

Edição N.º14

RESENHA MENSAL

SETEMBRO | 2020

Trigono
CAPITAL

Quem planta, colhe. Quem guarda, tem. A paciência é a fonte da recompensa

*“Grandes criações neste mundo
Foram destruídas por guerra e disputa.
Quem protegeu e preservou
Ganhou a mais bela recompensa.”*

Prezados investidores,

O pequeno poema que abre esta resenha é do alemão Johann Wolfgang von Goethe, tal como citado na abertura do livro *O Fim do Século 20 e o Fim da Era Moderna*, do historiador húngaro-americano John Lukacs. Goethe (1749 - 1832) foi um dos intelectuais mais destacados na história das artes e do pensamento. Abrimos com uma pequena citação sua porque acreditamos que, características particulares à parte, a essência do que o poeta diz ali se aplica ao que fazemos – e ainda mais num ano como 2020. Três quartos dele já se passaram, e creio que um ano nunca passou tão depressa – nem foi tão estranho e desafiador, pelo que se viu e viveu até aqui, não acham?

Infelizmente, e queremos deixar isso manifesto, este será o ano em que muitas famílias terão se despedido de forma prematura – dolorosamente inesperada, na verdade – de entes queridos vitimados pela covid-19. A todos que passam ou ainda passarão por tal situação, nossos mais sinceros sentimentos.

Para nós, gestores de investimentos, a responsabilidade aumentou; afinal, as finanças pessoais e familiares ganharam relevância ainda maior. Desta forma, agradecemos a confiança em nós depositada. Esperamos não os ter decepcionado, mas não estamos satisfeitos com o que fizemos até agora. Nossos fundos têm desempenhado muito melhor que o mercado, mas não consideramos esse resultado bom o bastante. Se Deus quiser, viraremos juntos – e bem – esta página, e com desempenho ainda melhor. Lembremos que desafios e infortúnios fazem parte da vida, e com eles é que aprendemos. Nosso desejo é termos atendido as expectativas até aqui e, quem sabe, excedê-las ao final deste ano.

Mas voltemos ao tema investimentos. Talvez alguns de nossos leitores não saibam: minha formação acadêmica foi em agronomia (1977-1981). Isto talvez chegue como uma espécie de esclarecimento para aqueles que veem um viés meu para empresas relacionadas ao agronegócio. Além disso, a agronomia é uma engenharia e, acredito, um dos cursos universitários mais ecléticos. Estudamos ciências exatas – física, química, matemática, estatística, programação (já na década de 1970) –, enveredamos pelas humanas – economia e microeconomia – e vamos além, com bioquímica, botânica, biologia, fitopatologia, geologia e meteorologia, passando pelas mais importantes atividades agrícolas, construções rurais, mecânica (ufa!) e dezenas de outras matérias. Nós,

graduados nesta área, temos de saber de tudo um pouco. Somos, portanto, generalistas por natureza, ou pela formação acadêmica, mas é a vida profissional que mais nos ensina.

Enveredei pela senda das finanças, começando no banco Chase Manhattan em 4 de outubro de 1982 – vão-se aí já 38 anos, sendo os 22 últimos na gestão de recursos de terceiros e desde 1997 como gestor de renda variável da estratégia *small caps*. Nos nove anos anteriores, fui diretor de crédito e risco no Citibank e no Western Asset Management. O aprendizado não termina nunca e, já com algum distanciamento na história, posso dizer que minha natureza generalista provou ser uma grande ajuda na formação profissional e também na pessoal.

E como aprendemos nas salas de aula e nas práticas de campo, uma boa colheita depende de preparar o solo, selecionar boas sementes, plantar no tempo certo, adubar de acordo com as necessidades, cultivar de forma adequada com máquinas modernas e eficientes. Mas não só: pragas, doenças e ervas daninhas têm de ser combatidas. O resultado disso tudo é ter a colheita no momento oportuno, mas ainda não marca o fim do trabalho: há que se armazenar corretamente, para vender bem, com o melhor preço e proteger a preciosa safra contra fungos, insetos e umidade. Pode-se ouvir aqui Goethe recitar seu poema.

Investimentos seguem a mesma trajetória: muito estudo, cuidado na seleção das empresas no momento de comprar, conversa contínua com gestores das companhias, espera pelo tempo necessário, venda na ocasião mais apropriada, pelo preço que julgamos correto. As seringueiras (vejam o viés agindo) demoram até sete anos para começar a sangrar e gerar renda. Profícuas, são perenes, e colhemos seus frutos anualmente. Ações são parecidas: algumas demoram a dar resultados e outras pagam excelentes dividendos, como frutos colhidos e o látex transformado em borracha e suas mais diversas aplicações, desde delicadas luvas cirúrgicas até os resistentes pneus de aviões e bólidos da Fórmula 1.



