suma, de uma opinião independente sobre a capacidade de solvência das empresas e bancos, diferenciando, portanto, o nível de risco de crédito dos emissores.

Claro, existem as grandes e renomadas empresas de classificação de risco, que emitem *ratings* públicos. Sabemos que as notas atribuídas pelas grandes classificadoras de risco são o resultado de trâmites internos que normalmente são lentos em relação à própria reação do mercado a eventos capazes de elevar ou rebaixar os preços dos ativos negociados. Ter nosso próprio modelo é mais um diferencial – que pode eventualmente nos levar a ter uma opinião divergente daquela das agências e ajudar a antecipar movimentos de elevação e rebaixamento de tais *ratings* – o que no mercado de crédito é importante fonte geradora de ganhos aos cotistas do fundo. Agilidade é o nome do jogo: por isso importa (muito) dispor de análises bem fundamentadas e independentes de *sell-side* ou das classificadoras de risco.

Nosso modelo proprietário de valor relativo de títulos de crédito é automatizado, atualizado diariamente por fontes fidedignas públicas de preços e fica disponível ao gestor na ferramenta Power BI, um dos grandes diferenciais da Trígono. Com ele, podemos fazer uma gestão ativa da carteira, aproveitando oportunidades de melhor potencial de retorno ajustado ao risco. Nos dá, portanto, mais dinamismo em relação aos movimentos de mercado e possibilita uma reprecificação interna dos títulos pela nossa equipe de investimentos.

Fase operacional: os primeiros 6 meses do Trígono Pulsar

Em dezembro, o fundo completou 6 meses, nos quais buscamos diversificar a carteira e participar de forma ativa – e, mais importante, seletiva – tanto do mercado primário de emissões quanto do secundário de papéis para construção da carteira.

Nunca é demais lembrar nossa filosofia de investimentos e o valor agregado que uma ferramenta de valor relativo de papéis traz à gestão. Houve casos em que, mesmo com o crédito aprovado em comitê, decidimos não participar da emissão por considerar os *spreads* de crédito (prêmio de risco que um papel paga ao investidor acima do CDI) bem mais apertados que outros com prazos e riscos comparáveis. O Trígono Pulsar só se posiciona se (i) fundamentos de crédito são sólidos ou se estão em evolução favorável e (ii) se o preço do papel é atrativo.

O Pulsar é um fundo de crédito privado diferenciado, com a prerrogativa de investir até 20% da carteira no mercado internacional de crédito corporativo latino-americano (com a devida proteção cambial). O restante vai para o mercado de crédito privado brasileiro, com foco em empresas e bancos de elevada qualidade creditícia e melhor liquidez.

Nos 6 meses inaugurais do fundo focamos no mercado de crédito local e em emissões indexadas ao CDI. O Banco Central brasileiro foi um dos primeiros a começar o ciclo de aperto monetário para fazer frente à inflação. Juros altos são bastante propícios a fundos de crédito privado: os títulos recebem o prêmio acima do CDI, o que explica boa parte do influxo de recursos de fundos multimercados e de renda variável ao longo dos últimos meses.

Como as emissões de novas dívidas não suprem a demanda por ativos de crédito, o mercado secundário passa por uma pressão compradora, comprimindo os prêmios (valorizando os títulos) e assim gerando ganhos relevantes aos investidores e cotistas dos fundos. Em linhas gerais, esse foi o tom predominante no 2º semestre de 2022 e o que nos levou a um ganho de 106% em relação ao CDI.

Nos últimos dois meses vimos uma maior estabilidade dos *spreads* e até ampliação em casos de emissores frequentes, mais alavancados (notoriamente do setor de varejo). Isso devido à percepção no mercado de que os juros no Brasil ou seguirão altos por mais tempo ou sofrerão cortes mais leves e graduais do que se espera. Desta forma, resultados e fluxos de caixa dessas companhias via aumento das despesas com juros deverão ser impactados. Aproveitamos esses movimentos de mercado para fazer aumentos pontuais de algumas posições em créditos que conhecemos com profundidade. Dessa forma, nos posicionamos e agimos para incrementar a taxa média de juros remuneratórios da carteira (hoje em CDI + 2,10% ao ano).

Também atuamos no mercado secundário para vender quando nosso modelo proprietário mostrava que, em termos relativos, já havíamos capturado ganhos relevantes dos prêmios de risco – ou seja, quando a relação risco x retorno perdeu atratividade – e quando identificamos outras oportunidades mais interessantes.

Não alocamos no mercado de crédito internacional latino-americano no semestre inicial do fundo. Isso porque o mercado internacional, ao contrário do nosso, é pré-fixado, remunerado pela taxa de juros dos EUA, acrescida de um prêmio pelo risco. Como o movimento de juros por lá era de alta, preferimos

aguardar até ficar mais clara a visão do fim de ciclo. Com essa abertura das taxas americanas, de +85 bps (pontos de percentagem, ou 0,85%) entre julho e dezembro, e de +236 bps em 2022 como um todo, esses títulos perderam valor em preço, movimento também exacerbado pelas vendas desses papéis. No momento, são bastante atrativos.

