



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

Resenha **MENSAL**

MAIO 2022



Maestro, Qual é a Música?

O título desta resenha foi inspirado no “Qual é a Música”, uma gincana musical que fazia parte do programa de TV comandado pelo apresentador Sílvio Santos. A atração surgiu em 1976. O maestro do título era José Batista da Silva Junior – o Maestro Zezinho (1932-2010). Um dos principais quadros do “Qual é a Música” era o “Leilão das Notas Musicais”: Sílvio dava uma dica ao artista e este precisava descobrir o nome da música. Como apoio, podia pedir entre uma e sete notas da música – e o apresentador então enunciava o bordão: “Maestro Zezinho, com X notas, qual é a música?”.

No atual cenário das finanças e decisões de investimentos, para saber o nome da música, são necessárias duas notas:

- 1) **Aumento das taxas de juros:** o movimento, em curso nos principais mercados ocidentais – como EUA e Europa, poderia levar a uma recessão, o que teria impacto sobre o lucro das empresas, afetando de modo negativo as bolsas de valores e os preços das *commodities*;
- 2) **Inflação:** decorrente de um choque de oferta, e não da demanda, é um remédio ineficaz contra a alta citada acima. Deverá, portanto, permanecer elevada – até que a relação entre oferta e demanda se ajuste. As empresas relacionadas a *commodities* continuarão, assim, a se beneficiar do atual nível de preços, ou até continuar o movimento de elevação.

Antes de analisarmos como os diversos maestros avaliam essas notas (a maioria dos gestores segue a primeira), destacamos o desempenho bastante positivo de todos os nossos fundos em abril em relação aos respectivos índices de referência. Detalhes e explicações seguem mais à frente, na seção de **Desempenho dos Fundos**.

E para que nossos estimados investidores e leitores cheguem às próprias conclusões, vamos voltar ao básico: precisamos nos munir das definições para **inflação**, **recessão**, **economia** e **Lei da Oferta e Demanda**. Com estes temas em mente, ou mais algumas dicas de “notas musicais”, poderemos raciocinar de forma independente – e aí sim, acertar **Qual é a Música** (todas as definições abaixo são adaptadas da Wikipédia).

Inflação: refere-se a um aumento contínuo e generalizado dos preços em uma economia. É comum que se divida a inflação em três categorias, com base na causa:

- a) **de demanda:** ocorre quando o poder aquisitivo da população sobe em disparidade com a capacidade da economia de prover os bens e serviços demandados. Em outras palavras, quando a demanda supera a oferta.
- b) **de custos:** ocorre quando os insumos necessários para a produção de bens e serviços ficam mais caros e os custos extras disso resultantes são repassados ao consumidor final. As altas nos preços de energia elétrica e combustíveis são dois bons exemplos.
- c) **inercial:** resulta do impacto psicológico de tendências inflacionárias em períodos anteriores. Quando uma economia apresenta inflação de demanda (ou de custos,

como também é chamada) em níveis muito altos, ou por períodos muito prolongados, é comum que os agentes econômicos se acostumem ao processo e passem a praticar aumentos sistemáticos de preços, como tentativa de proteção. Isso, no entanto, leva a mais inflação. O reconhecimento científico da inflação inercial é mais recente do que o das inflações de demanda e custos.

Recessão: no ciclo econômico, é uma fase de contração – de retração geral na atividade econômica por um certo período de tempo. Além de cair o nível da produção (medida pelo PIB – Produto Interno Bruto, a soma, em valores monetários, de todos os bens e serviços finais produzidos numa determinada região - países, Estados ou cidades - num dado período), aumenta o desemprego, cai a renda familiar, a taxa de lucro diminui, sobem os números de falências e concordatas, mais capacidade fica ociosa e cai o nível de investimento.

Economia: ciência – cujo nome vem do grego ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ (“oikos” [casa] + “nomos” [gerir] = “regras da casa” ou “administração doméstica” – que consiste em analisar produção, distribuição e consumo de bens e serviços. Trata-se do estudo das escolhas dos indivíduos e da compatibilização das escolhas de todos. É ainda a ciência social que estuda a atividade econômica através da aplicação da teoria econômica na gestão.

Lei da Oferta e Demanda: trata-se de um modelo de determinação de preços. Num mercado em concorrência perfeita, os agentes econômicos tomam decisões que levam o preço ao ponto em que a quantidade procurada de um bem ou serviço se equilibre com a quantidade oferecida. Quando esse equilíbrio é atingido, não há incentivos para que quantidades ou preços se alterem. Quando a balança pende para a oferta – ou seja, quando há mais de um bem ou serviço do que pessoas que os queiram –, o preço tende a cair. Quando pende para a demanda – ou seja, quando o número de pessoas querendo um bem ou serviço é maior do que a quantidade disponível de qualquer destes –, o preço tende a subir.

Em suma: se a oferta é maior que a procura, os preços diminuem; se a procura é maior que a oferta, os preços aumentam.

Pois bem, munidos agora destas informações, podemos seguir na análise.

Elas já permitem entender melhor que a inflação que assola o planeta – em particular o mundo ocidental democrático e capitalista (onde as forças de mercado regem a formação de preços) – basicamente reflete os desarranjos econômicos e nas cadeias de produção causadas pela pandemia, e mais recentemente, os efeitos do conflito político e militar entre Rússia e Ucrânia.

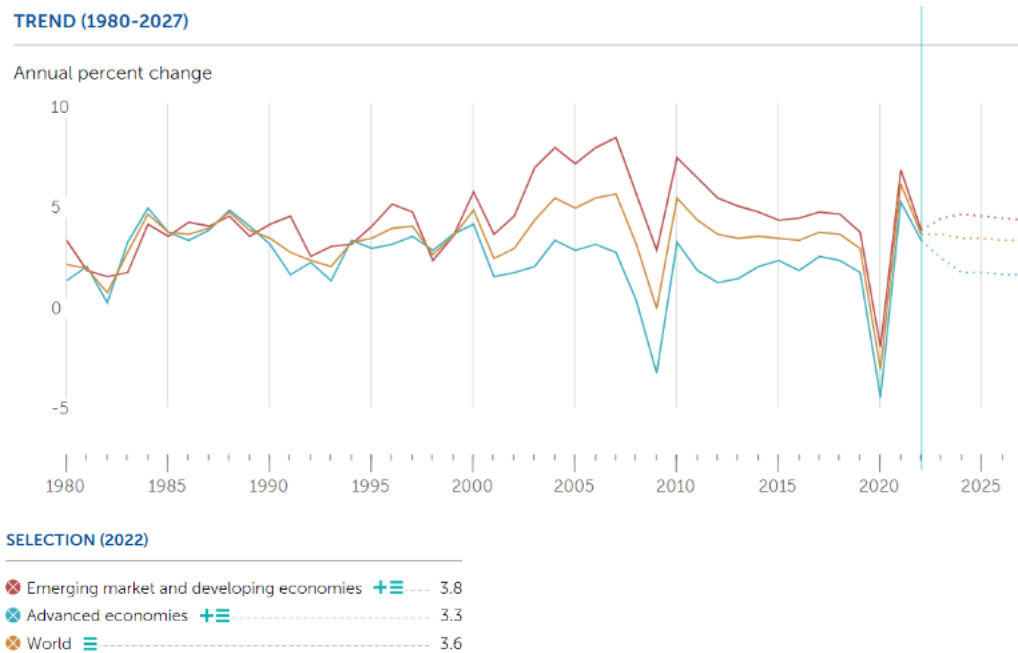
Para combater a forte queda da atividade econômica, os principais bancos centrais – Fed, BCE, Banco da Inglaterra, Banco do Japão, entre outros – injetaram grandes quantidades de moeda em suas economias, nada menos que US\$ 14 trilhões, e deram acesso a recursos financeiros nas mais diversas formas aos cidadãos.

O efeito inicial da pandemia, lembremos, foi uma forte redução na produção industrial: para evitar o alastramento da covid-19, funcionários foram afastados em caráter preventivo, e a demanda interna de cada país se ajustou. Por exemplo: a generalização do *home office* criou uma forte demanda (temporária) por equipamentos eletrônicos, além de serviços de logística de inúmeros setores, para fazer frente à demanda por entregas em domicílio.

Já a indústria automobilística foi uma das mais impactadas pela queda de demanda e pelos problemas nas cadeias de produção – a falta de semicondutores (então em forte demanda pelo citado setor de equipamentos eletrônicos). Quando a demanda por veículos automotores voltou, o setor automobilístico se viu desabastecido desses semicondutores. Essa situação ainda perdura.

Esse quadro também é composto por mais um elemento perturbador na oferta: o ESG (“*Environmental, Social, Governance*”, talvez a sigla mais na moda nos últimos tempos, que se refere à agenda de assuntos ambientais, sociais e de governança que as empresas não poderão mais deixar de adotar), em particular depois da COP26 – ou a 26ª edição da Conferência da ONU (Organização das Nações Unidas) sobre a Mudança do Clima –, realizada em Glasgow, em novembro de 2021.

Os compromissos ambientais assumidos pelos principais dirigentes políticos mundiais e por grandes empresários levaram as entidades financeiras a se afastar dos financiamentos relacionados às diversas indústrias causadoras do efeito estufa. Os investimentos em setores relacionados a esse fenômeno – como energia e combustíveis de origem fóssil, os associados à mineração, para citar só alguns –, que já vinham sendo limitados, viram essa tendência se acentuar. A oferta de importantes insumos industriais e combustíveis se tornou ainda mais apertada.



Fonte: FMI World Economic Outlook April 2022

O gráfico acima ilustra o comportamento do PIB nos dois principais níveis de desenvolvimento das economias (avançadas ou emergentes) e a expectativa para 2022. Em 2020, o PIB das principais economias desenvolvidas se retraiu em 4,5% – frente aos 3,1% da média global e aos 2% dos países emergentes. Já no ano passado, os países em desenvolvimento cresceram 6,8%, ante 5,2% dos países desenvolvidos e 6,1% da média global. Em 2009 (ano da crise do *sub-prime*), os países em desenvolvimento cresceram 2,8%, neutralizando uma queda de 3,3% dos desenvolvidos e levando a uma queda de 0,1% do PIB global. Segundo previsões fresquinhas (de abril) dos economistas do FMI, 2022 verá um crescimento de 3,8% nos emergentes; de 3,3% nos desenvolvidos e de 3,6% no mundo como um todo.

Portanto, os países emergentes se saíram melhor que os desenvolvidos, analisando o comportamento histórico das crises. Nesta, causada pela pandemia, o Brasil se saiu bem em termos de PIB: a queda foi de 3,9% em 2020, com alta de 4,6% no ano seguinte, e com expectativa (do FMI) de avanço de 0,8% neste.

Em 2015 e 2016, o PIB do Brasil caiu 3,5% e 3,3%, respectivamente, mostrando os efeitos nefastos de uma gestão temerária – cujos agentes causadores tentam voltar ao poder, com apoio de inúmeros personagens importantes do setor financeiro e político. Os motivos destes para querer isso não são claros. A corrupção registrada naquele período foi causa de danos irreparáveis ao país e a todos os brasileiros – exceto, claro, aqueles por ela diretamente beneficiados, e ainda causa problemas na infraestrutura brasileira e na própria Petrobrás, incapaz de investir em refino, além de atrasos relevantes no desenvolvimento dos campos de pré-sal.

