Edição N.º11

RESENHA MENSAL

JUNHO | 2020

Trígono CAPITAL

Prezados investidores e leitores,

A esperança supera o medo.

Passada metade do ano – incluídos nesse intervalo 120 dias desde que o mercado financeiro caiu na real sobre o potencial dos problemas que a covid-19 poderia causar –, a situação ainda é de muita incerteza. Em janeiro já havíamos tratado deste tema e usado o ideograma abaixo para ilustrar a situação. Voltamos a utilizá-lo para ilustrar esta introdução.

Curiosa e coincidentemente, naquela ocasião escrevemos sobre a palavra coronavírus (que era a mais importante e temida até então) e abordamos o tema ESG, reportando nossa visita à mina da Tronox Pigmentos e descrevendo-a como exemplo de gestão ambiental responsável. Também coincidentemente, nas últimas semanas, houve um verdadeiro bombardeiro na mídia sobre o tema ESG. O mundo financeiro, assim como parece ter despertado súbita e tardiamente para os efeitos da covid-19 na economia, despertou tardiamente para o lugar do ESG em seus investimentos. Acreditamos que os agentes financeiros deveriam preocupar-se com o ESG, antes de mais nada, em respeito ao mundo em que vivemos, com os investimentos sendo a ele subordinados. Vamos explorar este assunto na última seção desta resenha.

Embora as definições e interpretações sejam numerosas e variadas, todos reconhecem no risco a incerteza ligada a um momento futuro, num tempo em que o risco se revelará.

O pânico e seus efeitos podem ser maiores do que aquilo que os causa.

Voltando ao ideograma, junho foi um mês pródigo em acontecimentos tanto locais quanto internacionais. A biruta de aeródromo que tantas vezes citamos como orientadora dos investidores volta a indicar a direção dos investimentos. Ou seja: sabe-se lá para onde os investimentos vão apontar. Diversos *experts* das mais variadas naturezas – grandes gestores, acadêmicos, investidores de grande reputação, fóruns de investimentos – e mesmo os palpiteiros (espécie abundante no planeta dos investimentos), todos divergem frontalmente em suas opiniões a respeito do comportamento futuro dos mercados.

Se o Oráculo de Delfos (que inspirou o nome de um de nossos fundos) ainda estivesse em atividade, seria o local mais visitado da Grécia, especialmente pelos gestores e investidores indecisos. Como alguns de nossos leitores já sabem, adoro História e vou contar um pouco a do Oráculo de Delfos – já que é inegável o quanto ele parece relacionar-se com o momento atual.

Criado há cerca de 2.500 anos, o Oráculo de Delfos (Patrimônio Mundial pela Unesco), situado na cidade grega de mesmo nome, teve enorme influência nos destinos da humanidade. Foi visitado por grandes heróis – entre eles Alexandre, o Grande –, além de políticos, embaixadores, militares e cidadãos comuns. Delfos era considerada o "umbigo do mundo" (aliás, a Ilha da Páscoa, que visitamos, curiosamente também é chamada assim): a lenda diz que Zeus, a divindade máxima dos gregos antigos, a considerava o ponto médio da Terra. A cidade era visitada por pessoas que buscavam segurança e auxílio nas decisões, basicamente o mesmo que os investidores que buscam segurança financeira esperam dos consultores.

Os consulentes aconselhavam-se com a sacerdotisa do templo, chamada **Πυθία** (Pítia, ou Pitonisa, em grego). Após inalar vapores que emanavam de fendas, a Pitonisa entrava numa espécie de transe e fazia suas previsões. Através dos séculos, o oráculo mostrou-se muito assertivo e sua reputação trazia viajantes de todos os lugares, inclusive do Egito e de Roma. Desta forma, recebia presentes e terminou por angariar um dos maiores tesouros da Grécia – parte dessa fortuna foi usada para a construção de templos, anfiteatros, residências e diversas outras edificações (parece que o mesmo ocorre aqui). Muitas guerras foram decididas em Delfos. Aqui houve algumas batalhas na mídia entre grandes agentes do mercado financeiro. Todos saíram feridos.

Como curiosidade: a filosofia de Sócrates, que mudou os rumos da filosofia ocidental, decorreu de seu amigo Querefonte que, ao consultar a Pitonisa, perguntou-lhe quem era o homem mais sábio de Atenas. Ela respondeu: Sócrates.

