

Edição N.º20

# RESENHA MENSAL

MARÇO | 2021

Trigono  
CAPITAL

## UNUS QUISQUE MAVULT CREDERE, QUAM JUDICARE

Prezados investidores,

Esta resenha coincide com um momento crítico em nossas vidas – tantas dúvidas, medos, decisões a tomar. A covid vai-se alastrando, enquanto a vacina caminha lentamente, mas, talvez seja a única esperança de vencer esta corrida pela vida, pelo menos para uma parte da população, indefesa. Usaremos algumas citações do grande sábio e filósofo Lucius Annaeus Seneca (Corduba 4 a.c. – Roma, 65). Foi também advogado, escritor e um dos maiores intelectuais do império romano, e como o grande imperador Marco Aurélio já citado em resenha anterior, um estoico. No final desta resenha explicaremos o que foi o estoicismo, escola de filosofia helenística (Grécia), criada no século III a.c., tendo posteriormente Epiteto (também citado em resenha) e Sêneca como grandes representantes, e uma breve biografia deste extraordinário personagem, fonte de inspiração para o presente texto. O estoicismo pode ser encarado como um sistema ou modo de vida para prosperar em ambientes de alto estresse. Alguma coincidência com nossas necessidades atuais? Entenda os princípios do estoicismo no final.

A frase título desta resenha significa **“Qualquer um prefere crer a julgar por si mesmo”**. Assistimos na última semana de fevereiro a um verdadeiro bombardeio pelas diversas mídias de notícias e informações que colocaram em polvorosa o mercado financeiro, não importa se noviços ou experientes gestores, analistas e investidores.

Na Trigono, passamos ao largo de boatos, fofocas e intrigas. Por isso, este título. Não nos deixamos influenciar por estes tipos de notícias e buscamos capturar janelas de oportunidades que se abrem, como a queda das ações da São Martinho – todos que nos acompanham sabem, presente em nossos fundos. Vamos usar este exemplo para demonstrar o que observamos a respeito do comportamento do mercado.

A queda de 12% em suas ações em uma semana, ante 7% do IBOV entre os dias 19 e 26 de fevereiro, reflete a crença de que o presidente da República interviria nos preços dos combustíveis. Observamos que algumas corretoras de valores que fazem recomendações sobre a empresa incorporaram tal crença em seus modelos e recomendações. Curiosamente, o real se desvalorizou quase 4% neste período, e de fato a atitude do presidente foi isentar o diesel de impostos federais (PIS, Cofins e CIDE já estava zerada) por dois meses a partir de 1º de março, após tomar conhecimento de um reajuste de 15,2% no óleo diesel e 10,2% no preço da gasolina a partir do dia 19. No caso do diesel, os impostos federais representam 8% do preço ao consumidor; ICMS (estadual), 14%; custo do biodiesel misturado, 13%; distribuição e varejo, 12% e Petrobras, 53%. Na gasolina os impostos federais representam 14% do preço ao consumidor; ICMS (estadual), 28%; custo do etanol misturado, 16%; distribuição e varejo, 8% e Petrobras, apenas 34%, ou seja, um terço, quase o mesmo o que os Estados cobram de ICMS.

Voltando ao caso São Martinho e às oportunidades de arbitrar o mercado. Na semana anterior ao anúncio do reajuste do preço da gasolina o preço do etanol anidro (misturado na proporção de 27% na gasolina) era R\$ 2,7649 no dia 19, passando para R\$ 2,9295 no dia 26, reajuste de 6%, enquanto as ações da São Martinho caíram 12%. No dia 26 de fevereiro de 2020, o preço era R\$ 2,2758, ou seja, um aumento anual de 21,5%, enquanto as ações subiram 14% no período. Já o açúcar, que corresponde a cerca de 45% das receitas da empresa, teve um aumento no mercado internacional (bolsa de mercadorias de Nova York) de US\$ 0,1414/libra em 27 de fevereiro de 2020 para US\$ 0,1645/libra no último dia 26: elevação de 16,3%, acrescida de 25% na valorização do dólar, ou, combinadas, mais de 40% de aumento. A empresa reportou recentemente seu resultado de nove meses, exibindo um crescimento no EBIT (lucro operacional) ajustado em 43%, lucro líquido em 45% e lucro caixa (sem efeitos contábeis) de 40%. Para ilustrar ainda mais tal inconsistência do mercado, o preço médio do etanol anidro no 1T20 foi de R\$ 2,20, no quarto trimestre da empresa, enquanto nos dois primeiros meses de 2021 está em R\$ 2,53, mas precificado em R\$ 2,93 no dia 26. Estimando-se a manutenção deste preço, a média do trimestre seria R\$ 2,66, 21% acima do 1T do ano passado, e que no 2T20 foi de apenas R\$ 1,66, decorrente dos efeitos da pandemia no consumo dos combustíveis e no preço do petróleo. Ou seja, o preço atual está 76% acima do 2T20, e poderá até aumentar devido aos recentes aumentos do petróleo e da gasolina e valorização do dólar. Não vamos nem mencionar outros fatores importantes e positivos para os resultados da empresa neste ano e nos próximos, mas nossa intenção é evidenciar o comportamento do mercado, usando a empresa como exemplo, e como as corretoras de valores e os investidores são influenciados pelo que chamamos de “ruídos de mercado”, notadamente de natureza política.

