

Edição N.º17

RESENHA MENSAL

DEZEMBRO | 2020

Trigono
CAPITAL

A luz da esperança iluminou as trevas do medo

Prezados investidores,

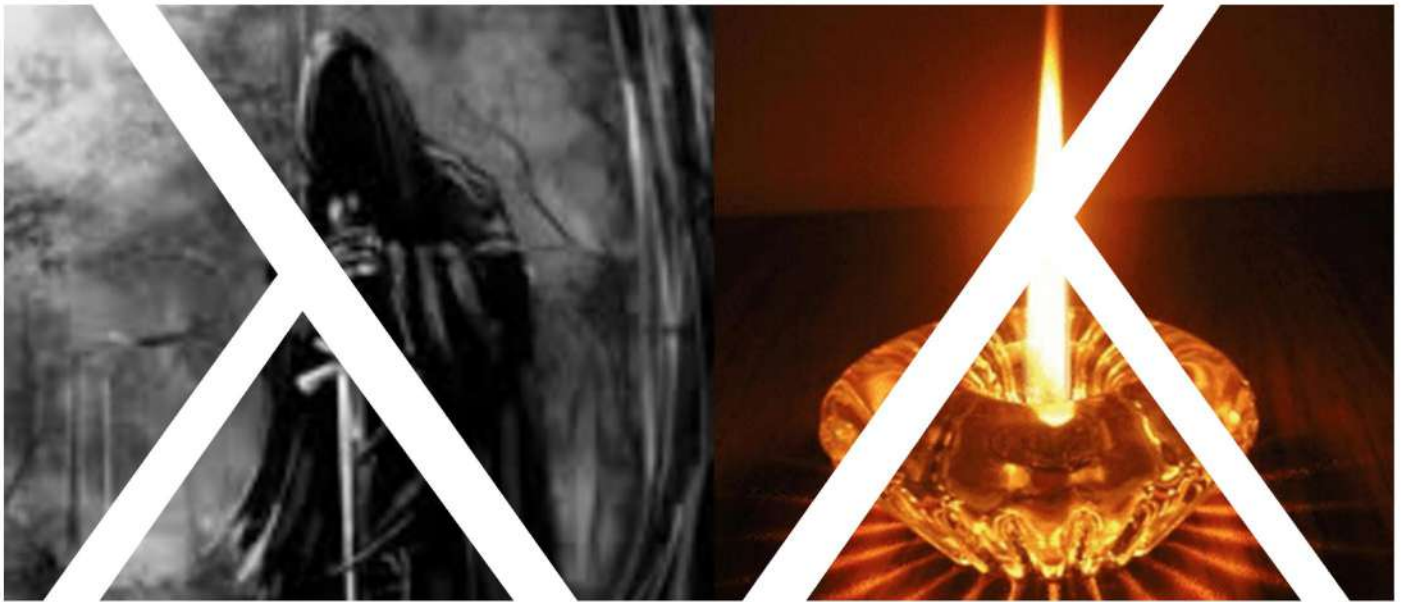
Em março, quando a pandemia sacudiu os mercados financeiros e levou todo o planeta à beira do pânico, com um verdadeiro tsunami econômico, mergulhamos numa sensação de trevas e desesperança. A quantidade de pessoas infectadas em todo o mundo, as mortes etc. eram o tema dominante. Imagens de cemitérios e sepulturas ganhavam um espaço que nem o tricampeonato da Copa do Mundo teve. Na TV, não havia lugar para mais nada.

Há males, no entanto, que vêm para o bem: em meados de março, deixei de assistir à TV aberta (exceto futebol e tênis) e descobri o mundo das séries: Netflix em vez dos jornais da morte. Embora percamos, minha esposa e eu, algumas horas de sono em favor destes seriados (vide adiante o nosso atual, mais adiante, após o divertido e interessante *O Gambito da Rainha*), caros leitores, vocês não imaginam o bem que isso nos fez. Ainda inspirado pelo seriado, baseado numa jogadora de xadrez, recomendo jogar e ensinar os filhos a jogarem.

As vacinas que foram sendo anunciadas – e os trilhões de dólares injetados como vacina monetária na veia e nos músculos de combalidas economias (glicose, na realidade, na veia de uma economia cambaleante, como um bêbado sem direção) – começam a mudar as dinâmicas dos mercados. A China, onde supostamente tudo começou, é a primeira grande economia mundial a reverter a situação. Ainda não voltou à normalidade, mas ficou a mostra de que um Estado forte, mesmo sem democracia, consegue gerir melhor uma situação dramática; as democracias (pobres democracias...) gritam por direitos individuais, ainda que ao custo de sacrificar toda a sociedade – eles, individualistas, inclusive. Não discuto regime político, mas sim o papel do Estado e o utilitarismo.

Vamos ao nosso já habitual interlúdio histórico. Os britânicos Jeremy Bentham (1748-1832) e John Stuart Mill (1806-1873), que sistematizaram o princípio da utilidade, defendiam que as ações são boas quando promovem a felicidade e são más quando promovem o oposto. Filosoficamente, a doutrina utilitarista exprime uma ação de sempre produzir a maior quantidade de máximo bem-estar. Ou seja: o bem-estar tem caráter coletivo, e não individual.