Inicialmente refutando esta afirmação, Sócrates veio enfim a reconhecer que, de fato, deveria ser ele o maior sábio. Longe de ser um rasgo de arrogância, a conclusão se deu não por ter ele constatado que sabia mais que qualquer um – mas sim por ter chegado à conclusão de que era a única pessoa a saber que de fato nada sabia. Daí vem a máxima: **Só sei que nada sei**. Outra curiosidade: na entrada do templo de Delfos havia uma inscrição: **Conhece-te a ti mesmo**. Condenado à morte sob a acusação de ofender deuses da cidade, Sócrates defendeu-se dizendo que foi o deus Apolo que o condenou a filosofar, e que apenas

cumpria desejo divino. Disse ainda que não se calaria, pois calar a filosofia seria calar a própria vida. Após sua condenação, despede-se dizendo: "Já é hora de partirmos, eu para morrer e vocês para viver. Mas quem terá a melhor sorte, isso é segredo, exceto para o deus". Essa história pode ser conhecida na *Apologia de Sócrates*, um dos textos de Platão que chegou até nossos dias.

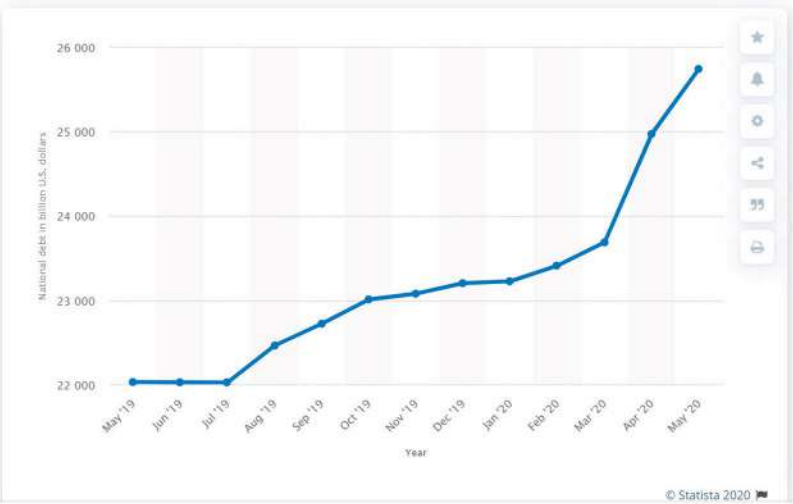
Nosso leitor pode estar se perguntando mais uma vez: por que este gestor, após escrever sobre futebol, vem escrever sobre Delfos e filosofia? Ora, o momento atual uma vez mais reflete o ideograma reproduzido no início deste texto, e o melhor oráculo de que podemos dispor para nossas necessidades individuais somos nós mesmos. Conselhos são generalistas e cada indivíduo tem a sua própria realidade – por isso citamos o **Conhece-te a ti mesmo**. Para quem não leu a resenha de abril, basta procurá-la no nosso *site* (www.trigonocapital.com), na aba Conteúdos. O texto fala sobre os Sete Pecados Capitais e os Dez Mandamentos dos Investidores, bem como dos Três Reis Magos, para auxiliá-los na tomada de decisões em investimentos (e até na vida pessoal).

A seguir, arrolamos alguns pensamentos e fatos que circulam no mercado. Pedimos aos nossos leitores que reflitam sobre eles. Infelizmente, o Oráculo de Delfos não está mais aí para nos ajudar. Como Sócrates, reconhecemos nossa ignorância em predizer que direção o mercado tomará – mas na seção Estratégia explicamos como nos posicionamos (sem ajuda de pitonisas).

- Mercado e investidores estão em completo desatino, pois a recuperação das ações é inconsistente com a economia real. Poderá haver uma correção forte para baixo, de até 25% em Wall Street e ainda mais na B3. O índice S&P500 fechou o semestre com queda de 4% e avançou 31% desde seu ponto mais baixo em 23 de março.
- EUA, Brasil e alguns países emergentes estão com nível de infecção muito elevado. Isso poderá levar a nova paralisação em suas economias.
- Poderá haver uma segunda onda da covid-19, com efeitos ainda mais nefastos que os da primeira.
- Os lucros das empresas demorarão a retomar o nível anterior, e os preços dos ativos deverão ajustar-se à realidade.
- Os juros estão em níveis muito baixos, devendo permanecer assim por longo tempo. Isso, a renda dos dividendos, a pura e simples falta de alternativas e o custo de carregamento baixo justificam investir em ações.
- Os governos, bancos centrais e agências multilaterais injetarão recursos o quanto for necessário para estimular a economia e proporcionar liquidez e créditos a instituições financeiras, empresas e investidores.
- Governos investirão em infraestrutura para estimular geração de emprego, atividade econômica e a melhora de serviços públicos e infraestrutura na logística e mobilidade.
- A covid-19 já não é um evento surpresa. Medicamentos com ótimas respostas e vacinas devem chegar no futuro próximo à população. Isto reduz o risco de uma nova onda.
- As cadeias de produção de forma geral resistiram aos efeitos da covid-19, com oferta normal de alimentos e empresas adaptando-se rapidamente à situação, gerando novos *modi operandi*, mais eficiências e redução de custos.
- O Brasil, por meio da indústria, agronegócio e atividade mineral, será beneficiado pelo fator câmbio, pelo efeito substituição de importação por produtos locais e pelo aumento das exportações – com a demanda por nossos produtos essenciais na alimentação e na base da cadeia de produção industrial.

