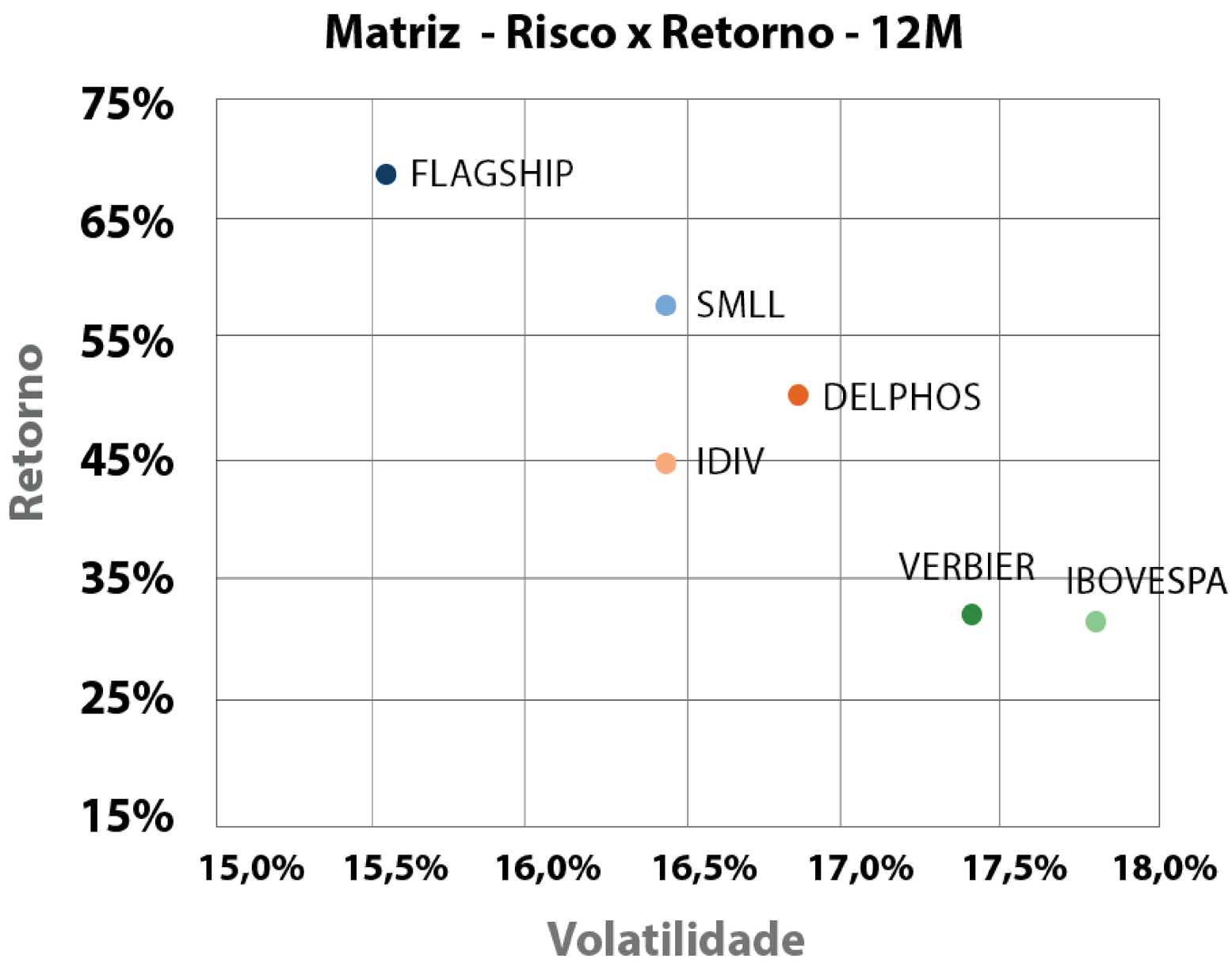
RESENHA MENSAL

DEZEMBRO 2019

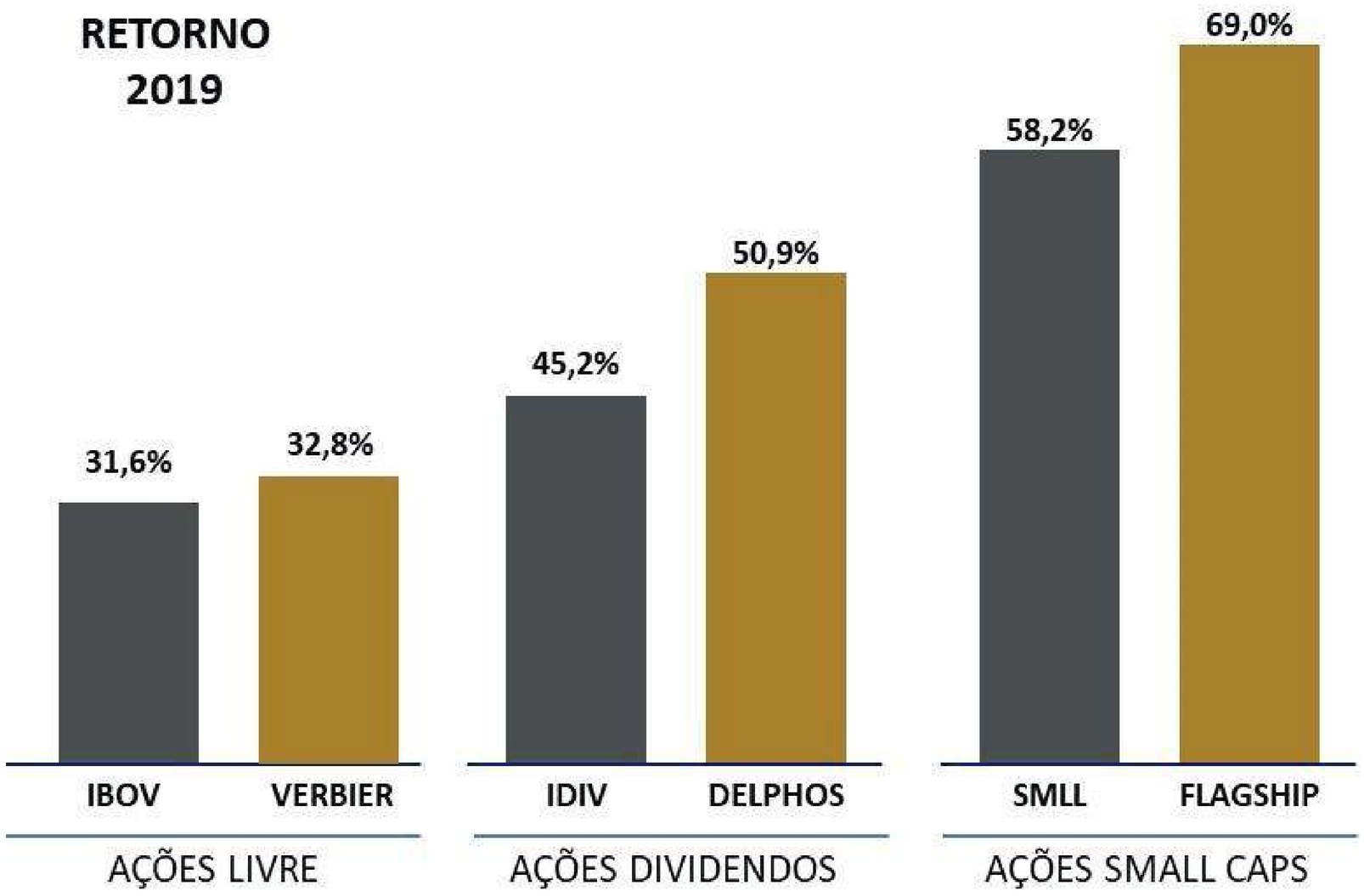
Prezado Investidor,

Não poderia estar escrevendo esta carta em melhor momento. Dezembro foi um mês singular na Trígono e, apesar do curto-prazo não significar muita coisa, foi determinante para que pudéssemos entregar a vocês, nossos investidores, mais um ano de boa rentabilidade. Tivemos algumas posições-chave que levaram nosso resultado anual para o topo da indústria, no quesito rentabilidade 2019, com menos risco, comprovado pela matriz abaixo, notadamente no Fundo Flagship Small Caps:



Tal desempenho comprova nossa metodologia e filosofia[1], além da capacidade do nosso time de gestão liderado pelo nosso CIO Werner Roger de garimpar e apostar nas melhores empresas do Bovespa. Todos os nossos fundos fecharam o ano acima dos respectivos benchmarks:

[1]Trígono de Seleção de Empresas é composto por EVA, ESG e Dividendos



Os resultados refletem nossa metodologia e processo de investimento, já descritos, inúmeras vezes, em Cartas anteriores.