Cabe ainda destacar que o diesel é um dos principais custos do setor canavieiro e uma redução nos tributos, e por consequência nos preços, é positivo para este setor, além de toda a logística (rodoviária, ferroviária, hidroviária), alimentos, mineração, construção, infraestrutura, energia e transporte público, para citar alguns, sem falar dos efeitos indiretos na inflação, taxa de juros, crescimento do PIB, geração de empregos, redução no custo da dívida pública. A mídia criticou severamente a redução do imposto (vejam só), sem ao menos esperar de onde viria a definição da contrapartida, mas em nenhum momento criticou os impostos e elencou os benefícios diretos e indiretos da redução do preço do diesel por meio de isenção de impostos federais. Obviamente as críticas são embasadas em viés ideológico e político e trazidas ao público como se o presidente tivesse ordenado a redução dos preços pela Petrobras, além de ter demitido seu presidente.

Também chamamos a atenção dos investidores para o fato de o vencimento das opções (modalidade especulativa de investimentos) da B3 ter ocorrido no dia 22, o dia do grande tomo nas ações da Petrobras, quando caíram, no caso da classe PN, 21,5%, precedido de 6,5% no dia 19, levando grandes perdas aos “comprados” que **apostavam** na alta das suas ações e ganhos em sentido contrário dos “vendidos”, ou aqueles que se beneficiaram com a queda das ações. Considerando a variação do preço das ações entre os dias 18 e 26 de fevereiro, a queda foi de 24%, enquanto o índice IBOV caiu 7,7% no mesmo período, em parte devido ao efeito das ações da Petrobras na composição do índice.

Ainda no último dia do mês, o mercado foi inundado por notícias trazidas por numerosas mídias, dando como certa a saída do ministro Paulo Guedes do governo, ou sua enésima fritura (pior que batatas fritas do McDonald's), a demissão consumada de André Brandão da presidência do Banco do Brasil e várias notícias negativas. Como coincidência, nos últimos dias do mês, a bolsa até abria em alta, mas subitamente uma enxurrada de boatos chegava através das mídias, mudando o comportamento do mercado e do câmbio. Obviamente os “vendidos” se beneficiaram da queda. Notícias positivas relacionadas à privatização da Eletrobras ou mesmo ao destravamento da pauta de reformas pela Câmara dos Deputados ficavam ofuscadas.

Em relação ao tema Petrobrás, e à suposta demissão de seu presidente, cabe esclarecer que o mandato da diretoria e do presidente se encerra em março, e o acionista descontente por uma série de motivos em relação à gestão decidiu pela troca do comando da empresa. Roberto Castello Branco foi indicado pelo amigo Paulo Guedes em dezembro de 2018, tendo atuado no conselho de administração indicado por Dilma Rousseff em 2015 e 2016. Foi economista chefe da Vale de 1999 a 2014. Economista, realizou seu pós-doutorado (1977-78) pela universidade de Chicago (com bolsa do CNPq), berço do neoliberalismo econômico, alinhado com Guedes e com ele um dos fundadores do IBMEC (atual INSPER). Em 2015, em entrevista à agência Reuters,

declarou que a política de preços para o setor de combustíveis favorecia a formação de cartéis e criticou a exploração do pré-sal. Mais adiante, em entrevista à *Folha de S. Paulo*, defendeu a competição no setor de combustíveis, mas reconhecendo que a principal diferenciação de preços entre os diversos países eram a carga tributária e os subsídios. No mesmo artigo, imputou ao BNDES a responsabilidade pela greve dos caminhoneiros em 2018 pelo excesso de financiamento para aquisição de caminhões e excesso de oferta de frete. Por ocasião do recente aumento de preços do diesel, declarou: “Eu não tenho nada a ver com caminhoneiros, eu aumento o preço aqui, e não tenho nada a ver com caminhoneiro”. Em janeiro, quando havia a ameaça de greve pela categoria, declarou que a insatisfação era “um problema que não é da Petrobras”. Continuando, disse: “Trata-se de um problema de excesso de oferta, não da Petrobras”. Ou seja, a mesma crítica anterior relacionada ao BNDES.

Prezado leitor, não vou entrar no mérito da mudança do comando da Petrobras, com o presidente Bolsonaro elencando uma série de motivos (também sem entrar nos méritos) para sua insatisfação, mas pessoalmente acredito que a questão dos caminhoneiros tenha sido a gota d’água, já que o governo acabava de se defrontar com uma nova ameaça de greve (para alguns, orquestrada pela oposição ao governo). O comentário sobre os caminhoneiros foi no mínimo uma falta de tato político, e provavelmente recebido por Bolsonaro como uma afronta pessoal. Daí para frente, não faltaram motivos para sua justificativa de mudança na presidência. Pessoalmente, o que muda na empresa? Talvez um espaçamento mais longo entre reajustes, evitando tanta volatilidade e arbitragem por parte de distribuidoras e varejistas. O nome indicado pelo presidente da República, general Joaquim Silva e Luna, possui formação na AMAN (Academia Militar de Agulhas Negras), ampla formação acadêmica, inclusive doutorado, e atuação em engenharia. Foi o primeiro militar a ocupar o Ministério da Defesa em 2018, nomeado por Michel Temer, e assumiu a direção da Itaipu Binacional em fevereiro de 2019, na qual em curto espaço de tempo realizou várias obras (nova ponte Brasil-Paraguai, ampliação do aeroporto de Foz de Iguaçu para voos internacionais, construção de rodovia e modernização de importante hospital), além de promover forte redução nos custos, fatos que devem ter sido importantes na escolha de seu nome. Portanto, nos parece ter um perfil de executor e liderança, típico de um general, enquanto o atual presidente nos parece mais ligado a economia e academia, tendo pouca experiência, se alguma, em gestão e execução.

