Edição N.º21

RESENHA MENSAL

ABRIL | 2021

Trígono CAPITAL

"ANO DE AMEIXAS, ANO DE QUEIXAS"

Prezados investidores,

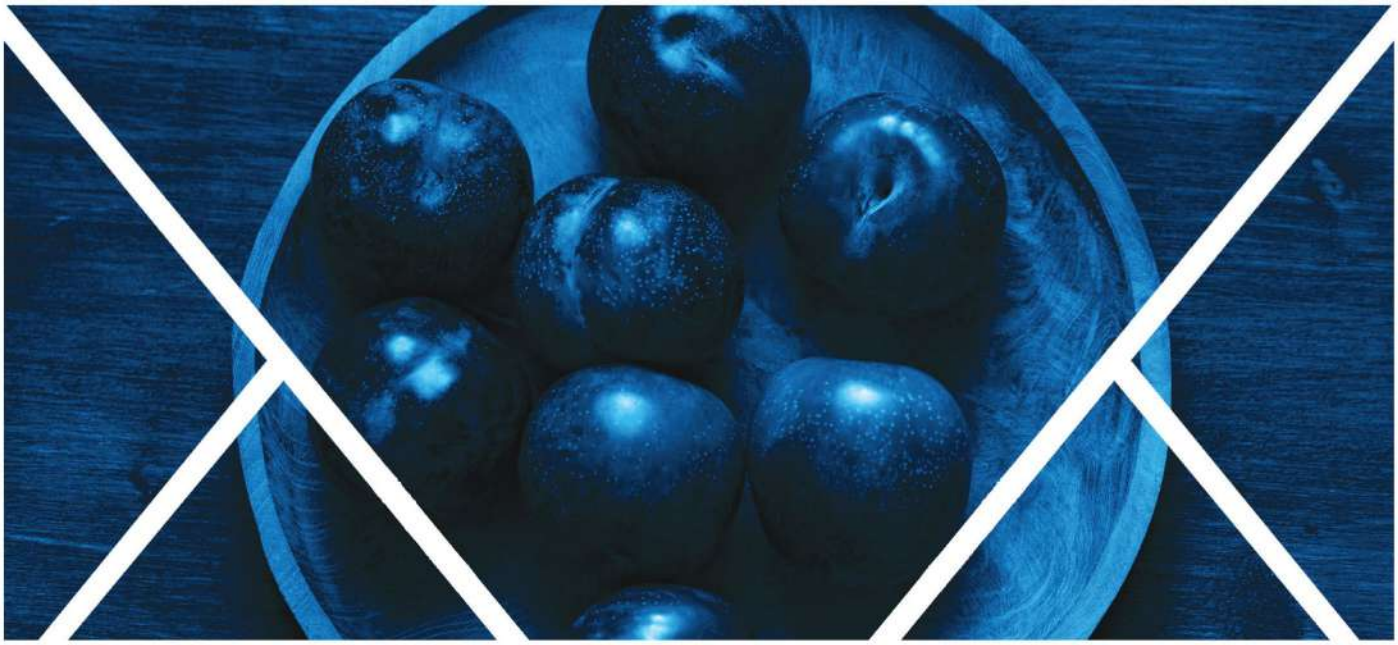
Comecei a escrever esta resenha no dia 28 de março, um domingo. Para os cristãos, foi o Domingo de Ramos, que antecede a Semana Santa e os acontecimentos que todos conhecem – os que são cristãos, conhecem por isso mesmo; os que não são, porque podem estar à espera da Páscoa (e dos ovos de chocolate – o que, vá lá, também é legítimo). Este foi um dos temas pelos quais passei em busca de inspiração para as considerações e reflexões deste mês. Não foi um processo muito simples, posso dizer. Com os dedos no teclado – ou, como diriam os escritores antigos, numa versão algo mais "romântica" (própria de minhas raízes germânicas): com a "pena na mão" –, os temas que considerei foram inúmeros e de difícil seleção. Mas, envolvido nesse processo de reflexão, me lembrei do provérbio português que deu o título desta resenha – e que remete a raízes de minha família (minha avó materna era portuguesa) e resgata, uma vez mais, minha origem acadêmica (agronomia).

O significado do provérbio é: a um ano de abundância de ameixas corresponde um ano de dificuldades e preocupações. Se sobram ameixas, faltam outros frutos – ou seja: outros bens e produtos. Um ano assim será de desequilíbrios, motivados, no campo, por condições atmosféricas adversas ou pragas, ambas prejudiciais a um bom ano agrícola. Curiosa e felizmente, o campo brasileiro uma vez mais é beneficiado por excelentes safras e preços, conjugação perfeita. Os cristãos talvez vejamos nisso algo da Páscoa: a renovação se manifesta. Apesar dos obstáculos, o campo mais uma vez testemunha o ciclo da vida. Mas, se no campo o cenário é beneficiado por uma conjuntura bastante favorável de preços (embora o clima sempre seja um imponderável), as preocupações e dificuldades estão em todos os lares e empresas brasileiros. Preocupam-nos particularmente as incertezas causadas pela covid-19, que agora se manifestam em diversas cadeias de produção. Isso já figurava há um ano entre minhas maiores preocupações. Da mesma forma, as incertezas se infiltram na liquidez financeira das empresas investidas – não das ações negociadas, mas dos balanços.

Quanto a isto, fizemos algumas mudanças pontuais nas carteiras – que as publicações dos balanços mostraram estar corretas. Os resultados dos nossos fundos nos últimos 12 meses e neste ano (vide seção a respeito) parecem confirmar o acerto de nossa estratégia. Também em resenhas de 2020 abordamos nossas expectativas quanto a alguns setores, investidos e evitados, e sumarizamos muito sobre o que víamos no horizonte para as empresas investidas e para os fundamentos – e os resultados verificados neste ano confirmaram nossas expectativas. Isso, claro, nos incentiva a manter o rumo. Vamos, então, nesta primeira parte da resenha, falar sobre rumo: em meio a tantas incertezas, como determiná-lo? Com quais instrumentos?

Há muitas crenças acerca disso, e muitos tentam transformá-las em parâmetros, dar ares de ciência ao que não passa de... crença. No passado, acreditava-se num planeta Terra plano e fixo no centro do universo, com o Sol a girar ao seu redor. Aqui, tentaremos desmitificar algumas crenças (não esta em particular, que é deveras

resistente; afinal, já está aí há séculos e os maiores avanços da ciência não conseguem convencer seus fiéis de que está errada. Mas divago). Para isso vamos mostrar dados reais e nossas práticas, na tentativa de demonstrar a nossos investidores e leitores por que a Trígono é diferente – e entrega resultados diferentes.



