

Edição N.º24

# RESENHA MENSAL

JULHO | 2021

  
Trigono  
CAPITAL

## CONFIANÇA É UM CONTRATO SEM ASSINATURA

Prezados Investidores,

O Brasil é regido por contratos assinados em papel, sob o olhar de testemunhas, todos com firmas reconhecidas, registros em cartórios, cópias autenticadas. Todos nós, que assinamos contratos, conhecemos a burocracia, principalmente pelas três perdas que nos acarretam e que jamais são ressarcidas: tempo, paciência e dinheiro.

Mas a que vem este início de texto, com um título um tanto cifrado, enigmático e um comentário tal qual amargo e ranzinza?

Para explicar, façamos um *pitstop* para examinar uma brevíssima definição e uma palavra (e quem nos acompanha sabe que tenho um fraco por palavras). A atividade de gestão de recursos de terceiros é um negócio *fiduciário* – e este último termo deriva da palavra **fidúcia**. E agora estamos no ponto em que se pode ouvir algum leitor perguntar: afinal, o que significa a palavra “fidúcia”?

*Fidúcia é uma palavra que vem do latim confidere – que significa confiança, segurança, lealdade, em que se credita boa-fé. É o que está na base da relação que uma pessoa (o “fiduciante”) estabelece com outra (o “fiduciário”) quando ambas pactuam uma obrigação.*

O primeiro semestre se encerra com dois de nossos fundos tendo completado três anos de lançamento e com todos os fundos da casa destacados como os melhores nas seis diferentes categorias em que se inserem. Grande parte disso se deve à **fidúcia**, entre nossos sócios e da parte de nossos diversos parceiros.

Isso requer que contemos um pouco mais de nossa história:

Tudo começou em 1989, quando os sócios fundadores da Trigono se conheceram profissionalmente no banco Chase Manhattan, sediado à esquina das ruas Álvares Penteado e Quitanda, quase ao lado da antiga Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo), do “centro velho” da capital paulista. No intervalo do almoço, assistiam ao pregão no “aquário” – que então era 100% viva voz, e no qual havia um enorme monitor que exibia a cotação das ações, cujos preços se alteravam freneticamente. Werner – então com apenas sete anos de experiência – aproveitava para introduzir o jovem amigo Freddy ao mercado. Julgava-se veterano. Doce e vã inocência.

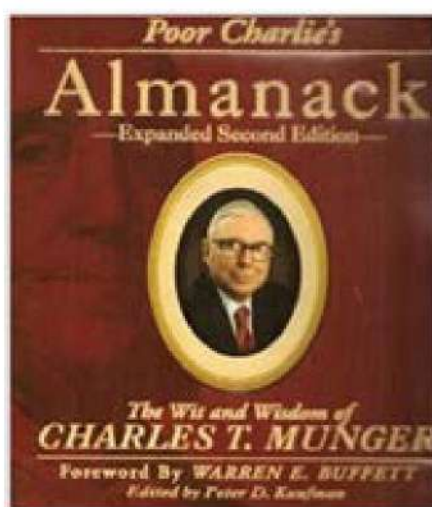
Já em 1990, a relação de confiança estabelecida entre Freddy e Werner – com 22 e 32 anos, respectivamente – quase os levou a criar uma das primeiras gestoras independentes do país (que batizariam de *Money Hunters*, um nome exótico) na forma de uma consultoria de investimentos. Mas a realidade tinha outros

planos – um deles inclusive com “plano” no nome, o Plano Collor. Outras mudanças, como a chegada do segundo filho de Werner (René, nosso filho high tech) e sua recente ida para o Citibank, também influenciaram na decisão pelo adiamento da ideia-sonho.

Mas a boa semente plantada germinou: em 1992, os dois jovens amigos criaram o Clube de Investimentos Pulsar – e a vida profissional de ambos mudaria a partir daí. A Pulsar gerou um retorno fantástico, acima do de qualquer fundo de investimento em ações da época, nos seus três anos de existência. Ambos, em suas respectivas áreas de competência e excelência profissional – Freddy, na gestão da DTVM Convest (associada ao banco suíço Julius Baer), a administradora do clube; e Werner, na gestão dos investimentos – só levaram o Pulsar a ter ganhos porque havia entre eles: confiança.

Essa confiança foi o que permitiu ao jovem Freddy realizar o sonho de cursar seu mestrado na London Business School. Afinal, foi o sucesso do Pulsar que lhe permitiu custear os estudos. Para Werner, esse sucesso reforçou seu portfólio pessoal de ações – mas, muito mais que isso, foi o que o tornou conhecido no ambiente de investimento de ações. Inúmeras propostas de emprego surgiram daí – por exemplo, a de migrar, dentro do Citibank, da área de crédito do *corporate bank* para a corretora de valores. Abriu-se assim uma nova etapa profissional, como analista de ações, na área de mercado de capitais.

Após seus estudos – com passagens inclusive pela Booth Business School, em Chicago; pela consultoria McKinsey; pelo Banco Pactual –, Freddy revisitou seu antigo sonho de iniciar uma gestora de recursos. Como sócio e gestor, queria o amigo Werner. Chegaram a fazer estudos, até a escolher escritório, mas o destino mais uma vez parecia ter uma ideia diferente: o grupo Legg Mason comprou a unidade de *asset management* do Citibank, o que levou Werner a decidir permanecer como diretor de crédito e risco (sob a unidade de renda fixa Western Asset Management, reportando-se à sede em Pasadena-Ca). Esta nova experiência foi fantástica, inclusive, tendo trabalhado um tempo em Pasadena, em um dos eventos, ter conhecido Charles Munger e dele ter recebido seu extraordinário livro Almanack, autografado pelo mestre.