Caro leitor, pondere a respeito destas considerações – e a lista não é exaustiva: há outras variáveis e possibilidades a serem levadas em conta. Na seção Conjunturas, elencamos outros exemplos.

O mês de junho viu a continuação de anúncios de pacotes de estímulo por diversas economias desenvolvidas. Com boa parte do déficit sendo financiada pelos bancos centrais (direta ou indiretamente) abriu-se um precedente para grandes estímulos, limitados apenas pelo efeito inflação. Uma das principais críticas ao *quantitative easing* para financiar déficit é a possibilidade de disparada no câmbio e um efeito *pass-through* (a transmissão dessa disparada para os índices de preços) que gere inflação e quebra de competitividade das exportações. Breve pausa para um ligeiro didatismo: *quantitative easing*, ou "flexibilização quantitativa", é um instrumento das autoridades monetárias para comprar títulos públicos e outros ativos financeiros, desse modo injetando liquidez na economia (esse recurso ficou famoso na crise de 2008, quando foi amplamente empregado por BCs do mundo todo).



Com o novo paradigma global de *quantitative easing* generalizado, há de certa forma um balanceamento do efeito impressão sobre o câmbio das economias desenvolvidas, gerando menos preocupação com esse fenômeno. Já havia bancos centrais, pós-crise de 2008, que defendiam o uso de instrumentos monetários heterodoxos para defender suas moedas de forte valorização. Muitos economistas descrevem esse fenômeno como *race to the bottom* das políticas monetárias globais, que se acentua dada a necessidade atual de estímulos.

Com baixas perspectivas de mudança no cenário de juros negativos e forte *quantitative easing*, o cenário de liquidez ainda é bastante favorável ao mercado de ações e outros ativos de maior risco. Apesar disso, os déficits crescentes exigem cada vez mais financiamento, funcionando como contrapeso à grande expansão da oferta de dinheiro no mercado financeiro. Esse é um grande ponto a ser observado.

Sobre dados da economia real, as esperanças de possível recuperação em V ainda continuam, apesar de sinais cada vez mais claros de que a dinâmica da economia não será mais a anterior, mesmo que o funcionamento pleno volte imediatamente, com vencedores e perdedores emergindo em novo cenário pós-quarentena. *PMIs* (Índices de Gerentes de Compras) globais do mês de junho foram bastante favoráveis e acima das expectativas – alguns países até já saíram da banda contracionista (quando o indicador está abaixo de 50 pontos) e praticamente todos já manifestam perspectivas melhores quanto a maio. O reflexo da retomada da economia já é sentido no preço das *commodities*: no petróleo, futuros dos barris *Brent* e *WTI* superam US$ 40, e açúcar e etanol praticamente voltam a patamares do mesmo período do ano passado em dólares. O minério de ferro continua em patamar elevado, demonstrando uma demanda vigorosa do mercado chinês.

Diante da retomada econômica e da abertura dos estabelecimentos, as próximas semanas serão cruciais para avaliar os impactos da segunda onda da covid-19. Por enquanto, os efeitos estão razoavelmente dentro do esperado nos países que praticam o distanciamento social de forma menos eficiente (EUA e Brasil são exemplos): zonas muito afetadas anteriormente pelo vírus com poucos casos novos e aumento relevante do número de infectados em zonas que sofreram pouco impacto na primeira onda.

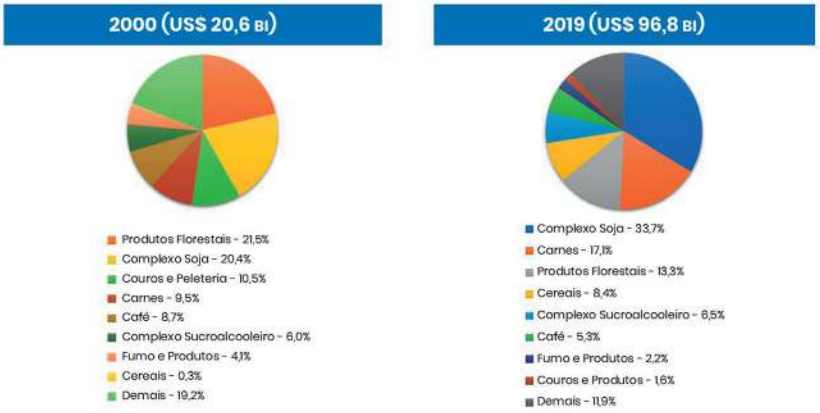
Junho teve notícias positivas sobre as vacinas em desenvolvimento contra a covid-19. Astra Zeneca/Oxford, Pfizer e Moderna apresentaram resultados encorajadores nas fases 1 e 2 (testes menores) e caminham para a fase 3 (testes em massa), que deve ser concluída ainda neste ano. Oficiais americanos têm expectativa de que uma vacina seja aprovada até o primeiro semestre de 2021, com projeções mais otimistas de que isso possa acontecer até dezembro. Ainda não se sabe ao certo o efeito sobre a imunidade a longo prazo e se as vacinas mais promissoras de fato imunizam completamente contra o vírus. Por ora, os avanços são positivos e estão acelerados.