Pessoalmente, terminei o ano muito feliz e com gratidão, com a sensação de ter colhido os frutos do trabalho árduo de 2019, com a contribuição essencial de todos os nossos investidores e colaboradores. No entanto, o fato mais interessante não é esse resultado isolado e exacerbado no último trimestre do ano, mas sim a frequência com que acontecimentos assim incidem nas carteiras geridas pelo meu sócio Werner, desde que o conheço, há exatos 31 anos.

Ao longo desta jornada, já presenciei vários investimentos que trouxeram retornos muito acima do mercado pelas carteiras geridas pelo então amigo e, sempre, com apostas muito diferentes em relação à outras gestoras e investidores que conheci ao longo da minha larga carreira. De cabeça, lembro de alguns nomes: AVIPAL, POLITENO, POLIALDEN, SOLORRICO, FERTIBRAS, FOSFERTIL, COPESUL, PETRÓLEO IPIRANGA, AÇOS VILLARES, CONFAB, METALURGICA BARBARÁ, RIPASA, SUZANO PETROQUIMICA, BAHIA SUL, etc. Nenhuma delas hoje em Bolsa, mas muitas sob o guarda-chuva de outros controladores listados, como Ultrapar, Braskem, Gerdau, Suzano e BR Foods. Para amargura do Werner, muitas destas empresas fecharam o capital através de OPA que não refletiam seu valor real, já que os controladores buscavam a OPA num momento favorável a eles, enquanto os minoritários, ingênuos, aceitavam. A pior de todas nestes processos de OPA, sem dúvida foi a Braskem sob a batuta da Odebrecht, cujas práticas nocivas não precisam de explicação. Werner reclamou muitas vezes na CVM, mas, sozinho, pouco pode fazer. Posteriormente, como gestor, conseguiu algumas vitórias, mas organizado com outros gestores. Desde que o conheço, ele não desiste nunca e topa uma boa briga.

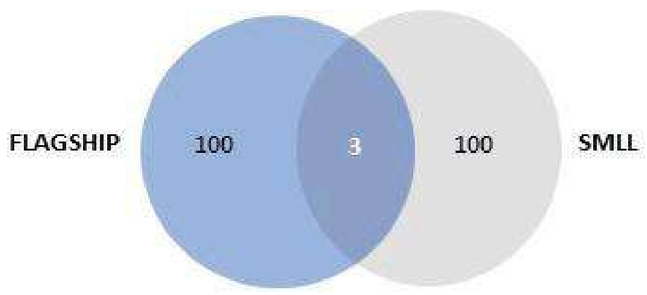
Vale lembrar que somente na Trígono já indicamos e elegemos 12 Conselheiros nas empresas de nosso portfólio e um dos principais objetivos deste engajamento é buscar o alinhamento entre minoritários e controladores (majoritários), o G do ESG!

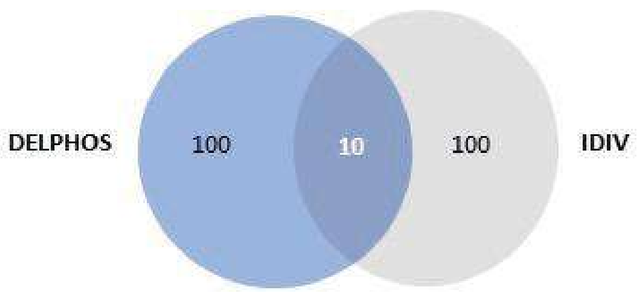
Enfim, a mensagem principal que queria deixar aqui é que nossos resultados estão consistentemente entre os top 5% da indústria de FIAs em janelas mínimas de 3 anos, justamente nosso horizonte de investimentos. Existirão momentos de curto prazo em que as carteiras estarão com desempenho abaixo dos respectivos *benchmarks*, mas o importante é sempre esclarecer que não há como prever os ruídos econômicos e/ou polí-