Se ainda não era o momento para Werner, para Freddy o caminho estava aberto: foi em frente e iniciou sua gestora, a Humaitá Investimentos.

Mas, como diz o velho adágio italiano: “Che sera, sera” (ou, no idioma de Camões, o que tem de ser, vai ser). Finalmente, 27 anos após a primeira ideia, gestada durante almoços diante do aquário da Bovespa, ambos criam a Trígono Capital, em outubro de 2017. O início se dá em um escritório sublocado, numa sala de 12 m<sup>2</sup>, quatro estações de trabalho e uma única mesa. Os sócios executam as mesmas atividades concebidas quase três décadas antes – mas agora com a bagagem de conhecimentos, habilidades, contatos, relações profissionais, manuais, processos e todos os recursos acumulados em décadas de atuação bem-sucedida. Na base disso tudo, a confiança mútua. Curiosamente, esse início acontece no edifício chamado Capital Building ou construindo capital.

Dois meses depois, a Trígono passa a gerir sua primeira carteira, o Clube de Investimentos Verbier, com 50 investidores, ou *family and friends* (familiares e amigos) do sócio Werner, que se tornou gestor e investidor

em abril de 2008. Foi a confiança de seus amigos que permitiu a existência deste clube de investimentos – e durante cinco meses, foi a fonte inicial de rendimentos da recém-criada gestora. Já em dezembro, passou a incorrer em taxa de administração e performance.

Em tempo quase recorde, conseguiram as aprovações regulatórias de gestora de recursos pela CVM e de aderência ao código de melhores práticas pela ANBIMA. Lançaram assim, em abril de 2018, seus primeiros fundos – os atuais Flagship Small Caps e Delphos Income. Três meses depois, em julho, quase que simultaneamente, mudaram-se para uma sede própria no dia da abertura da Copa do Mundo. No mesmo mês, o Clube Verbier (ainda nosso principal produto) passou à condição de fundo. Coincidência, o nome do edifício do novo escritório era Capital Corporate, também sugestivo para o nosso negócio de gestão de capital em empresas.

Mas a confiança ou *fidúcia* não se restringe às relações pessoais. O banco BTG Pactual acreditou no projeto e embarcou como administrador de nossos fundos e distribuidor através de sua plataforma digital (projeto do banco no qual seus principais sócios e administradores depositaram grandes recursos humanos e de capital). A pequena Trígono, recém-nascida, iniciou suas atividades quase que simultaneamente ao início da plataforma digital de investimentos do BTG. Graças a ela, ao banco, a seus executivos e a mais de duas dezenas de parceiros que oferecem nossos fundos aos próprios clientes, conseguimos atender a mais de 47 mil investidores.

Ainda que correndo o risco de soarmos um tanto repetitivos ao recontar a história da Trígono Capital, isso se fez necessário para mostrar o quanto a longa relação de *fidúcia* entre os sócios e amigos fundadores teve importância em tudo que aconteceu, pessoal e profissionalmente.

Praticamente, não há dia em que não assinemos algum contrato ou documento – grande parte ainda em papel, alguns com firma reconhecida e trâmites burocráticos. Na época das assembleias gerais ordinárias e extraordinárias, entre março e abril, nosso dia a dia é consumido pela burocracia do século passado (na verdade, de séculos anteriores) destes conclaves, algo inacreditável para os tempos atuais e uma parafernália de documentos. Em uma das AGOs, a empresa investida pediu o certificado de alistamento militar de nosso candidato e prova de competência, de alguém que foi CEO de grandes corporações por mais de 20 anos. Este é o nosso Brasil. Conseguimos sensibilizar algumas empresas a dispensarem firmas reconhecidas, e outras já aderiram a tais práticas, facilitando a participação de investidores. No caso de gestoras de recursos, é um dever fiduciário, mas em grande parte simplesmente ignorado, demonstrando uma governança fraca (embora muitas sejam exigentes para com as empresas investidas).



Para encerrar esta introdução, agradecemos aos nossos quase 50 mil investidores pela confiança em nós depositada – e igualmente às dezenas de parceiros e à equipe Trígono, que também depositou **fidúcia** nos sócios fundadores. Esperamos retribuir tal confiança através do desempenho de nossos fundos, da transparência de nossas resenhas e *lives* semanais, e até com nosso livro, *A Trigonometria dos Investimentos* (Editora Camelot), disponível na Amazon – nos deixa, inclusive, muito felizes por termos nosso nome associado a este gigante.

Para aqueles que são apenas leitores desta resenha, estendemos um convite a fazer parte dessa grande congregação, reunida na Trígono Capital, onde confiança é a força invisível que fez com que chegássemos aonde estamos, já com quase R\$ 1,5 bilhão sob gestão – ou seja: sob nossa responsabilidade e nosso dever fiduciário.

## CONJUNTURA INTERNACIONAL

Na política monetária internacional, os bancos centrais aceleraram levemente o ritmo de injeção de liquidez nas economias nos últimos dois meses. A criação de empregos com a reabertura da economia e o ganho de riqueza das famílias americanas durante a pandemia (principalmente da classe mais alta, fortemente exposta ao mercado financeiro) têm contribuído para expandir a demanda – o que não foi balanceado pela oferta, ainda duramente impactada e restrita.