Mas o tema Petrobras é mais um exemplo da importância da letra G (governança) em ESG, e como é sensível em empresas de natureza de capital misto (controle estatal e ações negociadas em bolsa de valores), como Banco do Brasil, Eletrobras e muitas outras sob controle de governos estaduais.

Ainda nesta seção, e repetindo o tema, gostaria de destacar mais dois eventos, ambos ligados a ESG. No mesmo dia 26, a Polícia Federal apresentou laudo apontando o rompimento da barragem da Vale em Brumadinho como decorrente de atos da companhia (que não se manifestou a respeito) por meio de perfurações realizadas cinco dias antes, da parte superior até a base da represa. Tal laudo refuta alegações da empresa atribuindo o colapso da barragem a ação da natureza. Também não vamos entrar no mérito do laudo ou da posição da mineradora a respeito. Ainda sobre a Vale, ela fechou acordo com o governo de Minas Gerais no montante de R\$ 38 bilhões para reparos aos danos ambientais, mas existem processos de investidores contra a companhia no Brasil e no exterior. Embora esta perda pareça insignificante tendo em vista os lucros da companhia decorrentes do aumento do preço do minério, seu valor poderia ser muito maior, se não houvesse tal problema. Por incrível que pareça, a empresa até se beneficiou com a queda da produção e, por consequência, da forte elevação nos preços internacionais. O aumento dos dividendos pode ser decorrente da tragédia, por mais absurda que pareça a situação.

Acreditamos que, se o laudo da PF se confirmar, a situação da empresa e executivos poderá complicar-se, especialmente pela omissão de informações durante as investigações e ao mercado. Curiosamente, a Vale é uma das favoritas nas recomendações de corretoras de valores e gestoras ligadas a grandes conglomerados financeiros, que declaram seguir estritamente as melhores práticas de ESG e nada comentam a respeito de Brumadinho, ou mesmo do recente laudo da Polícia Federal. Por outro lado, grandes investidores internacionais e formadores de opinião, como o maior fundo soberano do mundo, o Norges Bank, e a importante gestora Robeco (ambas referências em ESG) baniram a Vale do universo de investimentos. O Norges Bank possui US\$ 1,3 trilhão em investimentos (mais de 70% em ações) enquanto a Robeco possui 176 bilhões de euros sob

gestão, dos quais 160 bilhões em empresas consideradas ESG. Afinal, quem está certo? Será o ESG uma zona cinza, cujo processo de seleção ou de investimento passa por critérios meramente subjetivos? Na Trígono, a Vale foi excluída do universo de investimento desde Brumadinho e jamais fez parte de nossos fundos.

Novamente volto ao tema G, desta vez relacionado a IPO. A Brookfield, travestida pela nova denominação de Tegra em 2017, anunciou um novo IPO. Em 2006 realizou sua estreia na bolsa ou IPO com preço de R\$ 6,80 no valor de R\$ 578 milhões, cabendo aos bancos coordenadores a comissão de R\$ 20 milhões. Controlada pela gestora Brookfield Asset Management e fruto da fusão das empresas Brascan, Company e MB Engenharia, sua entrada na então Bovespa em 20 de outubro de 2006 se deu ao preço de fechamento de R\$ 16,00 com o código de negociação BISA3, chegando a R\$ 19,69 pouco mais de um mês depois, em 23 de novembro. Um ano depois, em 22 de outubro de 2007 o preço havia caído para R\$ 12,80, já 20% abaixo de sua estreia. Em 2011, no quinto aniversário do IPO, o preço já estava abaixo do IPO e menos de 40% do preço inicial de negociação, ou R\$ 6,05 no dia 20 de outubro. Menos de dez anos depois do IPO, por meio de uma oferta pública (OPA), a empresa retirou-se da bolsa, oferecendo aos valentes acionistas minoritários R\$ 1,60, menos de um quarto do preço do IPO (sem considerar a inflação do período). Os dividendos acumulados nestes nove anos atingiram R\$ 3,37, ou 21% do preço inicial. Tal preço foi obtido em laudo de avaliação produzido pelo banco Santander. Segundo o documento, o preço ofertado era 33,3% acima da média de negociação dos 30 dias anteriores, ou seja, a ação BISA3 era negociada a R\$1,20, ou menos de 20% do valor do IPO nove anos atrás.

Como investidor, meu sonho é investir em IPOs, com a avaliação das empresas realizada pelos bancos usando o mesmo critério de uma OPA para fechamento de capital, ou retirada da bolsa. E receber uma proposta de OPA cujo laudo de avaliação do banco responsável tenha sido feito pelos mesmos critérios de um IPO. No caso da Brookfield, IPO a R\$ 1,60 e OPA de fechamento de capital a R\$ 6,80.