Desde o início da pandemia, muita coisa mudou e, como já dissemos em resenha anterior, quem sobrevive e predomina não é o maior, mais forte e nem o mais rápido. Charles Darwin ensinou que aquele que melhor se adapta ao meio ambiente terá probabilidade maior de sobreviver. Foi o que se deu com as indefesas e lentas tartarugas. Diferentes espécies do simpático quelônio, cada uma com suas características muito peculiares, podem ser encontradas em várias partes do planeta.

Nós não somos tartarugas, mas seguimos seu exemplo e vamos adaptando-nos. Os balanços das empresas, as conversas com seus gestores e a observação do que se passa nos setores, nas cadeias de produção etc. são os indicadores de sobrevivência. Também nos orientam a posicionar nossa estratégia e alocar o capital de nossos estimados investidores naquelas que, acreditamos, serão as sobreviventes, renderão os melhores frutos (ops, dividendos) e proporcionarão crescimento dos lucros, com balanços fortes e gestão eficiente e responsável, sempre observando as boas práticas de ESG.

Na agricultura, há muitos riscos à espreita: ventanias, geadas, chuvas torrenciais, ataques inesperados de insetos, pragas e doenças e preços. No mundo real e nos investimentos há igualmente muitas nuvens ameaçadoras e eventos inesperados. As eleições americanas (e seus candidatos, que julgo despreparados para cargo de

tamanha envergadura), estímulos econômicos, covid-19 e vacinas são ainda pontos de interrogação. Ventos de través também são as economias cambaleantes (exceto China e alguns tigres asiáticos) e a miríade de variáveis no *front* doméstico: Renda Cidadã, risco fiscal e refinanciamento da dívida pública, continuidade das reformas etc.

Vamos nos ajustando e seguindo em frente. O retrovisor, importante como possa ser, perde para o para-brisa, como bem sabe quem conduz um veículo. Nossa orientação é para o futuro, e as mudanças causadas pela pandemia deixarão marcas profundas em vários setores e empresas. “Tudo vai voltar à normalidade”, acreditam muitos analistas e investidores. Talvez os dinossauros, se os imaginarmos por um instante como os animais racionais que habitam as fábulas do grego Esopo, acreditassem em algo assim enquanto viam uma imensa nuvem de poeira cobrir o céu após o impacto de um gigantesco meteoro na Terra.

Queridos investidores, estamos cultivando nossas plantações (fundos) da forma que entendemos ser a melhor possível. O dólar é nosso principal defensivo e adubo, e as sementes são muito bem selecionadas. Irrigamos cuidadosamente nossas plantinhas (empresas investidas) com informações obtidas incessante e incansavelmente. A cada trimestre observamos a saúde e o vigor delas e, se necessário, fazemos modificações. Até aqui, cremos que nos saímos relativamente bem, mas as boas colheitas ainda estão a caminho. Os resultados a serem apresentados pelas empresas até meados de novembro mostrarão se fizemos nosso dever de casa e cuidamos bem das nossas lavouras e se teremos boas colheitas e silos cheios.

Creio que sim. Esperamos ter plantado o bom trigo – aquele do pão que nos alimenta diariamente – e que o joio fique de fora. Desta forma, desejamos trazer aos nossos investidores uma ceia de Natal saborosa, fruto de trabalho cuidadoso, e que nossos silos permaneçam repletos de bons resultados, dividendos generosos e que 2021 seja o ano da grande colheita. As dificuldades e desafios são nossos combustíveis, e a plena satisfação de nossos investidores é o nosso propósito. Proteger e preservar aquilo que “guerra e disputa” podem pôr a perder, e colher no futuro as belas recompensas. Puro Goethe.

Grato, mais uma vez, pela confiança.

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Do ponto de vista de indicadores econômicos mundiais, com muita volatilidade nas bolsas globais, setembro foi um mês misto. O petróleo teve forte queda, chegando a preços de junho no começo do mês, mas os preços futuros do etanol não acompanharam, e tiveram leve alta no exterior. No mercado de açúcar, problemas nas safras tailandesa e europeia têm contribuído para a continuação da tendência de alta de preço (desde abril).

O minério de ferro perdeu o momento de alta em setembro, mas o aço tem recuperado os preços internacionalmente, enquanto a China bate recordes de produção e consumo. Assim, os preços das ferro-ligas de silício e cromo continuam em alta na Europa e China, especialmente do ferro silício (essencial na produção do aço carbono). Alguns destes produtos estão relacionados aos nossos investimentos e o mercado internacional (especialmente China) é o formador de preços e de tendências.