Sobre o cenário político, as tensões EUA-China estão cada vez maiores e preocupantes. Apesar de as importações americanas da China terem subido consideravelmente neste ano, há agora um aumento de tensão além da comercial: a opinião pública americana tem-se voltado contra o governo chinês, principalmente devido ao acobertamento inicial do novo coronavírus. Democratas e republicanos uniram-se na cobrança de explicações. Com a proximidade das eleições, o assunto da relação com a China será muito debatido. Biden tem expressado opinião negativa sobre Xi Jinping e trazido à tona a sensível questão dos muçulmanos da região oeste do país (considerada tabu pelo governo chinês), além da escalada de tensão em Hong Kong. Com Trump perdendo nas pesquisas eleitorais, pode haver uma escalada ainda maior das tensões, se isso for percebido como favorável para a opinião eleitoral.

CONJUNTURA NACIONAL

A tensão elevada entre EUA e China traz grandes oportunidades ao agronegócio brasileiro: o governo chinês sabe que o agronegócio americano é uma importante base eleitoral, de forma que deverá focar na taxação de produtos agropecuários dos EUA em represália a taxações americanas a seus produtos. Se ocorrer uma escalada concreta na guerra comercial, isso se traduzirá em ganhos imediatos para o setor agro no Brasil, que se vem consolidando como alternativa confiável para a preservação da segurança alimentar mundial e, principalmente, chinesa.

Destino das exportações agropecuárias brasileiras



Fonte: MAPA e MDIC. Elaboração: GV Agro

A retomada da economia doméstica vem avançando no Brasil. O consumo de energia elétrica caiu 6% de 1° a 9 de junho, na comparação com um ano antes – queda menor que a de abril, de 10,2%. Nos primeiros 24 dias de junho, o nível de consumo de diesel subiu 3,5% em relação ao ano passado. A venda de caminhões em junho cresceu 85% em relação a maio, e impressionantes 12,3% sobre junho de 2019 – com fila de espera para outubro para veículos com capacidade superior a 30 toneladas, indicando a retomada das atividades e a força de agronegócio, mineração e logística.

Segundo o CAGED, foram fechados 331 mil postos de trabalho em maio – número negativo, mas melhor que os 902 mil de abril. Espera-se que os dados do CAGED de junho venham melhores que os de maio, seguin-

do a tendência de outros indicadores. O IPCA-15 subiu 0,02% em junho: a inflação ainda está sob o controle, mesmo com altos níveis de câmbio. O Ipea (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada) reviu a previsão do IPCA deste ano para 1,8%, e de 2021, para 3,1% – ambas as projeções abaixo das metas do CMN (Conselho Monetário Nacional). Isso indica espaço para novos cortes de juros.

O movimento de alta do dólar continuou no mês de junho, com o "carrego" do real cada vez menor após sucessivos cortes da taxa básica de juros. Com uma das maiores volatilidades cambiais do mundo, muitos têm dito que o real se tornou uma espécie de *hedge* de risco dos emergentes, o que causa fortes movimentos de acordo com o posicionamento de investidores globais. Espera-se que o comportamento se normalize tão logo o Banco Central aja para conter uma forte volatilidade e que ocorra uma melhora nas tensões políticas internas. Apesar disso, enquanto a preocupação com os grandes déficits recorrentes e a crescente dívida brasileira permanecer, o real deve seguir depreciado.

Sobre o cenário político, no fim do mês houve uma amenização dos embates do Executivo federal com os demais agentes políticos. Além disso, foi aprovado o novo Marco Legal do Saneamento Básico com ampla maioria pelo Senado, mostrando a nova força de base que a aproximação com partidos políticos de centro trouxe. Isso é importantíssimo para que ocorra a tão esperada reforma administrativa – que deve, junto com a da Previdência, amenizar ou corrigir (idealmente) o cenário insustentável dos exponenciais gastos correntes e déficits primários sucessivos do governo. Também o ministro Paulo Guedes tem reiterado a importância da reforma tributária, enquanto seu aliado, ministro Tarcísio de Freitas (Infraestrutura), tem apresentado planos de investimentos na área – o que deve trazer um verdadeiro choque na eficiência logística do Brasil. Guedes e Freitas esperam atrair forte participação de investidores estrangeiros, sem ideologias políticas, mas que enxergam o Brasil como país que oferece oportunidades de investimentos extraordinárias.