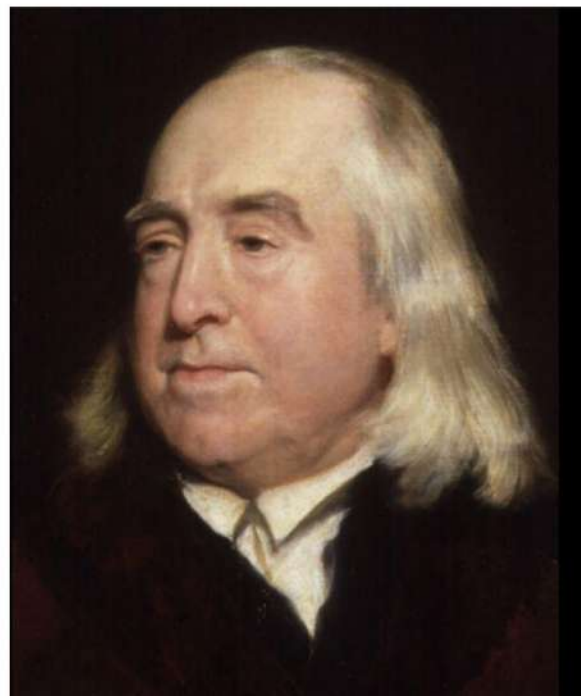
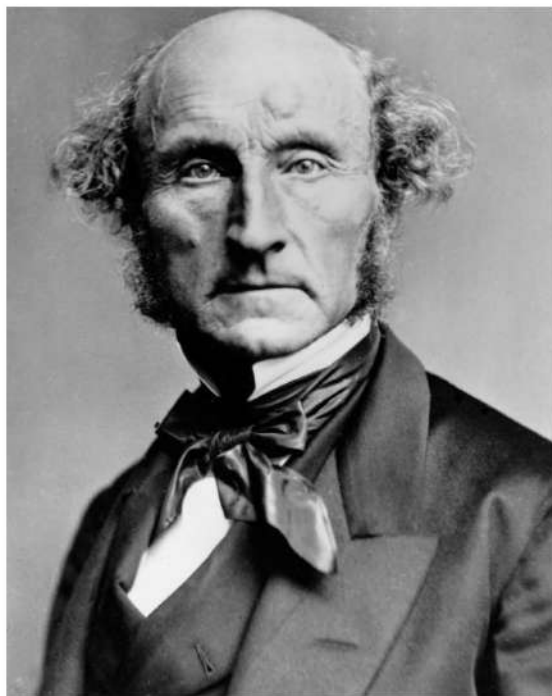
A China parece ter aplicado tal princípio com maestria: minimizou as fatalidades e levou sua economia a uma dinâmica impressionante, com recordes na produção de aço – um indicador importante de atividade econômica, ilustrado pelo termômetro do preço do cobre, recordo. E não ficou parada em relação às relações comerciais impostas por Trump (voltaremos ao tema mais adiante).



John Stuart Mill foi um brilhante economista e filósofo britânico – alguns o consideram o mais importante filósofo da língua inglesa do século 19. Ele encampou as ideias defendidas por seu padrinho, Jeremy Bentham, e seu pai, James Mill. É reconhecido como um dos maiores defensores do liberalismo político: parlamentar eleito em 1865, defendia o direito feminino, inclusive o de voto. Mill é uma personagem fascinante. Foi educado pelo pai e por Bentham para tornar-se um gênio e, após a morte de ambos, sucedê-los na implementação da causa utilitarista.

Aos 3 anos, Mill foi alfabetizado em grego; aos 8, já havia lido obras de grandes pensadores gregos e estudava latim para ler autores clássicos. Seu pai escreveu em 1818 a História das Índias Britânicas e lhe ensinou economia – Adam Smith e David Ricardo, que com Thomas Malthus formam a trinca (o Trígono?) considerada fundadora da escola clássica inglesa da economia política.

Imagens de John Stuart Mil, à esquerda, e Jeremy Bentham



A história de Mill inspira páginas e mais páginas. Mas, para abreviar nosso apêndice histórico, direi que ele escreveu o livro *A System of Logic*. Os métodos ali ensinados vieram a ser conhecidos como **Os Métodos de Mill**. A discussão envolve basicamente as relações de causa e efeito.

A título de mera diversão (com certeza, ótima), faremos uma pequena conexão. Sua mãe vinha de uma família escocesa ligada ao Levante Jacobita (a série *Outlander*, na Netflix, explica quem são) que tentou restaurar o poder do último representante da família Stuart (católica) no trono britânico. James foi o último rei da Escócia (o sexto, nessa linhagem) e primeiro da Inglaterra (entre 1567 e 1625). O termo jacobita deriva do nome Jaime – na verdade, de seu nome em latim, *Jacobus Rex*, usado em celebrações.

Com a derrota dos insurgentes jacobitas escoceses em 1746, o trono inglês passou a ser ocupado pela Casa de Hanôver (atual Casa Windsor), de origem germânica, da qual a rainha Vitória (1819-1901) foi representante dinástica. O primeiro monarca escocês da Casa de Stuart foi Robert 2º (1316-1390), coroado em 1371. Sua mãe, Marjorie Bruce, era filha do lendário rei escocês Robert the Bruce (1274-1329). Para quem assistiu *Coração Valente* (*Braveheart*), com Mel Gibson, Robert foi personagem importante, aliado de William Wallace (no qual Gibson teve inesquecível performance). A família Stuart, portanto, foi a que liderou e reconquistou a independência da Escócia contra a Inglaterra. Isso ocorreu em 1324, quando o papa reconheceu Robert 1º como rei do independente reino da Escócia. Um pouco de história, apenas. *Fim do interlúdio.*

Voltando ao tema principal desta resenha, a vacina financeira e a esperança de que novas vacinas de fato imunizem a população levaram os índices das bolsas americanas – Dow Jones, S&P500 e NASDAQ – a atingirem recorde histórico em 28 de novembro. Mas o curioso, e a razão das imagens que usamos como ilustração, é que a suposta segunda onda (haverá uma terceira?), talvez por negligência ou relaxamento na prevenção do contágio, atingiu com muita força Europa e EUA, onde os números de contaminação e mortes diários batem recordes – como os índices das bolsas. No Brasil, parece que seguimos a mesma tendência (“Eu sou você amanhã”, dizia um famoso comercial de vodca nos longínquos anos 1980). A pandemia tende a intensificar-se, e o lbovespa aproxima-se do recorde histórico ainda neste ano.

A eleição de Joe Biden deu uma ajuda aos mercados emergentes, como comentaremos mais adiante. Portanto, no apagar das luzes (brincadeira – que está continue acesa, firme e forte) de 2020, mesmo com os riscos de a pandemia ganhar ainda mais força nas aglomeradas confraternizações natalinas e festas de virada de ano, nas praias lotadas no verão, no carnaval (dêjá vu... ?), o mercado poderá apegar-se à esperança de que as vacinas revertam a situação. Alguns países já deram início a vacinações em caráter emergencial, encurtando protocolos. Parece que estamos numa verdadeira corrida. Quem chega antes, as vacinas ou o pico da pandemia? Não gostamos de apostas (vide mais adiante), a menos que seja apenas pela diversão.