Além da dinâmica na produção de aço, a China bateu recorde de importações de açúcar – o Brasil, por sua vez, bateu recorde de embarque mensal do produto para lá (suprindo a deficiência asiática, notadamente de Tailândia e Vietnã). No mundo, o consumo do açúcar continua aumentando (talvez mitigando nosso estresse com doces, biscoitos, chocolates e sobremesas?). Os dois novos quilos distribuídos pelo meu abdômen provam isso cabalmente. Uma dose diária de chocolate tem sido obrigatória, pelo menos no meu caso, apesar da prática do amado tênis e não tanto do obrigatório *jogging*, para manter a forma. Mas a barriguinha teima em ser insensível.

A forte alta da NASDAQ (a bolsa americana de tecnologia) foi interrompida, e o nível atual de preços causa dúvidas em muitos investidores, que têm diante de si a diminuição do ritmo de recuperação econômica dos EUA

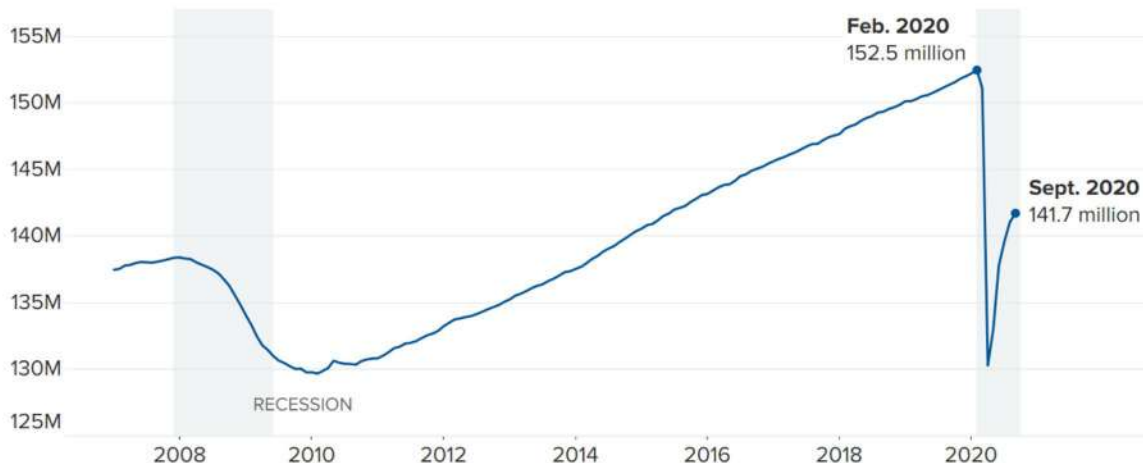
e a incerteza das eleições. Em relação à tecnologia, numa das nossas *lives* em setembro, comentamos sobre a Tesla e até comparamos seus indicadores com os da Ford. As ações da Tesla chegaram a cair 33% em poucos dias no início do mês; recuperaram-se parcialmente a seguir, mas encerraram setembro 13,7% depreciadas. Acreditamos que o setor de tecnologia – ao qual investidores associam (equivocadamente) a Tesla – está exposto a volatilidade e grandes riscos.

Em outra das nossas *lives* exibimos o que aconteceu com ações de várias empresas ícones ligadas a tecnologia nos últimos cinco anos. Alguns casos são dramáticos. Lembramos muito bem da bolha do início dos anos 1990 e do estouro de várias bolhas; na realidade, eram apenas esperanças de enriquecimento rápido e fácil, produto mais do mero acaso (já citei algumas vezes o obrigatório livro *O Andar do Bêbado – como o acaso determina nossas vidas*, de Leonard Mlodinow) que do “faro aguçado” de alguns sortudos. No Brasil não temos Tesla, mas o mercado quer vê-la no *e-commerce*, que nada mais é que uma modalidade apenas obrigatória de vendas e que paga preços que, do nosso ponto de vista, não fazem sentido. Mas, como diz o ditado popular, cada cabeça é uma sentença. Nossa Tesla pode estar no etanol, fonte de energia limpa e renovável, que através da fotossíntese realizada pela cana-de-açúcar transforma a energia inesgotável do sol em energia química e depois mecânica – e ainda captura CO₂ da atmosfera.

A ausência de acordo para um novo pacote de estímulo econômico nos EUA e a diminuição do ritmo de injeção de liquidez do mercado (com uma proporção menor do déficit americano financiada pelo FED, o BC norte-americano) ajudam a explicar a mudança do humor do mercado. Ainda mais com a realização dos altos lucros recentes nas empresas de tecnologia.

Total U.S. employment

Cumulative nonfarm payrolls, seasonally adjusted



SOURCE: Bureau of Labor Statistics. Data is seasonally adjusted.