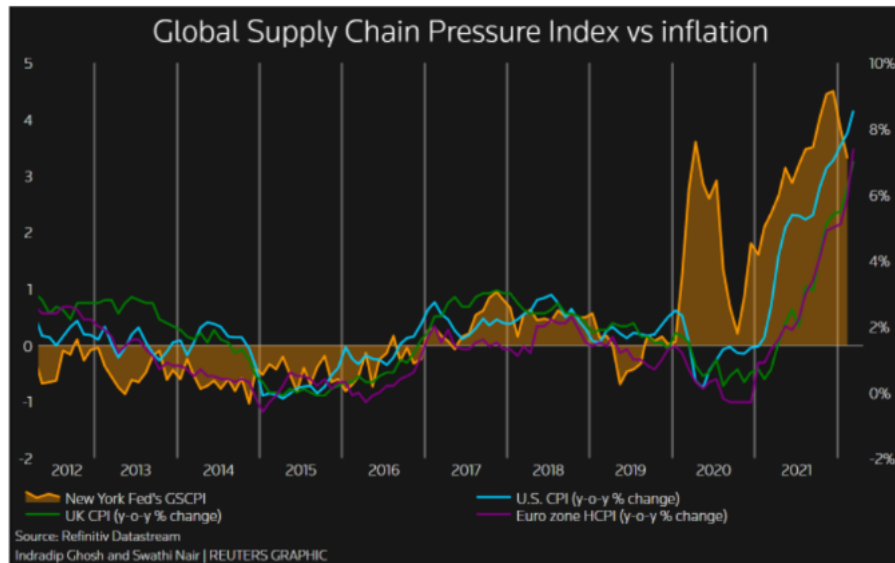
Bem vistas as coisas, ainda em termos de PIB, 2015/16 foi um período até pior do que este, da pandemia, para o crescimento e desenvolvimento econômico do país.

Uma das razões para que países emergentes tenham sido menos afetados pelas grandes crises de 2008/09 e 2020 é a produção de *commodities*, que caracteriza suas economias. Como têm estado em alta demanda, as *commodities* vivem um momento de elevação dos preços, além dos problemas na oferta causados pela pandemia. Os países industrializados, na contramão, veem custos subirem e demanda cair em seus setores de bens de consumo – notadamente da indústria automobilística. No caso de Europa e Japão, ainda há o efeito da alta em itens como carvão térmico, petróleo e gás – fontes energéticas com forte dependência de importações.

O Brasil é grande exportador mundial de alimentos e de petróleo, e desponta como uma das regiões que mais recebe investimentos na indústria petrolífera mundial – e se beneficia pela ruptura tecnológica dando acesso às enormes reservas de petróleo e gás do pré-sal.

De acordo com a FAO (Organização da Nações Unidas para a Alimentação e Agricultura), o Brasil deverá em breve assumir a liderança mundial em exportação de alimentos, superando os EUA. O mundo se verá, assim, ainda mais dependente do nosso país. Ainda segundo a FAO, a população mundial deverá crescer 37% até 2050, para 9,7 bilhões de pessoas. Isso criará uma demanda 80% maior por alimentos, principalmente grãos e proteínas. O Brasil terá papel fundamental na oferta destes itens essenciais à alimentação humana e dos animais.

Voltando ao tema crise: os países emergentes se saíram duplamente melhor nas últimas crises: perderam menos PIB e se recuperaram com mais força, amplamente apoiados pela elevação dos preços das *commodities*.

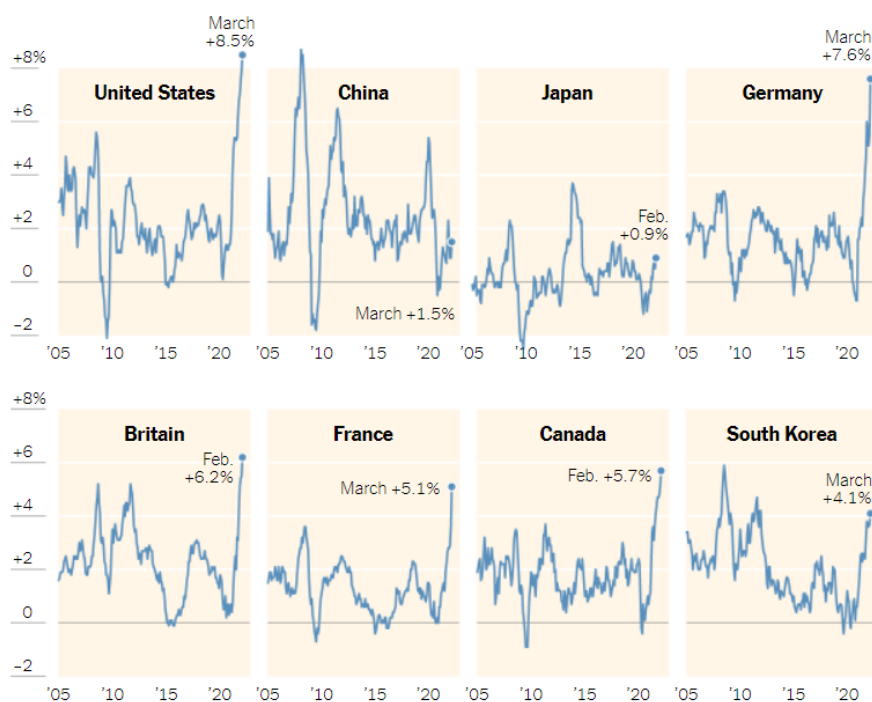


O índice GSCPI – *Global Supply Chain Index* – já indicava pressões inflacionárias causadas pela cadeia de produção, e não pela demanda. Tal pressão voltou com força, e contra ela não há o que as taxas de juros possam fazer. O juro é remédio para inflação de demanda (relembre a definição, mais acima). Usá-lo contra a atual onda de aumento de preços faz lembrar uma cena do filme “Os Intocáveis” (1987), de Brian De Palma. Um mafioso, com uma faca na mão, invade a casa de Jim Malone (personagem de Sean Connery), o aliado de Elliot Ness (Kevin Costner) na luta contra Al Capone (Robert De Niro). Malone, no entanto, tira de dentro de um móvel (um toca-discos, que à época era mesmo uma peça de mobiliário) uma carabina de cano serrado e o põe para correr – e diz: “É bem típico de uma [expressão politicamente incorreta]: vem com uma faca para um tiroteio”.

As causas atuais da inflação são problemas generalizados nas cadeias de produção, legados pela pandemia, e são acentuadas ainda pela guerra Rússia x Ucrânia – para a qual não se vê fim, e cujos desdobramentos para a economia são imprevisíveis (ainda que certamente negativos).

Para aqueles que acreditam que a inflação é um problema brasileiro – bem, EUA e Europa certamente discordariam. Por lá, agora estão vendo crescer uma erva daninha bem conhecida pelos brasileiros – e bem difícil de arrancar: a **inflação inercial** (vide definição mais acima) e de expectativas. Em tal situação, os agentes econômicos com certo poder de estabelecer preços, repassam seus custos e ainda tentam se defender de novos aumentos nestes. Os ganhos tecnológicos e de transferência da produção para a China, vistos nas últimas décadas, parecem ter se esgotado. Agora, cada país deverá criar soluções para combater a inflação. Sem um remédio como os juros (ótimos contra inflação de demanda, mas não contra a atual) e com a fraqueza deixada nas economias pela pandemia, os países ainda se veem diante da necessidade de gerar empregos e atender as famílias menos favorecidas, com programas de auxílio.

Inflation Rates Around the World



Year-over-year changes in consumer price indexes. - Sources: Bureau of Labor Statistics; Organization for Economic Cooperation and Development; Japan National Statistics Center; Eurostat; United Kingdom Office for National Statistics; Statistics Canada - By The New York Times

Muitos acreditam que apenas um forte e rápido aumento nas taxas de juros seria um remédio para a situação inflacionária atual. O efeito disso, no entanto, seria a recessão. A adoção dessa estratégia, então, é bastante improvável.

Diante de todo esse cenário, nossa estratégia permanece a mesma: se não pode derrotar o inimigo (inflação), associe-se a ele – ou seja: invista nos agentes da inflação.

E quem são estes? *Commodities*, alimentos, energia – e nas empresas que atuam nestes segmentos – e nas cadeias de produção. E especialmente empresas que conseguem repassar seus custos devido a condições extraordinárias próprias – ou são líderes em nichos de mercado ou produzem itens para os quais não há substitutos ou estão bem posicionadas para se adequar ao movimento atual de regionalização da produção (diminuindo a exposição a custos logísticos cada vez maiores e a dependência da China).

Em termos setoriais, mantemos como principais segmentos em nossos fundos a indústria automobilística pesada (atende agronegócio, infraestrutura e logística), agronegócio (manufatura de silos e armazéns, açúcar, etanol e energia de biomassa), *commodities* (ferroligas, complexo soda-cloro-PVC e pigmentos) e logística – que acaba se integrando e relacionando, direta ou indiretamente, a todos os anteriores.

Destacamos uma vez mais que muitas empresas investidas nestes setores são líderes de mercado e atuam em nichos específicos, não havendo alternativa econômica de substituição de fornecedores. Tal situação ficará evidente com a publicação dos resultados do primeiro trimestre – que, esperamos, deverão causar uma reação positiva no mercado, **separando o joio do Trígono**. E, acreditamos, nossos fundos deverão capturar essa reação. E acreditamos também que esses resultados não se limitarão ao primeiro trimestre: são uma tendência para o ano, e para os próximos anos.

O leitor agora pode seguir com a leitura da Resenha – guardando em mente a pergunta, mas tendo à mão todas as dicas e notas para responder a ela: **Maestro, qual é a música?**

Conjuntura Nacional

O COPOM mais uma vez elevou a taxa Selic 1%, como era amplamente esperado pelo mercado, para 12,75%. E, pelas declarações após a decisão, já deixou contratado pelo menos mais um aumento. Mas sinalizou que o próximo provavelmente será o último, encerrando o ciclo entre 13% e 13,75% (o mercado espera 13,25%). A persistente inflação dos últimos meses justifica mais este aumento.

Mas já há sinais de possíveis surpresas positivas com o IPCA-15 (prévia do IPCA), que veio em 1,73% (contra expectativa de 1,82% do mercado), puxado em boa parte pela alta dos combustíveis. A pesquisa FOCUS, que ancora boa parte do mercado, projeta o IPCA em 7,9% neste ano e em 4,1% em 2023, o que torna a taxa real do juro básico do Brasil a mais elevada do mundo. Os preços da Petrobrás seguem defasados, com a diferença da paridade no diesel em 21% e gasolina 17% (ambos em média) no final de abril.

Um dado importante é que, apesar da massa salarial real da população brasileira ter decrescido devido à inflação, o aumento de juros não tem diminuído substancialmente o ritmo da recuperação de emprego. A pesquisa PNAD/IBGE mostra tendência positiva com ajustes sazonais e uma contínua tendência de queda: a taxa de desemprego referente a março ficou em 11,1%, abaixo do esperado no mercado. A população empregada ou em busca ativa por emprego também segue em recuperação, embora abaixo do pico pré-pandêmico. No CAGED, a expectativa do governo federal era de que houvesse a criação de um milhão de empregos com carteira assinada neste ano, mas no 1º trimestre já houve criação de 615 mil empregos, e o ritmo vem se acelerando mês a mês.

O comércio internacional do Brasil segue crescendo, com acréscimos de exportações e importações ano contra ano, refletindo um bom nível de atividade econômica. A expectativa do governo é que haja um superávit comercial superior a US\$ 110 bilhões em 2022 – confirmando-se, será um recorde histórico. Em 2021, lembremos, o Brasil apresentou saldo de US\$ 61 bilhões, já então quebrando recorde (o de US\$ 56 bilhões, conquistado em 2017). Considerando-se os problemas logísticos em todo o mundo e o desaquecimento da economia chinesa, a superação do recorde anterior já seria um excelente resultado. Em abril, o saldo atingiu US\$ 8,1 bilhões, acumulando US\$ 20 bilhões no primeiro quadrimestre do ano, maior valor da história para o período e 10,5% superior a idêntico período do ano anterior.