## CONJUNTURA INTERNACIONAL

Na política monetária internacional, o FED (banco central dos EUA) segue com seu programa de controle de juros mediante a compra de *treasuries* (títulos do Tesouro norte-americano). A tendência expansiva se mantém, fornecendo liquidez e contendo a alta nos juros. Na ponta oposta, a inflação americana dá sinais de alta, com o PPI (Producer Price Index) tendo a maior elevação mensal em 12 anos e o CPI (Consumer Price Index) com dois avanços mensais consecutivos (de 0,4% e 0,3%). Isso causou certa apreensão no mercado de juros, com

o rendimento (*yield*) dos *treasuries* de dez anos disparando de 1,11% no começo de fevereiro para 1,45% no começo deste mês, atingindo níveis pré-pandemia. A rapidez da alta de juros causou alguma preocupação no mercado de ações, com o VIX (índice que mede a volatilidade do mercado acionário) em alta e queda nas bolsas globais na segunda quinzena de fevereiro.

Novamente, o cenário continua favorável para *commodities* e ações a elas relacionadas, ainda negociando a baixos múltiplos. Isso é um sinal positivo para a bolsa brasileira, já que o país tem grande parte de sua economia e de suas exportações (petróleo, minério de ferro e produtos agropecuários) baseada em *commodities*. A fim de conter uma alta de juros mais acelerada, bancos centrais poderão vir a aumentar o ritmo de injeção de liquidez – já altíssimo –, dando força a novos aumentos nos preços das *commodities*, favorecendo o resultado das empresas do setor e mercados emergentes.

Por outro lado, se os BCs deixarem os juros seguirem em ritmo mais acelerado, de forma a conter a inflação, essas empresas relacionadas às *commodities* serão menos afetadas que aquelas com fluxos de caixa estimados em um futuro mais distante (múltiplos maiores) – caso típico das empresas de tecnologia e que compõem a NASDAQ –, além de mais endividadas para financiar seu crescimento. É provável que, caso as autoridades monetárias deixem os juros seguirem a trajetória de alta, a economia esteja em plena recuperação – o que também seria um cenário positivo para o preço das *commodities*, pelo lado da demanda. De todo modo, a comunicação do FED é bem clara: isso não deve acontecer tão cedo; assim, espera-se que a dinâmica atual continue (tendo em vista a tênue recuperação da economia norte-americana e da europeia).

Os preços de petróleo, minério de ferro e cobre seguem em tendência de alta. O ouro enfraqueceu no mês por conta da dinâmica dos *yields* maiores (explicada anteriormente) e da maior tolerância dos investidores a risco. As *commodities* agrícolas seguem também em tendência de alta.

Políticas antipoluição mais restritivas por parte da China vêm afetando a oferta de certos produtos metalúrgicos e químicos: há relatos de diversas interrupções provisórias de produção em metalúrgicas, bem como de termelétricas movidas a carvão (grandes emissoras de gases do efeito estufa). Fica claro um incentivo à concentração desses mercados, a fim de facilitar a fiscalização e ampliar a qualidade de processos produtivos e a eficiência energética. Isso é mais um fator de pressão nos preços, dados o ritmo acelerado da economia chinesa em meio a uma ruptura na oferta e a crescente demanda por produtos metalúrgicos e siderúrgicos.

A política fiscal dos EUA também foi destaque neste mês, com a aprovação do pacto de estímulo de U\$ 1,9 trilhão na Casa dos Representantes (equivalente à Câmara dos Deputados no Brasil), confirmada no Senado. O pacote é focado principalmente em auxílio direto à população, com envio de cheques de U\$ 1.400 a cidadãos e aumento no seguro-desemprego. Projetos de infraestrutura do governo Biden são esperados mais à frente.

Os PMIs (sigla em inglês para Índice de Gerentes de Compras, que funcionam como um termômetro da economia) industriais americano, chinês, alemão e japonês seguem acima de 50, marca que indica expansão da atividade. Os indicadores dos EUA e da China, no entanto, apresentaram desaceleração, enquanto o japonês e o alemão aceleraram no último mês. Dados de PIB anual surpreenderam positivamente em relação às expectativas do meio do ano e boa parte das economias decresceu menos que o esperado. O PIB dos EUA decresceu 3,5%, o da Alemanha recuou 5% e o do Japão, 4,8%, contrastando com a expansão de 2,3% da China.

A vacinação segue em ritmo acelerado nos EUA e moderado na União Europeia; no passo atual, até o fim do primeiro semestre boa parte das populações norte-americana e europeia deverá ter sido vacinada. Na China e no Japão, o ritmo ainda é muito lento. As cepas de Manaus e da África do Sul continuam causando grande preocupação: estudos publicados concluíram que são mais transmissíveis e potencialmente resistentes à imunidade natural adquirida com cepas anteriores. Apesar disso, diversas fabricantes de vacinas já publicaram estudos mostrando que suas vacinas são eficientes contra as duas cepas. Ainda é preciso uma quantidade maior de dados e estudos para tirar conclusões mais bem consolidadas a respeito do impacto dessas cepas na eficiência da campanha de vacinação global, dada a grande variedade de imunizantes em uso.