Payroll americano. Criação de empregos dos EUA tem sido abaixo do esperado.

A segunda onda da covid-19 na Europa tem-se acelerado, notadamente na França; algumas cidades mais afetadas já vivem novos *lockdowns*. A Índia – onde as mortes já passam de mil por dia – tem preocupado muito. Lembramos que a colheita de cana-de-açúcar da Índia começa em outubro com uso intensivo de mão de obra, o que significa imenso contingente de pessoas deslocando-se das cidades para o campo. Se a contaminação acompanhar essa viagem, o efeito é potencialmente devastador; as populações rurais têm-se mantido relativamente isoladas e protegidas, mas essa situação poderá mudar.

Nesse cenário de continuidade da pandemia, a China é o país que mais impressiona: a volta das atividades é total e dados oficiais mostram pouquíssimas infecções, vindo principalmente do exterior. O progresso do desenvolvimento das vacinas mostra-se mais lento que o esperado na maioria dos testes, apesar de governos de vários países prometerem vacinação em massa ainda neste ano. A vacina chinesa, porém, tem progredido rapidamente.

A campanha para a eleição americana continua, com o candidato democrata Joe Biden liderando as pesquisas. A hospitalização recente de Trump pode mudar a dinâmica da campanha e até influenciar a eleição. O debate televisionado de ambos lembrou duas *marocas* – vizinhas separadas por um muro gralhando suas desavenças. Show de horrores. Trump, aliás, é um especialista nisso. O Brexit revela-se fonte de incertezas, com a União Europeia ameaçando processar o Reino Unido por supostas infrações no procedimento de saída do bloco econômico.

Globalmente, o que percebemos é que a Ásia (exceto Índia) parece lidar muito bem com a covid-19 e estar em retomada rápida da atividade econômica, com a China batendo vários indicadores de produção e consumo comparados ao do ano anterior. Ou seja: não só recuperou, mas acelerou. Isso favorece muitos setores ligados ao Brasil, como agronegócio e matérias-primas, notadamente as ligadas à siderurgia. Já o Ocidente, supostamente muito mais bem preparado para lidar com situações como a pandemia, é vítima de soberba, da falta de disciplina de seus habitantes, de políticos interessados na política e não da saúde de seus conterrâneos, da desinformação (muita) e de falsas notícias.

No Brasil não somos diferentes. E que Deus nos ajude e nos proteja, pois se depender dos governantes...

CONJUNTURA NACIONAL

A economia brasileira tem apresentado consistentemente sinais de rápida recuperação, puxada por indústria e agronegócio (setores em que a Trígono concentra seus investimentos). O CAGED (cadastro geral de emprego e desemprego) de agosto foi o melhor desde 2010, com a criação de 249 mil vagas – o dobro do esperado (aspecto pouco explorado pela mídia, que foca sua atenção nos aspectos negativos e em intrigas palacianas).

O cenário do câmbio ajuda a impulsionar exportações e diminuir importações; o resultado é um superávit de US\$ 6,1 bilhões na balança comercial, o maior para setembro desde 1989. No ano, o saldo acumulado é de US\$ 42,4 bilhões, 18% maior que os US\$ 36 bilhões acumulados nos nove primeiros meses de 2019. As exportações caíram 7%, mas importações caíram o dobro (efeito preço e demanda). Destacamos as exportações para a China, que subiram 14,1%. O gigante asiático é o maior importador do agronegócio brasileiro (fato que corrobora nossa estratégia): a China já representa 35% das exportações brasileiras acumuladas em 2020, contra 29% no mesmo período em 2019, e poderá ganhar ainda mais relevância. O país ainda é um grande investidor no Brasil, notadamente em infraestrutura e energia.



Notícias de falta de produtos industriais devido à alta demanda são constantes – e mais ainda com o setor retomando o consumo de energia elétrica para suprir a retomada da produção, diminuindo a capacidade ociosa. A venda de veículos em setembro foi a maior de 2020, crescendo 13% sobre agosto. A quebra de elos nas cadeias de produção (risco para o qual alertamos já no início da pandemia) causou forte aumento de preços em vários segmentos, notadamente materiais de construção, plásticos, embalagens de papelão e plásticas. O *e-commerce* também deu sua contribuição ao setor de embalagens e logística. Na realidade, a pontual falta de produtos reflete problemas na produção e oferta, devido a falhas na cadeia de produção e restrições relacionados ao gerenciamento sanitário na prevenção da covid em chão de fábrica.