Desejamos a todos boas festas e um excelente 2021. Mas atentem aos ensinamentos de John Stuart Mill. O bem-estar de todos depende de nosso sacrifício individual. Protejam-se – e protejam as famílias, os amigos e os colegas de trabalho.

Boa leitura.

CONJUNTURA INTERNACIONAL

A eleição de Joe Biden trouxe renovação às pautas de estímulos fiscais nos EUA, bem como ao comércio internacional e à economia sustentável no geral. Há expectativa de revisão de barreiras tarifárias impostas durante o mandato de Trump e de possível retorno ao bloco econômico Trans Pacífico. Apesar disso, a indefinição ainda prevalece: o futuro governo Biden sinaliza que as sobretaxas contra a China serão mantidas até a revisão completa das medidas tomadas no decorrer da guerra comercial. Em contrapartida, a China trabalha para diminuir sua dependência dos EUA ao protagonizar o maior acordo comercial do mundo, a **RCEP (Parceria Econômica Regional Abrangente)**, na sigla em inglês).

A RCEP representa cerca de um terço do PIB mundial e um terço da população (sem contar a Índia, que não aderiu ao acordo), incluindo as economias mais dinâmicas do planeta. Por falar em Índia, lá ocorre uma grave crise – verdadeira revolta popular de agricultores, que sitiaram a capital, Nova Déli, e bloquearam as rodovias, em resposta à decisão do governo de deixar de garantir a comercialização e os preços mínimos, entregando

tudo ao livre mercado, a produtores agrícolas e a empresas.

Segunda maior população do mundo (1,35 bilhão de habitantes, pouco atrás do 1,39 bilhão da China), com a agricultura a responder por 16,5% do PIB e por 50% da força de trabalho: eis aí um problema explosivo, de consequências imprevisíveis. O Delfim Luís 16 e sua querida Maria Antonieta pagaram com a cabeça pela fome da população.

Quanto aos estímulos fiscais, há expectativa de maioria republicana no Senado americano. A definição da eleição deve destravar as negociações e há a expectativa do anúncio em breve de novo pacote – talvez até antes da posse de Biden. O futuro presidente já disse que esse seria apenas o passo inicial no curso de várias medidas a serem tomadas para estimular a economia. Uma boa sinalização nesse sentido foi a composição do time econômico do novo governo, com Janet Yellen (ex-presidente do Fed) como secretária do Tesouro.

A indicação de figuras ligadas a Wall Street para posições importantes no governo também pode sinalizar postura mais favorável ao mercado, tranquilizando os que temiam uma abordagem mais incisiva, à la Bernie Sanders. Os democratas queriam US\$ 2,3 trilhões em estímulos, enquanto os republicanos sinalizavam algo em torno de US\$ 900 bilhões. Mesmo o menor valor ou algo intermediário serão significativos, pressionando o dólar para baixo.

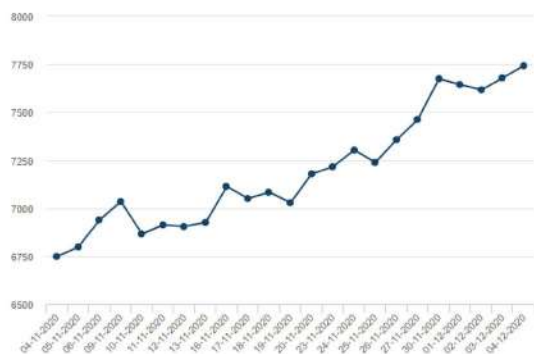
Já para a pauta ambiental Biden nomeou John Kerry, representante especial para o clima, um nome influente e homem de relacionamento com o Brasil. Biden afirmou que voltará para o Acordo de Paris e que deseja que os EUA retomem a liderança na causa ambiental. A pauta da economia verde, em voga no mundo, tem grande potencial de favorecer o Brasil, apesar de num primeiro momento parecer que a derrota de Trump deixou o Brasil isolado. Se houver diálogo, com ações concretas para o aumento do combate à exploração ilegal da Amazônia, o Brasil deve ser um dos países que mais terão a ganhar com pautas ecológicas, especialmente via mercado de crédito de carbono, agregando mais competitividade à agricultura.

Há também a possibilidade do aumento do *blend* de etanol na gasolina americana, favorecendo os preços dos grãos e do etanol em escala global. A Índia, maior consumidora de açúcar do mundo, já estabeleceu metas para um *blend* de etanol de 10% até 2022 e 20% até 2030, para diminuir sua pegada de carbono e dependência do petróleo externo. Espera-se que países como a China façam movimentos nesse sentido, além de importantes produtores de açúcar, como a Tailândia.

A Europa defende o uso de veículos elétricos, mas não oferece nenhum incentivo para uso de biocombustíveis. Assim, embora se coloque como farol para a consciência ecológica, continua a gerar CO₂ em suas usinas térmicas a carvão e a usar diesel para abastecer veículos, inclusive com subsídios de até € 10 mil. Já o Brasil possui o maior programa mundial de uso de biocombustíveis, desenvolveu a tecnologia de motores a etanol e *flexfuel*. Recentemente a Toyota lançou o Corolla híbrido elétrico-etanol, pioneiro no mundo; os europeus, enquanto isso, ignoram essas tecnologias. Países como Índia, Tailândia, África do Sul e Indonésia alinham-se ao Brasil e dão uma verdadeira lição aos países que falam em ecologia, mas fazem outra coisa. Baterias demandam metais, água, energia e geram grandes resíduos em toda a cadeia de produção. Mas é muito mais fácil acusar o Brasil e fazer ameaças do que usar nossas soluções.

A China avança em ritmo forte, consolidando-se como a grande locomotiva da recuperação mundial. Seu desempenho favorece as *commodities*, em conjunto com a perspectiva (já positiva) de estímulos dos EUA e o consequente enfraquecimento do dólar. Nesse cenário, os preços de praticamente todas as *commodities* estão com forte viés de alta – cobre, minério de ferro e grãos atingem recordes de preços, e celulose também se recupera.