## CONJUNTURA NACIONAL

---

A produção industrial deve seguir em expansão com a ajuda das exportações e recomposição de estoques, além da formação de estoques de segurança em várias cadeias de produção como proteção a possíveis paralisações das cadeias produtivas. O PMI industrial brasileiro segue próximo a 60, excelente nível. O valor atual de dólar tem prejudicado certos setores da indústria que dependem de matéria-prima importada, mas o resultado agregado tem sido positivo, com o aumento da competitividade do parque industrial brasileiro, que a cada mês tem sua capacidade ociosa reduzida. A taxa de desemprego PNAD veio abaixo do esperado em dezembro, com leve queda, mas com um índice ainda muito alto: 13,9%.

O PIB brasileiro no ano veio melhor que o esperado: queda de 4,1%, enquanto grande parte dos economistas mais renomados estimava queda superior a 10%. A safra de grãos do Brasil deverá bater novo recorde em 2021, com 262,2 milhões de toneladas, segundo a última estimativa do IBGE. Com dólar em níveis acima de R\$ 5,50 e preços em dólar nos maiores níveis em quatro anos, o setor do agronegócio deverá seguir como grande alavanca para o PIB brasileiro em 2021.

Pelas estatísticas da Fenabreve, a venda de implementos rodoviários foi grande destaque em fevereiro, com alta de 50% (ano a ano) puxada pela demanda do agronegócio. Já a venda de caminhões continua limitada: a produção está prejudicada pela falta de componentes e estoques reduzidos nas concessionárias. Mesmo assim, registrou crescimento de 6,9% sobre o mesmo mês de 2020. Mas cabe destacar o aumento da produção de 29,3% de caminhões sobre fevereiro do ano passado, e de 24,9% no primeiro bimestre, mas ainda assim insuficiente para suprir a demanda e a recomposição dos estoques. As exportações de caminhões evoluíram 85,9% no bimestre, evidenciando o efeito câmbio e demanda aquecida no mercado internacional. Em fevereiro o crescimento atingiu 118,3%, ainda comparado à pré-pandemia, fato ainda mais notável. O que chama mais atenção, no que se refere a componentes, é a produção evoluir substancialmente comparada à do ano passado, quando ainda não havia problemas relacionados a pandemia e demanda.

O cenário político segue conturbado. A troca do presidente da Petrobras trouxe grande preocupação ao mercado, como comentamos antes. Consultorias políticas tentam avaliar se o alinhamento do Legislativo com o governo após a troca das presidências no Congresso é um cenário positivo ou negativo. Muitos duvidam da real intenção do Planalto de seguir uma pauta econômica liberal. Esse cenário aquece o *newsflow* – o fluxo de notícias (tema inicial desta resenha), mesmo que estas venham de fontes dúbias e se provem falsas. O conjunto sugere manipulação de mercado e estimula muita especulação.

A má comunicação e os sinais negativos do governo só pioram a situação, de forma que a única solução para essas questões são atos concretos e efetivos, isto é: a aprovação das reformas necessárias e a manutenção da responsabilidade fiscal, parte dos pilares do tripé macroeconômico tão importante para o país.

Vemos que o fluxo estrangeiro já está negativo, com o principal ETF do Brasil (EWZ) descolando fortemente do ETF de mercados emergentes (EEM). Em fevereiro, R\$ 6,8 bilhões de investimento estrangeiro deixaram a bolsa, e isso se acelerou com o evento Petrobras, interrompendo o fluxo muito positivo vários meses seguidos. Aguarda-se proposta de PEC Emergencial com contrapartidas para os gastos extras que incorrerão. A Lei do Gás deve ser aprovada novamente na Câmara sem as alterações do Senado, mas ainda é possível que as mudanças sejam acatadas.

A inflação segue em linha com o esperado pelo mercado: o IPCA de fevereiro foi de 0,48%, pouco abaixo do consenso de 0,5%. O IGP-M apresentou alta de 2,29% na segunda prévia de fevereiro, com 28,6% no acumulado de 12 meses. A pressão das *commodities*, principalmente do petróleo, preocupa o governo. O Banco Central está em situação complicada, pois os sucessivos aumentos de gastos com a crise da covid aumentaram consideravelmente a possibilidade de elevação da taxa Selic. Entretanto, a dificuldade na recuperação econômica tem no aumento de juros um entrave. Por outro lado, a percepção da inflação pela população aumenta e o câmbio está saindo do controle. Novas pressões no câmbio levaram o BC a promover venda da moeda, mas sabe-se que o impacto disso é limitado e não basta para segurar uma

alta sem que as reais causas da depreciação do real sejam endereçadas. É como enxugar gelo.

Os déficits fiscais crescentes e a falta de paridade entre a taxa curta brasileira e as dos demais emergentes, bem como turbulências políticas, alimentam a desvalorização da nossa moeda. Para a próxima reunião do Copom, o mercado já espera alta de 0,5% da Selic, mas sua efetivação não é certa, tendo em vista os efeitos colaterais negativos – como desestímulo a investimentos na economia real, elevado nível de desemprego, necessidade de crescimento do PIB e custo de carregamento da dívida, por exemplo. Como a inflação é motivada pelas *commodities* e o movimento do câmbio é de natureza principalmente política, em nossa opinião a elevação dos juros é ineficaz e não atua nos elementos que pressionam ambos. Trata-se da mesma política fracassada dos últimos governos, fora o fato que não existe inflação de demanda, na qual os juros elevados têm maior efeito. Aqui não é o caso. Em fevereiro, o IBOVESPA apresentou queda de 4% e o Índice Small Caps (SMLL), de 1,8%. Grande parte da retração do IBOVESPA pode ser explicada pela baixa nas empresas estatais, com a turbulência política causada pela troca do presidente da Petrobras.