O setor imobiliário é um dos mais resilientes e importante termômetro da confiança dos consumidores e da própria economia.

Além disso, os auxílios governamentais, o receio de retornar ao trabalho presencial em um cenário pandêmico e até a necessidade de cuidar dos filhos (já que as aulas presenciais em muitos casos ainda não foram retomadas) contribuem para uma oferta menor também de mão de obra, mesmo com o desemprego ainda muito acima dos níveis pré-pandemia (um aparente paradoxo). Tudo isso contribui com pressões inflacionárias, que vêm afetando boa parte dos países em uma economia cada vez mais globalizada.

Dessa forma, os BCs ficam diante de uma verdadeira “escolha de Sofia”: devem continuar aumentando a injeção de liquidez para levar a uma recuperação de empregos mais acelerada e estimular a retomada da economia, porém sob risco considerável de contribuir com o cenário inflacionário? Ou devem diminuir as injeções de liquidez, subindo a taxa de juros para conter a inflação crescente, afetando o consumo e, desse modo, a retomada dos empregos?

Formados por diversos membros, os comitês dos BCs globais têm, em geral, optado pela primeira via, mas cada vez mais membros começam a questionar a validade desse movimento. A inflação ao consumidor dos EUA (CPI) atingiu 5% nos últimos 12 meses, e o *payroll* (variação de pessoas empregadas em empresas não agrícolas) no país tem apresentado números consistentes (dado divulgado em 2 de julho indicou a geração de 850 mil empregos, muito acima tanto dos 583 mil no mês anterior quanto dos 700 mil esperados pelo mercado).

Para adicionar mais uma variável a uma já complexa equação, temos visto ondas de Covid-19 causadas por novas cepas, em especial a Delta, com alto índice de transmissão. A Ásia, talvez por ter relaxado nas vacinações, é a região que tem preocupado pelo crescente ritmo das infecções.

A vacinação está em estágio avançado em boa parte dos países desenvolvidos, exceto Ásia, mas temos visto aumentos preocupantes de contágio em alguns deles, como o Reino Unido e mesmo o Chile, país sul-americano com maior índice de vacinações. A parte positiva é a notável diminuição da mortalidade da doença com o aumento da vacinação. Em meio às novas ondas de infectados, a quantidade de óbitos tem sido muito inferior às de ondas anteriores.

No caso das *commodities* (importante combustível da inflação atualmente), além da dinâmica descrita aci-

ma, há também um sério problema logístico no transporte marítimo – que se pensava ser temporário, mas que vem surpreendentemente se agravando ao longo do ano. No último mês, atingiu um nível dramático com a paralisação de um importante porto na China.

O barril de petróleo tipo Brent saltou de US\$ 70 para US\$ 75 no mês. Além do preço das *commodities* minerais e metálicas, as *commodities* agrícolas vêm passando por forte volatilidade ao sabor do clima, que aponta para quebra de safras (no Hemisfério Norte, estamos apenas no início do desenvolvimento das principais culturas). Em relação às *commodities* ligadas a investimentos em nossos fundos, o TIO2 (dióxido de titânio – pigmento essencial e sem substituto na produção, por exemplo, de tintas e plásticos) segue com tendência de alta (pelos problemas logísticos há pouco citados). A concorrência chinesa (que atende 60% da demanda no Brasil) fica mais difícil e onerosa, pelo elevado custo logístico e escassez de containers.

À forte demanda dos setores imobiliário, industrial e consumo na China, associada a restrições ambientais e problemas logísticos (com o custo do transporte por meio de contêineres quadruplicando), um novo problema se agrega à cadeia de produção global. A Richards Bay Minerals-RBM, subsidiária da Rio Tinto – maior produtora mundial da ilmenita (minério de titânio) –, paralisou suas atividades na África do Sul. A empresa declara motivo de força maior devido a uma escalada de violência e riscos de segurança em suas operações. O mercado já vinha se defrontando com problemas de esgotamento das minas dos principais produtores, além das dificuldades em obter aprovações ambientais para novos projetos.

A instabilidade social na África do Sul reflete uma série de problemas, sendo a taxa de desemprego no país uma verdadeira bomba-relógio: nada menos que 32,6% no 1T21. Em janeiro de 2020, período pré-pandemia, já estava em 29,1%. A taxa do 1T21 é a mais alta desde a crise de 2008. O desemprego nesse patamar tem potencial para detonar convulsões sociais – ainda mais sabendo que os sindicatos, notadamente os ligados ao setor mineral e logístico, agem de forma violenta em seus protestos, promovendo inclusive bloqueios em estradas, ferrovias e portos, ou seja, toda a logística do país.

Por falar em África do Sul, o país responde por mais de 70% da oferta mundial de minério de cromo, sendo também o maior exportador mundial do ferro-cromo (liga essencial na produção de aço inoxidável). Como já dissemos em outras ocasiões, a China aprovou, no ano passado, seu plano quinquenal, comprometendo-se com a descarbonização e a redução de emissões de gases de efeito estufa (CO2), entre outros pontos. O governo ainda determinou o fechamento da produção de indústrias pouco eficientes e eletrointensivas, a fim de reduzir a emissão de gases e o consumo de energia (60% do que o país produz vem de termelétricas). O que acertou em cheio o setor de ferro-ligas.