LME COPPER HISTORICAL PRICE GRAPH



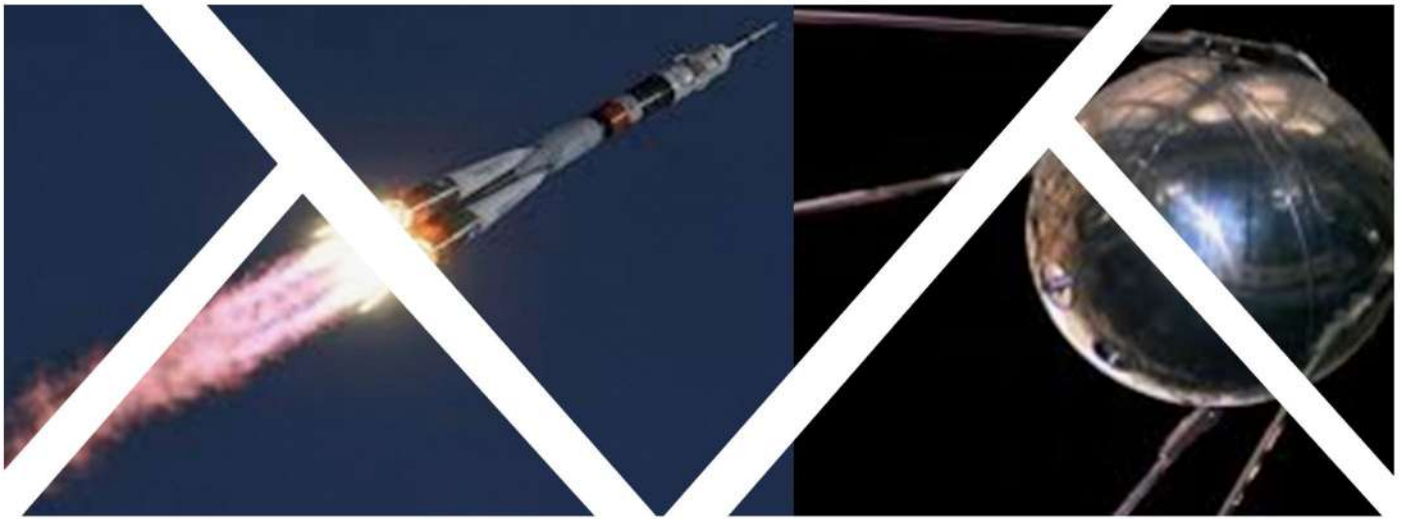
O preço do barril de petróleo (WTI e Brent) teve forte alta no mês, puxando as cotações de etanol e açúcar. A alta de preços do setor sucroalcooleiro, aliás, tem a ver também com uma quebra parcial de safra de cana-de-açúcar no Brasil – reflexo da falta de chuvas e das altas temperaturas do período – e ainda repercute a grande redução da colheita tailandesa, segundo maior exportador mundial do produto.

No setor de ferro-ligas, a produção acelerada de aço na China tem favorecido os preços de ferro-silício, que alcançou o maior nível em dois anos. Os chineses estão deixando de exportar para suprir seu mercado siderúrgico – que tem batido recordes sucessivos (o que, claro, alimenta igualmente os preços do minério de ferro, em nível recorde). O cobre, na máxima histórica, reflete melhor a atividade industrial, ou seja, funciona como verdadeiro termômetro da economia. Além disso, o ferro-cromo, liga imprescindível do aço inoxidável, exige boas perspectivas pela frente, com a proposta de taxaço da exportação do minério de cromo pela África do Sul em 30% a partir de março. É o único país com capacidade de suprir boa parte da demanda chinesa (80%). A China, lembremos, importa 100% do minério que usa e responde por quase 60% da produção mundial de aço inox. Se aprovada essa taxaço, o repasse para o preço do ferro-cromo deve ser total. Além disso, os chineses (que não são conhecidos por “deixar por isso mesmo”) devem retaliar, tributando as importações de ferro-cromo da África do Sul –podendo assim elevar os preços desta liga.

A segunda onda da covid-19 afeta as economias globais, com mobilidade e atividade econômica diminuindo em diversos países. A notícia positiva é que a mortalidade diminuiu bastante – para cerca de 1%. O que não significa que o número de mortes seja menor que o da primeira onda, já que o número de infectados e hospitalizados cresceu em boa parte dos países. De qualquer maneira, o aumento da quantidade de casos preocupa e já tira fôlego da retomada industrial americana e europeia. No Hemisfério Sul essa situação poderá repetir-se. Todos correm contra o tempo, esperando alcançar a vacina que nos poupará da situação dos países ao norte do planeta.

Os balanços dos bancos centrais seguem em expansão. Parte do mercado está bastante otimista: depois de vacinada a população e normalizada a dinâmica social, sobrarão uma economia global com trilhões de dólares e euros em estímulos, juros baixíssimos, metas de inflação flexíveis e ritmo rápido de expansão. A combinação de expectativa de crescimento com baixas taxas de desconto para o fluxo de caixa usado na avaliação das empresas leva a múltiplos bem acima da média e os índices americanos, às máximas. Ademais, o fenômeno de desigualdade corporativa evidenciou-se na pandemia – grandes empresas se favoreceram do cenário e tomaram mercado das menores. Tal lá, tal cá.

Alguns países já têm previsão para vacinar a população, mas suas agências reguladoras ainda não aprovaram o uso das vacinas. O Reino Unido, entre os países ocidentais, saiu na frente e aprovou o uso da vacina do consórcio Astrazeneca/Oxford. Há expectativa de que em fevereiro diversos países (Brasil inclusive) estejam vacinando parte da população contra o vírus. A Rússia parece ter saído na frente: sua vacina, Sputnik V, é a primeira já em uso – e seu nome é uma homenagem ao Sputnik I, primeiro satélite lançado no mundo, em outubro de 1957.



O tal Sputnik nos remete aos recordes históricos das bolsas e as vacinas atuam como os foguetes lançadores de satélites. A torcida é que de fato as vacinas cheguem o mais rapidamente possível, e que de fato sejam imunizantes. Mas ninguém sabe por quanto tempo imunizarão e se mutantes podem ser resistentes às vacinas.