Cabe destacar que em junho o ingresso líquido de investidores na B3 resultou em saldo positivo R$ 343 milhões, mas acumulando saldo negativo de R$ 76,5 bilhões (volume recorde) no ano. Em 2018, a saída de recursos atingiu R$ 11,5 bilhões (devido principalmente às eleições), subindo para R$ 44,5 bilhões no ano passado (reflexo da crise EUA x China e da fuga de capitais de países emergentes). Neste ano, a covid-19 é o grande elemento de incertezas, alimentando a busca por refúgio em mercados de menor risco e moeda forte.

Mas surge uma luz no fim do túnel. O volume médio diário negociado em junho, R$ 32,3 bilhões, é recorde histórico e representa crescimento de 103% (mais que o dobro, portanto) sobre junho de 2019. As pessoas físicas bateram novo recorde de participação: 24,2% do total negociado (17,6% em junho de 2019). O percentual é idêntico ao dos investidores institucionais (contra 31,4% destes um ano antes), evidenciando postura muito conservadora dos fundos de pensão, cabendo 46,7% aos estrangeiros e 5% às empresas e instituições financeiras. Para finalizar, a negociação de R$ 318,9 bilhões pelos estrangeiros em junho representou crescimento de 136% sobre o ano anterior (quando negociaram R$ 135,9 bilhões). Se existem vendedores, haverá sempre compradores, e o preço será o fiel da balança.

Junho foi mais um mês de desempenho positivo em nossos fundos, dentro das respectivas estratégias. Além do resultado mensal, eles se destacam em períodos mais longos, além do acumulado do próprio ano. Abaixo, os comentários.

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

O fundo teve valorização de 6,69% em junho e desvalorização de 13,53% no ano. O índice referencial IDIV, para comparação, teve ganho de 8,95% no mês e perda de 18,38% no ano. Comparando com janelas mais longas: o Trígono Delphos teve ganho de 19,67% em 12 meses e de 26,45% desde seu início (26 abril de 2018), ante perda de 0,15% do IDIV em 12 meses e ganho de 26,10% nos mesmos dois anos de existência do fundo.

As principais contribuições positivas vieram dos setores Industrial (+4,78%) e Agronegócio (+1,66%); já as maiores perdas vieram de Mineração e Metalurgia (queda de 1,06%).

O desempenho positivo das ações dos setores mencionados reflete a temporada de divulgação de balanços trimestrais (que mostrou resultados melhores que os esperados apesar dos efeitos da pandemia) e a retomada gradual das atividades industriais perante o relaxamento da quarentena. Além disso, o efeito câmbio favorece nossas principais posições num cenário de real desvalorizado, atraindo atenção do mercado e de novos investidores e favorecendo empresas exportadoras e com preços referenciados em moeda estrangeira.

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

O fundo teve ganho de 10,54% em junho e desvalorização de 8,36% no ano – contra ganho de 8,76% no mês e perda de 17,80% no ano do índice referencial Ibovespa. São mais de 9 pontos percentuais de vantagem sobre a referência em 2020, portanto. Comparando com janelas mais longas: o Trígono Verbier valorizou-se 51,95% em 24 meses (contra +30,64% do IBOV), 136,46% em 36 meses (51,12% do IBOV) e 448,05% em 48 meses (84,48% do IBOV).

Para lembrarmos: o Verbier mudou sua condição de clube para fundo de investimento em julho de 2018, e desde dezembro de 2017 é submetido a taxa de administração de 2% e 20% de performance.

As maiores contribuições vieram dos setores de Comércio (+4,66%), Industrial (+3,51%) e Agronegócio (+3,38%); já a contribuição negativa foi, principalmente,

de Mineração e Metalurgia (-0,81%). Aqui os efeitos da retomada das atividades comerciais e industriais com o relaxamento da quarentena tiveram impacto positivo no desempenho das ações das empresas dos setores mencionados. Além disso, a divulgação do Plano Safra e o câmbio desvalorizado favorecem o desempenho das ações do Agronegócio.

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

O fundo teve valorização de 11,24% em junho e queda de 8,89% no ano, enquanto a referência (índice SMLL) teve ganho de 14,43% no mês e perda de 20,73% no ano. Comparando com janelas mais longas: o Trígono Flagship teve ganhos de 29,58% em 12 meses e de 77,11% desde seu início (24 abril de 2018); já o SMLL ganhou 5,15% em 12 meses e 28,52% nos mesmos dois anos. O Flagship apresentou, assim, uma vantagem (um alfa) de nada menos que 48,6% (ou cerca de 25 pontos percentuais ao ano).

As maiores contribuições positivas vieram do setor Industrial (+4,97%) e do Agronegócio (+4,38%); já a maior contribuição negativa veio de Mineração e Metalurgia (-0,90%). As altas, como nos dois fundos comentados acima, vieram com os resultados acima dos esperados divulgados na temporada de balanços trimestrais, a retomada da atividade industrial com o afrouxamento da quarentena e o efeito câmbio, que favorece exportadoras no cenário atual do real desvalorizado.