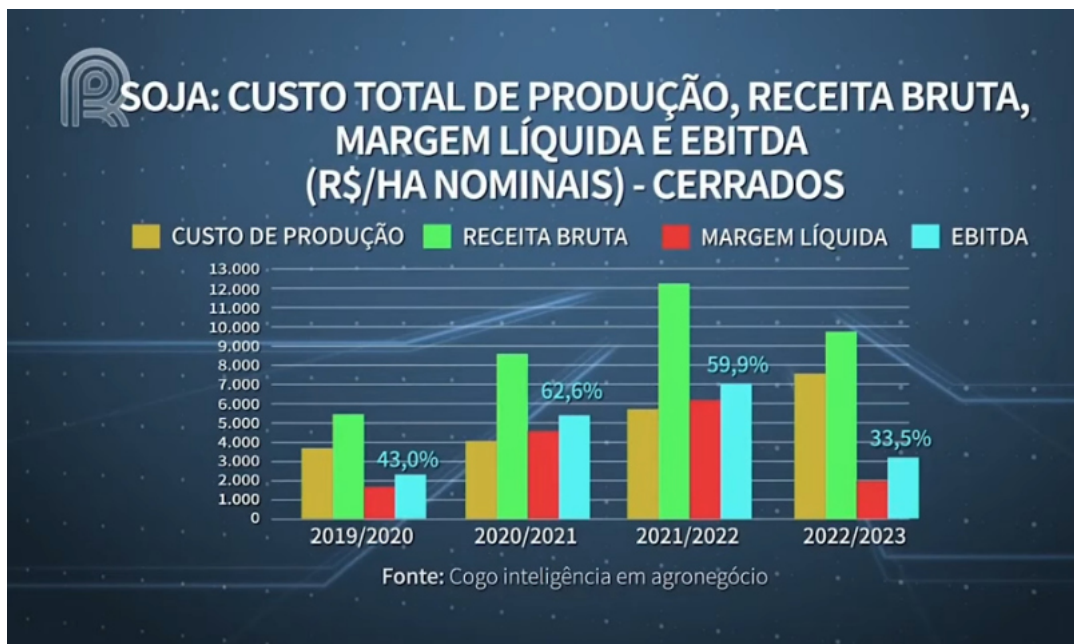
Em termo de atividade econômica, o índice IBC-Br (prévia do PIB) de fevereiro veio praticamente em linha com o consenso: elevação de 0,3% sobre o mês anterior. Indústria e Varejo Ampliado apresentaram crescimento (0,7% e 2%, respectivamente) e serviços ficaram praticamente estáveis (-0,2%). A indústria reverteu uma tendência de queda forte desde o meio do ano passado. Os segmentos de maior destaque são os de bens de capital e químico (alta em relação a fevereiro de 8% e 7,8%, respectivamente), ambos bem acima do pico pré-pandemia e com clara tendência de alta, mesmo com os juros galopantes. Destacamos que são dois setores que fazem parte importante de nossos fundos, ao lado de agronegócio e mineração/metalurgia.

As montadoras, de grande peso no índice da indústria, seguem limitadas pela questão da oferta de semicondutores. Os produtores ucranianos de néon (gás importante na manufatura de semicondutores) ficam localizados justamente na zona de guerra (Mariupol e Odessa) e interromperam o equivalente a metade da produção mundial do insumo. As maiores fabricantes de semicondutores fizeram grande estoque, que deve durar um longo período, e já fecharam acordos para garantir seu abastecimento. Produtores menores, no entanto, podem sofrer mais à frente, caso o cenário de guerra se estenda.

O fisco brasileiro continua com um ótimo desempenho. Mesmo considerando a inflação, a arrecadação tributária vem crescendo substancialmente e em ritmo superior ao das despesas. Em março, houve a maior arrecadação de impostos para o mês em 28 anos, quando teve início a série histórica, atingindo R\$ 164,1 bilhões, crescimento de quase 7% em termos reais em relação ao mesmo mês de 2021. No acumulado do ano, já foram arrecadados R\$ 556,7 bilhões, ajustado pela inflação, novo recorde histórico e 11% acima do primeiro trimestre de 2021, com R\$ 501,2 bilhões, ou R\$ 55 bilhões a mais em 2022. O governo tem tentado usar essa gordura para diminuir certos impostos, como o IPI – em 25% e, posteriormente, em 35%, e possivelmente reduzir os tributos sobre combustíveis e energia elétrica. Tal aumento de arrecadação será possivelmente usado para que o Auxílio Brasil seja fixado mensalmente em R\$ 400 em caráter permanente, o que custará ao ano cerca de R\$ 88 bilhões do orçamento, mas compatível com o aumento real da arrecadação tributária.

Dentro da ótica de redução de imposto, a recente redução do IPI Isso causou forte reação contrária do *lobby* da Zona Franca de Manaus, que judicializou a questão e agora aguarda decisão do plenário do STF sobre a validade dessa redução de imposto, já que Manaus perde parte de sua vantagem fiscal em relação a outras regiões do país, vantagem importante para atrair empresas e investimentos.

Voltando ao agronegócio, destacamos que devido à greve de servidores, podemos esperar atraso na divulgação do programa do Plano Safra 2022/23 (o anúncio talvez venha apenas em junho). Sobre a safra brasileira, é esperado que a área plantada para 2022/23 cresça pouco acima de 2%. Parte dos produtores deve diminuir a aplicação de fertilizantes, mas como houve uma grande quebra na safra 21/22, que está sendo finalizada, há uma expectativa de aumento de produção – acima de 20%, caso não ocorram novos problemas climáticos como na safra atual, especialmente no sul do país, e que impactou principalmente a safrinha de milho, que na realidade, apesar do nome, é a principal safra de milho que é plantada após a colheita de soja, proporcionando ao Brasil a enorme vantagem de ter duas safras de duas culturas diferentes na mesma área e sem irrigação, aproveitando-se parte dos fertilizantes da safra de soja e ainda disponível no solo, além da palha da colheita anterior convertida em matéria orgânica e beneficiando a umidade do solo.



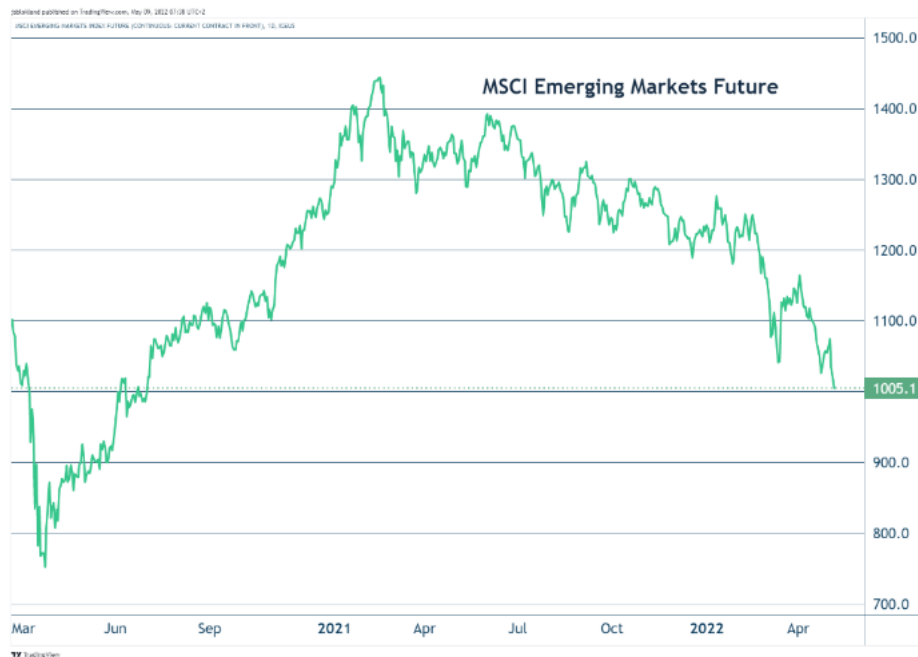
Sobre as margens de rentabilidade, de fato, o preço dos fertilizantes subiu muito acima dos preços dos grãos neste ano. No entanto, é importante diferenciar fertilizante caro de falta do insumo. Neste ano, o Brasil importou mais fertilizante russo do que no ano passado em termos de volume, e a tendência é que continue assim, com diversos cargueiros chegando de Rússia e Belarus, mesmo em meio à guerra e a problemas logísticos. O Brasil não foi prejudicado em termos de oferta, mas os preços seguem em alta em todo o planeta e afetarão também o custo de produção dos demais países, pressionando os preços dos grãos e de todas as *commodities* agrícolas para cima. Apesar disso, a margem do produtor brasileiro ainda é extremamente vantajosa. Comentamos na conjuntura internacional que o lucro esperado do produtor americano estava por volta de US\$ 40/hectare de soja. No cerrado brasileiro, esse valor está próximo a US\$ 400, ou seja, 10 vezes maior. A margem de rentabilidade está acima de 33%, ainda muito superior à média dos últimos 10 anos. Além disso, os produtores estão capitalizados e contam com farta oferta de crédito – nesta safra, o volume oferecido pelo governo cresceu mais de 20% sobre a safra anterior. Espera-se também que haja um grande desembolso, seja por meio de programas como o Plano Safra, seja via bancos/fundos privados, para financiar o setor agro nesta safra. Essa liquidez deve continuar sendo direcionada, além do financiamento do capital de giro, para o investimento em infraestrutura, máquinas, caminhões, silos etc. A Trígono está bem-posicionada neste cenário através de várias empresas investidas em seus fundos.



Com as dificuldades dos semicondutores, continuamos recebendo notícias de montadoras dando férias coletivas ou fazendo paradas não programadas frequentemente. Mas a realidade é que, para caminhões, tanto a Anfavea, como algumas montadoras, projeta um excelente 2022, com crescimento de volumes vendidos próximo a 10%, embora até abril o crescimento foi de apenas 1,7% em relação a 2021. A demanda deverá ser ainda mais encorajada pela legislação ambiental com a introdução dos requerimentos ambientais de emissões para veículos diesel equivalente ao EURO 6 em 2023. Isso encarece os preços dos veículos e leva a um movimento de antecipação de compras em 2022, notadamente na segunda metade do ano, quando o efeito de falta de componentes deverá ser menos severo, melhorando a produção e oferta de veículos.

Outro fato positivo, é o programa de renovação de frota: com o sucateamento de veículos antigos e substituição por outros mais novos, o país pode auferir enormes ganhos ambientais e econômicos. No setor de máquinas agrícolas, menos impactado pela falta de componentes, o crescimento das vendas no acumulado no ano supera 20% em relação ao ano passado.

O fluxo estrangeiro na bolsa brasileira, seguindo as preocupações com as *commodities*, ficou com saldo negativo pela primeira vez desde novembro: R\$ 7,7 bilhões deixaram a B3, seguindo o movimento de retirada dos mercados emergentes neste mês (o Brasil não foi um caso isolado). O índice MSCI, que espelha o desempenho das bolsas em mercados emergentes, já caiu 30% em relação ao pico de 2021, ano altamente influenciado por regulações chinesas (seja em tech, educação e/ou mercado imobiliário), e pelo conflito militar entre Rússia e Ucrânia, iniciado em fevereiro deste ano.