CONJUNTURA NACIONAL

Um destaque da economia nacional nos últimos meses foi a indústria, que vem recuperando-se rapidamente. Em outubro novamente houve crescimento em relação a 2019 e em relação a setembro (neste caso, de 1,1%). O destaque positivo para outubro foi a indústria de bens de capital – indicador importante de que investimentos no parque industrial estão sendo feitos.

O nível de produção industrial brasileiro, diga-se, ainda está muito abaixo do alcançado em 2014; seu produto precisa crescer ao menos 10% para igualar-se ao auge. Com um câmbio mais competitivo, força de trabalho disponível e juros curtos, abaixo da média histórica, se a demanda continuar forte será possível manter um ritmo acelerado de recuperação, aproveitando a capacidade ociosa.

O PMI (*Purchasing Manufacturing Index*, ou Índice de Gestores de Compras), que reflete a atividade de gerentes de compras da indústria brasileira, está entre os maiores do mundo, de forma recorrente no segundo semestre. Para reforçar esta percepção, o PIB do Brasil cresceu 7,7% no 3T (maior expansão da série histórica iniciada em 1996), levando a queda em 12 meses para 3,4%.

Os que acompanham nossas resenhas talvez se lembrem de que nossa previsão era de queda entre 3% e 5%. Os mais renomados economistas, por sua vez, previam índice de dois dígitos. Em nossas conversas com as empresas investidas, observamos que este crescimento poderia ter sido ainda mais vigoroso, mas muitas cadeias de produção sentem problemas (como também alertamos e uma das nossas maiores preocupações), e como diz o dito popular, uma corrente é tão forte quanto seu elo mais fraco. O caso é que muitos economistas apegam-se aos modelos macrométricos ou acadêmicos, sem conversar com representantes das cadeias de produção, ou próximos da economia real, muito distante de academia e teorias.

O varejo segue em crescimento, apesar da desaceleração por conta da diminuição do auxílio emergencial. O destaque vem sendo o segmento de veículos, notadamente pesados e autopeças. Pelos dados da Fenabrave de novembro, o número de caminhões vendidos avançou 13,2% em relação ao mês anterior, com queda de apenas 1,5% sobre novembro de 2019. Mas há relatos de falta de alguns modelos, tanto de veículos de passeio quanto pesados, até o fim do primeiro trimestre de 2021. Os estoques nunca estiveram tão baixos: 16 dias apenas, ante os 45 habituais, inflando a demanda e os preços de seminovos (tanto de veículos leves quanto pesados).

É interessante observar a dinâmica de produção nesse caso, já que esses estoques muito baixos prejudicam as vendas. Caso o estoque estivesse normalizado, provavelmente as vendas de novembro estariam em patamares bem superiores. As vendas de implementos rodoviários (reboques e carrocerias) acumulam alta de 2,6% nos emplacamentos no ano, enquanto caminhões caem 14,8% e veículos leves, 30,6%. Os implementos rodoviários são termômetros da atividade e menos afetados por problemas como falta de componentes importados e complexidade fabril. As vendas de carretas indicam atividade logística aquecida (especialmente ligada ao agrogócio) e que a demanda por caminhões continuará em alta.

Conjectura-se que as indústrias do setor deverão cortar férias no fim do ano para tentar normalizar os estoques. Muitas operam abaixo da capacidade ideal devido às restrições de distanciamento relativas à covid-19 e podem ajudar a normalizar os estoques assim que a pandemia arrefecer. A segunda onda da doença é um ponto de atenção, pelo risco de mais restrições nas fábricas. Nossa preocupação é grande nesse sentido e alguns municípios, passadas as eleições, já restringiram o funcionamento de estabelecimentos comerciais (também pós-*Black Friday*). Muitos lojistas preocupam-se com tais restrições, que consideramos uma péssima solução. A redução das horas úteis no dia apenas causa maior acúmulo de indivíduos nos estabelecimentos, ou seja, aumenta o risco de propagação da covid pela proximidade das pessoas. Mas políticos não são gestores. São meramente políticos.

E por falar neles, no cenário político, percebemos sinais de avanço da influência de Paulo Guedes no governo. Isso pode ser traduzido como maior articulação pelas reformas e privatizações. Com os resultados da eleição municipal, a esquerda saiu enfraquecida e houve uma quebra de expectativas da ala ideologicamente mais próxima a Bolsonaro – ainda que tenha aumentado sua participação nas prefeituras e câmaras municipais. O PT foi o maior derrotado: não fez um único prefeito nas capitais. Já os partidos que compõem o Centrão saíram vencedores, mostrando que a população continua caminhando para a direita. No Nordeste, isso foi ainda mais marcante. A região, lembremos, registrava a maior rejeição ao presidente Bolsonaro.



A nós parece que o grande vencedor das eleições foi a base de centro do governo, a ele ligada por cargos e algumas pautas em comum – a econômica, em boa parte dos casos. Os votos esperados das classes de menor poder aquisitivo ou desamparadas, por conta do protagonismo do governo no auxílio emergencial, não foram tão substanciais; boa parte dos eleitores ainda vota na esquerda. Dessa forma, para conquistar mais votos para a próxima eleição, restam o crescimento econômico e as reformas, em conjunto com rigor na responsabilidade fiscal. Serão estes os desejos dos partidos da esquerda?

É possível que até o fim deste ano saiam alguns bons resultados do Congresso, como a aprovação das leis do Gás e de Diretrizes Orçamentárias – e talvez até de uma das etapas da reforma tributária. O grande teste para o governo, com respeito a reformas e privatizações, estará em 2021, já que em 2022 suas preocupações devem migrar para as eleições. Boa parte do que se propôs a fazer no começo do mandato no campo econômico ainda não foi feita – tomem-se as privatizações, em especial da Eletrobrás e dos Correios, como exemplo simples.