Nossa decisão de ainda não alocar nesse mercado se mostrou acertada: o CEMBI LATAM – do JP Morgan, principal índice e referência do crédito corporativo latino-americano – teve retorno negativo (-9%) no ano passado, sendo -12% nos títulos Grau de Investimento (de melhor qualidade de crédito) e -7% nos títulos com grau especulativo, no jargão de *rating* de crédito. Interessante notar a oportunidade que temos nos títulos Grau de Investimento, sendo os mais impactados por serem emissões de prazos mais alongados – e, portanto, mais sensíveis à alta da taxa de juros norte-americana.

Nosso Trígono Pulsar encerra o semestre com excelente diversificação setorial, tendo como maior exposição o setor de Metalurgia e Siderurgia (com 13%). O fundo carrega em carteira 39 emissões de 27 emissores e rating médio br.AA+. Aproximadamente 90% do nosso fundo fica entre br.AA e br.AAA (51% neste último). O semestre do Pulsar fechou com taxa média ponderada de CDI +2,1% (equivalente a 115% do CDI) e 3,2 anos de prazo médio da carteira.

Perspectivas para 2023

Este ano que começa tende a ser muito interessante para o crédito privado, e o Trígono Pulsar está bem posicionado frente aos riscos e para se beneficiar do fluxo de recursos para o segmento.

No cenário global, a visão do conflito Rússia x Ucrânia e da situação da pandemia na China continua turva. No cenário macro mundial, o tema “inflação” vai aos poucos cedendo espaço à temática “recessão”, que, a depender de que profundidade e duração tenha, pode trazer impactos (ou até alívios, porque não) relevantes. Nos EUA, um mercado de trabalho ainda muito forte tende a levar o Fed a promover mais algumas altas nos juros, contrabalanceando dados fracos de atividade econômica e de confiança. O cenário-base nos faz crer que o ciclo de alta de juros por lá vai se voltando para o fim. A reabertura da China traz um alívio importante – ainda que, só reforçando, não se tenha clareza sobre a real situação da pandemia no país.

Quanto à política monetária, Brasil e América Latina iniciaram o ciclo de alta antes do resto do mundo, e a estabilidade ou cortes graduais podem ter início no decorrer de 2023. Vai depender de como os governos lidam com a gestão fiscal em um ano de menor crescimento e de maiores gastos públicos – ainda mais no Brasil, com um novo governo cuja equipe econômica e o discurso são mais voltados ao social que ao rigor fiscal.

Nesse contexto, análise e monitoramento a emissores de títulos de créditos são fundamentais. Os juros elevados no Brasil e no mundo sem dúvida colocam pressão em companhias alavancadas e principalmente naquelas com vencimentos de dívida concentrados no curto-prazo ou nas que são emissores recorrentes – ainda mais se os juros seguirem elevados por mais tempo. O refinanciamento encarece o custo, e há a concorrência de outros emissores, especialmente com os bancos mais retraídos na oferta de crédito.

Num *nutshell*: está mais caro refinar dívidas. Esses refinanciamentos consumirão parte do fluxo de caixa das empresas e encurtarão o perfil da dívida, aumentando o risco. Num momento em que as métricas de crédito das companhias podem piorar, analisar e escolher emissores de forma adequada tornam-se ainda mais importantes. Agilidade fará toda a diferença.

E o Pulsar está muito bem-posicionado: o crédito internacional latino-americano, no qual podemos investir até 20%, apresenta um ponto de entrada bastante atrativo: a taxa média do CEMBI LATAM está em 7,5% em dólares (6% nos Graus de Investimento e 9% nos demais papéis). Além disso, possibilita diversificação geográfica, setorial e acesso a empresas e bancos com *rating* de crédito corporativo muitas vezes bem acima dos encontrados na maior parte dos emissores brasileiros. Ou mesmo de emissor com títulos emitidos aqui e lá fora – ou seja: é comum encontrarmos um emissor brasileiro com retorno potencial no título emitido no exterior muito mais atrativo do que a debênture dele mesmo emitida aqui. Como assim?

Esses dois mercados de crédito têm dinâmicas próprias. O mercado local sofreu compressão das taxas pelos fluxos de recursos para a renda fixa-crédito privado; já o mercado internacional teve fluxo reverso (de saída/vendas) e sofreu também com a ampliação das taxas norte-americanas. Ou seja, as precificações têm causas diferentes. Movimento semelhante ao da renda variável, mas em sentido inverso: o investidor local buscando renda fixa e o estrangeiro, buscando renda variável em mercados emergentes onde está o Brasil, pois este investidor não sofre influências do juro alto aqui. Ele considera a taxa de juros em seu país mais a taxa de risco do país investido – e nesse quesito o Brasil vai bem, obrigado. Ao menos por enquanto.

No crédito local, o Pulsar investe em companhias e bancos sólidos, dos mais altos níveis de qualidade creditícia e de melhor liquidez do nosso mercado – e tendo como indexador o CDI, no qual também vemos os maiores prêmios de risco de crédito em relação ao nível pré-pandemia. É como se, além de pagar dividendos, as ações se valorizassem: ganha-se no rendimento dos títulos e na sua valorização no mercado secundário.

Assim, com o Pulsar, oferecemos um combo imbatível: equipe experiente em crédito privado e um produto diferenciado, com governança robusta e ferramentas/modelos proprietários que nos apoiam na busca pelas melhores decisões de investimento em crédito privado.

O ambiente macroeconômico local e global é desafiador. Mas que venha 2023. Estamos prontos.

Feliz e próspero 2023 a todos!

Marcelo Antonio Tramontina Peixoto, CGA – Sócio e gestor de crédito privado.



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