Em resenhas e *lives* anteriores, apresentamos uma série de conceitos, que tentaremos aqui resumir e explicar. A ideia é mostrar a interação entre nossa filosofia/nossos princípios e as ferramentas/instrumentos de navegação (quem me acompanha aqui já sabe de meu apreço pelos temas náuticos) para chegar ao destino de forma segura e na frente de outros comandantes ou táticos. Tentaremos abordar vários conceitos sobre investimentos de forma simples, explicando equívocos e práticas de mercado que tentam justificar teses de investimentos ou valores de empresas desconectados da realidade.

Não se trata de tarefa fácil: os mitos no mundo financeiro criam raízes profundas bem depressa, e alguns já estão por aí há muito tempo. Impregnam fortemente maneiras de avaliar empresas e teses de investimentos. Um trabalho hercúleo, reconheço. Mas vamos a ele.

Retorno Acumulado – 20 anos

Fonte: FE Analytics (22/2/2019).

Esta primeira imagem desmitifica várias crenças. Acreditamos que dados referentes aos últimos 20 anos formam uma amostragem bastante razoável (a base é fevereiro de 2019). Esses retornos podem variar no tempo, mas, no início de 2019, o mundo (as bolsas de valores, pelo menos) estava na normalidade, por isso uma boa base para amostragem.

No topo da imagem está a média mundial dos índices do MSCI com menor retorno entre os segmentos comparados. Já, para grande surpresa (não nossa) de muitos daqueles que ostentam o pomposo título de

value investors ("investidores em valor") e devem ter sua versão própria da Haka (o ritual maori que os jogadores do time de rugby All Blacks, da Nova Zelândia, fazem antes de cada partida), seus retornos são os piores entre aqueles exibidos. Praticamente empatados com a média mundial, não se viu sua estratégia trazer qualquer retorno adicional no período considerado.

Value invest é um termo que significa, basicamente, a seleção de empresas negociadas abaixo do valor intrínseco (em nossa visão, uma definição equivocada). Os investidores icônicos desta forma de investir são, por exemplo, Warren Buffett, Benjamin Graham e Charles Munger. Pois bem: qual investidor não busca investir, dentro de seu melhor juízo, numa empresa que esteja abaixo de seu valor intrínseco ou justo? Na realidade, tais investidores buscam empresas que estejam, num dado momento, descontadas em excesso – por circunstâncias ou motivos diversos – em relação a seus múltiplos históricos ou valor patrimonial.

O valor intrínseco (ou justo) pode ser determinado de diversas formas. As mais usuais são: preço/valor patrimonial (ou contábil); preço/lucro (P/L); EV/EBITDA; fluxo de caixa descontado; e fluxo de dividendos descontados. Na Trígono, usamos a ferramenta EVA (Economic Value Added), ou Valor Econômico Adicionado, gerado (ou criado), e com ela selecionamos empresas com sólidos balanços (de nosso histórico profissional em crédito), que pagam dividendos acima da renda fixa e adotam boas práticas de ESG. Combinamos isso ainda ao foco nas *small caps* (continue conosco, caro leitor, e – esperamos – isso se tornará claro).

O índice MSCI World Value é composto por ações de grandes e médias empresas de 23 mercados desenvolvidos, baseado em três variáveis:

- Valor patrimonial/preço;
- P/L projetado para os próximos 12 meses; e
- *Dividend yield*.

Vamos a um exemplo:

Em 26 de fevereiro de 2021, os maiores pesos no índice eram JP Morgan Chase, J&J, Berkshire (não poderia deixar de ser), UnitedHealth e P&G. Considerando setores como um todo, o financeiro tinha o maior peso: 22,7% (sendo 65,5% nos EUA). O índice, em contraste com o World, apresentava os seguintes dados:

- P/L projetado: 15,0x – contra 20%;
- Valor patrimonial: 2,9x – contra 1,9x;
- *Dividend yield:* 2,7% – contra 1,8%.

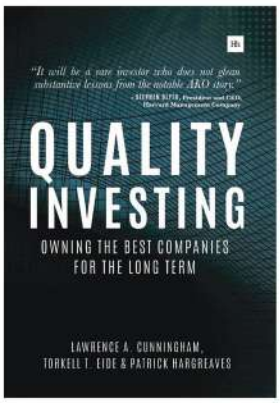
Na Trígono, praticamos a avaliação quantitativa por meio do EVA, modelo pouco conhecido e, talvez por isso mesmo, não utilizado entre gestores de recursos no Brasil. Curiosamente, Warren Buffett dispensa fórmulas complexas e basicamente seleciona empresas por suas qualidades – do negócio e dos gestores. Pouco lhe importam cálculos financeiros e projeções econômicas como taxas de juros futuros e descontadas a valor presente, crescimento de PIB etc.

O que ele pratica, na verdade, é o *quality invest* – mas confundido com o conceito de *value invest*, pelo menos em nosso entendimento.

Seguindo: *Quality* (qualidade) é um conceito que reúne uma série de atributos – não só qualidade de negócio e gestores (como para Buffett), mas ainda balanço, sustentabilidade do negócio, dividendos, visibilidade e previsibilidade de resultados, vantagens comparativas etc. A Trígono é adepta do *quality*, mas aqui aplicamos esses preceitos (muitos deles componentes dos princípios ESG) às *small caps* e à metodologia EVA.

Usamos ainda o conceito das Cinco Forças de Porter para selecionar empresas e avaliar sua qualidade. Esse modelo (logo abaixo) foi publicado primeiramente na forma de artigo em 1979, na revista *Harvard Business Review*, pelo professor Michael Porter.

Ele postulou as cinco forças competitivas que moldam a estratégia e aplicou esse modelo à análise da competição entre empresas. Existe uma ampla bibliografia a respeito – particularmente recomendo *Entendendo Michael Porter*, livro escrito por sua ex-aluna e PhD Joan Magretta. No Brasil, foi publicado pela Alta Books com prefácio do empresário Edson de Godoy Bueno (médico e fundador da operadora de saúde Amil em 1997, falecido em 2017).



Para os leitores fluentes em inglês recomendamos também o livro na imagem ao lado, escrito por executivos da gestora AKO, uma das mais bem sucedidas na Europa – seu gestor Nicolai Tangen foi escolhido como novo CEO do Norges Bank após criterioso processo de seleção pela consultoria Russell Reynolds.

A seguir, entre os piores retornos, o *Growth* (crescimento). A crença popular diz que empresas que crescem mais tendem a lucrar e valorizar-se mais no longo prazo. Não é o que observamos neste comparativo: na realidade, crescimento requer capital, e capital custa caro (como comentamos muitas vezes a respeito do EVA – e vide ainda nossa *live* a respeito, realizada em 31 de março). O crescimento muitas vezes destrói valor e demanda recursos dos acionistas.