A eleição de Joe Biden nos EUA desencadeou forte fluxo para emergentes: US\$ 76 bilhões só em novembro; o Brasil, um dos mais atrasados e descontados entre eles, acabou por atrair recursos do mercado secundário, totalizando mais de R\$ 33,6 bilhões – maior valor mensal da história –, ainda assim acumulando saídas de R\$ 51,6 bilhões no ano. Esse movimento foi reforçado ainda por declarações do BACEN sobre atuação no fluxo de *over hedge* dos bancos, e de Paulo Guedes sobre a estratégia de venda de reservas para diminuir a dívida interna bruta. A queda do dólar foi inevitável. Some-se a isso questões internas e a expectativa de fortes estímulos à economia pelo governo Biden, e temos a queda generalizada do dólar em relação a moedas fortes como o euro e às moedas de emergentes, como o real.

Tal fluxo para a bolsa de valores caracteriza-se pela busca de liquidez. Isso não depende de empresas ou setores, mas de um rápido posicionamento no mercado, via ETFs e de busca pelas *blue chips* de maior liquidez ou mais representativas nos índices (Petrobras, Vale, bancos). Num segundo momento, o investidor estrangeiro busca diversificar e procura empresas de menor liquidez e pouca representatividade nos índices – ou seja: busca alpha através de *stock-picking*, de forma a obter retorno superior ao dos índices. Parte deste processo ocorre por meio de gestores locais, notadamente para *small caps*, já que os estrangeiros têm pouco conhecimento e informações destas empresas.

Chamou atenção a mudança de dinâmica nas companhias do setor de varejo, que vinham em tendência de elevação no ano e tiveram queda no mês, mesmo com forte subida da bolsa. Temos comentado repetidamente este movimento: a alta caracterizou-se pelo movimento *top down* em varejo e *e-commerce*, causando elevação de preços nas ações desconectadas do valor econômico das empresas. Os resultados do 3T parecem ter jogado um pouco de água fria na cabeça dos investidores, trazendo muitos para a realidade.

O IPCA (0,86% em outubro) e o IGP-M (3,28% em novembro) novamente vieram acima das projeções, tendo o BACEN reagido da mesma forma: os choques são temporários e é possível a manutenção dos níveis da Selic, caso haja responsabilidade fiscal. Muitos já projetam IPCA acima da meta em 2021, devido à volta do preço do petróleo e à bandeira vermelha de energia elétrica. De qualquer forma, o Tesouro tem conseguido rolar a dívida por meio de leilões de NTN-B, com boa demanda – dada a previsão de inflação maior pela frente com a política *dovish* do BACEN, ou maior tolerância para uma inflação mais alta e manutenção dos juros baixos. Tal comportamento parece consensual nos bancos centrais em todo o mundo, de forma a estimular as economias ainda combalidas pelos efeitos da pandemia.

Mais dois destaques: nova inflexão para baixo nas curvas de juros futuros e rolagem de certa forma tranquila dos títulos do governo. Mas o mais importante e simbólico, e que até está alinhado ao fluxo para a B3 por parte dos estrangeiros, foi a emissão pelo Tesouro Nacional de US\$ 2,5 bilhões de títulos – mas com uma demanda para três vezes esse volume, e não só: com prazos de cinco, dez e 30 anos (este o mais longo da história), ao custo de apenas 4,5% na tranche mais longa e 2,2% para a tranche de cinco anos. Para os que dizem que o mercado desconfia da habilidade do governo de refinar suas dívidas ou mesmo manter-se solvente: parece que nem todos concordam – em especial os donos do dinheiro.

Sobre a segunda onda de coronavírus, ainda não há uma tendência clara de alta generalizada no número de mortes, mas a queda foi interrompida. Segundo o governador João Doria (PSDB-SP), em dezembro o Instituto Butantan fabricará 7 milhões de doses da Coronavac. Já a vacina do consórcio Oxford deverá chegar em janeiro/fevereiro. Ambas aguardam aprovação da Anvisa.

ESTRATÉGIA

Quando observamos a alocação setorial de nossos fundos, Indústria e Agronegócio são os principais segmentos; somados, representam entre 33% e 51% das carteiras. Tal estratégia vem sendo mantida, sendo o Agronegócio talvez um dos setores mais dinâmicos no país e que se beneficia de uma conjuntura (um “alinhamento de planetas”, diriam os astrólogos) quase perfeita, com câmbio, preços internacionais e demanda em crescimento, crédito farto e barato. Estima-se que dois terços da safra ainda em plantio estejam vendidos com câmbio e

dólar travados numa condição muito favorável. A safra 19/20 foi vendida em grande parte com câmbio abaixo de R\$ 4,50 e ainda assim com excelente resultado financeiro.

Imaginem: uma alta de 10% a 20% nos preços das *commodities* e de 20% a 35% no câmbio acima da safra comercializada neste ano?

No setor industrial, estamos posicionados em empresas que atuam principalmente na produção de componentes para veículos pesados – maquinário agrícola, *off-road* (linha amarela) e caminhões – e na comercialização desses veículos. Já comentamos na seção anterior que cerca de 40% da demanda por caminhões relacionam-se ao agronegócio, percentual semelhante ao que nos foi informado pelas empresas de logística.

Câmbio favorável, comércio exterior, nacionalização de componentes, competitividade dos clientes que também se beneficiam do câmbio – todos esses são elementos que sustentam a demanda, além de uma grande safra vendida a preços jamais vistos e monetizada em 2021.

O setor logístico rodoviário mostra-se igualmente importante em algumas carteiras, pois captura o *boom* no agronegócio, varejo e indústria. É um dos de maior elasticidade no PIB e beneficia-se da queda na taxa de juros e no alongamento dos financiamentos (dada a característica de capital intensivo de seus negócios, para sustentação e crescimento). Beneficia-se ainda da busca pela maximização do retorno do capital e da eficiência dos clientes (ou *asset light*, terceirizando serviços logísticos, serviços e práticas agrícolas).