Medidas como tributar exportações de ferro-ligas e aço inox (que antes recebia subsídio de 13%) causaram grande desequilíbrio mundial, pois a China é o maior produtor e consumidor, além disso, era grande exportador de ligas, como ferro-silício (usado na siderurgia) e silício metálico (matéria-prima das placas fotovoltaicas empregadas na geração de energia solar – mercado amplamente dominado pelo país asiático).

O processo de fabricação de ferro-ligas, notadamente de silício, consome grandes quantidades de energia – e a China tem passado por paradas forçadas na produção de ligas, visando reduzir o consumo de energia e emissões de CO2. Tal fato acontece nas principais províncias produtoras. Já para o ferro-cromo, há uma grande expectativa de aprovação da taxa de exportações de minério de cromo ainda neste ano. Isso deve beneficiar o setor, já que a China não possui minério e quase 80% do que consome vem da África do Sul (país que, como comentamos há pouco, vive uma crise de desemprego e tem na indústria de ferro-ligas um grande empregador). Muitos fabricantes já fecharam as portas e a expectativa, caso a taxa não seja aprovada o mais rápido possível, é de perda maciça de empregos, tornando a questão do desemprego ainda mais explosiva. O setor já pressiona o Legislativo sul-africano. As exportações de minério de cromo para a China a preços muito baixos favorecem os produtores de FeCr chineses, contribuindo para os baixos preços das ligas, prejudicando a indústria sul-africana que possui energia cara, escassa e sua moeda (Rand), sobrevalorizada, no mesmo nível de cinco anos atrás e se valorizando 16% nos últimos doze meses em relação ao dólar norte-americano.

A Rússia, de seu lado, acaba de determinar um imposto de 15% (que pode ser acoplado ou não a um valor fixo) para exportações de produtos metalúrgicos, vigorando (a princípio) entre agosto e dezembro deste ano. Uma combinação de fatores levou a isso, entre eles: obrigar as empresas a venderem mais ao mercado interno, forçando preços para baixo; a alegação (acusação?) de lucros excessivos; uma receita tributária estimada em US\$ 1,5 bilhão. A Rússia é um dos maiores exportadores de ferro-silício do mundo. No caso de aço inoxidável e ferro-ligas, o imposto mínimo é de US\$ 150 por tonelada.

Saindo deste cenário microeconômico específico, muito favorável a algumas empresas de nossos fundos, voltemos ao macroeconômico: os PMIs (índices de atividade de gerentes de compras, um importante termômetro da economia) mundiais continuam positivos, com recuperação em ritmo crescente. As bolsas americanas refletem tal conjuntura favorável: a NASDAQ subiu, em junho, 5,5%; o índice S&P 500 avançou 2,2%; o Dow Jones ficou estável (dada a reafirmação da política expansionista por parte do FED, o BC norte-americano).

## CONJUNTURA NACIONAL

O grande tema em discussão é a proposta da Reforma Tributária apresentada pelo governo. Para as empresas, embora a proposta possa reduzir a alíquota do imposto de renda de 25% para 20% ou 15%, adicionado a 9% de Contribuição Social, a taxação de dividendos acaba onerando os acionistas. O texto estabelece a tributação de profissionais e prestadores de serviço “pejotizados” remunerados com dividendos. Entre os objetivos estão aumentar a receita fiscal e fazer justiça tributária. Assim, fundos imobiliários e multimercados exclusivos perderiam a isenção, caso aprovado.

Além disso, mudanças na taxação do lucro presumido afetam duramente o setor de construção civil e *holdings* de aluguel de imóveis. Dadas a grande polêmica que a proposta gerou e a recepção negativa por boa parte do setor produtivo, é provável que alguns (ou diversos) pontos da proposta sejam alterados. Nesse momento, seguindo a mesma lógica, o mercado não precifica a certeza de passagem da proposta original.

Sobre a taxação de dividendos, caso aprovada, é natural que as empresas devam buscar alternativas para uma maior eficiência tributária – por exemplo, antecipando o máximo possível a distribuição de dividendos e dos juros sobre o capital ainda este ano. A utilização das reservas de lucros e até a redução de capital, além da recompra de ações são mecanismos para otimizar a estrutura de capital com o excesso de caixa, antecipando a cobrança do novo imposto no ano que vem. No caso de *holdings*, a compensação tributária mitigaria o efeito cascata, evitando a tributação sequencial.

Os leilões de energia térmica tiveram volume fraco – o que era esperado, por conta da aprovação da MP da Eletrobras, que garante que novos leilões de grande volume serão realizados, possivelmente, em 2022. A discussão sobre a ampliação das térmicas a gás na matriz energética brasileira coincide com uma crise hídrica gravíssima nas regiões Sul e Sudeste. Na Trígono, sempre defendemos a utilização intermitente de termelétricas a gás. A energia inexistente é definitivamente a mais cara, e inexistência de energia é o preço cobrado pela falta de investimentos de governos passados e política energética equivocada – sob o pretexto claramente eleitoreiro de manter tarifas em patamares módicos. Obviamente, isso inibe novos investimentos. Ademais, a política energética de proibir novas usinas com acumulação de grandes reservatórios, mas com uso de regime de fio d’água, privou o país de “estocar” energia hidráulica, levando a investimentos caríssimos por MW instalado efetivo, como é o caso das usinas de Jirau, Santo Antônio e Belo Monte, além da corrupção agregada aos custos dos investimentos e problemas nos investimentos em linhas de transmissão para transporte dessa energia. A conta chegou, e “salgada”.