A vacinação segue em ritmo lento, mas com as negociações de compra das vacinas da Pfizer e da Johnson&Johnson as perspectivas melhoram. Se o governo federal conseguir de fato concluir as compras planejadas, o Brasil possivelmente conseguirá vacinar importante parte da população ainda neste ano. Seria um desfecho razoável, dada a situação em que o país se encontrava em termos de plano de vacinação no começo do ano. Israel, um dos países mais avançados na vacinação, já está autorizando uma série de atividades, inclusive shows. Métricas como novas hospitalizações por covid serão importantes para definir como será de fato a nova dinâmica pós-vacinação.

## DESEMPENHO DOS FUNDOS – FEVEREIRO

---

Em fevereiro o primeiro caso de covid-19 registrado no Brasil fez um ano, um período de profundas incertezas (que ainda estão aí) e de duras consequências, não só para o país, mas para a humanidade. No cenário internacional, as taxas de juros longas dos países desenvolvidos vêm subindo, reflexo dos fortes estímulos monetários e da expectativa de que a economia global se normalize rapidamente com o sucesso da vacinação em massa. Nesse contexto, as bolsas internacionais sofreram com acomodação de fluxos na última semana do mês, o que na nossa visão é positivo para uma precificação racional dos ativos negociados.

Além disso, os PMIs continuam positivos, apesar da recente perda de fôlego das economias globais. No Brasil, a aceleração da covid-19 com o surgimento de cepas mais contagiosas e a discussão desordenada da prorrogação dos estímulos fiscais elevaram os prêmios de risco – e o risco fiscal continua no foco da cautela dos investidores.

Mesmo em meio a tanto pessimismo, encerramos o mês com desempenho positivo em todos os nossos fundos, enquanto os *benchmarks* (índices de referência, exceto o CDI) permaneceram negativos. Acreditamos que o atual desconto da bolsa brasileira em dólar, somado ao fluxo estrangeiro, favorecem o interesse do capital de fora pelo Brasil, enquanto as baixas taxas de juros são um estímulo à maior alocação em renda variável pelos investidores locais. A seguir, os comentários.

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

O fundo teve valorização de 4,3% em fevereiro e de 6,1% em 2021, enquanto o índice referencial IDIV perdeu 5,2% no mês e 10% no ano. Comparando com janelas mais longas: o Trígono Delphos teve ganho de 22% em 12 meses e de 80,8% desde seu início (26 abril de 2018), ante desvalorização de 3,5% do IDIV em 12 meses e valorização de 37,6% no mesmo período de existência do fundo.

As contribuições positivas para o desempenho mensal vieram de Mineração e Metalurgia (+3,5%), setor Químico (+1,7%) e do Agronegócio (+1,5%). A principal contribuição negativa veio de Óleo e Gás (-0,2%).

Como já comentamos em resenhas anteriores, o contexto atual favorece empresas exportadoras com receitas dolarizadas: superciclo de *commodities* agrícolas e minerais levando a aumentos de preços, safras recordes

e câmbio desvalorizado. Não por coincidência, em 2020 a agropecuária foi a única contribuição positiva para o PIB do Brasil (+2%).

A economia global, puxada pela retomada norte-americana, mostrou sinais de recuperação. Essa conjuntura beneficia os mercados de *commodities*, graças à dinâmica de oferta e demanda refletida nos preços elevados.

Ainda há muito valor a ser destravado, com a economia mundial em ritmo de retomada. Estamos na metade da safra de divulgação de balanços trimestrais e algumas companhias do nosso portfólio já veem as consequências econômicas e operacionais da pandemia pelo retrovisor. Outras aproveitaram os efeitos nocivos da crise para os pequenos competidores e atuaram como consolidadoras setoriais, mediante aquisições em condições favoráveis.

Além disso, o efeito cambial favorece nossas principais posições num cenário em que o real permanece desvalorizado, atraindo atenção do mercado e de novos investidores, que começam a perceber o desconto da bolsa brasileira em dólar. Por fim, acreditamos que a divulgação dos resultados anuais ainda trará surpresas positivas.

Em relação ao único desempenho negativo, acreditamos ser um movimento de realização de lucros após longo período de valorização, como destacamos em resenhas anteriores.



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

O fundo teve ganhos de 4,6% em fevereiro e de 7% no ano, contra desvalorizações de 4,34% no mês e de 7,6% no ano, no índice referencial IBOVESPA. Quando comparadas janelas mais longas, o Trígono Verbier apresentou valorização de 52,3% em 24 meses (contra +15,1% do IBOV), 99,3% em 36 meses (+28,9% do IBOV) e 362% em 48 meses (+65% 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.

As principais contribuições positivas no mês vieram de Mineração e Metalurgia (+2,5%), Agronegócio (+2,1%) e do setor Químico (+1,7%). A principal contribuição negativa relevante veio de Concessão e Energia (-0,4%).