Muitas vezes também o bônus dos principais executivos ou diretores baseia-se no crescimento de receitas ou no EBITDA e na participação de mercado – que pode ser obtido via investimentos nas próprias operações e mediante aquisições. Mas, como acabamos de dizer, crescer custa caro, e o tiro, na maioria das vezes, sai pela culatra. Esse "sair pela culatra" significa, na verdade, que quem leva esse tiro (leia-se: paga a conta pela imprudência) é o acionista.

O conceito *growth* baseia-se em crescimento recente. A crença que é sustentável, ou simplesmente expectativa de que a empresa crescerá mais que o mercado por diversos motivos, e aí entram as empresas de tecnologia. Portanto, trata-se apenas de crescer, pouco importando seus dividendos, ou valor intrínseco, mas puramente crescimento a qualquer preço, que para nós contraria a racionalidade e o princípio de gerar valor ao acionista e do EVA.

O índice MSCI Growth Value compõe-se ações de grandes e médias empresas de 23 mercados desenvolvidos, e baseia-se em cinco parâmetros associados ao crescimento das receitas e aos lucros.

Exemplo:

Em 26 de fevereiro de 2021 os maiores pesos no indice eram Apple, Microsoft, Amazon, Facebook e Alphabet (Google), ligados a tecnologia – que compunha 35,1% do índice (66,7% nos EUA). O índice, em contraste com o World, apresentava os seguintes dados:

- P/L: 41,9x – contra 28,4%
- Valor patrimonial: 6,9x – contra 2,9x.

Prossegindo: o índice World Minimum Volatility contraria a tese acadêmica (com a qual não concordamos) que diz que volatildade reflete risco e, para se obter maior retorno, deve-se incorrer em maiores riscos; isso envolve maior volatilidade, e portanto ações com maior coeficiente Beta.

Para quem não está familiarizado com o tema: coeficiente Beta mede a volatilidade de um ativo ou de uma ação em relação a um índice – por exemplo, Ibovespa. Uma ação com Beta 1 significa que ela se movimenta igual ao mercado (ou igual ao índice) e, portanto, é neutra. Com um Beta = 2, temos que, para cada 1% de movimento do índice para cima ou para baixo, a ação se movimenta 2%. Maiores são, então, o risco e, supostamente, o retorno.

Gestores ou investidores que buscam superar o Ibovespa em momentos de alta concentram suas apostas em ações com Beta maior; quando jogam na defesa, fazem o contrário. Os resultados, também aqui, contam outra história. Gestores da estratégia *long & short* têm particular gosto por essa tática.

O índice MSCI Minimum Volatility Index é composto por ações de grandes e medias empresas de 23 mercados desenvolvidos. Sua base é o princípio de minimizar o risco – por meio da seleção de empresas com baixo Beta e volatilidade, em relação ao índice World.

Exemplo:

Em 26 de fevereiro de 2021 os maiores pesos no indice eram Roche (farmacêutica), Nextera Energy, Verizon Comunications, Vertex Pharmaceuticals e J&J. O índice, em contraste com o World, apresentava os seguintes dados:

- Volatilidade anual: 6,2% - contra 30%
- Beta: 0,68 – contra obviamente 1,00
- Índice P/L: 23,6x – contra 28,4%
- Valor patrimonial: 2,9x – igual ao World.

O índice World Momentum – o segundo de maior retorno neste comparativo – compõe-se de ações de grandes e médias empresas de 23 mercados desenvolvidos e rebalanceado colocando maior peso nas ações que mais sobem. O princípio é seguir o que o mercado está privilegiando, seja qual for o motivo ou setor – ainda que sem nenhuma relação com valor ou múltiplos de mercado.

Exemplo:

Em 26 de fevereiro de 2021 os maiores pesos no índice eram Tesla, Microsoft, Apple, Amazon e NVDIA, todas empresas ligadas a tecnologia, que compunha 35,5% do índice (77,6% nos EUA). O índice, em contraste com o World, apresentava os seguintes dados:

- P/L: 43,2x – contra 28,4%
- Valor patrimonial: 7,8x – contra 2,9x.

Podemos perceber grande similaridade com o índice Growth, dada a concentração em empresas de tecnologia. Como a composição segue as maiores altas do mercado e o momento é de taxas de juros muito baixas, o crescimento é favorecido pelo menor custo do capital – notadamente no setor de tecnologia.

O índice World Small Caps é composto por *small caps* de 23 mercados desenvolvidos, com 4.283 empresas, e representa cerca de 14% do *free float* (ações que não estão sob controladores) em cada país. Esse universo de empresas tem valor de mercado entre US$ 22 bilhões e US$ 50 milhões. O valor médio de US$ 1,8 bilhão e mediana (mais adequada), extraindo os extremos, de US$ 1,07 bilhão – ou R$ 6 bilhões (taxa de câmbio de R$ 5,60/US$). Em 26 de fevereiro de 2021 os maiores pesos no índice eram:

- Plug Power (produz células de energia para motores);
- PENN National Gaming (envolvida em jogos e apostas digitais e entrentedimento);
- Caesers Entt. (hotelaria, cassinos e apostas);
- Charles River Labs (laboratório de medicamento, vacinas, biotecnologia); e
- Entegris (semicondutores e componentes tecnológicos).

Com razoável diversidade, o setor industrial compunha 18,3% do índice, seguido por 13,5% em tecnologia, com participação de 59,6% de empresas listadas nos EUA e 10,3% no Japão. O índice, em contraste com o World, apresentava os seguintes dados:

- P/L: 62,3x – contra 28,4%
- Valor patrimonial: 2,1x – contra 2,9x.

Considerando o P/L para 2021, o índice Small Caps negociava a 23x – contra 20x do World. Ou seja: é esperado forte crescimento nos lucros em 2021 em relação ao índice global. Parece-nos interessante a diversidade setorial, além da presença de empresas de tecnologia.

Para dar ainda mais consistência ao que relatamos, a seguir apresentamos os resultados de uma pesquisa liderada por Roger Ibbotson, professor de Yale, analisando, num período de 30 anos, os grupos de empresas divididos em 4 x 4, relacionando capitalização de mercado (valor em bolsa) e liquidez. O trabalho foi eleito o melhor de 2013 pela CFA (associação de analistas financeiros dos EUA).