O dólar valorizou-se 3,1% no mês, fechando a R\$ 5,64 (ou 35,6% acima dos R\$ 4,16 de setembro de 2019). No ano, o ganho acumulado é de 40% (e de 80,5% sobre setembro de 2017). Curioso como o mercado acionário dá pouca atenção ao efeito do câmbio (ainda por vir, mas que certamente virá) nos resultados das empresas relacionadas e no valor delas. Além do impacto extraordinário sobre o agronegócio em 2021 (a safra recorde deste ano foi comercializada em grande parte antes da desvalorização cambial), o setorial industrial será um dos grandes beneficiados (além do mineral). Em 2021, colheremos nova safra recorde, mas com preços muito maiores em moeda local. Isso trará grande contribuição ao PIB e ao desempenho de vários setores relacionados e regiões produtoras. A falta de *pick-ups* e tratores já é uma realidade, e a demanda de caminhões em 2021 poderá surpreender, associando a retomada da economia, investimentos em infraestrutura e mineração e logística da safra de 2020/21, quando cerca de 30 milhões de toneladas adicionais de grãos precisarão ser transportadas.

A Trígono está muito bem posicionada nestes setores, como enfatizamos desde dezembro de 2017, ao iniciarmos a gestão de nossos fundos (inicialmente no então Clube de Investimentos Verbier). Naquele mês, a taxa de câmbio era de R\$ 3,32 (hoje está 70% mais alta), e sempre destacamos que o dólar era o *hedge* para todas as incertezas então no radar (a começar pelas eleições em 2018) e que permanecem no horizonte (reformas, governabilidade e, em particular, os efeitos da pandemia). A questão fiscal e a movimentação de capital por estrangeiros sustentam – e, em nossa opinião, continuarão a sustentar – a desvalorização de nossa moeda – por sinal, a mais desvalorizada do mundo (mais que a de nossos *hermanos* argentinos e a da complicada Turquia). A dinâmica exportadora deverá continuar. O destaque fica com os três setores acima comentados, sob o efeito de substituição de componentes importados pela manufatura local, notadamente na indústria automotiva, especialmente a pesada. O setor logístico acaba beneficiando-se de todas estas novas condições da economia.

A curva de juros foi o cavalo bravo e chucro em setembro, empinando fortemente por motivos diversos. O IGP-M avançou 4,34% no mês passado, após subir 2,74% em agosto; no ano, já acumula 14,4% de alta, e 17,94% em 12 meses. Seu impacto em nossa economia – o índice reajusta aluguéis, educação, serviços, energia etc. – será perverso. Muito provavelmente o efeito retardado do IGP-M contaminará o IPCA, forçando uma correção dos juros para conter uma futura inflação fora das bandas da meta. Este último, por sua vez, segue domado, com a prévia de 0,45% do IPCA-15 de setembro, acumulando apenas 1,35% no ano e pouco menos do dobro, 2,65%, nos últimos 12 meses.

A pesquisa *Focus* contenta-se com projeção de 3,01% para 2021, enquanto o centro da meta do Banco Central é de 3,75%. Já comentamos em resenha anterior, no entanto, que o *Focus* historicamente não consegue acertar nenhum indicador financeiro. Se esse oráculo (que com certeza não é o de Delfos) estiver correto, o Bacen poderá manter as taxas de juros ainda acomodadas, de forma a estimular a atividade econômica. Do nosso lado, acreditamos que elevar os juros será um tiro no pé. Pouco efeito terá nas *commodities* que influenciam o IGP-M, e para valorizar o real o aumento teria de ser brutal – o que encareceria o custo da dívida pública, dos juros pagos por empresas e consumidores e até do crédito imobiliário. O resultado geral seria um freio na recuperação da economia – freando ao mesmo tempo a arrecadação de impostos e a geração de empregos. Eis aí a receita para mais uma década perdida, pois os políticos não ousaram, ou melhor: não fizeram o dever de casa, que são reformas e privatizações e a gestão eficiente dos serviços e da máquina pública. Solução existe e é conhecida, mas interesses políticos e pessoais dominam e contrariam os da sociedade.

Os sinais desse desequilíbrio do nível da Selic estariam sendo percebidos nas LFTs, que estão apresentando deságio devido à baixa demanda pelos papéis. A curva de juros inclinada também tem causado o fenômeno ruim do encurtamento do perfil da dívida pública, já que, para pagar menos juros, os prazos dos leilões acabam sendo mais curtos. Somem-se a esse cenário discussões ou balões de ensaio em Brasília para abrir uma exceção no teto de gastos, para acomodar o Renda Cidadã. A medida é fortemente desaprovada pelo ministro Paulo Guedes (Economia), que tenta influenciar Bolsonaro a não aprovar tal medida. A ideia de desrespeitar o teto de gastos, porém, encontra certo apoio na base de Bolsonaro no Congresso e é defendida nos bastidores por Rogério Marinho. Isso tem causado não pouca tensão entre os dois ministros, além de intrigas palacianas. Sabe-se que o auxílio emergencial trouxe grande apoio popular a Bolsonaro, especialmente na região Nordeste, importante principalmente antes das eleições municipais, de forma a consolidar sua base política. Não se