Aqui também, os desempenhos positivos resultaram principalmente do contexto favorável para empresas do setor de *commodities* e exportadoras. Ainda estamos



na metade da temporada de balanços das companhias investidas e acreditamos que será o catalisador de fluxos à medida em que os investidores começam a antecipar as boas perspectivas para o 1T21.

A contribuição negativa do setor de Concessão e Energia é praticamente desprezível, não há fundamentos relacionados.

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

O fundo teve valorizações de 4,7% em fevereiro e de 6,4% no ano, enquanto o índice referencial SMLL teve perdas de 1,8% no mês e de 5,2% no ano. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Flagship subiu 16,3% em 12 meses e 132,2% desde seu início (24 abril de 2018); o SMLL, por sua vez, valorizou-se 2,2% em 12 meses e 52,7% nos mesmos dois anos e 10 meses de existência do Flagship – que entregou, assim, uma vantagem (um alfa) de nada menos que 79,5%, 23% ao ano.

Isso ocorre porque cerca de 98% da composição do fundo não fazem parte do índice SMLL, ou seja, buscamos empresas menos conhecidas, mas em nossa opinião ainda bastante descontadas em relação ao valor que julgamos justo.

Os setores com as maiores contribuições positivas no mês foram Metalurgia e Mineração (+3%) e Químico (+2,3%). A contribuição negativa mais relevante veio do setor Industrial (-0,4%).

As empresas que mais contribuíram, como nos casos dos dois fundos comentados antes, foram favorecidas pelo bom momento do setor de *commodities*. Olhando adiante, estamos otimistas com os fundamentos das companhias investidas, assim como com a maior estabilidade conjuntural que ainda está por vir, talvez no 4T21. Além disso, algumas companhias devem continuar a anunciar dividendos, e aproveitaremos para colher os frutos dessa remuneração, reinvestindo nas melhores alternativas (não necessariamente nas que distribuíram os dividendos). Sobre a contribuição negativa irrisória, não há fundamentos que preocupem.

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

O fundo (aberto em 2 de setembro de 2019) teve valorização de 3,7% em fevereiro e de 30,7% desde seu início, contra variação positiva de 4,8% do CDI no mesmo intervalo. No período, proporcionou rendimento equivalente a 642% do CDI, mesmo em ambiente bastante desafiador para o mercado de ações (nas quais 70% da carteira do fundo estão alocados).

Sempre vale lembrar que não fazemos *market timing*, que nada mais é que apostar sobre o que acontecerá no mercado. Para quem busca chutes, recomendamos uma boa partida de futebol – aliás, estrou na Netflix um documentário sensacional sobre Pelé. Vale muito a pena conferir.

As maiores contribuições positivas vieram dos setores de Mineração e Metalurgia (+2,55%) e do Agronegócio (+1,16%). A maior contribuição negativa veio do setor de Consumo (-0,23%).



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

O fundo (aberto em 14 de julho de 2020) teve valorização de 3,3% em fevereiro e de 24,4% desde seu início, contra variação positiva de 9,6% do IBOV nos mesmos quase oito meses.

As maiores contribuições positivas vieram de Mineração e Metalurgia (+4,7%), Agronegócio (+1,4%) e de Papel e Celulose (+1,6%). Já os setores Industrial (-1,5%) e de Consumo (-0,7%) deram contribuição negativa. Os comentários relacionados aos demais fundos também se aplicam aqui.

Destacamos o desempenho bastante positivo em relação ao IBOVESPA, constituindo-se numa excelente alternativa de diversificação para poupança de longo prazo (típico para investimentos previdenciários e complementares à renda dos investidores após a aposentadoria).

---

### **Para finalizar esta resenha, vide pensamento abaixo:**

*Rir é correr risco de parecer tolo.*

*Chorar é correr o risco de parecer sentimental.*

*Estender a mão é correr o risco de se envolver.*

*Expor seus sentimentos é correr o risco de mostrar seu verdadeiro eu.*

*Defender seus sonhos e ideias diante da multidão é correr o risco de perder as pessoas.*

*Amar é correr o risco de não ser correspondido.*

*Viver é correr o risco de morrer.*

*Confiar é correr o risco de se decepcionar.*

*Tentar é correr o risco de fracassar.*

*Mas os riscos devem ser corridos, porque o maior perigo é não arriscar nada.*

***Há pessoas que não correm nenhum risco, não fazem nada, não têm nada e não são nada.***

*Elas podem até evitar sofrimentos e decepções, mas elas não conseguem nada, não sentem nada, não mudam, não crescem, não amam, não vivem.*

*Acorrentadas por suas atitudes, elas viram escravas, privam-se de sua liberdade.*

*Somente a pessoa que corre riscos é livre!*

*Sêneca*

---

Portanto, como Sêneca escreveu há mais de 2 mil anos, tudo envolve risco, e fazendo analogia com investimentos, não existe nenhum sem risco, mesmo em títulos públicos, pois o retorno pode ser inferior ao esperado e abaixo da inflação. E voltando ao título desta resenha, cabe a nós decidirmos, mesmo na escolha de uma gestora ou fundos. Ouvir menos, pesquisar mais, estudar. Vivemos um novo ambiente, embora muitos que viviam simplesmente do capital ocioso tenham de enfrentar riscos, ou apenas sonhar ou torcer pela volta da inflação e dos juros elevados para combatê-la.