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

O fundo (iniciado em 2 de setembro de 2019) teve valorização de 9,63% em junho, desvalorização de 6% no ano e valorização de 9,52% desde seu início. O CDI, no período desde o início do fundo, teve variação positiva de 3,47%. Ou seja: no período, o fundo proporcionou retorno equivalente a 274% do CDI.

As maiores contribuições positivas vieram dos setores Industrial (+2,83%), Construção (+2,75%) e Agronegócio (+2,29%). Mineração e Metalurgia (-0,66%) e Papel e Celulose (-0,08%) tiveram peso negativo.

Inicialmente, pedimos desculpas aos prezados leitores, especialmente aos que nos acompanham regularmente na leitura das resenhas, pelo que pode parecer repetição. Mas é preciso nos comunicarmos também com os novos leitores e investidores, que não conhecem nossa estratégia. A nossa convicção a respeito dela só faz crescer – e é reforçada pelas numerosas conferências com empresas nas quais investimos, *lives* setoriais com fornecedores e especialistas, além de *lives* com ministros, como Paulo Guedes, Tarciso de Freitas e Tereza Cristina.

Desde o governo Dilma, que demonstrava irresponsabilidade fiscal (causa, afinal, de seu *impeachment*) e tomou uma série de medidas equivocadas, adotamos a estratégia de usar o dólar como *hedge*, alocando os fundos em empresas com receitas relacionadas a moeda estrangeira, por meio de exportações, preços referenciados em dólar e/ou subsidiárias e plantas no exterior. Passado o *impeachment*, essa estratégia foi mantida e reforçada, devido às incertezas relacionadas às eleições presidenciais em 2018, ao novo governo e às reformas, notadamente a da Previdência.

No entanto, ao longo de 2019, a disputa comercial sino-americana acendeu a luz amarela em relação aos riscos nos mercados emergentes – notadamente o Brasil, que debatia as reformas. E quando tudo parecia caminhar para um excelente ano em 2020 – com a assinatura da Fase 1 do acordo comercial entre Trump e Xi Jinping (15 de janeiro), surge no ar outra ameaça: o novo coronavírus, como destacamos na resenha de janeiro. Ficamos na defensiva e mais do que nunca reforçamos a estratégia de proteger as carteiras mediante exposição ao dólar. Em pleno carnaval, já prejudicado pelas chuvas na região Sudeste, os mercados são sacudidos por uma mistura do vulcão de Krakatoa (na Indonésia, em 1883, cujos efeitos atingiram todo o planeta) com o tsunâmi de 26 de dezembro de 2004 (maior tragédia natural do século 20). Krakatoa, aliás, produziu o som mais alto já registrado na história, ouvido a até 5 mil km de distância. A covid-19, ao contrário, se fez sentir no mundo todo, sacudiu Wall Street e o mundo financeiro sem produzir nenhum ruído.

Deste momento em diante evidenciamos a estratégia de focarmos nas empresas mais sólidas financeiramente e favorecer ainda mais o perfil relacionado ao dólar. Concentramos as carteiras com as sete maiores posições, representando mais de 85% dos fundos, favorecendo as ações mais líquidas e zerando várias posições que até fevereiro representavam maior diversificação das carteiras.

Encerrada a divulgação dos resultados do 1º trimestre, após várias conferências com as empresas e com a nuvem da incerteza se dispersando em relação aos negócios de cada empresa investida, nossas estratégias e convicções vão sendo solidificadas e as posições, reforçadas. A taxa média do câmbio de R$ 3,95 em 2019 saltou para R$ 4,47 no 1º trimestre, encerrando março a R$ 5,20. No 2º trimestre saltou para a média de R$ 5,44 (avanço de 21,7% sobre o período imediatamente anterior). Em junho, ficou 43% acima do mesmo mês no ano passado e no 1º semestre ficou 29,3% superior ao mesmo período de 2019. Ou seja: o efeito câmbio vai acelerar-se no 2º trimestre e será evidenciado quando comparado ao ano anterior, e provavelmente no segundo semestre.

No entanto, algumas empresas praticaram *hedge* sobre as receitas, de forma que estes ganhos foram e serão ofuscados em 2020. Também o 2º trimestre deste ano será prejudicado pela queda da atividade em algumas empresas. Já comentamos na resenha anterior nossa visão sobre diversos setores de empresas investidas e que não fazem parte de nossos fundos.