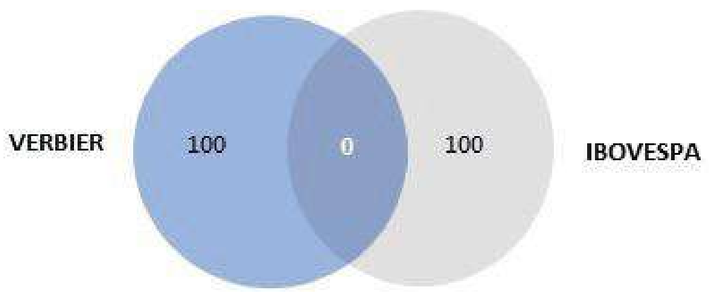
ticos que geram assimetria nos ativos de valor no longo-prazo, surgindo nestes momentos as grandes oportunidades de comprar as joias raras com desconto. Enquanto muitos acham ruim, principalmente aqueles incapazes de enxergar ao menos três anos à frente, nós aproveitamos o momento para reforçar nossas posições nas empresas em que temos as maiores convicções e que, subitamente, tornam-se ainda mais atraentes pela queda das cotações sem motivo econômico. O fato é que, assim como na natureza, a fruta vem, basta apenas esperar. Alguns colhem verde, enquanto outros deixam amadurecer no pé e desfrutam de todo seu sabor e doçura. Werner sempre comenta comigo que as maiores virtudes de um gestor são a paciência e o estômago forte para enfrentar a dor de barriga nas crises, sabendo que, como todas as dores de barriga, elas passam.[2]

Acredito que nossos fundos estão preparados e posicionados para surfar a onda da fortuna que virá durante grande parte do ano vindouro em águas brasileiras. O Brasil, uma vez mais, foi campeão mundial de surfe em 2019, e se Deus quiser, primeiro campeão olímpico em 2020. O fato é que não sou o único com esse otimismo todo. Há várias outras gestoras e players do mercado que compartilham dessa visão e cada qual saberá, ou não, usufruí-la.

Outro fato muito interessante para aqueles que querem diversificar sua posição em renda-variável entre vários gestores é como já dissemos, a baixa correlação dos nossos fundos com os outros que estão no top da indústria. Temos posições diferentes dos outros, até pelo nosso foco em *small caps*, e isso produz uma excelente fonte de diversificação com retornos consistentes. Um estudo interno mostrou que nossos fundos têm a menor correlação dentre (todos) os top 10% da indústria. Além disto, como já comentamos anteriormente, somos agnósticos aos *benchmarks*. As carteiras são construídas sem nenhuma atenção aos índices. Vide abaixo a sobreposição de cada produto com seu respectivo índice de referência:







Desejo a todos um 2020 de muita saúde física e mental. Que possamos ter paz e serenidade para cuidar de nossos negócios e de nós mesmos. Que o mundo sorria para todos e que o novo Brasil que vem sendo construído seja um dos motivos desses sorrisos. Vamos nos esforçar neste ano para reforçar nosso Trígono de alinhamento com (todos) nossos investidores e colaboradores, buscando EVA e dividendos em nossas empresas, todas adeptas e aderentes aos quesitos de ESG.

Seja muito bem-vindo 2020, tenho fé de que será melhor que 2019!

Frederico B. Mesnik
CEO

[2]Eu comecei minha carreira em 1989 e o Werner em 1982, desde então já passamos por muita turbulência: 1987 (Segunda-Feira Negra), 1994 (Peso Mexicano), 1997 (Tigres Asiáticos), 1998 (Rússia), 2000 (Internet), 2001 (Torres Gêmeas), 2002 (Argentina), 2008 (Subprime), 2010 (PIIGS).

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, mas 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

RESENHA MENSAL

PALAVRA DO GESTOR

DEZEMBRO 2019

Prezados Investidores,

Mais um ano passou e temos muito para comemorar. Todos os fundos sob gestão da Trígono superaram seus respectivos índices de referência (detalhes na seção dos Fundos). Mas o ano terminou e, para nossos investidores, o que mais interessa é o que virá pela frente. Detalharemos na seção de Estratégia como estamos nos posicionando. Embora utilizemos o princípio *bottom-up*, ou seja, focamos em empresas ao invés de selecionar setores partindo de hipóteses macroeconômicas, também realizamos uma análise de longo prazo da economia e das prioridades do ministro Guedes. Alinhada à seleção de empresas, essa estratégia deverá trazer resultados interessantes e com posicionamento muito diferente de grande parte das gestoras, quiçá único! Desta forma, acreditamos que, mesmo em suas categorias específicas, nossos fundos são bem diversificados.