sabe a esta altura a direção que o presidente irá tomar, já que dá declarações mistas – ora apoiando o prosseguimento de medidas “fura-teto” nos bastidores do Congresso, ora declarando apoio a Paulo Guedes e ao respeito pelo teto de gastos. O presidente do Banco Central já avisou que, caso o teto de gastos seja desrespeitado, isso invalidará o seu *forward guidance* – instrumento dos mais importantes para a condução de política monetária. Isto é, a política de juros baixos até meados de 2021 será abandonada e altas na Selic poderão vir em período curto de tempo.

O balão de ensaio, por enquanto, tem causado consequências negativas para os defensores da medida, e deve-se continuar a observar até onde o governo está disposto a ir. A taxa de câmbio reflete tais incertezas e, aqui na Trígono, mais do que nunca buscamos proteger nossos investimentos em empresas que se beneficiam da valorização do dólar. Enfatizamos: a cada trimestre esse efeito será mais visível e caso o real se mantenha desvalorizado, 2021 será simplesmente espetacular para várias empresas investidas. Mas, conservadores que somos, usamos em nossa modelagem de avaliação uma taxa de câmbio média de R\$ 5,10 para 2020 e R\$ 4,80 para 2021; ainda assim, as projeções nos deixam bastante otimistas com as perspectivas de resultados das empresas investidas.



O movimento de fuga de capital estrangeiro, parcialmente compensado pelo ingresso de novos CPFs na bolsa, continua. Em setembro, a bolsa brasileira bateu a marca histórica de 3 milhões de CPFs cadastrados, em ritmo de forte crescimento, pouco mais de um ano após bater a marca dos 2 milhões. Desta forma, em setembro as pessoas físicas representaram 23,1% do volume negociado na B3, praticamente empatando com os investidores institucionais (23,2%), cabendo 48,6% aos estrangeiros e 5,1% aos demais participantes. Em setembro de 2019, a participação das pessoas físicas foi de 18,3%, ante 31% de institucionais e 46,3% de estrangeiros. Esses dados indicam que as pessoas físicas, insatisfeitas com juros baixos, buscam mais exposição a ações, enquanto os institucionais, bastante conservadores, tentam desesperadamente alguma proteção em renda fixa. Como escrevemos na resenha de dezembro de 2019, estourou a bolha da renda fixa, antes mesmo do evento da covid. As viúvas dos juros elevados choram copiosamente e não sabem o que fazer. Se conhecessem um pouco dos ganhos dos dividendos, poderiam consolar-se.

Quanto aos investidores estrangeiros, uma vez mais foram vendedores líquidos (sem considerar IPOs), com vendas de R\$ 2,4 bilhões em setembro – após os R\$ 444 milhões em agosto e os R\$ 8,3 bilhões de julho. O acumulado no 3º trimestre ficou em R\$ 11,1 bilhões; no ano, em R\$ 87,5 bilhões (quase o dobro dos R\$ 45 bilhões observados em 2019).

DESEMPENHO DOS FUNDOS • SETEMBRO

Em setembro, apesar do contexto desafiador dos mercados nacional e internacional, nossos fundos apresentaram pelo segundo mês consecutivo desempenho superior a todos os índices referenciais – exceto o Trígono Prev 70, que tem o CDI como *benchmark*. Destacamos o fundo Trígono Delphos Income, que alcançou, pelo sexto mês consecutivo, desempenho positivo – contra perdas relevantes de seu índice referencial no mesmo

período. Além do resultado mensal e do acumulado do ano, nossos fundos destacam-se em períodos mais longos. O Delphos é como nossas frutíferas. Pode demorar um pouco para produzir, mas os frutos/dividendos vêm – e são deliciosos. A seguir, os comentários.

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

O fundo teve valorização de 1,15% em setembro e desvalorização de 9,28% no ano. Para comparação, o índice referencial IDIV perdeu 4,63% no mês e 21,08% no ano. Visto por janelas mais longas: o Trígono Delphos teve ganho de 27,54% em 12 meses e de 32,66% desde seu início (26 abril de 2018); o IDIV, por sua vez, perdeu 9,81% e ganhou 21,93% nos mesmos períodos, respectivamente, ou seja mais de 10 pontos de porcentagem de ganho sobre o índice de referência desde o início, e com uma volatilidade inferior, 34,7% ante 36,7%, indicando um risco menor.