*Per se vera* (Por mais sério).

*Per severa* (Por grave).

*Persevera* (Continue).

**Werner Roger (gestor), Gabriela Carvalho e Yuhzô Breyer (equipe de investimentos)**

## Post script - Estoicismo

Doutrina filosófica de origem helenística criada por Zenão (325-264 a.c.), popularizou-se em Roma, por intermédio de praticantes como Epiteto, Sêneca e o grande imperador filósofo Marco Aurélio. Epiteto era grego, mas viveu grande parte da vida em Roma, como escravo de Epafrodito, secretário de Nero. Depois, exilado por volta de 93. d.c., criou sua própria escola filosófica em Nicópolis, na Grécia.

Basicamente, o estoicismo nos ensina que as virtudes devem ser baseadas no comportamento e não nas palavras e nos atos que praticamos. Devemos agir de acordo com o que acreditamos, fazendo ao invés de falar. Não controlamos eventos externos e não podemos depender daquilo que está fora de nosso controle. Portanto, devemos depender de nós mesmos para as escolhas.

O ensinamento central é lembrar-nos que o mundo é imprevisível e que, apesar de hoje tudo estar bem, amanhã poderá ser bem diferente. O estoicismo nos lembra como a vida é breve, e desta forma devemos vivê-la da melhor forma possível. Sejam firmes, fortes, controlemos nossos impulsos e confiemos na lógica e na nossa capacidade de raciocinar. Devemos ainda superar pensamentos destrutivos e agir. E citando Marco Aurélio, precisamos apenas de três coisas: 1. Certeza do julgamento no momento presente (discernimento); 2. Agir para o bem comum no presente momento; 3. Atitude de gratidão no presente momento em relação a toda situação com que nos defrontamos. O que importa é agir agora.

Prezados leitores, este é um breve resumo do estoicismo. Acredito que seus princípios ajudam a fortalecer nossas almas em momentos de turbulência, dor, perdas, incertezas e em nossos investimentos pessoais. Aja, busque por si mesmo, não acredite no que os outros dizem por supostamente saberem mais. Tampe os ouvidos para os ruídos de mercado, ouça a si mesmo.



### Sêneca (4 a.c. – 65 d.c.)

Um dos personagens mais fascinantes da história romana. Advogado, escritor, dramaturgo, filósofo, fez grande fortuna, mas vivia modestamente. Seu pensamento abordava a busca da felicidade, as decepções, as amizades, a preparação para a morte, e uma das principais questões humanas: como conjugar qualidade de vida e o escasso tempo que temos? Pobre não é o homem que tem pouco, mas aquele que deseja sempre mais. Qual o limite adequado para a riqueza? Segundo ele, em primeiro lugar ter o necessário, em segundo, o suficiente.

Nascido em família ilustre, aos 3 anos de idade foi enviado a Roma para estudar oratória e filosofia, tendo passado pelo Egito e voltado a Roma em 31, aos 35 anos, iniciando sua carreira de orador e advogado. Em 41, foi acusado por Messalina, esposa do imperador Cláudio, de ter cometido adultério com Júlia Lívia, sobrinha do imperador. Exilado na Córsega, sob privações materiais, dedicou-se a estudos e redigiu vários de seus princípios filosóficos. Outra sobrinha de Cláudio, Agripina a Jovem, conseguiu junto ao imperador seu perdão. Agripina foi uma das mulheres mais poderosas da história romana. Bisneta do imperador Otávio Augusto, neta adotiva do imperador Tibério, irmã de Calígula, quarta esposa do tio e imperador Cláudio, mãe de Nero. Sêneca atuou como tutor do jovem Nero até os 17 anos, quando se tornou imperador e Sêneca continuou como seu conselheiro por sete anos, ao lado de Afrânio Burro, comandante da guarda pretoriana (guarda pessoal dos imperadores romanos). Neste período o governo de Nero se assemelhava ao de Otávio Augusto, na realidade devido à influência dos dois conselheiros.

Posteriormente, Nero mudou seu comportamento, buscando riqueza e sendo responsável pelo assassinato da própria mãe em 59, pois ela ambicionava o seu trono, na sua percepção. Mas a *causa mortis* foi considerada suicídio. Sêneca passou a ser acusado de fazer pouca oposição à tirania de Nero e ao acúmulo de riquezas pelo imperador e retirou-se da vida pública em 62, dedicando-se a escrever muitas obras. Em 65, Sêneca foi acusado de participar de uma conspiração para assassinar Nero, e sem julgamento teria sido obrigado a cometer suicídio junto com a esposa, cortando os pulsos – ato que realizou serenamente. Nero cometeu suicídio em 68, quando

o Senado o declarou inimigo público, ajudado pelo secretário Epafrodito, ao ver que um soldado se aproximava para executá-lo. Após sua morte, Roma passou por um período de grande confusão e teve quatro imperadores num espaço de quatro anos. Vespasiano, o quarto imperador, determinou construção do Coliseu, reinando entre 69 e 79, sucedido pelo filho Tito, responsável pela destruição de Jerusalém em 70, quando comandava a ocupação romana na Judeia.

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](http://www.trigonocapital.com)  
Av. Chucri Zaidan, 1550 / 2206-07 | 04711-130 - São Paulo – SP - Brasil