No final desta carta, como sempre fazemos, traremos um tema diferente. Desta vez, considerando o momento atual que nosso país está passando, estamos transcrevendo, na íntegra e com comentários, uma carta mensal que escrevi em outubro de 2008, no coração do furacão em que os mercados estavam. Redigi a carta para estrangeiros, notadamente de Paris, Londres, Amsterdam, Zurique e Genebra, pois iria me reunir com fundos dessas cidades e esperava convence-los a investir em nosso fundo *small caps*. Foi a maior janela de oportunidade que vivi em minha carreira de 37 anos e, de fato, isso se confirmou nos anos seguintes, mas tudo que obtive foram resgates e experiência.

A carta de 2008 traz uma retrospectiva do Brasil desde que comecei minha carreira profissional, em 1982, na maior crise financeira que o país viveu, mas que, para mim, foi ótima, pois proporcionou meu primeiro emprego como *trainee* no Banco Chase Manhattan (Lar Brasileiro no Brasil naquela época, ou Lar Chase, como era conhecido). Essa carta teve muito a ver com nossa visão pessoal sobre o futuro do país. Creio que, para os mais jovens, será uma história interessante para conhecer um pouco mais da história econômica do país, o que aconteceu nos mercados à época e como a situação afetou nossos investimentos.

CONJUNTURA INTERNACIONAL

Quando os mercados calmos e os índices acionários estão batendo recordes, a grande pergunta é "E agora?". Dizem alguns que o mercado irá realizar fortemente, pois está muito esticado. Outros, mais otimistas, se justificam olhando para o acordo com a China, a melhora da economia europeia, a inflação sob controle, os juros estáveis e o crescimento dos lucros corporativos. Não vamos nos estender nem discutir crenças. Como fato novo, o presidente Trump comunicou que a assinatura da Fase 1 do acordo entre os países irá ocorrer dia 15 de janeiro, na Casa Branca. Em data ainda em aberto, Trump irá a Pequim para negociar a Fase 2. Tal fato afasta, momentaneamente, uma das principais ameaças ao comércio mundial e um dos fatores que levou à saída dos investidores internacionais dos mercados emergentes.

Em particular, a situação política e social na América do Sul ainda é vista com preocupação pelos investidores estrangeiros. Mesmo o presidente Bolsonaro é malvisto internacionalmente. Em nossa opinião, a origem militar do presidente e sua verborragia fomentaram a ira da mídia local e contaminaram a mídia internacional, que deu pouco espaço para as realizações do governo e à economia, que caminha bem, em passos lentos, mas seguros.

Devido à aversão e à desconfiança dos estrangeiros, as moedas de países sul-americanos tiveram cinco das dez maiores desvalorizações em índice com 44 países feito pelo Estadão/Broadcast, a saber: Argentina, Uruguai, Paraguai, Chile e Brasil. Venezuela é hors concours e não entra na estatística.

CONJUNTURA LOCAL

Novamente, a inflação é o indicador que mais chamou atenção em dezembro, mas agora pelo seu aumento, contrastando com indicadores nos meses anteriores. O IPCA-15 aumentou em 1,05%, ante 0,14% em novembro e 0,16% negativo em dezembro de 2018, elevando o índice acumulado no ano para 3,91%, ainda abaixo do centro da meta de 4,5%. A principal contribuição foi o grupo de Alimentos e Bebidas, com 0,63%, quase 2/3 do índice, em especial devido à elevação nos preços das carnes. Tal fato decorre do aumento das exportações de carne para a China, como reflexo da peste suína que reduziu de forma significativa a produção da carne mais consumida no país. Como consequência da maior demanda chinesa pelo substituto mais próximo da carne suína, o preço da arroba do boi subiu quase 37% entre agosto e dezembro (preço do boi gordo em São Paulo pela ESALQ/B3), enquanto o kg da carne ao consumidor subiu cerca de 45% no período. Já o IGPM apresentou elevação de 2,09% em dezembro e 7,3% no ano. Em 2018, houve aumento de 1,08% em dezembro e 7,54% no ano. O IGPM é usado em contratos de longo prazo e aluguéis e, em razão de seu caráter de indexador geral, pode contaminar outros índices. Carnes processadas ao consumidor foi o maior vilão, com 18,0% em dezembro, seguido pelo café em grãos, com 15,57%.

Embora de natureza pontual, a súbita elevação da inflação preocupa e pode significar um ponto final na queda das taxas de juros. Na última reunião do Copom, em 11 de dezembro, o comitê de política monetária do Banco Central decidiu por mais um corte da taxa Selic, de 5% para 4,5%. De julho de 2015 a outubro de 2016, a Selic permaneceu em 14,25% ao ano, ou seja, houve redução de quase 10 pontos (68%) desde então.