O Ibovespa recuou 10,1% no mês e o índice Small Caps-SMLL caiu 8,4%, corroborando nosso argumento, desenvolvido em Resenhas anteriores, de que os estrangeiros contribuíram muito para o diferencial de valorização do IBOV sobre o SMLL nos últimos meses. No entanto, grande parte dos recursos que saíram é do chamado “Smart Money”, que se movimenta rapidamente e, da mesma forma que entra, sai (e assim impacta de forma mais intensa justamente as ações mais líquidas, objeto de investimento deste tipo de investidor). Em abril, o dólar se valorizou 5% sobre o real, refletindo principalmente i) o fortalecimento da moeda americana em relação ao resto da cesta global e ii) a queda no preço de algumas *commodities* importantes para os termos de troca do Brasil e iii) fluxo negativo do mercado de capitais, notadamente da bolsa de valores.

Conjuntura Internacional

A política monetária internacional começou a dar sinais fortes de uma possível reversão da realidade de juros reais negativos praticadas no mundo desenvolvido até agora. Alguns integrantes do FED já admitem que, de certa forma, de terem demorado a subir os juros e que a inflação está muito acima da meta. Uma mudança radical do discurso de que a inflação era um choque temporário causada pela pandemia. As metas na redução do balanço do FED também não conseguiram ser cumpridas.

A inflação galopante se dá por uma série de motivos, além do aumento dos preços das *commodities*. Um dos mais importantes é a queda na força de trabalho de diversos países, que com a recuperação dos níveis de desemprego a níveis pré-pandêmicos ao redor do mundo, começa a pressionar a inflação de forma mais acentuada. A principal razão para essa queda na força de trabalho é a decisão de trabalhadores em idade mais avançada de simplesmente aposentarem antes da hora e não se realocarem na força de trabalho. Com a forte recuperação econômica dos EUA e massiva abertura de vagas de emprego, há uma competição pelo trabalhador e consequentemente aumentos salariais (5,6% nos últimos 12 meses a partir de março), causando aumento de custos para empresas e aumento de preços.

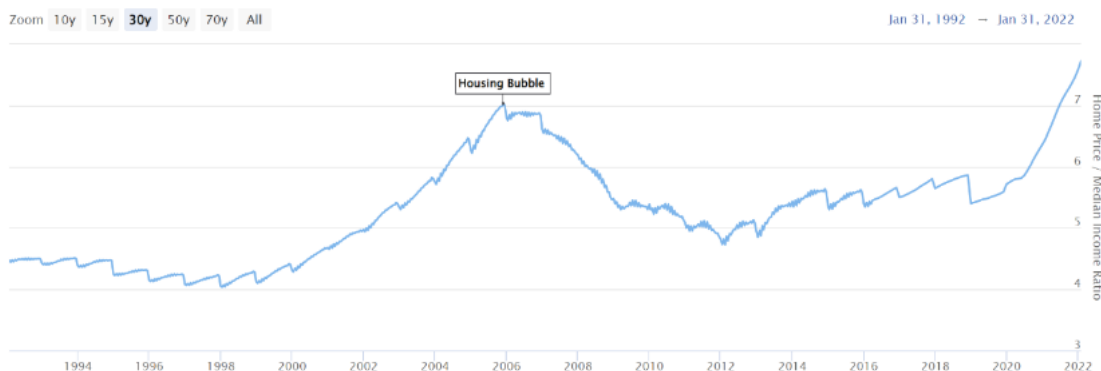
Participação de trabalhadores sobre a população total dos EUA



Fonte: Banco Central de St Louis

O mercado imobiliário americano também apresenta sinais de aquecimento. A oferta do mercado de construção de residência não está dando conta do aumento da população americana de forma estrutural, mas o ritmo de incremento de preços é realmente impressionante. O efeito dos juros negativo nas hipotecas tem exacerbado a tendência de aumento de preços.

Razão entre preço de imóveis e salário médio (EUA)



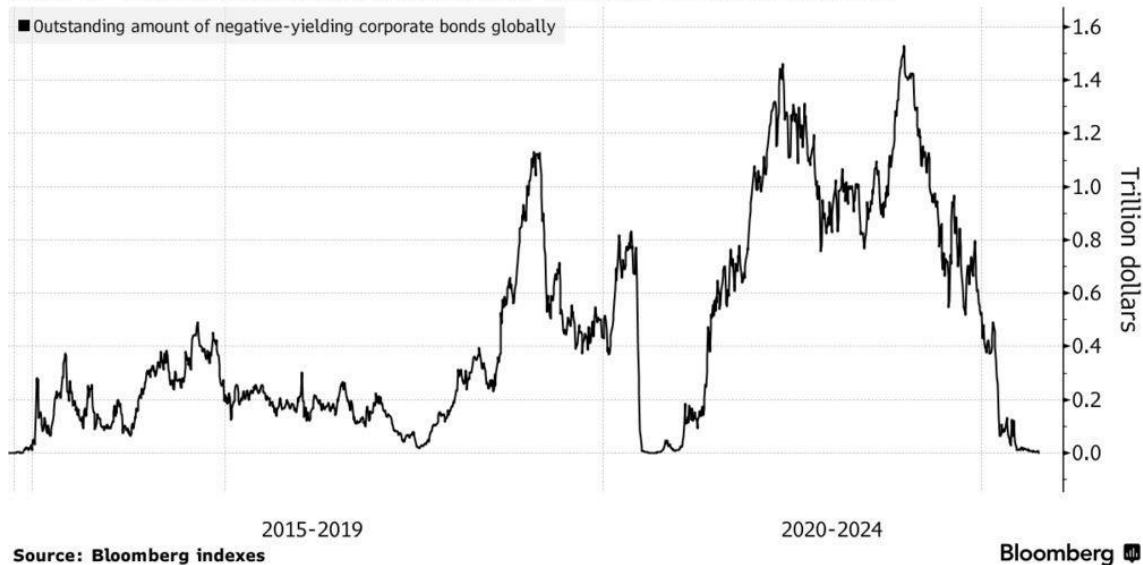
Fonte: Banco Central de St Louis

Nesse sentido, como comentamos em resenhas anteriores, vale a reflexão sobre a ponderação de cenário do alocador de capital. Os efeitos da massiva injeção de liquidez (mais de US\$ 12 trilhões) feita pelos bancos centrais da pandemia é clara. Houve a criação de bolhas em diversos ativos em variados tipos de mercado, seja em ações, imóveis, crédito ou até criptomoedas. A difícil tarefa dos bancos centrais agora é desinchar essas bolhas sem causar recessão (ou estouro) pelo dano do aumento de juros e diminuição dos estímulos. Quanto mais adiam esse árduo dever, maiores as consequências para a economia mais posteriormente. Comentaremos sobre alguns desses mercados.

Vejamos o mercado de crédito. Criou-se uma realidade atípica de dívida corporativa com rendimento negativo globalmente nos últimos anos com a inflação enfraquecida. A bolha no mercado de *bonds* está rapidamente desinchando, de forma que é difícil para diversos países pararem completamente com os estímulos, com risco de o mercado de dívida colapsar rápido demais, mas a tendência de aumento dos *yields* e consequente perda de valor desse mercado é clara. O *spread* (diferença de rendimentos) entre o mercado de hipotecas e títulos do governo está aumentando rapidamente, sinal de que o mercado americano pede aumentos maiores e mais rápidos de juros.

End of an Era

Born of central bank largesse, negative-yielding credit disappears



No mercado de ações, observa-se bolhas desinchando principalmente no mercado de tecnologia. Desde o final do ano, houve uma forte correção no mercado de ações americano, pouco capturado pelos índices pela característica de concentração destes em empresas mais sólidas, já que a correção estava restrita às empresas de menor capitalização com múltiplos muito esticados e fluxos de caixa duvidosos. O que é preocupante é que agora a correção também se espalhou para as queridinhas do mercado FAANGs (Facebook, Amazon, Apple, Netflix e Google). O índice S&P 500 caiu quase 9% em abril, enquanto o índice NASDAQ caiu mais de 13% pelo peso maior em techs. O índice Dow Jones caiu quase 5%, sendo o destaque menos negativo no mercado americano, mais ligado ao setor industrial.

Não cabe aqui comentar sobre o *valuation* das FAANGs, mas fato é que houve um grande exagero no valor global das ações, principalmente nos EUA, especialmente em relação a empresas de tecnologia. A maior *proxy* desse exagero é o ETF ARK (chamado de ETF de Inovação, com mais de 100 ativos), que consiste em sua maioria em ações de tecnologia com múltiplos superiores a 50x os lucros e que caiu mais de 70%, desde fevereiro de 2021, corrigindo os exageros. O IPO da Nikola foi outro exemplo disso, uma companhia que não tinha entregado sequer um caminhão elétrico na época e com um *business plan* duvidoso, mas que chegou a ser avaliada em quase U\$40 bilhões (caiu 90% desde então). No mercado brasileiro também não faltam exemplos. Já comentamos em outras resenhas a respeito do valor de mercado das empresas ligadas à tecnologia, e o impacto nos IPOs destas empresas no Brasil, e o ajuste natural que deveriam ter, e que de fato ocorreu. Nos impressiona a ingenuidade do

mercado ao aceitarem preços nos IPOs absolutamente desconectados com a realidade, um mínimo de bom senso. A Trígono não participa de IPOs.

No mercado de criptomoedas não é necessária muita elaboração para se constatar o exagero. Independente do mérito da validade da tese do Bitcoin e outras criptomoedas mais importantes, uma piada viral na internet já era capaz de fazer tokens virtualmente inúteis valerem bilhões de dólares em valor de mercado (as chamadas meme coins). A capitalização total do mercado de criptos caiu de quase R\$15 trilhões para algo próximo a R\$8 trilhões atualmente. Recordo também texto de nossa Resenha anterior sobre movimento semelhante no Brasil nos IPOs que culminou no lançamento da **Merposa**, por mera brincadeira, mas que o mercado buscou avidamente.

Finalmente, do ponto de vista de um alocador de capital global, vemos que o cenário é difícil. O peso maior em ativos mais alternativos, como Venture Capital, criptomoedas ou ETFs inovadores não é mais uma estratégia vencedora como foi nos últimos anos. Agora até o mercado de dívida e o mercado tradicional de *equities*, como as FAANGs estão sob risco em termos de possíveis correções, caso o cenário inflacionário continue. Dessa forma, cabe a proteção do capital por meio das chamadas ações de valor (*value stocks*) e *commodities*. Comentaremos sobre elas.

Índice geral de commodities do S&P



Para as *commodities*, foi um grande mês de tensão dado o *lockdown* da China em conjunto com a postura mais dura do FED. Há uma grande apreensão de queda na demanda das *commodities*, que se casa com um fluxo negativo de mercados relacionados às mesmas, como é o caso do mercado brasileiro. O questionamento é: depois de uma alta tão forte nos preços e com a queda de demanda, poderá também haver uma forte correção no preço das *commodities*?

É claro que a resposta para essa pergunta não é uma só, já que as *commodities* são um termo genérico para consolidar diversos mercados com inúmeras variáveis de oferta e demanda específicas de cada um. De maneira geral, há um sério problema de oferta já extensamente debatido em outras Resenhas. Na Resenha anterior, comentamos sobre o mercado de energia e sobre a chamada 'greenflation', a inflação causada pelo aumento da tendência ESG no mundo.

Em termos de planejamento estratégico para a economia global, o destino que aparenta ser mais lógico para o fluxo de toda essa liquidez global é na realidade o investimento para a ampliação de oferta de insumos. A oferta de *commodities* afeta na qualidade de vida da população, a falta de combustíveis, aço ou carne interfere diretamente na popularidade dos governos. No curto prazo, os governantes podem dar auxílio, *vouchers*, diminuir impostos etc., mas isso só aumentará a tendência inflacionária já pressionada. Mesmo a liberação de reservas estratégicas não tem ajudado no caso do petróleo. Somente dois fatores (não mutuamente excludentes) podem resolver a questão da inflação das *commodities* atualmente: a destruição da demanda, diminuindo muito a qualidade de vida da população, ou o aumento da oferta, que só pode ser realizado por meio de fortes investimentos.