Size and Liquidity Quartile Portfolios, 1972-2011

Quartile	Low Liquidity	Mid-Low Liquidity	Mid-High Liquidity	High Liquidity
Microcap				
Geometric mean	15.36%	16.21%	9.94%	1.32%
Arithmetic mean	17.92%	20.00%	15.40%	6.78%
Standard deviation	23.77%	29.41%	35.34%	34.20%
Average no. of stocks	323	185	132	103
Small cap				
Geometric mean	15.30%	14.09%	11.80%	5.48%
Arithmetic mean	17.07%	16.82%	15.38%	9.89%
Standard deviation	20.15%	24.63%	28.22%	31.21%
Average no. of stocks	196	193	175	179
Midcap				
Geometric mean	13.61%	13.57%	12.24%	7.85%
Arithmetic mean	15.01%	15.34%	14.51%	11.66%
Standard deviation	17.91%	20.10%	22.41%	28.71%
Average no. of stocks	141	171	197	233
Large cap				
Geometric mean	11.53%	11.66%	11.19%	8.37%
Arithmetic mean	12.83%	12.86%	12.81%	11.58%
Standard deviation	16.68%	15.99%	18.34%	25.75%
Average no. of stocks	83	194	238	227

Liquidity as an Investment Style
Financial Analysts Journal, vol. 69, no. 3 (May/June 2013), p. 30-44.
By Roger G. Ibbotson, Ph.D., Zhiwu Chen, Ph.D., Daniel Y.-J. Kim, Ph.D., and Wendy Hu, Ph.D.
Using long-term empirical data from U.S. equity markets, this paper presents comprehensive evidence that liquidity, as measured by share turnover, is indeed an investment style as defined by Sharpe (1978) and should be included as a control in cross-sectional studies of stock returns.
This research paper represents the Firm's founders' first research into liquidity in the public equity markets and serves as the underpinnings for the development of Liquidity Strategies.

O texto acima basicamente explica que a liquidez medida pela rotação ou negociabilidade das ações é de fato um estilo de investimento e deve ser incluído como controle em estudos de retorno de ações entre diversas secções ou quadrantes (como foi este caso). O conhecido e bastante utilizado índice de Sharpe foi criado pelo norte-americano William Sharpe em 1978. A criação lhe rendeu um Prêmio Nobel de Economia em 1990.

O indicador permite medir a relação de risco e retorno, comparando a rentabilidade de determinado ati vo ou fundo com a de um ati vo considerado livre de risco (tí tulos do Tesouro dos EUA, por exemplo). Para comparar dois fundos, calcula-se o retorno de cada fundo em relação a determinado tí tulo do Tesouro dividindo-se:

Excesso de Retorno / Volatilidade de Cada Um

Assumindo que a volati lidade é uma expressão de risco. Portanto, teoricamente, quanto maior o índice de Sharpe, melhor o fundo. Exemplo: Dois fundos com excesso de retorno de 10% sobre um tí tulo do Tesouro.

– A com volatilidade de 50%
– B com 30%.

O fundo A tem assim um índice de Sharpe de 0,20 (0,10/0,5). O índice de Sharpe do fundo B, por sua vez, é de 0,33 (0,10/0,30).

Este índice é bastante utilizado, mas não indica qual o melhor fundo; é uma das várias ferramentas aplicadas na seleção de fundos. Neste exemplo o fundo B seria mais interessante, pois, embora exibindo idêntico retorno do A, apresentou menor volatilidade e, portanto, teoricamente menos risco.

A seguir exibimos a mesma análise do professor Ibbotson, atualizada com dados coletados entre 1972 e 2017 – praticamente os mesmos, mas com uma amostragem de seis anos a mais.

Size and Liquidity Quartile Portfolios, 1972-2017

Quartiles		Low Liquidity	Mid-Low	Mid-High	High Liquidity
Micro-Cap	Geom. Mean	16.05%	15.68%	9.57%	0.11%
	Arithm. Mean	18.38%	19.23%	14.77%	5.23%
	Std. Dev.	22.67%	28.52%	34.54%	33.07%
	Avg. No. Stocks	345	181	124	98
Small-Cap	Geom. Mean	15.65%	14.32%	12.26%	6.00%
	Arithm. Mean	17.29%	16.83%	15.52%	10.11%
	Std. Dev.	19.35%	23.73%	26.86%	30.09%
	Avg. No. Stocks	199	201	173	174
Mid-Cap	Geom. Mean	14.03%	13.88%	12.89%	8.40%
	Arithm. Mean	15.38%	15.54%	14.99%	11.87%
	Std. Dev.	17.59%	19.47%	21.54%	27.35%
	Avg. No. Stocks	130	177	203	238
Large-Cap	Geom. Mean	11.44%	12.28%	11.97%	9.07%
	Arithm. Mean	12.66%	13.39%	13.46%	11.99%
	Std. Dev.	16.22%	15.40%	17.61%	24.53%
	Avg. No. Stocks	74	188	248	238

Este estudo mostra que o retorno de grupos de ações (amostragem de 3.500 empresas), dividido entre valor de mercado e liquidez, é maior entre empresas de menor valor. Mostra também que quanto menor a liquidez, maior o retorno. Na imagem ao lado, as *micro caps* de baixa liquidez proporcionaram retorno de 16,05% ao ano, enquanto empresas maiores e de maior liquidez tiveram retorno anual de 9,07% no período. Por ser mais utilizado em finança, o estudo emprega a média geométrica (ou central) ao invés da aritmética. Multiplica os diversos dados da amostragem e calcula a raiz enésima do número de dados amostrados. Exemplo: 10 dados, multiplicam-se todos, e calcula-se a raiz décima. A fórmula é:

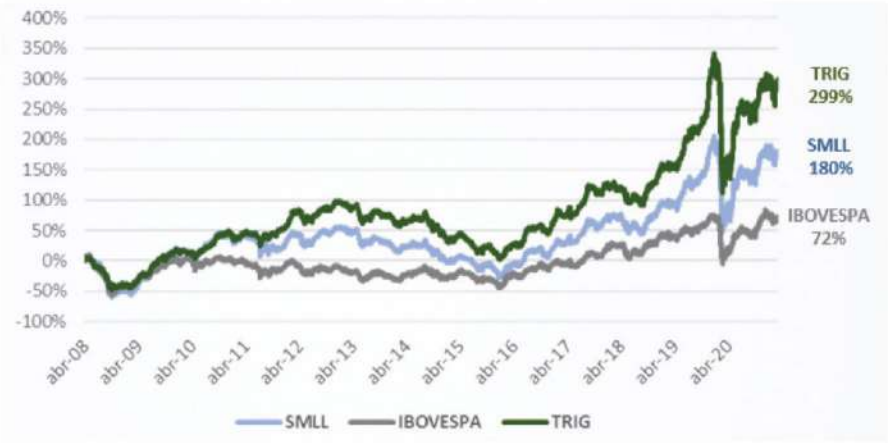
$$M_G = \sqrt[n]{x_1 \,.\, x_2 \,.\, x_3 \,.\, \ldots \,.\, x_n}$$

Mg = média geométrica
N = quantidade de valores da amostragem
X = cada valor da amostragem