Expectativas de Mercado

Mediana - Agregado	2019 Há 4 semanas	2019 Há 1 semana	2019 Hoje	Comp. semanal *		Resp. **	2020 Há 4 semanas	2020 Há 1 semana	2020 Hoje
IPCA (%)	3,52	3,98	4,04	▲	(8)	123	3,60	3,60	3,61
IPCA (atualizações últimos 5 dias úteis, %)	3,61	4,15	4,17	▲	(6)	60	3,60	3,59	3,60
PIB (% de crescimento)	0,99	1,16	1,17	▲	(4)	74	2,22	2,28	2,30
Taxa de câmbio - fim de período (R$/US$)	4,10	4,10	4,10	=	(1)	105	4,01	4,10	4,08
Meta Taxa Selic - fim de período (% a.a.)	4,50	-	-				4,50	4,50	4,50
IGP-M (%)	5,52	6,58	-				4,07	4,18	4,18
Preços Administrados (%)	5,07	5,18	5,16	▼	(1)	31	4,00	3,94	3,88
Produção Industrial (% de crescimento)	-0,70	-0,72	-0,73	▼	(3)	16	2,20	2,02	2,19
Conta Corrente (US$ bilhões)	-37,00	-50,00	-51,08	▼	(16)	28	-40,00	-53,70	-54,20
Balança Comercial (US$ bilhões)	43,50	43,25	44,50	▲	(2)	29	40,00	39,00	39,40
Investimento Direto no País (US$ bilhões)	75,00	76,10	76,12	▲	(3)	28	80,00	80,00	80,00
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	56,70	56,10	56,20	▲	(1)	25	58,30	57,90	58,00
Resultado Primário (% do PIB)	-1,20	-1,10	-1,10	=	(3)	28	-1,10	-1,10	-1,10
Resultado Nominal (% do PIB)	-6,10	-6,07	-6,10	▼	(1)	22	-5,89	-5,44	-5,60

Segundo o boletim Focus, publicado dia 29 pelo Banco Central e com base em 27 de dezembro, o aumento da inflação praticamente não alterou as expectativas do mercado para as taxas de inflação e de juros de 2020.

A taxa de câmbio variou 4,2% em 2019, mantendo-se neutra em relação à inflação, embora ao longo do ano tenha apresentado muita volatilidade, chegando a bater em R$4,20/USD em outubro.

Apresentamos, a seguir, interessante tabela comparando o Credit Default Swap (CDS), que mede, segundo o mercado, a probabilidade de o país não honrar seus compromissos de dívidas nos próximos 5 anos, e o rating (nota de crédito) pela agência classificadora de risco S&P.

5 YEARS CREDIT DEFAULT SWAPS

Country	S&P Rating	5Y CDS	Var 1m	Var 6m	PD (*)	Date
India	BBB-	65.50	-6.56 %	-17.60 %	1.09 %	30 Dec
Colombia	BBB-	69.60	-19.82 %	-17.55 %	1.16 %	30 Dec
Mexico	BBB+	75.60	-14.06 %	-26.68 %	1.26 %	30 Dec
Brazil	BB-	99.10	-20.21 %	-33.76 %	1.65 %	31 Dec
Greece	BB-	113.00	-26.14 %	-57.07 %	1.88 %	31 Dec
Italy	BBB	121.90	-10.04 %	-37.93 %	2.03 %	31 Dec
South Africa	BB	157.64	-15.63 %	-2.54 %	2.63 %	30 Dec

(*) Implied probability of default, calculated on the hypothesis of a 40% recovery rate.

Embora o Brasil apresente, de acordo com o mercado, probabilidade de *default* (calote) de 1,65% nos próximos 5 anos, menor do que o risco da África do Sul e da Itália, o *rating* dado ao país pela S&P é BB-, abaixo do recebido por ambos os países. Além da melhora significativa do risco na percepção do mercado, isso demonstra a morosidade das agências em reclassificarem o rating, alegando que isso ocorre em razão do baixo crescimento do PIB. Nós acreditamos que, em breve, o Brasil recuperará o grau de investimento caracterizado pela notação BBB-, o mesmo da Colômbia e da índia, países que também apresentam descolamento entre CDS e *rating*. Em

2015, o Brasil perdeu o grau de investimento da S&P, agência que, agora em dezembro, alterou a perspectiva do rating brasileiro de estável para positiva, indicador que poderá melhorar a nota de crédito, mas que ainda precisa subir 3 níveis para alcançar o grau de investimento.