O cenário político teve uma deterioração considerável em junho: governo e oposição se envolveram em diversas trocas de acusações, desgastando o cenário político em um momento em que é necessário celeridade nas reformas. A CPI da Covid tornou-se palanque político e pedidos de *impeachment* são formulados sob as mais diversas alegações. Tal ambiente é desfavorável ao trâmite das reformas e a taxa de câmbio

reflete isso. O andamento da privatização da Eletrobras, a recente venda pela Petrobras de sua participação residual na BR Distribuidora e a possibilidade de se privatizar os Correios trazem algum alento – afinal, privatizações são essenciais para reduzir o Custo Brasil, estimular investimentos privados e reforçar o caixa do Tesouro e das estatais que se desfazem de subsidiárias.

O setor de serviços se recupera em bom ritmo com o arrefecimento da pandemia e contribui com parte significativa da criação de empregos. O relatório do CAGED de maio mostra isso: a criação de 374 mil vagas superou mesmo as previsões mais otimistas, ficando acima do dobro do consenso. O relatório da Produção Industrial Mensal do mês de maio indica reversão na tendência de queda vista nos meses anteriores, com o componente de indústria de bens de capital subindo 1,3% sobre abril (que, por sua vez, já crescera 3% em relação a março). Excelente sinal: indicativo de investimento e aumento da produção industrial de forma sustentável.

O PIB vai sendo revisado para cima pelos diversos agentes do mercado, fato importante para atração de capital estrangeiro, tanto para a bolsa de valores como em investimentos diretos – estes, sim, mais necessários e úteis.

Apesar do cenário politicamente conturbado e da expectativa de uma eleição polarizada no ano que vem, o dólar teve queda forte em junho, continuando a tendência do mês anterior. Assim, dos R\$ 5,64 no final de março, chegou a R\$ 4,97 em junho. O semestre terminou com o dólar cotado a R\$ 5,02 – valorização de 11% no 2º tri, mas exatamente no mesmo nível de junho de 2020.

Quais fatores levaram a isso?

- A balança comercial bateu recorde para o semestre: US\$ 37,5 bilhões – maior resultado da série histórica iniciada em 1997. Ficou 68% acima do visto no mesmo período de 2020, sendo US\$ 10,4 bilhões apenas em junho (aumento de 61% nas exportações no mês);

- A alta de juros: a taxa SELIC saltou de 2% (de agosto de 2020 até março de 2021) para 3,5% em maio e 4,25% em junho (o que melhora o carregamento da dívida brasileira pelos estrangeiros);

- Aumento nas arrecadações fiscais e a entrada estrangeira na bolsa: apenas em junho, o investidor estrangeiro trouxe R\$ 16,6 bilhões à B3 através do mercado secundário, além da entrada em IPOs e *follow-ons*, com o investidor institucional na ponta vendedora (talvez temendo o quadro político e se refugiando na renda fixa).

Mas se o mês de junho trouxe um fluxo bastante positivo (talvez mostrando que os estrangeiros estão observando dados econômicos positivos e dando pouca atenção a ruídos e intrigas políticas), no primeiro semestre, o fluxo de recursos aportados pelos estrangeiros atingiu R\$ 48 bilhões. Um recorde absoluto. Tal saldo é ainda mais impressionante por representar mais que o dobro do recorde anterior registrado no 1S15, quando somou R\$ 21,5 bilhões.

O Brasil é um país visto pelos estrangeiros como ligado a *commodities* e ao agronegócio, sendo os segmentos que apresentam maior dinamismo na economia global. Exemplo: segundo a FAO (agência da ONU para alimentação e agricultura), em maio, os preços mundiais dos alimentos tiveram aumento de 4,8%, a maior alta mensal desde setembro de 2011. Com isso, o índice de preços dos alimentos da agência acumulou alta de 39,7% sobre maio de 2020 (no segmento de cereais, a alta atingiu impressionantes 90% em 12 meses).

A alta da SELIC para 4,25% com maiores preocupações com a inflação e depreciação da moeda, mostra a prudência do Banco Central ao se antecipar em relação a outros bancos centrais. A queda do dólar e a elevação da taxa básica de juros devem ajudar na contenção da perpetuação do cenário inflacionário atual, mas fatores como a crise hídrica e o contínuo rally das *commodities* seguem pressionando.

A pandemia ainda é causa de preocupação, apesar do avanço da vacinação e da clara tendência de queda no número de hospitalizações e mortes. Novas cepas podem mudar essa dinâmica, como visto no Chile, vacinado em grande parte pela CoronaVac (o perfil de vacinação no país é parecido com o brasileiro).

# ESTRATÉGIA

Quem acompanha nossas resenhas e *lives*, conhece nossa estratégia e os fundamentos, mas consideramos importante sempre atualizá-lo, especialmente para os neófitos.

A estratégia permanece intacta. Como proteção às carteiras, grande parte das empresas investidas têm receitas e preços relacionados ao câmbio e a operações no exterior. Para nós, o câmbio é o *hedge* de todos os *hedges*. Problemas relacionados às conjunturas global e local, naturalmente, levam investidores a buscarem no dólar proteção contra crises e eventos inesperados.