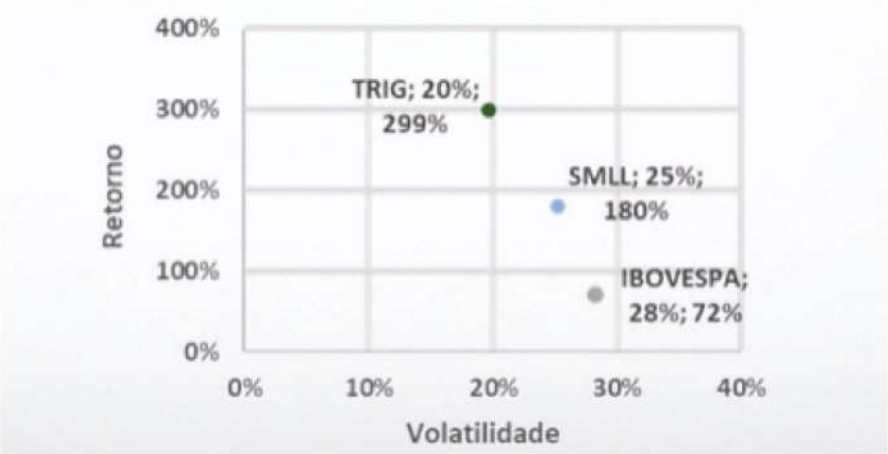
Para finalizar, exibimos o gráfico comparando retornos dos índices Small Caps (SMLL) desde sua criação (abril de 2008), IBOV e TRIG Small – este criado pela Trígono, tendo como metodologia i) empresas com valor de mercado abaixo de R$ 5 bilhões e acima de R$ 100 milhões, ii) liquidez diária média entre R$ 30 mil e R$ 10 milhões, ou iii) o universo de investimentos da Trígono para seleção de empresas *small* e *micro caps*.

Retornos dos papéis de menor capitalização tendem a ser maiores no longo prazo.

Retorno Acumulado – ABR/08 e MAR/21



Matriz Risco x Retorno – ABR/08 a MAR/21

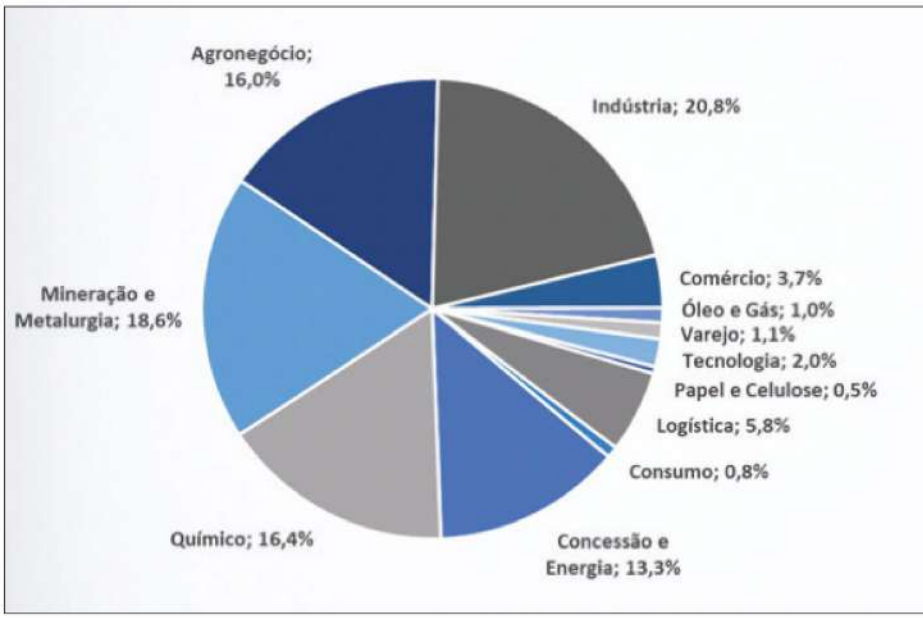


Observa-se que no Brasil, de acordo com nossa metodologia, as empresas de menor valor de mercado e liquidez alcançaram maior retorno, em linhas com o trabalho do professor Ibbotson. Mais que isso, apresentaram menor volatilidade, também em linha com o índice MSCI World Minimum Volatility. Seriam todos estes dados mera coincidência?

ESTRATÉGIA

Como nossos leitores frequentes haverão de se recordar, temos mantido intacta a estratégia de seleção das empresas com forte estrutura financeira, exposição ao câmbio por meio de exportadoras, preços denominados em moedas estrangeiras e subsidiárias no exterior. Além deste perfil e agnósticos aos índices de referência na composição das carteiras, os fundos apresentam concentração em poucas empresas e setores – notadamente agronegócio, indústria, mineração e metalurgia, químico, logística e energia. Exceto os dois últimos (embora

logística esteja bastante relacionado ao agronegócio), os demais têm grande exposição ao câmbio. As imagens abaixo ilustram a composição setorial combinada de nossos fundos:



Setor	%
Indústria	20,8%
Min. e Metalurgia	18,6%
Químico	16,4%
Agronegócio	16,0%
Concessão e Energia	13,3%
Logística	5,8%
Comércio	3,7%
Tecnologia	2,0%
Varejo	1,1%
Óleo e Gás	1,0%
Consumo	0,8%
Papel e Celulose	0,5%
Total	**100%**

Desde 2015, este que vos escreve mantém esta estratégia, dada a sucessão de incertezas.
Recordando:
- governo Dilma Rousseff sem rumo (recessão, contas públicas desajustadas, juros elevadíssimos);
- processo de *impeachment*;
- eleições em 2017;
- dúvida sobre governabilidade do novo presidente (ausência de base parlamentar de apoio);
- dúvidas sobre reformas, notadamente a previdenciária (2018/19);
- coronavírus no início de 2020.

Na safra 2021 de incertezas:
- novas dúvidas sobre governabilidade
(crises políticas e sucessivas trocas de ministros);
- desajuste das contas públicas;
- trocas de presidentes das três principais estatais (Eletrobras, Petrobras e BB);
- crise entre os três poderes;
- dúvidas sobre reformas (administrativa e tributária) e privatizações (Eletrobras e Correios);
- gestão da pandemia (sucessivas trocas de ministros da saúde, possível CPI da pandemia);
- inflação ascendente (IGP-M);
- velocidade da vacinação; e
- eleições em 2022, com Lula se fazendo presente no cenário.

Além destes fatores, temos a queda no saldo da balança comercial, sobretudo devido ao aumento das importações, e a saída de recursos estrangeiros investidos em títulos do Tesouro, devido às baixas taxas de juros. Esse conjunto nos leva a acreditar numa taxa de câmbio pressionada ao longo deste ano e do próximo, a despeito dos melhores esforços do Banco Central mediante *swaps* cambiais, leilões de venda de moeda e elevação nas taxas de juros. Isso seria equivalente a enxugar gelo debaixo do sol em pleno verão: como as causas não são atacadas (e atacá-las dependeria sobretudo de apoio político e do Congresso), o efeito é, na melhor das hipóteses, momentâneo.