Também temos posições importantes em setores ligados a *commodities* em mineração, metalurgia e químicos, beneficiados da mesma forma por preços internacionais ascendentes, câmbio e mercado interno em franca recuperação, além de posições estratégicas em concessionárias de gás e energia elétrica. A dinâmica da economia local favorece a demanda por gás em vários segmentos, e há a expectativa pela nova Lei do Gás, ainda em tramitação no Senado. Tal legislação será fundamental para trazer segurança jurídica aos investidores, quebrar o monopólio da Petrobras e, mais importante, reduzir preços até pela metade. Isso trará estímulo econômico para que o gás seja usado em termelétricas, indústria (notadamente petroquímica), produção de vidros e cerâmica, GNV, fabricação de cimento etc. – e a lista não é exaustiva.

As empresas investidas no setor elétrico contam com peculiaridades únicas e extraordinária saúde financeira, e sem incorrer em riscos hidrológicos. Dividendos generosos à vista para os negócios de gás e eletricidade estão no radar.



Posições relacionadas a consumo e varejo também são muito peculiares e fora do radar do mercado, mas não passam despercebidas de nossos detectores de valor e má precificação. Arbitramos liquidez e buscamos empresas ignoradas exclusivamente devido à baixa liquidez. O que para a maior parte do mercado é objeção e risco, para nós é oportunidade.

No curto prazo, não vemos possibilidade de mudanças importantes. Os resultados no 3T reforçaram nossas convicções e o último será ainda melhor. Se 2021 não nos reservar surpresas muito negativas relacionadas à covid-19, acreditamos que será um ano muito positivo para as empresas investidas. Mas, caso o pior aconteça, sabemos que nossos portfólios estão muito bem protegidos, como em 2020, ao contrário de setores e empresas com pesos muito elevados nos índices de mercado e referenciais aos nossos fundos.

Seguimos otimistas, com nossa expectativa de queda de 3% a 5% do PIB em 2020 aparentemente se confirmando, taxa média de câmbio acima de R\$ 5 (caminhando para R\$ 5,20 neste ano), indústria contribuindo com o maior avanço setorial do PIB (quase 15% no 3T) e o agronegócio uma vez, mas carregando o Brasil nas costas, ou no campo.

DESEMPENHO DOS FUNDOS • NOVEMBRO

Em novembro, apesar da volatilidade nos mercados nacionais e internacionais devido à temporada de divulgação de balanços trimestrais e às eleições – presidenciais nos EUA e municipais no Brasil –, todos os nossos fundos apresentaram desempenho positivo. É uma satisfação informar que passaram a dar retornos positivos ainda no em 2020, enquanto todos os índices referenciais (exceto CDI) permanecem negativos.

Foi um mês que, como já explorado, marcou a volta do fluxo estrangeiro à bolsa brasileira, impactando positivamente os índices referenciais, os ETFs (fundos que replicam índices) e as ações mais líquidas. Destacamos novamente o desempenho do fundo Trígono Delphos Income, que apresentou desempenho positivo pelo oitavo mês consecutivo e a maior rentabilidade entre todos os fundos da Trígono. Nossa árvore frutífera continua proporcionando frutos deliciosos em nossa colheita mensal. E os frutos continuam crescendo e amadurecendo.

Em dezembro, muitos frutos (dividendos) serão colhidos. Além do resultado mensal e do acumulado no próprio ano, nossos fundos se destacam em períodos mais longos. A seguir, os comentários.

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

O fundo teve valorização de 12,2% em novembro e de 5,6% no ano. Para comparação, o referencial IDIV subiu 14,4% no mês, mas caiu 9,1% no ano. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Delphos teve ganho de 35,6% em 12 meses e de 54,4% desde seu início (26 abril de 2018), ante desvalorização de 0,05% em 12 meses e valorização de 40,4% do IDIV no mesmo período.

Muitos setores contribuíram para o desempenho positivo: Agronegócio (+3,88%), Concessão e Energia (+3,51%), Químico (+3,06%) e Industrial (+2,22%). O efeito negativo na performance do fundo veio do setor de Óleo e Gás (-0,03%), desprezível.

Não por coincidência os setores de melhor desempenho em novembro foram aqueles cujas empresas apresentaram as maiores surpresas positivas durante a temporada de divulgação de balanços no último trimestre. Embora nossas investidas tenham reportado resultados melhores que o esperado pelo mercado, nós da Trígono já aguardávamos a consistência operacional delas, confirmada e refletida no trimestre.



Como já mencionado, novembro foi marcado pela volta do fluxo estrangeiro à bolsa brasileira, com impacto positivo nos índices referenciais. Acreditamos que esse capital, agora alocado internamente nas empresas dos índices referenciais, deverá buscar destinos mais assertivos. Nossas empresas, então, podem vir a ser alvos de estratégias *stock picking* no médio prazo.

O fluxo estrangeiro, no primeiro momento, busca posicionar-se em liquidez e ETFs – ou seja: “compra o mercado”. Num segundo momento, após análise mais criteriosa das empresas, há um refinamento das carteiras, e aí o estrangeiro busca valor – ou seja: faz o *stock picking*. Assim, o capital do exterior chega por meio de estratégias que seguem inicialmente índices ou empresas mais líquidas, mas posteriormente busca o *bottom-up*, separando o joio do trigo. Além disso, o efeito câmbio favorece nossas principais posições num cenário em que o real permanece desvalorizado, mesmo ao nível de R\$ 5 por dólar.



Quanto ao único desempenho negativo, a contribuição foi marginal, sem fatos relevantes relacionados. Lembremos que o Delphos tem a característica de focar em *small caps* e excelentes pagadoras de dividendos – e dezembro é o mês em que muitas empresas antecipam dividendos e/ou JCP (este por planejamento fiscal). Tal remuneração acaba incorporada aos preços, sendo negligenciada pelo mercado, o que favorece a real valorização das ações. Dividendos são tão doces e deliciosos quanto nossa brasileiríssima jabuticaba e outras frutinhas do não menos brasileiro Cerrado.



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

O fundo teve ganho de 9,6% em novembro e de 1,9% no ano, contra valorização de 15,9% no mês e queda de 5,4% no ano no índice referencial Ibovespa. Quando comparadas janelas mais longas, o Verbier mostra ganho de 40,5% em 24 meses (21,7% do IBOV), 98,6% em 36 meses (51,3% do IBOV) e 348,5% em 48 meses (75,9% do IBOV). Para os que observam a volatilidade, nosso fundo registrou volatilidade anual de 31%, contra 44,4% do Ibovespa. Ou seja: entregamos maior retorno com volatilidade muito inferior ao referencial. Consideramos este índice, aliás, pessimamente construído, baseado em liquidez, pouco refletindo a realidade da economia brasileira.