A destruição da demanda pode ocorrer caso os bancos centrais assim decidam, o que não é a solução ótima para a população, apesar do que vem sendo feito no Brasil. A tendência é que calibrem o ritmo da alta de juros para evitar ao máximo que isso ocorra. Já sobre o aumento de oferta, a capacidade de um aumento substancial de forma a reduzir os patamares de preços vistos hoje, depende muito do ciclo de investimentos da *commodity*. Já abordamos as *commodities* energéticas e eletrointensivas na última Resenha. Nas *commodities* metálicas, que são importantes em termos de custo de minério, a decisão de investimento, no geral, demora anos e requer segurança jurídica. O aumento da política ESG diminui cada vez mais a segurança

jurídica dos mineradores para realizar novos investimentos, além da natural depreciação das reservas, e o afastamento de bancos e investidores como financiadores.

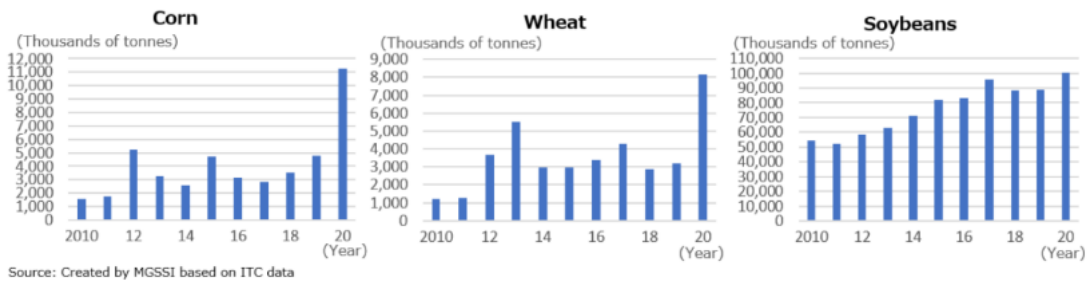


Em contradição à diminuição da segurança jurídica da mineração propriamente dita, a política ESG aumenta e muito a demanda por metais. O investimento das mineradoras necessário em relação à média dos últimos 10 anos, deveria ser no mínimo 100% maior (isso se a reciclagem de metais aumentar bastante) para cumprir o dever de zeragem das emissões líquidas de carbono em 2050 do acordo de Paris. A média de investimentos dos últimos 10 anos é perto de U\$80 bilhões ao ano, sendo necessário outros U\$100 bilhões ao ano para a meta, segundo o Bank of America. Cabe avaliar a atitude das grandes mineradoras nesse cenário. Muitas estão segurando investimentos para compensar o período de vacas magras da última década em termos de dividendos, em atitude, similar as petroleiras.

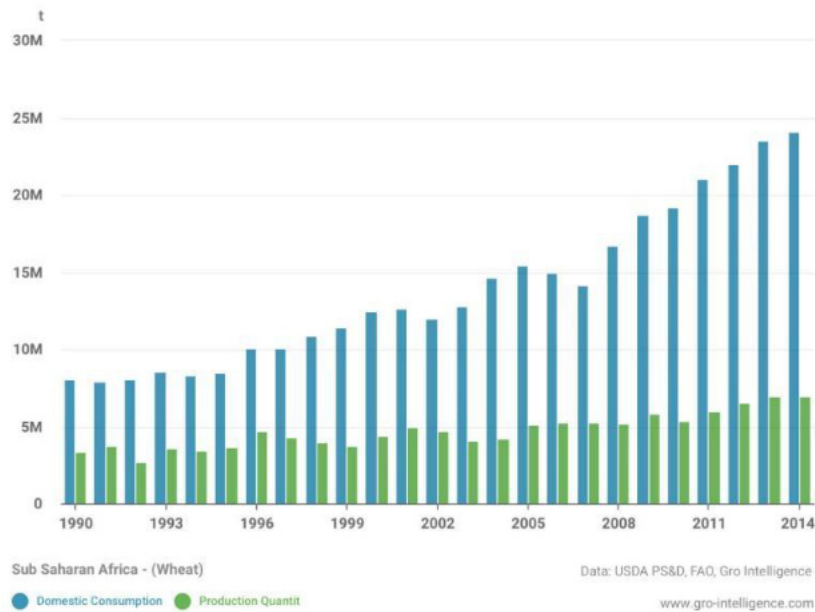
O setor imobiliário chinês parece ter atingido o fundo em termos de ciclo, com diversas províncias novamente baixando a taxa de juros e as dívidas ligadas ao setor tendo se valorizado. O efeito dos estímulos deve demorar, mas a perspectiva já é favorável. O modelo de crescimento do mercado imobiliário chinês parece ter mudado de fato e a ação do governo não foi pontual. Houve uma mudança estrutural na forma de enxergar o setor por parte do Partido Comunista Chinês e este não irá tolerar mais companhias muito alavancadas e estratégias agressivas por parte das construtoras, que acabaram levando à situação atual. O que aparenta é que o mercado daqui para frente será mais sustentável e saudável, mas com um crescimento menor. Esse aspecto é negativo principalmente para o aço. Porém, a demanda global por infraestrutura, energia limpa e o crescimento de outras economias emergentes como a Índia, pode compensar em parte essa perda de demanda sustentada das últimas décadas.

Sobre as *commodities* agrícolas, vivemos uma situação única. É claro que o cenário de guerra e climático é temporário, mas as consequências da falta de segurança no mercado internacional de grãos deverão perdurar. Como já vínhamos abordando recentemente, os EUA, UE, Japão e alinhados devem buscar *commodities* de fontes mais seguras e migrar parte da demanda estrategicamente para longe da China e Rússia. Com o crescimento populacional e do poder de aquisição da população emergente, a demanda por grãos é uma das mais beneficiadas estruturalmente.

Figure 1: China's grain (corn and wheat) and soybean import volumes



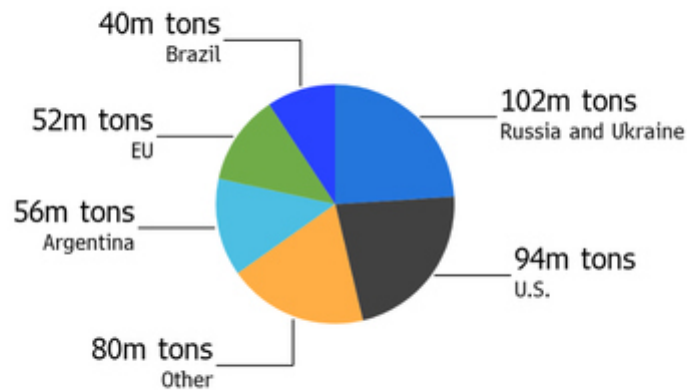
Wheat Consumption and Production, Sub Saharan Africa



Mesmo se não contarmos a saída de parte do grão russo do mercado, o impacto da diminuição da oferta ucraniana já traz um enorme impacto. Há, atualmente, 25 milhões de toneladas de grãos presos na Ucrânia (há diversos relatos de destruição de grãos e silos por parte de tropas russas) e o ritmo de plantação da safra por lá está abaixo de 30% do normal. Mesmo que a safra corra dentro do esperado, há fortes dúvidas sobre a capacidade de escoamento da produção. As imagens a seguir ilustram a importância da Rússia e Ucrânia em diversos mercados agropecuários e nas exportações globais.

Breadbasket to the World

Russia and Ukraine account for a quarter of global grains trade



Source: International Grains Council
 Note: Estimates for the 2021-22 season, for wheat and coarse grains

Bloomberg

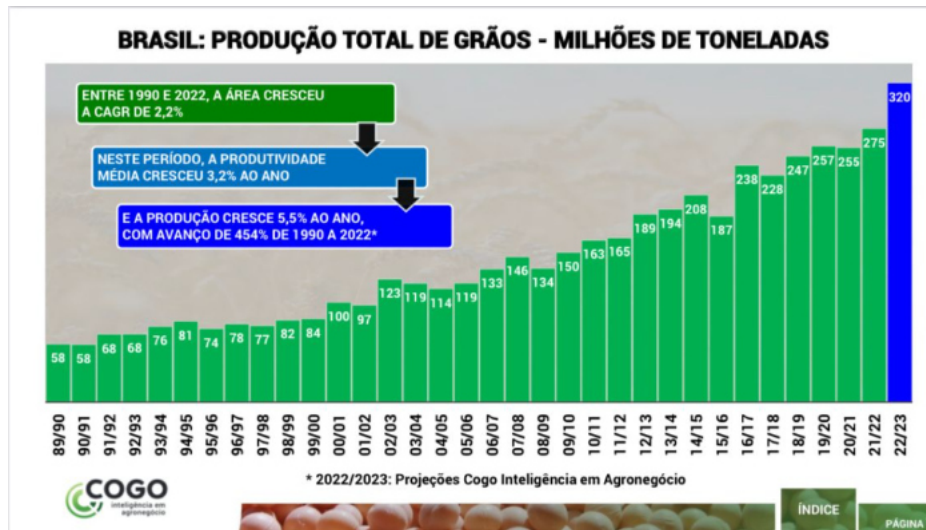
Ukraine's place in the world exports of agricultural commodities as of MY 2020/2021:

Nº1	Sunflowerseed oil	Sunflowerseed meal		
Nº3	Corn	Rapeseed		
Nº4	Barley	Walnut		
Nº5	Rye	Honey	Sorghum	
Nº6	Wheat	Sunflowerseed	Pigs	
Nº7	Oats	Soybean	Poultry meat	Rapeseed meal
Nº8	Soybean oil	Whole milk powder		
Nº9	Rapeseed oil	Skimmed milk powder	Butter	Cattle
Nº10	Cheese	Milk		

Fonte: USDA

Nesse contexto, o Brasil se destaca muito pela sua vasta área agriculturável ainda a cultivar num contexto de esgotamento de área e demanda crescente. A realidade é que o cenário positivo para os preços de *commodities* agrícolas já estava se formando desde antes da pandemia e do conflito europeu, dado o longo período de estabilidade nos preços e aumento de demanda. A quantidade de área cultivável e disponível no mundo está cada vez menor, não só pela ampliação da ocupação, mas pelo próprio esgotamento de terras pelo seu uso intenso e fatores climáticos de desertificação. Como já comentado, o Brasil não necessita da abertura de novas áreas para ampliar sua capacidade, basta converter pastagens em cultivo de grãos através do aumento da produtividade da pecuária, que em territórios do norte do Brasil em média ainda é extremamente ineficiente. Na atual safra, França, EUA e Índia estão tendo problemas climáticos que ainda não são críticos, mas se a situação não se reverter o cenário pode ficar complicadíssimo de forma rápida. A Índia, um dos maiores produtores exportadores mundiais de trigo, estuda a proibição de exportar o grão. A Indonésia, destacado maior exportador mundial de óleo de palma, o óleo vegetal mais consumido do mundo, proibiu sua

exportação, ou 28 milhões de ton., seguido pela Malásia com 16,2 milhões de ton., e Guatemala com apenas 810 mil ton. A situação se complica, pois a Ucrânia é o maior exportador mundial de óleo de girassol, fato que deverá gerar demanda adicional para o óleo de soja.