Desta forma, nossa estratégia tem sido bem-sucedida, como demonstram os resultados de todos os fundos da Trígono (vide comentários a seguir) e os balanços de 2020 das empresas investidas, notadamente no 4T20. Nossa expectativa é que o 1T21 trará uma vez mais bons resultados das empresas investidas – o que

evidenciará as perspectivas favoráveis delas, pouco impactadas pela covid e beneficiadas pela taxa de câmbio e por um nível de atividade muito maior em relação ao do ano passado.

Assim, permanecemos otimistas quanto à qualidade dos portfólios e à reação do mercado, principalmente pelo efeito surpresa das empresas com pouca (ou mesmo nenhuma) cobertura por parte das principais corretoras de valores – mais preocupadas com IPOs que geram grandes comissões ou mesmo consultorias igualmente debruçadas sobre novas empresas listadas na bolsa, esquecendo as excelentes empresas e valor de mercado muito aquém do justo.

Achamos tal comportamento muito curioso. Porque pouco nos importam IPOs: estamos de olho mesmo é nas joias preciosas que podem ser compradas a preços de bijuterias. Se ao mercado apetece comprar bijuterias a preço de esmeraldas e diamantes, que se farte. Poucos meses depois dos IPOs, boa parte do que foi comprado é reprecificada para baixo. Quem paga a conta? Investidores ingênuos e incautos.

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Os juros mantiveram-se sob pressão nos EUA ao longo do mês. O rendimento (*yield*) do título de dez anos chegou a bater 1,75% ao ano no final de março, mas no começo de abril voltou aos limites do 1,65%. Muitas bolsas pelo mundo encontraram combustível para renovar máximas históricas, em parte refletindo a preocupação quanto à inflação americana e à possibilidade de uma alta de juros – embora o Fed (banco central norte-americano) tenha reiterado que manterá os patamares atuais. Restou à autoridade monetária dos EUA recomprar títulos para baixar os juros, continuando seu programa de estímulo à economia (conforme discurso de seus dirigentes). Esse movimento foi coordenado com outros BCs pelo mundo, que em geral também viram altas das suas curvas de juros.

O ouro tem seguido com seu comportamento de correlação negativa com o *yield* do Tesouro americano, bem como as ações de tecnologia de altos múltiplos. Como o crescimento destas empresas é no longo prazo, juros baixos são favoráveis a este tipo de ação.

O petróleo interrompeu a forte tendência de alta que vinha apresentando desde o final do ano passado. Encontrou estabilidade perto dos U$ 60/barril. Preços de minério de ferro e aço continuam muito fortes, puxados pela demanda chinesa. Aliás, o dragão chinês se mostra insaciável – fato positivo para o setor de ferro-ligas e nossa estratégia de investimentos, já que a produção de ferro-ligas não consegue suprir o apetite chinês. Os preços reagem subindo, chegando a dobrar desde setembro do ano passado, no caso do ferro silício, notadamente.

É importante ressaltar a renovada importância do controle de poluição na China, país ainda muito dependente da energia produzida em usinas movidas a carvão mineral. Isso significa que indústrias de consumo intensivo de energia sofrerão forte pressão (caso das ferro-ligas), devendo passar por um processo de consolidação forçada pelo governo. Em 2022, Pequim sediará os Jogos Olímpicos de Inverno, e terá uma paisagem aparentemente mais limpa, graças ao fechamento temporário de diversas plantas siderúrgicas, comportamento que deve se intensificar até aquela data. A conversão da matriz energética chinesa do carvão para outras alternativas menos poluentes tem movido muitas indústrias do setor de energético. Observamos recentemente o grande *rally* de ações relacionadas à exploração de urânio, bem como produtoras de baterias, painéis solares e turbinas/pás para energia eólica. O grande fluxo entrante para ETFs ESG também é motivo de grande atenção, devendo ser um *driver* interessante para ações ligadas à economia verde nos próximos anos.

Após o pacote de US$ 1,9 trilhão do governo dos EUA, haverá dois novos pacotes propostos, que somarão US$ 3 trilhões em estímulos. O primeiro (de US$ 2 trilhões) será mais focado em infraestrutura e economia verde. Os gastos serão financiados com aumento de impostos corporativos e talvez da população ultrarrica, assim como eliminação de subsídios para os produtores de petróleo/gás. Essa gigantesca demanda potencial americana combinada ao forte crescimento chinês traz um cenário muito favorável para *commodities* e indústria no geral, principalmente de bens de capital. A iminência do aumento da importância (e do preço) dos créditos de carbono, além de outros estímulos de demanda, também se mostra excelente para setores e empresas mais relacionados à economia sustentável.

Vale relembrar que o Brasil possui uma das matrizes energéticas mais limpas do mundo, portanto suas commodities eletrointensivas oferecem vantagem comparativa em relação aos demais produtores na pegada de carbono. A Europa, inclusive, anunciou a possibilidade de taxar o carbono gerado nas indústrias e outros setores.

Os dados econômicos mundiais voltaram a acelerar-se no último mês, com excelentes indicadores de emprego nos EUA e PMIs (índice de encomendas de gerentes de compras) surpreendendo positivamente. Em contraste, houve prorrogações de *lockdowns* em partes da Europa e observa-se com preocupação a situação do Chile. Mesmo tendo vacinado uma parte considerável da população (45%) e sendo um dos países mais rápidos em fazê-lo, o número de infectados atingiu recorde numa forte segunda onda causada pela cepa brasileira, embora o comportamento de mortes seja diferente, com uma taxa bem menor que a da primeira onda.

É importante destacar que quase a totalidade das vacinas empregadas pelo Chile foram do laboratório Sinovac, o mesmo que fabrica a Coronavac (em uso no Brasil). Estudos da Universidade do Chile chegaram a uma eficiência de 56,5% para a vacina após a segunda dose, em linha com os resultados do Instituto Butantan. Em Israel e no Reino Unido, respectivamente com as vacinas da Pfizer e da AstraZeneca (fornecida pela Fiocruz no Brasil), a vacinação conseguiu frear muito novas contaminações e praticamente zerar mortes, gerando grande esperança de melhora.

CONJUNTURA NACIONAL

No Brasil, infelizmente a epidemia voltou a crescer no mês de março. A atividade econômica havia ensaiado recuperação no fim do ano passado e no começo deste ano. Com boa parte das capitais do país com restrições, ocorrerá uma queda expressiva em março, especialmente em consumo e alimentação. Por outro lado, a vacinação também acelerou o ritmo. Recentes estudos (agora com grande amostragem) comprovaram que a vacina da Sinovac possui 50% de eficiência contra a cepa brasileira, de forma que essa questão fica mais clara e menos preocupante.