A principal contribuição positiva veio do setor de Concessão e Energia (+5,34%). Já as maiores perdas, dos setores do Agronegócio (-3,06%) e Químico (-0,54%).

O desempenho positivo das ações dos setores mencionados reflete a reação positiva do mercado ao programa de privatização em curso, que aponta nomes específicos presentes em nossa carteira. A reação foi ao mero anúncio, inclusive com valor mínimo, mas acreditamos que, quando efetivado, o efeito material do programa será relevante (e ainda não dimensionado pelo mercado). Além disso, o efeito câmbio favorece nossas principais posições – como sempre enfatizamos, num cenário em que o real permanece desvalorizado e intensificando sua desvalorização, potencialmente atraindo atenção do mercado e de novos investidores. Mas o mais importante será a divulgação dos resultados e a percepção pelo mercado dos ganhos relevantes que o efeito câmbio trará para as empresas nas quais estamos posicionados.

Em relação às contribuições negativas, não houve fatos relevantes que pudessem mudar nossa visão estratégica de alocação nos setores mencionados. Acreditamos que, ao longo de setembro, houve quedas pontuais e normais que não alteram nossa visão otimista em relação aos fundamentos das companhias investidas. Ao contrário: elas nos parecem ainda mais atraentes, como os frutos saborosos que comentamos anteriormente. Momento certo de semear as sementes e mudas que o mercado nos oferece a preços muito atraentes.

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

O fundo teve perda de 1,37% em setembro e desvalorização de 8,24% no ano, ante queda de 4,80% no mês e de 18,20% no ano do índice referencial Ibovespa. Quando comparadas janelas mais longas, o Trígono Verbier subiu 18,45% em 12 meses, -9,7% de queda do IBOV, 40,5% em 24 meses (contra +19,2% do IBOV), 80,3% em 36 meses (27,3% do IBOV) e 300,6% em 48 meses (62,1% do IBOV). O Verbier, para lembrarmos, mudou sua condição de clube para fundo de investimento em julho de 2018, e já em dezembro de 2017 tinha taxa





de administração de 2% e 20% de performance e sob gestão da Trígono. Desde seu início acumula um ganho de 487% comparado a 77% do IBOV e com volatilidade de 30,2% ante 43,5% do IBOV, indicando menor risco.

A maior contribuição positiva para o resultado veio do setor de Concessão e Energia (+1,27%). Já a principal contribuição negativa veio do setor do Agronegócio (-2,82%). Aqui, como comentado antes, o desempenho positivo das ações do setor mencionado veio das notícias relacionadas à privatização das empresas do nosso portfólio. Em relação ao Agronegócio, atribuímos a queda a mero movimento de mercado. Os fundamentos das empresas investidas vão tornando-se cada vez mais fortes: uma supersafra a caminho, sendo semeada nos próximos dois meses, após uma grande safra colhida neste ano, mas com preços substancialmente maiores pelo efeito câmbio – e este (com 40% de valorização do dólar e 10% do preço do açúcar) nos deixa bastante otimistas com o que será colhido, armazenado e comercializado em 2021. Nosso fundo certamente participará dessa bonança e já está muito bem *plantado* para a próxima colheita. A taxa de câmbio poderá ser nosso adubo, de preferência orgânico.

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

O fundo teve desvalorização de 4,61% em setembro e de 8,69% no ano; o índice referencial SMLL, por sua vez, perdeu 5,44% e 18,93% nos mesmos períodos, respectivamente. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Flagship teve ganho de 25,68% em 12 meses e de 77,49% desde seu início (24 abril de 2018); contra perda de 1,78% e ganho de 31,43% do SMLL nos mesmos períodos. Dessa forma, o excesso de retorno (alfa) foi de nada menos que 46,06% (mais de 21 pontos percentuais ao ano). Cerca de 98% da composição do fundo não fazem parte do índice SMLL, ou seja, buscamos as empresas menos conhecidas, mas em nossa opinião ainda bastante descontadas em relação ao valor que julgamos justo, demonstrando nossa gestão ativa e oportunidades de arbitrar a má precificação dos ativos pelo mercado. Enquanto este compra seus produtos no início da feira, quando os preços são mais altos, nós, como nossas mães e donas de casa que prezam o valor do dinheiro, aproveitamos os preços de fim de feira. Produtos idênticos, mas preços muito menores. Quando observamos a volatilidade, uma vez nosso fundo apresentou uma volatilidade inferior ao SMLL, 42,4% ante 46,5% do índice. Para nós, na realidade, o risco reside na qualidade das ações e seus indicadores financeiros. Não temos dúvidas de que todos os nossos fundos apresentam risco de cré-



dito (minha especialidade, durante 25 anos de carreira) muito inferior ao conjunto das empresas que compõem todos os índices de referência.