Alguns investidores nos perguntam: “Mas se o real se fortalecer para R\$ 4,50?”. Resposta: ótimo. Isso significaria que tudo vai bem, no exterior e no Brasil. O dólar vem se enfraquecendo em relação a praticamente todas as moedas, especialmente de países emergentes – porém o real é uma das mais desvalorizadas nesse grupo, o que nos gera uma vantagem comparativa. Nos últimos o índice DXY, que reflete uma cesta de seis moedas fortes em relação ao dólar, mostra uma desvalorização de 5% do dólar frente a cesta de moedas. Mas o mais importante é a forte alta nos preços das *commodities*, que compensa com larga margem a recente valorização do real.

Para o setor industrial, o aumento do volume de vendas e de uso da capacidade instalada minimiza a valorização da nossa moeda – lembrando que, desde 2017, o real se desvalorizou cerca de 60%, muito acima da evolução dos salários que têm relevância na estrutura de custos. Por isso, é importante que o governo promova a desoneração dos encargos trabalhistas, ou mesmo volte a compensar a “exportação de impostos” através do Reintegra, com alíquota de 3% para as exportações de manufaturados e semimanufaturados (hoje em 0,1%). O Reintegra permite que empresas compensem créditos tributários na cadeia de produção e contidos nos custos dos produtos (para os quais, no caso das exportações, não há compensação possível). Ainda, permite a compensação da recuperação desses impostos com outros impostos federais. Longe de se tratar de subsídios, trata-se de mera justiça tributária. O ministro Paulo Guedes afirma que a reforma tributária corrigirá essa distorção, tornando o Reintegra desnecessário. Só não explica como as empresas recuperarão os créditos acumulados sem o Reintegra.

Em relação à exposição por setor, estamos concentrados em poucos. O industrial é o principal, mas em três empresas: Tupy, Schulz e Metal Leve – todas ligadas à indústria automobilística, notadamente pesada, com grande parte das receitas geradas no exterior, tendo caminhões, máquinas agrícolas e fora de estrada (*offroad*) como importantes segmentos atendidos. Este setor está praticamente com sua produção tomada até o final do ano, e terá ainda ajuda dos planos de Joe Biden de investir em infraestrutura. A renovação das frotas de máquinas agrícolas nos EUA, ajudada pelos preços das *commodities* agrícolas, favorece o setor, tanto lá como no Brasil e em outros países produtores de grãos. Mesmo com as cadeias de produção afetadas pela pandemia e a escassez de semicondutores, as vendas de caminhões no primeiro semestre de 2021 foram 24% maiores que no mesmo período de 2019 (pré-pandemia). Em junho deste ano, foram 42% superiores a junho de 2019, mesmo com todos os problemas enfrentados.

O setor relacionado ao agronegócio é representado por São Martinho, Kepler Weber e Brasilagro, não relacionados diretamente entre si, mas que passam por um excelente momento. O setor canavieiro sofrerá um impacto particularmente intenso com os problemas climáticos, e acreditamos que algumas empresas que comprometeram sua produção com vendas no mercado futuro, inclusive para a safra 22/23, não terão como honrar compromissos. Os preços do açúcar estão entre 20% e 30% acima do valor travado, o que inviabiliza a recompra dos contratos. A solução será direcionar a cana-de-açúcar disponível para o adoçante, reduzindo a oferta de etanol (fortalecendo ainda mais este mercado).

A São Martinho declarou que direcionará o máximo de sua capacidade para o etanol, que nesse momento proporciona maior rentabilidade, com preços mais que dobrando em relação há um ano, estoques baixos e demanda forte. Para ajudar, a Índia antecipou para 2023 (antes era 2025) a adição de 20% do etanol à gasolina e introduzirá no país os veículos flexfuéis – que foram o grande divisor de águas no Brasil para estimular o uso do etanol hidratado.



A Kepler Weber está diante de uma conjuntura muito favorável, com o Plano Safra aumentando em 88% (quase R\$ 2 bilhões adicionais) os financiamentos para silos e armazéns, além de outras fontes de recursos e crédito que vêm irrigando todo o setor. Além disso, há o crescimento da renda no campo – em mais de R\$ 300 bilhões, graças aos preços e à produção recorde. A Brasilagro captura tanto o aumento dos preços como da valorização das terras. O Brasil jamais passou por um momento tão positivo no agronegócio, que indiretamente favorece o setor industrial e logístico – ambos bem representados em nossas carteiras.

Passando para o setor de *commodities* de origem mineral, Ferbasa e a Tronox são as duas empresas expostas nos setores ferro-ligas e dióxido de titânio que, como destacamos mais acima na conjuntura internacional, têm na China e na África do Sul os principais catalisadores de preços e mercado. Além disso, as duas empresas estão sendo beneficiadas por uma forte demanda no Brasil, produzindo a plena carga. Ambas sediadas na Bahia, não enfrentam problemas energéticos e, no caso da Ferbasa, por possuir 70 MW de energia contratada no mercado livre, poderá comercializá-la, caso isso se mostre mais rentável do que produzir ligas. Essa energia representa pouco mais de 1/3 de suas necessidades, configurando uma excelente alternativa e flexibilidade sob o ponto de vista energético.

Outro segmento importante é o complexo soda-cloro-PVC. Além do aumento do preço do cloro e da escassez do produto (cuja logística é muito complexa e limitada), o PVC, que o utiliza como matéria-prima, vem sendo beneficiado pelo setor de construção e embalagens, com forte aumento de preços no Brasil e exterior. Nossa exposição setorial é por meio da Unipar.