Setorialmente, concentramos nossas posições em agronegócio (silos, açúcar e etanol), indústria automobilística pesada (caminhões, tratores e veículos *off road*), *commodities* (ferro-ligas, papel e celulose e TiO_2 – dióxido de titânio para pigmentos), logística (setor que se beneficia indiretamente do bom desempenho de agronegócio, mineração e produtos florestais), empresas ligadas ao gás natural, (setor considerado xodó do ministro Paulo Guedes e destacado em vários ministérios como de vital importância para o desenvolvimento do Brasil) e pontualmente em duas empresas do setor elétrico – uma delas imune aos efeitos da covid-19 e que terá no gás natural possivelmente um efeito extraordinário de destravamento de valor, e outra em processo de privatização ainda neste ano.

O Plano Safra 20/21, a queda nas taxas de juros, a recuperação no preço do etanol para o mesmo nível de um ano atrás e as vendas de caminhões em junho reforçam sobremaneira nossas convicções e estratégia – e não menos a nossa satisfação como os resultados referentes ao período de janeiro a março.

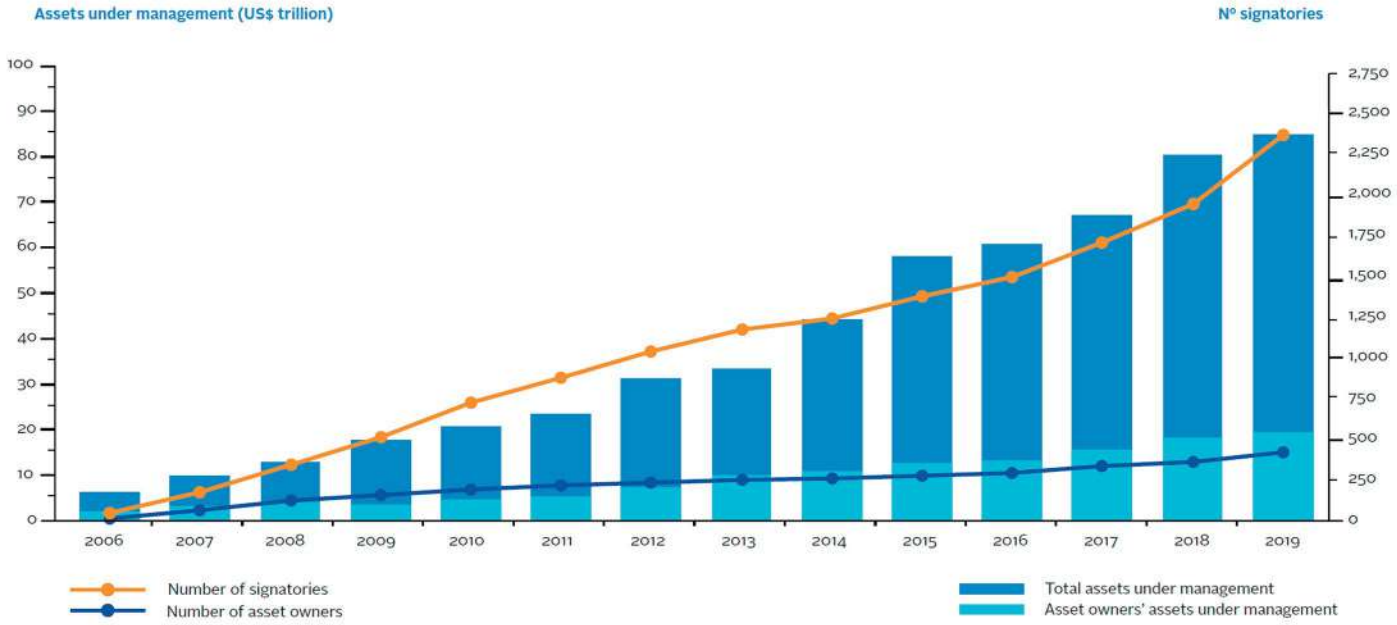
Esperamos que os resultados do 2º trimestre, bem como informações nas conferências de resultados incluindo comentários pós-junho, possam atrair fluxo de investimentos às empresas investidas, revisão de projeções e recomendação por corretoras de valores e consultorias de investimentos. E esperamos o elemento surpresa, fato comum no universo *small caps* – menos acompanhado pelo mercado, mas que investidores atentos não deixarão escapar.

O ESG vem ganhando cada vez mais destaque na mídia e principalmente entre investidores e gestores de recursos em todo o mundo e no Brasil. Mas o que significam estas três letras?

Antes de mais nada, uma vez mais destacamos que a Trígono já nasceu com estas três letras em seu DNA: um dos sócios fundadores, Werner Roger, foi gestor por oito anos da estratégia *small caps* do Norges Bank (na realidade, foi o primeiro gestor externo contratado pelo Norges Bank na América Latina, em 2008). O Norges Bank é o primeiro fundo soberano do mundo e responde pela gestão de cerca de US$ 1 trilhão. Forma opiniões entre os maiores investidores do mundo, que dão enorme relevância ao tema.