Mas o mais importante é o que ainda está por vir. O mercado olha sempre para o que é mais visível; nós, no entanto, buscamos justamente empresas que o mercado nos oferece a preço de fim de feira, como acima comentado – mas com a qualidade que se encontra nos produtos do início do dia. Como diz Warren Buffet, preço é o que se paga, valor o que se leva (na feira ou nas ações).

As maiores contribuições positivas vieram dos setores Industrial (+0,96%) e de Concessão e Energia (+0,69%). Já as maiores contribuições negativas foram as do Agronegócio (-3,00%) e de Logística (-2,14%). As altas, como nos casos dos dois fundos comentados anteriormente, vieram com as perspectivas de privatização das empresas do nosso portfólio. Para o setor de Agronegócio vale o já comentado. Em relação às quedas, a listagem inicial das ações da *holding* do grupo JSL-Simpar fez, acreditamos, com que muitos investidores vendessem suas posições em JSLG3 para participar do IPO (*Initial Public Offering*) do negócio de logística conduzido pela Julio Simões Logística (JSLG11). Acreditamos que isso possa ter provocado uma desvalorização momentânea das ações da companhia. A Simpar (ex-JSLG3, atual SIMH3) passa à condição de *holding* pura e controladora de todas as subsidiárias anteriormente abaixo da JSL (inclusive dela). Vide resenha anterior, quando comentamos o grupo Simpar ou JSL, como queiram.

Portanto, não houve fatos negativos que nos levassem a alterar nossa posição estratégica nos setores que contribuíram negativamente para o resultado do fundo. Seguimos otimistas com os fundamentos das empresas investidas e especialmente com Simpar, que deverá surpreender o mercado na publicação de seus resultados já na condição de *holding* pura. Estes deverão trazer maior visibilidade e facilidade de entendimento do valor de cada subsidiária e da soma das partes traduzida no veículo Simpar.

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



O fundo (iniciado em 2 de setembro de 2019) teve desvalorização de 4,21% em setembro e de 4,99% no ano, e valorizou 10,70% desde seu início – contra alta de 4% do CDI no mesmo período. Assim, proporcionou rentabilidade acumulada desde seu início equivalente a 268% do CDI.

As maiores contribuições positivas vieram dos setores de Concessão e Energia (+0,52%) e Industrial (+0,25%). Agronegócio (-2,06%) e Construção (-0,42%) foram responsáveis pelas contribuições negativas. Além do que já dissemos antes nos demais fundos sobre Concessões e Energia, e Agronegócio, vale comentar que o setor de construção pode ter sido impactado por uma enxurrada de IPOs. Desta forma, acreditamos que alguns investidores possam ter trocado parte de suas posições em empresas listadas na B3 pelas novas empresas. Se saíram da empresa investida por nós, julgamos um grande erro – mas, de novo: cada cabeça é uma sentença. Como sempre comentamos, nosso cavaleiro único escolhido no setor é de ponta e vencedor. Os novos deverão comer poeira, como os antigos já vêm comendo. Cavalo gosta de capim e alfafa, poeira é para os perdedores.

Prezados,

Nesta resenha procuramos relacionar os eventos econômicos mundiais e locais aos setores e empresas investidas. A analogia com a agricultura é uma forma de mostrar aos nossos investidores que existe um longo percurso entre plantar, colher, guardar e vender. Como escrevemos na resenha de abril, dos 10 Mandamentos dos Investidores, a Paciência é o número 1. Sem ele, os demais perdem o sentido.

No aguardo de melhores resultados, lembro aqui a frase que marca o filme *Campo dos Sonhos* (*Field of Dreams*, 1989), com Kevin Costner e James Earl Jones: "Se você construir, eles virão". Jones referia-se a um campo de *baseball* – mas para falar de resultados, a frase também é simplesmente perfeita.

Agradecemos pela leitura e pela paciência; esta vale ouro.

Werner Roger - sócio e gestor
Gabriela Carvalho e Yuhzô Breyer - equipe

O objetivo desta carta é divulgar informações e não tem o propósito de ofertar a venda dos fundos sob gestão da Trígono Capital. Esta carta expressa opiniões da Trígono Capital até a presente data, as quais podem mudar futuramente, sem obrigação de aviso prévio a qualquer momento. Rentabilidades passadas não representam garantia de rentabilidades futuras. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito. Os investidores devem ler o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento dos fundos antes de investir.



www.trigonocapital.com

Av. Chucri Zaidan, 1550 / 2206-07 | 04711-130 - São Paulo – SP - Brasil