O PMI da indústria brasileira segue em queda, mas ainda acima de 50, indicando expansão de atividade. A produção industrial de fevereiro veio 0,7% abaixo da de janeiro, com destaque negativo para a produção de bens de capital. O coronavírus e a falta de componentes da cadeia de produção têm afetado bastante a indústria. A quebra na oferta de semicondutores permanece como uma das principais preocupações, dado que o prazo para o aumento da capacidade das fábricas é relativamente alongado e não há oferta para atender todas as indústrias, causando atrasos e grandes aumentos de preço nos *chips*.

Isso decorre da forte queda da demanda do setor automotivo no ano passado e do crescimento do setor eletrônico, como *notebooks*, PCs, monitores e celulares, levando o fornecimento de *chips* a ser movido de um setor para outro. Com a retomada da demanda, mas eletrônicos ainda resilientes, houve problema em atender aos dois segmentos, mas mantendo-se prioritariamente o eletrônico.

Há ainda falta de diversas peças, aço, pneus etc. Os prazos da indústria em diversos casos estão alongando-se e os reajustes são frequentes, principalmente na cadeia relacionada a bens consumidos pelo setor agro. A produção de caminhões, por exemplo, cresceu 34% em unidades em relação ao 1T20, acelerando mês a mês. Na comparação ano a ano, março de 2021 está com um crescimento de 48,4% na produção.

A Scania vendeu impressionantes 64% mais neste ano. Mais notável ainda foram as exportações de caminhões, com um salto de 91,2%, evidenciando os efeitos positivos da taxa de câmbio e que a demanda forte não é exclusiva do Brasil. Mas esse cenário não está limitado aos caminhões: silos, máquinas *off-road* e tratores apresentam vendas entre 35% a 40% acima do ano passado. Não se viu a imprensa fazer disso um grande caso.

A produção de caminhões, que atingiu 33 mil unidade no 1T21 (ou 11 mil unidades mensais em média), ainda esta muito abaixo das 224 mil unidades produzidas em 2013. É preciso que a produção mensal cresça 70% para chegar ao nível de oito anos atrás. Além do que, há sucateamento da frota, crescimento do PIB e especialmente

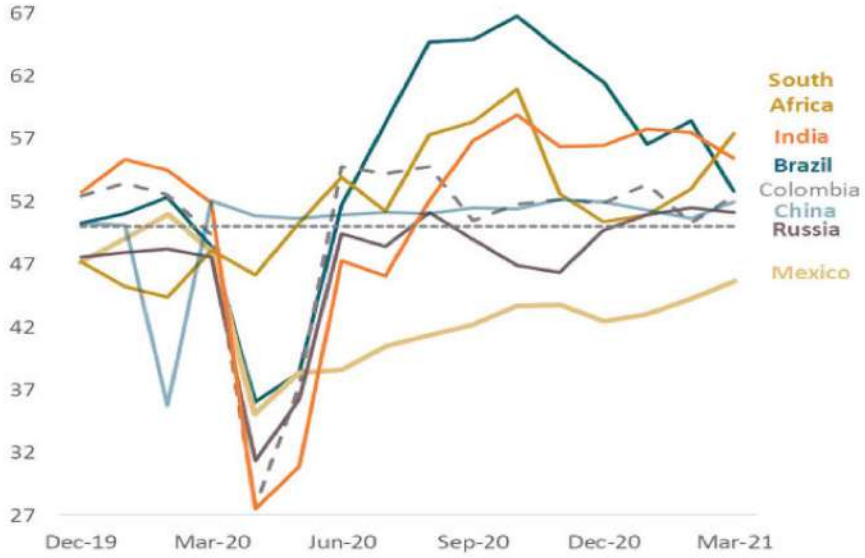
da produção agrícola. Nos últimos dez anos, houve uma expansão de mais de 60%. A frota de caminhões, por sua vez, se expandiu em apenas 25% e envelheceu.

Um ponto importante a ser comentado sobre a indústria é o chamado hiato do produto. É consenso que o parque industrial brasileiro tem grande capacidade instalada pouco utilizada, construída ao longo dos anos, com destaque para a década de 2000, quando o Brasil experimentou grande crescimento econômico. Todavia, o que se vem observando é que o aumento da oferta não ocorreu tão rapidamente quanto se previa, desativando-se grande parte dessa capacidade com o declínio econômico da última década.

Muitas das linhas não são fáceis de reativar e necessitam de grande investimento, com empresários cautelosos dado o histórico de fracassos em expansões apressadas. Dessa forma, espera-se que a indústria tenha muito ainda a crescer em termos de volume de produção, mas em ritmo talvez menos acelerado que o esperado e com efeitos inflacionários relevantes, dada a alta demanda do agronegócio, o que significa expansão de margens e grande lucratividade. Investimentos em bens de capital também se tornam muito necessários para a sustentação desse ciclo de alta.

A imagem a seguir mostra que o Brasil teve forte recuperação da atividade industrial, o tão falado V, muito mais intensa que a de outros países do BRICS e latinos. Mas já no final do ano, a segunda onda da covid parece transformar o V em W, enquanto nossos pares já se recuperam totalmente (exceto México, bastante afetado pela covid e tendo pela frente ainda a recuperação de seu principal parceiro comercial, os EUA).

Manufacturing PMI



O cenário político nacional segue volátil. É a grande fonte de preocupação para o investidor estrangeiro, que retirou quase R$ 5 bilhões de capital da bolsa de valores em março (embora ainda siga com saldo positivo no ano).

A questão do orçamento, a subavaliação, na proposta aprovada pelo Congresso, das despesas obrigatórias para aumentar a verba para emendas parlamentares sem furar o teto de gastos é um grande problema, que deve ser resolvido nos próximos dias. A vacinação segue em um bom ritmo: apesar de longe do ideal, traz confiança para uma reabertura sustentável para o segundo semestre. A população idosa representa boa parte das internações e óbitos; sendo vacinada, o sistema de saúde deve sentir um alívio.

O dólar esteve praticamente estável durante março e no começo de abril: em torno de R$ 5,60, desvalorizado 8% no ano e um pouco mais (10%) em 12 meses. Isso beneficia diversos setores, em especial o agronegócio, indústria e *commodities* em geral. Com a comunicação mais comedida do Banco Central já no começo do ciclo de alta de juros, espera-se que haja menor necessidade de altas maiores no meio/fim do ciclo.

Dito isso, preocupações fiscais (principal fonte de problemas para o real neste momento) ainda estão longe de ser resolvidas. A aprovação da PEC Emergencial com certos gatilhos para queda nas despesas obrigatórias foi um importante feito da nova gestão do Congresso, e há previsão para votação de outras reformas, como a administrativa e a tributária. Privatizações seguem sendo tema, apesar da sabida grande dificuldade de qualquer avanço nesse *front*.

A aprovação da Lei do Gás é outra importante conquista, que deve trazer investimentos estimados em R$ 60 bilhões e diminuir muito a presença monopolista da Petrobras e de seus preços de três a cinco vezes acima dos praticados no mercado internacional (o que de fato que inviabilizou o uso do insumo).