O setor logístico, através da líder Simpar (holding do grupo também conhecido como Júlio Simões), captura o excelente momento de agronegócio, produtos florestais, construção e locação de veículos leves, como Movida e CS Brasil (em processo de fusão). Ainda, há várias aquisições e anúncio de uma possível combinação de negócios entre a subsidiária JSL e a Tegma. Além disso, o processo de terceirização de frotas é catalisador do forte crescimento das receitas da Simpar. Para os estrangeiros, é um veículo de investimento associado ao crescimento do PIB, um dos principais fatores por eles avaliados para alocar investimentos nos diversos países e regiões.

Para finalizar, temos também exposição setorial em energia elétrica, mais especialmente em empresas que praticamente não são afetadas pelo risco hidrológico e que estão envolvidas em privatizações e eventos societários que poderão destravar e gerar valor. Ademais, são excelentes pagadoras de dividendos e, como comentado anteriormente, poderão antecipar ao máximo a distribuição de resultados e reservas de lucros, mitigando em parte a possível tributação.

Por falar nisso, em relação à tributação dos dividendos, as empresas investidas têm excelente estrutura patrimonial, reservas de lucro, forte posição de caixa, e esse conjunto as habilita a antecipar dividendos ainda neste ano, especialmente no último trimestre.

Esperamos que nos próximos trimestres nossos comentários e estratégia ganhem visibilidade com a divulgação dos resultados das empresas (os quais também discorrem acerca do ambiente de mercado e de perspectivas de negócios). Além disso, eventos como o comentado no grupo Simpar, a finalização da aquisição da Teksid pela Tupy (processo pouco entendido pelo mercado) e a antecipação da distribuição de resultados nos deixam otimistas.

Mas o Senhor Mercado é soberano e os preços são por ele determinados. O que nos cabe é investir nas melhores empresas, aproveitar oportunidades por ele oferecidas e deixar a barulheira política do lado de fora – deixemos que a mídia e os *traders* que amam a volatilidade a escutem.

## DESEMPENHO DOS FUNDOS – JUNHO\*

Clique [AQUI](#) e acesse o material técnico.

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

O Fundo teve valorização de 6% em junho e de 53,1% em 2021, enquanto o índice referencial IDIV teve perda de 2,2% no mês e ganho de apenas 2,1% no ano. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Delphos teve valorização de 106,3% em 12 meses e de 160,8% desde seu início (26 abril de 2018), ante 23,8% e 56,1%, respectivamente, do IDIV.

As principais contribuições positivas vieram dos setores Químico (+4,5% contra +4,8% em maio) e de Mineração e Metalurgia (+2,8% contra -2% no mês anterior), que se refez da perda. Em seguida, vem a Indústria, que teve ganho de 0,9%. A única contribuição negativa veio de Concessões e Energética (-0,4%), talvez devido a preocupações com a crise hídrica, mas que nas empresas investidas não terá impacto negativo.

Atribuímos um forte reajuste de preços e conjuntura internacional favorável nos setores siderúrgico, químico e petroquímico como fatores que impactaram de modo positivo as cotações das ações das empresas desses setores em nosso portfólio.

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

O Fundo apresentou ganho de 8,8% em maio e de 53,6% no ano – ante valorização de 0,5% no mês e de 6,5% desde janeiro no índice referencial IBOV. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Verbier apresentou valorização de 101,4% em 12 meses (33,4% do IBOV), 125,2% em 24 meses (25,6% do IBOV), 206% em 36 meses (74,3% do IBOV) e 376,2% em 48 meses (101,6% 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 sobre o IBOV.

As principais contribuições positivas no mês vieram dos setores Químico (+5,9%), Mineração e Metalurgia (+2,8%) e Comércio de veículos pesados (+1,5%). A principal contribuição negativa veio da Indústria (-0,8%), não havendo motivo especial para isso. Do lado positivo, valem os mesmos fatores no comentário acerca do fundo Delphos (e que deverão se intensificar nos próximos meses): forte demanda internacional de produtos de determinados nichos e oferta limitada por questões ambientais, energéticas e de logística, inclusive na base da cadeia de produção. China e África do Sul são os grandes catalisadores para o aumento de preços e problemas na oferta.

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

O Fundo teve valorização de 5,7% em junho e de 55,1% no ano, enquanto o índice referencial SMLL teve ganho de 1,3% no mês e de 11,4% no ano. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Flagship teve ganho de 94,4% em 12 meses e de 231,9% desde seu início (24 abril de 2018), contra 39,6,7% e 79,5%, respectivamente, nos mesmos períodos para o SMLL. Assim, o Flagship entregou uma vantagem (um alfa) de nada menos que 152% desde seu início (cerca de 36% ao ano acima do índice de referência).

Tal desempenho reflete, entre outros fatores, a gestão ativa de nossos fundos e a metodologia de investimentos diferenciada em relação às praticadas pelo mercado. No caso do Flagship, atualmente, apenas 4% das posições correspondem ao índice SMLL, mostrando uma vez mais nossa afirmação de sermos agnósticos aos índices na construção das carteiras, algo que poucos gestores ousam fazer, com receio de apresentarem desempenho muito inferior aos benchmarks. Mais do que ousadia, é nosso dever fiduciário buscar a maximização do retorno dos investimentos de nossos cotistas, mas de forma responsável e minimizando os riscos, selecionando as melhores empresas, ainda que ausentes ou com pouca participação dos índices de referência.