Fonte: Cogo Inteligência

Em suma, a tendência é que a demanda continue aumentando de forma estrutural e o Brasil deve ser um dos grandes fornecedores para essa demanda, sendo um dos poucos, se não o único, grande produtor com grande capacidade de aumento de produção factível. Quanto à sustentabilidade dos preços, é preciso analisar também as margens dos produtores e, conseqüentemente, os custos. Nos EUA, a margem estimada para a próxima safra é de U\$40/hectare de soja por exemplo. Para muitos dos principais produtores, a margem já está bastante apertada, devido ao aumento do custo do fertilizante e combustível. Além disso, o óleo vegetal agora está subindo muito de preço, devido à restrição de exportação por parte da Indonésia, o que pode ajudar a sustentar patamares de preço, como comentado na Resenha passada.

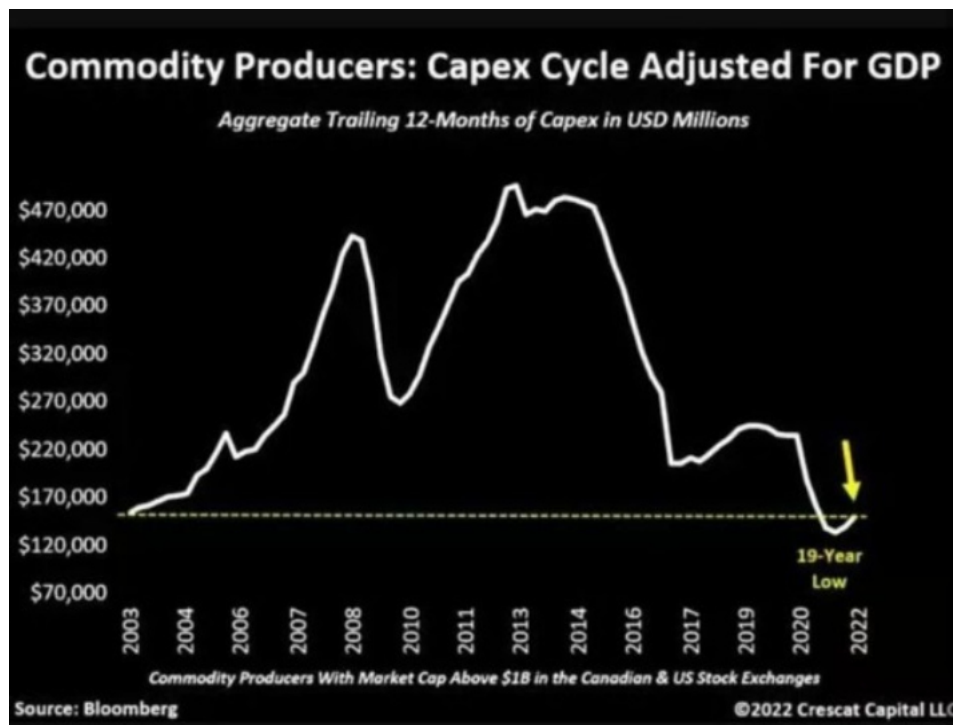
S&P GSCI Agriculture Index Spot



Fonte: S&P

Após os comentários sobre as *commodities*, falta agora outra questão importante. Se de fato os preços das *commodities* permanecerem em patamares elevados, estimulando assim fluxos de investimentos, quais setores serão beneficiados? Acreditamos que empresas de bens de capital

deverão ser favorecidas neste contexto. Para se ter uma noção do atraso do investimento em infraestrutura e em aumento da capacidade ofertante de *commodities* devido aos preços depreciados e ESG nos últimos 10 anos, podemos analisar o índice geral de preços de *commodities* (índice S&P GSCI, segundo gráfico da resenha) com o gráfico abaixo.



Esse setor foi muito penalizado nas bolsas globalmente na última década, assim como o de *commodities* em geral, pelas baixas taxas de crescimento e menores retornos sobre capital investido do último ciclo de investimentos. A necessidade da inversão desse ciclo é clara e se espera que, com a volta dos fortes investimentos para ampliação de oferta, ele volte a chamar atenção dos investidores em bolsa no setor de bens de capital, além de outros setores mais tradicionais da economia, como a indústria de energia.

Nesse momento, os grandes alocadores de capital globais estão pensando em todas as variáveis comentadas para decidirem para onde direcionar seus investimentos. Um bom palpite é que o fluxo continuará indo, mesmo que irregularmente, para ações relacionadas às *commodities* à medida que empresas realizarem seus investimentos e as indústrias de bens de capital apresentarem fortes crescimentos para este setor. O mundo hoje necessita de mais navios, caminhões, ferrovias, silos, máquinas pesadas (*offroad*, agrícolas e de mineração), etc. Além de serem necessários para o próprio aumento de produção das *commodities* e infraestrutura, esses bens ajudam a diminuir o custo para o consumidor final, já que também estão envolvidos na cadeia logística. Estimular esse setor ajuda a desinflacionar a economia. Unindo o útil ao agradável, diversas ações de *commodities* e indústrias estão negociando a múltiplos baixíssimos e com grande histórico de gestão e de gerar bons resultados, com valor de mercado muito depreciados.

Desempenho dos Fundos

Nesta seção, comentamos o mercado e o desempenho de cada fundo, com uma breve passagem a respeito de empresas importantes que integram nossos fundos – o que ajuda a entender a atribuição de performance, explicada setorialmente e não por empresa.

O mercado tem se deparado com inúmeras incertezas, que têm levado receio aos investidores: alta das taxas de juros, inflação, cadeias de suprimentos disfuncionais, guerra Rússia x Ucrânia e *lockdown* na China, com a pandemia no radar, para ficar em apenas alguns. Contrariando o observado no primeiro trimestre do ano, abril registrou pela primeira vez em 2022, a saída de investidores estrangeiros do país: foram R\$ 7,6 bilhões que deixaram a B3 (que mesmo assim está com saldo positivo de R\$ 58 bilhões). Por outro lado, o investidor pessoa física voltou à bolsa após vários meses (finalizando com saldo positivo de R\$ 4,9 bilhões). Já os institucionais continuam alocando recursos em renda fixa – ainda que a um ritmo menor: foram R\$ 2,5 bilhões em vendas líquidas em abril, acumulando saída líquida de R\$ 63,5 bilhões no ano. O saldo teve como compradores instituições financeiras, no montante de R\$ 1,6 bilhão, e empresas com R\$ 3,5 bilhões (neste último caso, parte provavelmente se relaciona a compra de ações para tesouraria).

Com tantas incertezas no mercado, em abril o índice IBOV caiu 10% e o SMLL, 8,4%. Por outro lado, nossos três principais fundos – Flagship, Delphos e Verbier – valorizaram no mês 1,5%, 3,5% e 1,9%, respectivamente. Três fatores em particular explicam o bom desempenho:

- I- Correção do mercado após os resultados do 4T21: no período, a maior parte de nossas empresas apresentou resultados positivos e, conseqüentemente, uma redução dos múltiplos de mercado das suas ações – além da revisão pelos diversos agentes de mercado dos modelos de avaliação e novos preços alvo para cima;
- II- Nossas empresas estão bem-posicionadas para aproveitar as oportunidades dos aumentos de custos em todo o mundo. **Podemos dizer que estamos alocados na ponta da inflação.** Empresas como Ferbasa, Kepler, São Martinho e Unipar (que são algumas das principais componentes de nossos fundos) estão sendo beneficiadas com o atual cenário de preços ascendentes, especialmente ligados a itens energéticos e produtos relacionados;
- III- Baixíssima sobreposição em relação aos *benchmarks* – o que permite nos descolarmos do mercado.

Abril foi ainda, em termos relativos, um dos melhores meses dos nossos fundos, desde que foram criados, em relação aos respectivos referenciais, com alfa (excesso de retorno) de mais de 10%. Por exemplo: Flagship (9,9% - janela de 49 meses de existência), Verbier (12% - 46 meses) e Trígono Icatu 100 (12,2% - 22 meses) geraram no mês passado, o segundo maior alfa mensal desde seus respectivos inícios.

Ao longo do mês, os fundos chegaram a cair mais de 4%, antes de fechar no campo positivo. Isso deixa evidente a importância de o investidor não se ater aos movimentos diários dos preços e à volatilidade do mercado. Essas oscilações estão contaminadas por vários fatores que

fogem do nosso controle. Tal volatilidade é típica de ambiente de incertezas, mas na maior parte das vezes em nada têm a ver com os fundamentos das empresas.

É nosso dever ressaltar que trabalhamos sempre com janelas mais longas, de preferência com horizonte de 2 a 3 anos – tempo suficiente para que as teses das empresas se materializem e apresentem os resultados esperados. Na Trígono, temos convicção nos fundamentos das empresas investidas. Não nos cabe tentar adivinhar (menos ainda especular) movimentos de mercado, ou quantos pontos o IBOV vai atingir. Como sempre destacamos: não fazemos *market timing*. Investimos em empresas, não em mercados.

Em nosso portfólio, os setores que mais se destacaram foram Agronegócio (desde janeiro) e Indústria, que vinha sendo o setor mais penalizado. Já o desempenho negativo veio dos setores de Tecnologia, Comércio e Químico.

O bom desempenho do Agronegócio foi novamente puxado por Kepler Weber e São Martinho. Sobre a primeira (que foi nossa estreante na temporada de balanços do 1T22): a KW reportou resultado que superou nossas premissas mais otimistas, com lucro líquido de R\$ 95 milhões (mais de 5 vezes o lucro do 1T21). Esse desempenho é fruto do poder de repasse de custos dos insumos aos clientes, além da demanda forte por linhas de armazenagem, a fim de reduzir o déficit estrutural de mais de 97 milhões de toneladas de grãos (pouco mais de 1/3 da produção total do país).

Mesmo com o aumento relevante do preço do aço (dobrou em 12 meses), os silos estão relativamente até mais baratos do que antes, na visão do produtor. O agricultor sempre busca fazer a relação deste investimento com sacas de soja ou milho. Por exemplo: um silo padrão que antes custava 10 mil sacas de soja, hoje fica em 8 mil sacas de soja. Isso resulta da valorização do grão e do dólar.

A carteira de pedidos da KW continua muito firme, sendo que nos últimos 3 anos, o *backlog* atingiu seu maior nível: comparado com o mesmo período do ano passado, a carteira de pedidos atual está 20% maior. A expectativa para o PCA (linha do BNDES com prazo de 12 anos para financiamento de silos e armazéns com juros fixos de 5,5% ou 7% ao ano) deste ano é a melhor possível. A linha de R\$ 4,2 bilhões do Plano Safra 21/22 para o PCA poderá ser novamente ampliada neste ano. Por exemplo, a ABIMAQ (entidade ligada à produção de bens de capital) sugeriu um valor de R\$ 15 bilhões para o PCA na safra 22/23 durante evento do Agrishow recentemente, em Ribeirão Preto. Além disso, o BB criou uma linha de financiamento para silos de R\$ 1 bilhão. O surgimento de FIAGROs (fundos semelhantes aos imobiliários) deverão ser uma nova fonte de financiamentos para o setor.

O recente Agrishow – o primeiro após mais de dois anos de pandemia –, aliás, reforçou o quão forte está a demanda no agronegócio. Ao todo, quase 200 mil pessoas foram ao evento, que transacionou mais de R\$ 11,2 bilhões em negócios, principalmente com máquinas, armazenagem e irrigação. O valor é 3 vezes maior que o da edição de 2019. O impressionante é que todos esses recursos são de origem privada – sem governo nem subsídios. Ou seja: nada disso teve efeito do Plano Safra de 21/22, cujos recursos foram há muito esgotados.

Já em relação à indústria, começamos a perceber uma recuperação do interesse do mercado pelas empresas de bens de capital, que foram o segmento mais penalizado em nossa carteira até o momento. Como comentamos em Resenhas anteriores, essas empresas sofreram muito em razão de uma visão puramente *top-down* do mercado, ignorando todas as melhorias já em andamento e que ainda estão por vir. Os destaques foram Tupy e Metal Leve.