O Verbier, para lembrarmos, mudou sua condição de clube para fundo de investimento em julho de 2018, e desde dezembro de 2017 sujeito a taxa de administração de 2% e 20% de performance. Desde seu início, em agosto de 2007, teve valorização de 552%, contra 104% do Ibovespa – um alfa de 449% (ou 14%

composto anualmente) de vantagem em relação ao Ibovespa. Se considerarmos os últimos cinco anos, o Verbier proporcionou valorização anual de 42,1%, contra 20,2% do Ibovespa, portanto mais do que o dobro.

As contribuições positivas vieram dos setores Químico (+3,28%), Comércio (+2,59%), Agronegócio (+2,47%) e Industrial (+2,15%). Houve apenas uma contribuição negativa marginal: Papel e Celulose (-0,07%). Aqui, como comentado anteriormente, o desempenho positivo das ações dos setores mencionados refletiu principalmente a reação do mercado à divulgação de resultados positivos no 3T, além da "contaminação" de quase todas as ações (mas principalmente as mais líquidas, que receberam maior fluxo dos investidores estrangeiros) pelo otimismo do mercado, fato que explica o desempenho do Ibovespa.

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

O fundo teve valorização de 9,6% em novembro e de 2,1% no ano, enquanto o referencial SMLL teve ganho de 16,6% no mês e perda de 7,6% no ano. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Flagship subiu 22,3% em 12 meses e 98,4% desde seu início (24 abril de 2018); já o SMLL ganhou 4,1% em 12 meses e 49,8% nos mesmos dois anos e meio. O Flagship entregou, assim, uma vantagem (um *alfa*) de nada menos que 48,6% (ou cerca de 22 pontos percentuais) ao ano, e quase o dobro desde o seu início. Quanto à volatilidade, a do nosso fundo ficou em 38% anual, contra 47,5% do SMLL. Ou seja: também aqui, maior retorno com volatilidade muito inferior ao referencial. O SMLL é mais diversificado setorialmente e com mais empresas, mas isso de nada lhe valeu.



Cerca de 98% da composição do Trígono Flagship não fazem parte do índice SMLL – isto é, buscamos empresas menos conhecidas e menos negociadas, mas que em nossa opinião estejam ainda bastante descontadas em relação ao valor que julgamos justo. Fica demonstrada nossa gestão ativa para arbitrar a má precificação pelo mercado, que privilegia liquidez, e não o valor. Quando usamos o termo agnóstico em relação a *benchmark* e nossa estratégia *bottom-up*, é esse o efeito (obviamente, desde que bem conduzida). A questão é a semente muito bem selecionada, seu cultivo adequado, e o momento certo para colheita. E, claro, escolher sementes que poucos conhecem, e depois saborear seus frutos exóticos, mas deliciosos.

Os setores com as maiores contribuições positivas foram Agronegócio (+2,88%), Industrial (+2,62%), Logística (+1,41%) e Químico (+1,16%). Já o setor de Óleo e Gás trouxe uma contribuição negativa marginal (-0,03%). As altas, como nos casos dos dois fundos comentados antes, vieram com a divulgação de bons resultados no 3T. Mas o melhor está a caminho: no último trimestre do ano, as conversas com as empresas nos deixaram de certa forma até surpresos, e ainda mais otimistas. Se não houver nenhum grande percalço, 2021 promete.



Enquanto isso, muitos investidores e gestores agarram-se à vacina como tábua de salvação, em setores que sofreram impactos muito relevantes e que, mesmo que se recuperem, isso só acontecerá após uma jornada espinhosa.

Não gostamos de apostas, já dissemos várias vezes. Quer apostar? A Megasena pode deixá-lo milionário, mas a chance é de 1 em quase 50 milhões. Melhor se divertir no cassino, com seus *drinks* de cortesia, ou no *jockey club*, vendo belíssimos cavalos disputando cada metro com muito esforço e suor. Mas, no *jockey*, a corrida pode acabar em 1 minuto; na bolsa, a corrida é longa e para quem tem paciência e disciplina, como nas maratonas. A velocidade é o que menos importa.



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

O fundo (aberto em 2 de setembro de 2019) teve valorização de 7% em novembro, 5% no ano e 20% desde seu início – contra variação positiva de 4,3% do CDI no período desde o início do fundo. Comparado ao CDI, o fundo proporcionou ganho equivalente a 463% – rendimento obtido mesmo num ambiente bastante desafiador para o mercado de ações (onde estão alocados 70% da carteira).

Não fazemos *market timing* (adivinhação para qual direção irá o mercado). Somos investidores de longo prazo, ou com fôlego e preparo de maratonistas, inclusive emocionais. Quem faz especulação de curto prazo são aqueles que se julgam profetas e capazes de antecipar os movimentos erráticos do mercado. Alguns acertam – assim como alguns bêbados, trôpegos e desorientados, acabam, nem que seja por forças pura e simplesmente probabilísticas, achando o rumo de casa. Mas a grande maioria fica pelo caminho, ou acorda no pronto-socorro, tomando glicose na veia.

As maiores contribuições positivas vieram do Agronegócio (+3,34%) e dos setores Industrial (+1,49%) e de Logística (+1,09%). O setor de Óleo e Gás teve peso negativo mínimo (-0,01%).



Terminamos aqui mais uma resenha – sempre com aquele breve interlúdio histórico, de forma a tornar nossa mensagem mais prazerosa (é o que esperamos, ao menos) e ilustrativa. Afinal, como diz um certo dito popular, após milênios de tradição narrativa, todas as histórias já foram contadas. Aqui gostamos de lembrar de algumas, na esperança de que lancem luz sobre nossos problemas e nos ajudem a entendê-los e solucioná-los.

Desejamos tê-los como leitores vorazes e fiéis. E para aqueles que nos leem e são nossos investidores, trabalhamos para deixá-los satisfeitos com o desempenho de nossos fundos e serviços.

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