Através desse longo relacionamento, aprendemos os conceitos e os praticamos, já que contratualmente seguimos todas as recomendações e melhores práticas do fundo. Trouxemos tais práticas para a Trígono e usamos o Norges Bank como referência, já que todas as práticas e conceitos são públicos e disponíveis em seu *site* e numerosas publicações e relatórios.

Organizações como o PRI (Princípios de Investimentos Responsáveis, na sigla em inglês, em tradução livre) têm obtido crescente número de signatários, orientando investidores a respeito das melhores práticas (como se vê no gráfico abaixo). De quase US$ 80 trilhões ativos sob gestão no mundo, cerca de um quarto está sob responsabilidade de gestores signatários do PRI. Casos como o derramamento de petróleo da BP, com multas superiores a US$ 50 bilhões; a fraude da VW relacionada a emissões de CO_2, com multas de US$ 27 bilhões; e o roubo de dados de dados de mais de 87 milhões de usuários do Facebook são exemplos de problemas relacionados a más práticas de ESG. Por aqui também não faltam maus exemplos: Petrobras, Braskem e Vale – e até o IRB, que teve seus demonstrativos financeiros fraudados, lançando informações falsas ao mercado.



Mas voltemos ao ESG (sigla em inglês para *Environment*, *Social and Governance* – ou, em tradução livre, Ambiente, Social e Governança). Trata-se de investimento responsável ou, ainda, respeito às melhores práticas de governança, sociedade e meio ambiente – este sendo um conceito bastante amplo e sobre o qual gostaríamos de expor aos prezados leitores nossos pontos de vista.

Para governança, vamos usar a definição do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa): *"Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da*

organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum".

Concordamos com o texto. Para a Trígono, o **G** de governança é o "pai" da sigla ESG, pois é o que também definirá todas as práticas ambientais e sociais das empresas. Mas estas dependem basicamente dos objetivos dos controladores ou acionistas, que por sua vez delegam condução, práticas, políticas etc. ao conselho de administração (CA), e aí são executadas pelos administradores. A diretoria executiva pode igualmente apresentar projetos e estratégia. Caberá ao conselho de administração aprovar ou não, incluindo ainda investimentos, fontes de recursos, remuneração dos acionistas etc.

Portanto, vemos o conselho de administração como extremamente importante. Aí começam os problemas. Ao contrário do que muitas pessoas acreditam, os conselheiros não estão a serviço dos acionistas, mas da empresa. Devem agir com integridade e imparcialidade, buscando maximizar o retorno dos acionistas, observando a melhor relação de risco e retorno do capital investido (próprio e de terceiros). Os conselheiros têm o dever de agir de forma técnica, independente de grupo acionário e controlador que os indicaram e elegeram. Entre eles, a ética prevalece – e relações pessoais ou profissionais devem ser relegadas. Muitos acionistas convidam estrelas, pessoas e nomes famosos, mas que pouco conhecem a empresa ou para ela contribuem. Seria um *green washing* – ou seja: vende-se uma imagem que na realidade nada adiciona. Foi o que se viu no caso da Petrobras, em que conselheiros independentes – grandes empresários, nomes de grande reputação – foram tragados pela Lava Jato, em nada contribuindo para inibir a corrupção e os investimentos extremamente duvidosos que assolaram a empresa.

Sobre o **E** (*Environment*, ou Ambiente): cabe ao CA observar e definir todas as ações a ele relacionadas, incluindo investimentos e fonte de recursos. Se o **G** é o "pai" (como a nós parece), o **E** é a "mãe", pois está intimamente relacionado à Mãe Natureza. Dela, nós, seres humanos, dependemos para nos alimentar e obter recursos para tudo – da água a minérios e energia. Até o ar que respiramos depende do ambiente e de plantas, algas e plânctons.

Talvez alguns leitores se surpreendam com isso, mas são as algas as maiores produtoras de oxigênio do planeta. Embora a Amazônia produza 55% do ar que respiramos, a maior parte é consumida lá mesmo. O oxigênio é produzido pela fotossíntese (construção de compostos de carbono) e só ocorre na presença da energia ou luz solar. Estima-se que 55% do oxigênio disponível do planeta é gerado nos oceanos – daí a extrema importância de os mantermos limpos. A Amazônia seria responsável por gerar apenas 2% do oxigênio da atmosfera. Não se está aqui minimizando a importância da Amazônia. Estamos simplesmente desmistificando inverdades e destacando a importância dos oceanos, que também fazem parte da Mãe Natureza (embora poucos se deem conta disso). Portanto, a água e sua qualidade são cada vez mais importantes para a nossa sobrevivência. O novo marco regulatório para o setor de saneamento pode ser considerado uma ação de boa governança, e caberá aos governos executá-la. Esse é um paralelo com o ESG, envolvendo os poderes Executivo e Legislativo nas três esferas, que de fato levarão a cabo sua execução. O papel dos investidores é complementar os recursos necessários.