O mercado acredita que elevação nas taxas de juros e PIB anêmico têm forte impacto sobre bens de capital. Não é o que temos observado, nem o que as empresas nos relatam. Os problemas estão mais relacionados aos custos e suprimento de alguns itens na cadeia de produção. A demanda está forte, e cada vez mais reprimida com o envelhecimento das frotas, necessidade econômica de renovação e setores que demandam cada vez mais equipamentos (agronegócio, mineração, infraestrutura e logística entre eles).

Para a Tupy, abril pode ter representado uma grande virada de chave: houve o anúncio da proposta de aquisição da MWM do Brasil (empresa especializada em produzir motores para terceiros), contemplando as etapas de usinagem, montagem, calibração e engenharia – sem contar que a MWM fabrica geradores e está inserida no mercado de peças e reposição.

A aquisição era a peça do quebra-cabeça que faltava para a Tupy, que agora entra diretamente em segmentos relacionados a Energia e Descarbonização, fornecendo geradores para vários setores, como o agronegócio, e para uma infinidade de aplicações. A MWM possui um time de engenharia capaz de adaptar geradores e veículos comerciais ao uso de biogás, biometano, biodiesel, gás natural e hidrogênio. Assim, o cliente que queira ter um veículo movido a biometano entrega seu veículo novo ou usado para a MWM, que faz a troca do motor diesel por um de biometano, e guarda o motor original para reinstalação no momento da revenda, o que reduz a depreciação do ativo. A MWM faz todo este processo, inclusive a etapa de documentação.

O valor da aquisição (cerca de R\$ 865 milhões) novamente foi bem abaixo do que acreditamos que a MWM possa valer e agregar valor para a Tupy. O faturamento é de R\$ 2,8 bilhões, e o valor da aquisição representa um múltiplo de 4 vezes o EBITDA. Uma grande oportunidade ao nosso ver, é a MWM estar até então vinculada a uma montadora – a norte americana Navistar, subsidiária do Grupo Traton (que reúne ainda VW, MAN e Scania), uma das líderes mundiais na fabricação de veículos comerciais. A mudança de controle permitirá uma ampliação da base de clientes potenciais e atuais. Pelo fato de o motor conter informações sigilosas e tecnologias proprietárias, as montadoras concorrentes da Traton ficavam constrangidas de ceder seus novos projetos à MWM, que era controlada por uma concorrente. Sob a Tupy, esse constrangimento deixa de existir, o que deverá abrir o leque de clientes e desenvolvimento de novos produtos, mercados e soluções.

As grandes oportunidades e sinergias estão na verticalização da companhia, da fundição até a montagem dos motores, agregando valor nas etapas de usinagem e montagem. Hoje, muitas montadoras no Brasil importam motores montados – ou seja: as fabricantes compram componentes como bloco e cabeçote no Brasil, levam para o exterior para montagem e usinagem, para depois voltar e ser vendido no país. A etapa de usinagem pode adicionar até 40% do valor da peça caso seja feita de forma parcial (ou até 100% se for usinada por completo).

Além do evento de aquisição da MWM, a Teksid vai sendo integrada de forma bem-sucedida e as sinergias vão ficar mais claras a cada trimestre. O mercado ainda não entendeu a importância da aquisição da Teksid – agora reforçada pela MWM, e, combinadas, elevam o faturamento anual da Tupy em 70% num primeiro momento, mas com muito espaço para crescer.

A Metal Leve também foi outro destaque em nossa carteira. Além de estar negociada por múltiplos baixos em relação ao mercado e aos históricos da empresa, vem se beneficiando pelo momento favorável do *aftermarket*. A companhia aprovou na AGO no final de abril, um

dividendo de R\$ 469 milhões (R\$ 3,65 por ação), representando um *dividend yield* de 14%. O que muitos não percebem é que este dividendo não é extraordinário: ele apenas representa os ganhos registrados em 2021. Para completar, poucos sabem que a Metal Leve possui ainda R\$ 175 milhões em uma reserva especial para dividendos não distribuídos de exercícios anteriores. Esse montante pode representar *yield* adicional de mais 5,5% (ou seja: combinados, quase 20%).

Apesar de ter ficado praticamente de lado durante abril, vale comentarmos brevemente a Ferbasa, que segue beneficiada pela elevação contínua dos preços do FeCr e FeSi75%. Estes têm se sustentado em patamares bem elevados e isso será sentido principalmente no segundo trimestre. Os gargalos na cadeia de suprimentos e crise energética devem pressionar custos e sustentar os preços por um longo período. A Rússia, grande produtora e exportadora de FeSi75% e FeCr BC-baixo carbono (este último de maior valor agregado em relação ao alto carbono-AC), e seus clientes (Europa e EUA) devem continuar sofrendo para encontrar alternativas de suprimento. O Brasil é uma das poucas alternativas – entre elas, a Ferbasa.

Na África do Sul, maior exportadora mundial de FeCr, os problemas energéticos só aumentam e fica cada vez mais claro que o país pode ter de enfrentar problemas seríssimos no inverno que se aproxima. A Eskom, estatal e única produtora de energia no país, antecipou que espera entre 37 e 101 dias com corte de carga durante o inverno. Além do mais, fortes chuvas castigaram boa parte do país – principalmente na região de Durban, onde fica um dos principais portos e que representa uma importante porta de saída para exportação de várias matérias-primas para a China. Tudo isso prejudicará a oferta de FeCr, e o efeito óbvio é o aumento de preços.

Quanto aos destaques negativos, ficaram por conta de Positivo, WLM e Grazziotin, a depender do fundo. Reforçamos que os fundamentos dessas três empresas continuam intactos, pouco mudado desde nossa última Resenha. O cenário de juros em alta e inflação descontrolada – reforçando: esta última vem sendo causada por choque na oferta (e não pela demanda) de diversos insumos – tem pesado bastante sobre as empresas do varejo e de tecnologia, penalizando a Positivo. As licitações públicas de urnas eletrônicas e o segmento de servidores para uso corporativo, mais do que compensarão o ano fraco esperado para o varejo. Somente em licitações e urnas, a receita já “garantida” para 2022 ultrapassa R\$ 2,4 bilhões – o que representa 71% de toda a receita registrada no último ano.

Quanto ao desempenho de Grazziotin e WLM, acreditamos que a queda das ações esteja mais relacionada à baixa liquidez. A WLM está estrategicamente posicionada com seus caminhões Scania e ainda será beneficiada com as vendas voltadas para o agronegócio e mineração. Coincidentemente, tanto Grazziotin como WLM são expostas ao agronegócio, com vastas áreas de terras para plantio de várias culturas. No caso da WLM, o agronegócio é ainda pouco representativo, mas a Grazziotin vem se destacando nele a cada ano, inclusive com irrigação, com mais investimentos da companhia, embora seja conhecida como tradicional rede varejista apenas no interior do Sul do país.

Abril nos mostrou que o mercado tem começado a separar o joio do **trigo (no)**. A partir de agora, empresas pouco acompanhadas pelo mercado e que vêm divulgando bons resultados tendem a se beneficiar, enquanto aquelas que reportarem resultados decepcionantes serão duramente penalizadas. Seguimos otimistas com as empresas investidas pelos nossos fundos e aguardamos confiantes a safra de resultados do 1T22 – que tende a ser bem melhor que o 1T21 e superar os já bons resultados do 4T21.

Por fim, gostaríamos de agradecer o apoio dos investidores que nos ajudaram durante as assembleias de abril a eleger vários conselheiros independentes. Foram indicados pela Trígono e eleitos conselheiros para Ferbasa, Tupy, Metal Leve, CEB, WLM e Tronox, o que nos permite, através dos conselheiros, continuar a busca por melhorias e boas práticas de governança. Destacamos também a importantíssima missão do conselho fiscal, representado sempre por pelo menos um membro independente, sendo que, normalmente, o conselho fiscal é composto por 3 membros, sendo este o número mínimo de conselheiros. Os conselheiros podem votar em separado e ter seu voto publicado junto aos resultados, facilitando o acompanhamento pelos investidores das discordâncias e observações deste membro do colegiado fiscal. Além disso, possui o poder de destaque quando seu voto ou recomendação é dissidente das decisões daqueles indicados pelos acionistas controladores.

A escolha dos conselheiros é feita com muito critério pela Trígono e damos bastante ênfase ao nível de experiência e conhecimento do candidato em relação ao setor em que a empresa atua. **Nenhuma pessoa ligada à Trígono é indicada ou participa em conselhos de empresas investidas, pelos óbvios conflitos de interesses e acesso a informações privilegiadas.** Repudiamos a presença de gestores ou analistas em conselhos de empresas investidas (algo cujos sérios problemas potenciais ou inerentes o mercado parece ignorar).

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

O Fundo apresentou valorização de 1,5% em abril. Foi um excelente desempenho, quando se compara com o *benchmark* SMLL, que teve queda de 8,4% no mês – o que representa um alfa (retorno acima do índice de referência) de 9,9%. No acumulado de 2022, o Flagship passou para o campo positivo, com ganho acumulado de 0,7% (ante desvalorização de 2,2% do referencial). Se compararmos janelas mais longas, o desempenho é ainda mais positivo: alta de 4,8% em 12 meses, contra queda de 20,8% do SMLL. Desde seu início, em 24 de abril (há pouco mais de 4 anos), o Flagship acumula ganho de 216%, ante 32% do referencial, gerando alpha de 184% (decomposto anualmente, ficou em 30%). A volatilidade anual, de 23,2%, ficou abaixo da observada no SMLL, 26,4% – mesmo com nosso fundo concentrado em 6 empresas que, juntas, representam 73% da carteira. O que demonstra elevada convicção nas teses das investidas.

Os setores que contribuíram para o bom desempenho, mesmo em um mês desafiador, com perspectivas de elevação de juros e saída de estrangeiros, foram Indústria (+2,7%) e Agronegócio, (+1,1%). Começamos a perceber uma recuperação do interesse do mercado pelas empresas industriais, cujas ações ainda não espelharam os bons resultados das empresas.

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

Quanto ao Delphos, houve valorização de 3,5% em abril, contra queda de 5,2% do referencial IDIV. O desempenho está associado principalmente à Indústria, que contribuiu positivamente com 4%, e o Agronegócio, com 1,8%. O destaque negativo ficou por conta do Varejo (-0,7%). No acumulado do ano, o Delphos apresenta alta de 4,1%, contra 9,5% do IDIV – favorecido pelo bom desempenho das empresas de Concessão e Energia e Serviços Financeiros, além de Petrobrás e Vale. Em 12 meses, o desempenho se reverte em favor do Delphos: 13,7% (contra 3,8% do IDIV). Se analisarmos em horizonte de tempo mais longo (desde seu início, em 26 abril

de 2018), o Delphos apresenta valorização de 165,4%, contra 57% do referencial – o que gera um alpha de 109% desde seu início. Em relação à volatilidade anual do fundo, esta ficou em 22,3% (ante 17,8% do IDIV).

O Delphos tem alta concentração em empresas boas pagadoras de dividendos – seis delas representando 87% da carteira. O Delphos está 89% exposto a Micro e Small Caps, universo bem pouco aproveitado pelo referencial IDIV. No ano passado, o Delphos apresentou *yield* de 12,2%, ante 8% do IDIV, formado por empresas excelentes pagadoras de dividendos, com destaque para Petrobrás e Vale – que, juntas, distribuíram o equivalente a R\$ 146 bilhões; para ter um parâmetro, todas as demais empresas negociadas na B3 somaram R\$ 145 bilhões de dividendos. Ou seja, apenas duas empresas distribuíram pouco mais de 50% de todos os dividendos das empresas negociadas na B3.