As principais contribuições positivas no mês vieram dos setores Químico (+3,3%), Mineração e Metalurgia (+2,3%) e de Agronegócio e Logística (+0,6% em ambos). A principal contribuição negativa veio da Tecnologia (-0,8%), talvez com os temores no mercado quanto a problemas no suprimento de semicondutores. Os fatores positivos são explicados pelos mesmos motivos que favoreceram o Delphos e o Verbier, enquanto Agronegócio e Logística são intimamente ligados e vivem um momento bastante positivo.

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

O fundo (iniciado em 2 de setembro de 2019) teve valorização de 2,8% em junho, 27% em 2021 e de 58,8% desde seu início – contra variação positiva de 5,8% do CDI no período desde o início do fundo. O Trígono 70 proporcionou, assim, um rendimento equivalente a 2.109% do CDI em 2021 e 1.010% desde seu início – mesmo que em grande parte de sua existência sob um ambiente de pandemia e desafiador para o mercado de ações (lembrando que 70% da carteira do fundo está alocada em renda variável). Em 22 meses de existência, em apenas três meses o fundo teve desempenho negativo, sendo que em dois deles (fevereiro e março de 2020) foi com o surgimento da Covid em nosso país.

As maiores contribuições positivas vieram dos setores de Mineração e Metalurgia (1,7%), indústria (1,4%) e Logística (0,6%). As contribuições negativas vieram de Concessões e Energia (-0,3%) e Varejo (-0,2%). Para o setor energético, vale o comentário do fundo Delphos e Varejo: mera acomodação das ações, sem fato importante. Destacamos que não há qualquer posição de Large Caps dentro da carteira (o foco são as *small caps*), da qual 34% em renda fixa ficam alocados em títulos do Tesouro Selic, sem risco de crédito e taxa de juros.

### **TRÍGONO ICATU 100 FIA PREV (CNPJ: 35.610.342/0001-08)**

O fundo (aberto em 14 de julho de 2020) teve valorização de 2,1% em junho e de 47,8% no ano, comparado a 0,5% do IBOV em junho e 6,5% no ano. Desde o seu início, o ganho é de 77,7% (contra variação positiva de 26,2% do IBOV em idêntico período).

As maiores contribuições positivas vieram dos setores de Mineração e Metalurgia (1,9%) e Indústria (1,6%). Do lado negativo, Tecnologia foi responsável por uma perda de 1,1%, revertendo parte do ganho de 2,8% em maio, seguido pelo Varejo (-0,3%). Destacamos o desempenho bastante positivo em relação ao Ibovespa desde o início, com alta de 51,5% em menos de um ano de existência. O fato de apresentar apenas um único mês negativo (setembro de 2020), enquanto o IBOV esteve no vermelho por 5 meses (em 12 meses) no período, mostra o quanto o fundo se diferencia.

A exemplo do PREV70, destacamos que não há qualquer posição de Large Caps dentro da carteira – proporcionando uma excelente alternativa de diversificação no longo prazo através de empresas Small Caps.

---

Ernest Hemingway teria dito: “A melhor maneira de descobrir se você pode confiar em uma pessoa é confiar nela”. Como praticamente tudo que o ganhador do Nobel de Literatura de 1954 disse ou escreveu, o teor literário/artístico da frase é intenso. Como guia para a vida – principalmente para a vida de investidor –, no entanto, o conselho pode ser um tanto arriscado. Afinal, quem diz “desta vez é diferente” espera justamente a confiança do candidato a investidor. E como teria dito o lendário investidor Sir John Templeton: “As quatro palavras mais caras da língua inglesa são: ‘Desta vez é diferente’” (no idioma original: “*The four most expensive words in investing are: ‘This time it’s different’*”). A consequência de se depositar confiança em quem não a corresponde, no caso de finanças, pode resultar no velho provérbio: “Um tolo e seu dinheiro logo se separam”.

Confiança não é algo que se peça: é preciso mostrar à pessoa de quem se espera confiança que ela será correspondida. O que fazemos em nossas resenhas é justamente mostrar que, àqueles que nos entregaram seus preciosos recursos para gerir, tais recursos obtêm ganhos que correspondem à confiança em nós depositada. É preciso deixar que os resultados falem por si – e isso é o que esperamos que os nossos estimados leitores/investidores encontrem no desempenho de nossos fundos. E lembrando, nosso horizonte de investimento é longo, prazo de dois a três anos, enquanto o mercado se orienta pelo próximo trimestre. Um capitão tece sua rota avaliando todos os portos até o destino, e nem sempre o caminho mais curto é o mais rápido e seguro.

Ao fim de mais uma resenha, despedimo-nos agradecendo aos quase 50 mil investidores que depositaram sua **CONFIANÇA** na Trígono. Uma vez que são eles a razão de apresentarmos tão excelentes resultados e esperamos corresponder, ou seja, uma retribuição ao que recebemos.

Muito grato,

Werner Roger, gestor; e equipe de investimentos – Shin Lai e Yuhzô Breyer.



[www.trigonocapital.com](http://www.trigonocapital.com)

Av. Chuchi Zaidan, 1550/2206-7 | 04583-110 - São Paulo - SP