Já há contratos sendo fechados para importações de gás liquefeito para entregas no primeiro semestre deste ano por distribuidoras, algo impensável há dois anos, quando tais negociações sempre tinham de passar pela Petrobras. Basta observar o recente aumento de 39% em uma única canetada pela estatal, um óbvio pouco caso com os usuários que investiram numa alternativa mais limpa e que deverá tornar-se a principal fonte de energia nos próximos 15 anos.

DESEMPENHO DOS FUNDOS – MARÇO

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

O fundo teve valorização de 13,5% em março e de 20,5% em 2021. Para comparação, o índice referencial IDIV teve ganhos de 7,6% no mês e perdas de 3,2% no ano. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Delphos teve ganho de 101% em 12 meses e de 105,2% desde seu início (26 abril de 2018), perante valorização de 39,4% do IDIV em 12 meses e de 48,0% no mesmo período de existência do fundo.

As contribuições positivas vieram dos setores Químico (+5,3%), Mineração e Metalurgia (+5,2%) e Concessão e Energia (+4,8%). A principal contribuição negativa veio do Agronegócio (-0,6%).

Como comentado em resenhas anteriores, o contexto segue muito favorável para empresas exportadoras com receitas dolarizadas: superciclo de *commodities* agrícolas e minerais, safras recordes e câmbio desvalorizado. A retomada da economia mundial, puxada pelos robustos crescimentos chinês e norte-americano, mostra sinais de vigor e de que o crescimento econômico global pode vir antes do esperado. Isso deve fazer com que os mercados de *commodities* continuem aquecidos, graças à dinâmica de oferta e demanda refletida nos preços

elevados. Ressaltamos que ainda há muito valor a ser destravado com a economia mundial em ritmo de retomada.

Outro fator a contribuir para o resultado positivo do mês foi a excelente safra de divulgação de balanços trimestrais, o que havia sido antecipado pela equipe da Trígono. Como já sinalizado em outras resenhas, a maior parte das companhias do nosso portfólio vê as consequências econômicas e operacionais da pandemia pelo retrovisor, o que se observou sobretudo no 4T20. Esperamos que os investidores comecem a antecipar as boas perspectivas a partir do 1T21, quando os efeitos da vacinação em massa começam a refletir-se nos indicadores econômicos globais – e, portanto, nos resultados trimestrais das companhias.

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.

Quanto ao desempenho negativo do Agronegócio, atribuímos a um movimento de realização de lucros após longo período de valorização (como destacado nas resenhas anteriores).

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

O fundo teve ganho de 11,7% em março e de 19% no ano, contra valorização de 6% no mês e desvalorização de 2% no ano do índice referencial Ibovespa. Quando comparadas janelas mais longas, o Trígono Verbier apresentou valorização de 72,9% em 24 meses (contra +22,2% do IBOV), 128,5% em 36 meses (+36,6% do IBOV) e 397% em 48 meses (+79% 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 dos setores Químico (+5,3%), Mineração e Metalurgia (+4,4%) e Concessão e Energia (+3,4%). Na contramão veio o setor de Comércio (-0,8%).

Aqui, como comentado há pouco, os desempenhos positivos resultaram principalmente do contexto favorável para empresas do setor de *commodities* e exportadoras e de uma excelente safra de divulgação de balanços

(antecipada por nossa equipe). Acreditamos que o 1T21 será o catalisador de fluxos à medida em que os investidores começam a antecipar as boas perspectivas da retomada econômica global com os efeitos da vacinação em massa.

A contribuição negativa do setor comercial é uma realização normal de lucros após valorizações mensais sucessivas da ação, sem nenhum fato novo que justifique preocupação de nossa parte.

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

O fundo teve valorização de 11,1% em março e de 18% no ano, enquanto o índice referencial SMLL teve ganho de 4,6% no mês e perda de 0,9% no ano. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Flagship teve ganhos de 98,9% em 12 meses e de 158% desde seu início (24 abril de 2018); o SMLL, por sua vez, valorizou-se 64,6% em 12 meses e 59,6% nos mesmos dois anos e 11 meses de existência do Flagship, a vantagem (alfa) foi assim de nada menos que 98,3%.

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

As maiores contribuições positivas no mês vieram de Metalurgia e Mineração (+4,9%) e dos setores Químico (+3,6%) e Industrial (+2,0%). A contribuição negativa mais relevantes veio do Agronegócio (-0,70%).

As altas, como nos casos dos dois fundos comentados antes, refletem o bom momento do setor de *commodities* e a safra de divulgação de resultados trimestrais, com surpresas positivas para o mercado, mas já antecipadas pela Trígono. Estamos otimistas com os fundamentos das companhias investidas, assim como com a maior estabilidade conjuntural que ainda está por vir. Além disso, algumas companhias devem continuar anunciando 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, ao contrário. Acreditamos que o agronegócio está inserido num contexto global muito favorável, como já comentado.

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

O fundo (aberto em 2 de setembro de 2019) teve valorização de 5,5% em março e de 37,9% desde seu início. O CDI, por sua vez, teve variação positiva de 5% no período desde o início do fundo.

Desta forma, proporcionou rendimento equivalente a 759% do CDI desde o seu início, mesmo em ambiente bastante desafiador para o mercado de ações, nas quais estão alocados 70% da carteira do fundo.
Sempre vale lembrar que não fazemos *market timing*. Gostamos de futebol, mas deixamos os chutes para os atletas os praticarem dentro das quatro linhas. E para os que gostam de tentar a sorte, alguns países vizinhos do Brasil dispõem de cassinos: sempre se pode correr riscos neles, e se divertir.

As maiores contribuições positivas vieram de Mineração e Metalurgia (+3,2%), Concessão e Energia (+2,0%) e

Varejo (+2,0%). A maior contribuição negativa veio do setor de Papel e Celulose (-0,3%) – mas nada que nos preocupe. Ao contrário: seguimos otimistas com o setor.

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

O fundo (início em 14 de julho de 2020) teve valorização de 11,3% em março e de 38,5% desde seu começo, ante variação positiva de 6% em março, queda de 2% no ano e valorização de 16,1% do IBOV no período desde o início do fundo – um alfa, portanto, de 22,4% em pouco mais de nove meses desde o seu início.

As maiores contribuições positivas vieram de Mineração e Metalurgia (+3,9%), Tecnologia (+3,1%) e Varejo (+2,6%). Para baixo apontaram Agronegócio (-0,5%) e de Papel e Celulose (-0,4%), ambos sem fatos novos nem causa de preocupação.

Destacamos o desempenho bastante positivo em relação ao Ibovespa: está aí, portanto, uma excelente alternativa de diversificação para poupança de longo prazo (típica para investimentos previdenciários e complementares à renda dos investidores após a aposentadoria).

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.

Trígono CAPITAL

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