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

Em relação ao Verbier, o ganho foi de 1,9%, contra desvalorização de 10,1% do IBOV em abril. Em termos relativos, o fundo teve no mês passado um dos melhores desempenhos de sua história em relação a seu referencial. Acreditamos que essa diferença está relacionada aos resultados de 2021 divulgados por nossas empresas, fazendo com que o mercado precificasse melhor os bons resultados das investidas. Novamente, os setores da Indústria (+3,1%) e do Agronegócio (+1,2%) foram os destaques positivos, enquanto Comércio (-1,2%) Químico (-0,7%) foram os setores que contribuíram de forma negativa. No acumulado de 2022, nosso fundo apresentou valorização de 2,2%, ligeiramente abaixo dos 2,9% do IBOV – praticamente tirando toda a diferença acumulada em relação ao seu referencial desde janeiro. A volatilidade acumulada dos últimos 12 meses é de 21,7%, contra 19,4% do IBOV.

Deixamos de reportar os resultados como clube de investimentos, pelo fato de seu histórico como fundo já ser suficientemente longo (quase 4 anos) para justificar sua análise apenas como tal. Desde seu início (como fundo), em julho de 2018, o Verbier apresentou valorização de 175%, ante 38% do Ibovespa, tendo gerado 137% de alfa e superado o índice durante quatro anos consecutivos.

Como somos avessos a *benchmark* – o que fazemos é buscar as melhores oportunidades do mercado, independentemente de as empresas fazerem ou não parte dos índices –, destacamos que nossa sobreposição ao IBOV é nula, ou seja, oferecemos total diversificação em relação ao principal índice do mercado – que, aliás, é fortemente centrado em setor financeiro, Petrobrás e Vale (representando muito pouco da economia real do país).

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

O 70 Prev tem sido o destaque da Trígono em 2022 e destaque nos fundos de previdência desde seu início, em 2 de setembro de 2019 – tendo sido eleito pelo IBMEC/Infomoney como o melhor fundo de previdência/categoria renda variável em 2021. Em abril, apresentou valorização de 3,71% e de 7,45% no acumulado do ano, ante 0,83% e 3,29% do CDI, respectivamente. Se comparado ao IBOV, nosso fundo teve desempenho ainda mais destacado, pois possui 70% de exposição em renda variável, e bateu com ampla margem o IBOV – que apresentou perda de 10,1% em abril (alfa de 13,8% para o Trígono Prev70) e ganho de 2,9% no ano (ante 7,45% do nosso fundo).

Dentro da carteira de renda variável, 97% estão concentrados em 6 empresas, que consideramos a “nata” das investidas (ou 67,7% da carteira, já considerando a posição em renda fixa, alocado em Tesouro Selic, acompanhando a elevação nas taxas de juros e sem exposição em crédito ou risco de liquidez). Desde seu início, o fundo proporcionou retorno de 59,6%, contra 12,7% do CDI, ou seja, gerou um alfa de 47% (equivalente a 469% do CDI – destaque absoluto no segmento de fundos de previdência). Destacamos que, desde a criação do fundo, seu retorno acumulado foi superado pelo CDI apenas no período de março a maio de 2020, devido à forte queda do mercado acionário com a chegada advento da pandemia.

As maiores contribuições positivas vieram novamente de Indústria (+3,0%) e Agronegócio (+1,3%), e deram contribuição negativa Mineração e Metalurgia (-0,3%) e Logística (-0,15%).

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

Nosso outro produto previdenciário, diferentemente do 70 Prev, conta com 100% de alocação em ações, o que o sujeita a diferentes quesitos regulatórios determinados pela SUSEP. Em abril, o fundo valorizou 2,15%, contra queda de 10,1% do IBOV, apresentando alfa de 12,25%. Trata-se do segundo maior alfa gerado pelo Trígono Icatu 100 em um único mês desde sua criação (em 14 de julho de 2020), atrás apenas de abril de 2021 – quando atingiu 16,09%.

Os desempenhos tão diferenciados coincidentes em abril, talvez não sejam mera coincidência. Empresas pouco acompanhadas são um diferencial da Trígono. Com o perdão dos leitores pelo trocadilho não-intencional, esse diferencial faz toda a diferença, especialmente em se tratando de *small caps* (nossa especialidade). Trata-se de um universo de investimentos relegados pelo mercado – especialmente as grandes corretoras, que se interessam apenas em analisar empresas grandes e de maior liquidez, mas que pouco contribuem para investidores que buscam alfa ou desempenhos diferenciados. Como gestores, um dos nossos propósitos é exatamente este, e em produtos previdenciários nosso papel é ainda mais importante para oferecer diversificação e retorno acima dos referenciais, especialmente no longo prazo.

Observando o desempenho de nosso fundo desde seu início (7 de setembro de 2020), o ganho acumulado é de 71%, ante meros 7,4% do IBOV, um alfa de 63,6% em menos de 2 anos (que em termos anualizados representa ganho de 30,8% ao ano). Observando os últimos 12 meses, o Trígono Icatu 100 apresentou valorização de 4,6%, contra queda de 9,3% do IBOV. Em relação à volatilidade anual, a do Icatu ficou em 23,3%, contra 19,4% do *benchmark*, explicado pelo fato de apenas oito papéis representarem 80% da composição do portfólio.

Os destaques positivos do mês ficaram com Indústria (1,47%) e Agronegócio (1,45%), enquanto do lado negativo ficaram Tecnologia (-1,12%) e Mineração e Metalurgia (-0,47%).

Destacamos que, assim como o Trígono 70 Prev, este fundo é focado em *small caps* – mas com composição diferente, devido a questões regulatórias diversas, prazo de resgate e limite de alocação em renda variável. Acreditamos que tal fato faça de ambos uma excelente dupla no segmento de previdência privada, sem paralelo neste segmento, especialmente por explorarmos alternativas de investimentos em *small caps* (talvez a única gestora com esse perfil em todo o mercado, mas especialmente em produtos previdenciários).

Esse diferencial permite ampla diversificação para investidores que através do referencial IBOV, concentram a alocação em renda variável neste índice, lembrando que este é fortemente concentrado em *commodities* (minério de ferro e petróleo) e setor financeiro. O primeiro é

sujeito a grande volatilidade de preços e variáveis de difícil previsibilidade, ante inúmeras variáveis que compõem a formação de preços tanto no curto, como no longo prazo. Ademais, em ambos os setores, amplas restrições de grandes investidores internacionais que seguem à risca os preceitos de ESG.

No caso do segmento financeiro, destacamos os desafios e mudanças importantes como a chegada das *fintechs*, a quebra de barreira de entrada através de tecnologia, novos meios de pagamento como o PIX e as crescentes competições no segmento de gestão de recursos e dos bancos estatais – como BB e Caixa –, que vêm se tornando mais eficientes. Este que vos escreve, fez sua carreira profissional em instituições bancárias, como Chase Manhattan e Citibank, com 25 anos dedicados ao crédito. Isso me credencia a fazer alguma avaliação – e o que se vê é uma pressão crescente na inadimplência em momentos de elevação de aperto monetário elevando índice de endividamento da população. Há grandes desafios ao setor à frente.

Para encerrar este ponto, chamo a atenção para o fato de conglomerados financeiros como Citigroup e JP Morgan Chase (os mesmos a que fui ligado profissionalmente) negociarem suas ações com múltiplos de P/L como 6,1x (no caso do primeiro) e 9,2x, e apenas 6,1x para o tradicional Goldman Sachs. Desta forma, será que o investidor estrangeiro buscará bancos em mercados emergentes, se dentro de próprias cercanias – onde conhecem bem os personagens envolvidos e o terreno – deixará de investir nas grandes instituições financeiras em busca de diversificação? Pergunto ao nosso leitor/prezado investidor: será o IBOV o melhor espelho da economia, ou a melhor alternativa de investimento em renda variável no Brasil?

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

O fundo (iniciado em 5 de fevereiro de 2021) teve leve desvalorização de 0,74% em abril, contra queda de 2,2% do IEE. Acreditamos que este fundo tem posicionamento único para capturar as oportunidades atuais decorrentes da atual crise energética mundial, uma vez que o Brasil está muito bem-posicionado neste ambiente – em particular no que diz respeito ao setor elétrico, ao de energias renováveis (incluindo biocombustíveis) e a empresas com produtos eletrointensivos. Em pouco mais de um ano, o Trígono Power & Yield exibe valorização de 24,1% contra 1% do seu referencial – IEE tem na sua composição as 18 maiores e mais líquidas empresas do setor elétrico da B3, quase que igualmente distribuídas (base 5,5%, pouco mais ou menos).

Os setores que se destacaram positivamente em abril dentro do Power Yield foram: Químico (+0,65%), relacionada a empresa eletrointensiva; Agronegócio (+0,64%), relacionado a etanol e energia de biomassa; e Óleo e Gás (+0,41%). Do lado negativo, os destaques ficaram com o setor de Concessão e Energia (-1,47%) e o de Mineração e Metalurgia (-0,92%), neste caso ligadas a empresas eletrointensivas e metais utilizados no setor elétrico. Mesmo com a forte valorização desde seu início, o fundo apresenta volatilidade menor (16,2%) que a do IEE (17,6%).

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

Último, mas não menos importante – e o mais recente da Trígono (lançado em 1º de setembro de 2021) –, o Horizon apresentou queda de 4,8% em abril, contra desvalorização de 8,4% do referencial, SMLL.

Como já tivemos ocasião de comentar, este desempenho negativo pode ser atribuído ao fato de o fluxo atual priorizar empresas mais líquidas. Isso não impediu, no entanto, o fundo de superar seu *benchmark*. E mesmo sob o cenário desafiador, o Trígono Horizon teve desempenho ligeiramente melhor que o SMLL desde seu início, com queda de 17% – ante -18,7% do SMLL (resultando em um pequeno alfa, de 1,7%). O Horizon é formado 100% por Micro Caps – que são empresas com valor de mercado inferior a R\$ 3 bilhões. Os destaques positivos vieram de Mineração e Siderurgia (+0,4%) e do Agronegócio (+0,35%), enquanto Indústria (-1,88%) e Varejo (-1,44%), Logística e Tecnologia (ambos com -0,91%) ficaram no lado negativo.

Aos poucos, temos apresentado alguns nomes das empresas em nossas *lives* semanais, como JSL, Romi, Pettenati, Aço Altona e Grazziotin. Assim como as empresas dos outros fundos, acreditamos que os nomes do Horizon estão muito bem-posicionados no mercado: várias dessas companhias estão com níveis elevados de investimentos para fazer jus à demanda de seus clientes – o que mostra que seus produtos são requisitados no mercado e são competitivos. No longo prazo, os bons resultados destas micro caps tendem a atrair mais atenção dos investidores e mesmo de casas de pesquisa independentes que busquem empresas menos conhecidas.

A valorização das ações seguindo seus resultados, acreditamos, pode trazer bons retornos aos nossos cotistas – além da oportunidade de diversificação, num universo de empresas relegadas pelo mercado. Mais uma vez, a Trígono demonstra pioneirismo. Nosso mote não é ***Além do Óbvio*** por acaso.

Uma vez mais, agradecemos a confiança de nossos investidores e esperamos retribuir com retornos dos nossos fundos de forma consistente no longo prazo, gerando alfa e diversificação a todos que buscam exposição em renda variável.

Não importa se é o pequeno cotista, que aporta R\$ 50, ou se é o grande investidor institucional, se são fundos de fundos ou gestores de recursos de famílias de grande patrimônio: todos os nossos quase 120 mil investidores são importantes. Merecem respeito e transparência – seja em nossas Resenhas, seja em nossas *lives* semanais (toda quarta-feira, às 19h, em nosso canal do Youtube, no Trígono Connection).

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



www.trigonocapital.com

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