Em dezembro, a saída de recursos negociados no mercado secundário (excluindo ofertas públicas) da Bovespa chegou a R$ 5,3 bilhões, acumulando R$ 44,5 bilhões no ano, valor sem precedentes, mesmo na crise de 2008, quando houve a saída de R$ 25 bilhões. Acreditamos que boa parte desse movimento está associado à busca de proteção em relação aos riscos dos mercados emergentes, movimento conhecido como *flight to quality* (busca de qualidade), quando investidores agem de maneira defensiva e saem de mercados ou de ativos de maior risco para aqueles de menor risco. Muitos analistas e investidores acreditavam que a disputa comercial entre EUA e China iria impactar, de forma mais acentuada, países exportadores de *commodities* ou que dependem de fluxos internacionais. O Brasil está inserido nesse segmento e, ademais, os acontecimentos políticos e sociais ocorridos na América Latina no correr do ano contaminaram a visão de muitos investidores. A valorização das ações e a liquidez do nosso mercado estimularam a realização de lucros, além de proporcionar liquidez a carteiras regionais como aquelas que são dedicadas à América Latina. Esperamos que esse movimento seja revertido e que coincida com a alocação de mais recursos de investidores locais em renda variável, notadamente investidores institucionais.

Cabe ainda destacar que os brasileiros (pessoas físicas) investem pouco em bolsa de valores. Proporcionalmente, menos de 10% quando comparados aos chineses; ou seja, se chegarmos ao nível chinês, o número de pessoas físicas investindo na Bovespa poderia ser multiplicado por dez. A baixa presença de pessoas físicas na bolsa de valores é fruto das taxas de juros elevadíssimas do passado, que desestimularam investimentos em mercado de capitais. Mas tudo tem seu tempo e estamos apenas no início da jornada. Vide última seção.

ESTRATÉGIA

Fiéis ao processo e ao princípio *bottom-up*, focando nas empresas e não em setores, neste momento estamos integrando o conceito *top-down*, mas com horizonte de longo prazo, fugindo do *glamour* dos setores de varejo, tecnologia, construção e proteínas. Empresas destes setores estão entre as favoritas de gestoras de investimentos e de pessoas físicas, o que provocou aumento expressivo da liquidez e valorização das ações, levando muitas empresas a realizar emissões primárias e secundárias – para os bolsos dos controladores, enquanto o BNDES aproveitou-se do momento favorável pela venda de ações. No entanto, em nossa opinião, o valor que muitas dessas empresas atingiram, ou melhor, o preço de suas ações, ficou bem acima do razoável segundo qualquer metodologia imparcial e diligente. O Brasil deveria estar em crescimento a índices chineses para justificar o preço das ações via crescimento de algumas empresas desses setores. O que está ocorrendo, na realidade, é uma revisão dos múltiplos, afastando-os para a barra de cima em relação às médias históricas. Ademais, a taxa de desconto para a metodologia de fluxo de caixa descontado tem sido revisada para baixo, aplicando-se, também, aos investidores estrangeiros que reduzem a variável Risco Brasil. No entanto, em nosso entendimento, nada disso explica o valor de mercado de muitas empresas desses setores.

Mas vamos ao que de fato importa para os nossos investidores. Como o ministro Guedes tem reiterado, o Brasil precisa sofrer um choque no custo do gás natural e da energia elétrica. Apesar do país dispor de diversas fontes de energia – como petróleo, gás natural, biomassa, energia elétrica de fontes hídricas (60% da produção atual), eólica (a que mais tem adicionado MW à rede), fotovoltaica (a de maior potencial de crescimento), além de nuclear e, potencialmente, gás de biomassa (biogás), nossa energia elétrica é muito cara, sendo que mais de 50% do preço final está associado a impostos e incontáveis penduricalhos regulatórios. O Brasil também tem um imenso arsenal de oportunidades para produzir combustíveis limpos e renováveis, além de contribuir com a oferta de créditos de carbonos.

Desta forma, nos alinhamos com os objetivos do ministro Guedes e, ademais, investimos em empresas que contribuem para o meio ambiente. O mundo, ou melhor, alguns países europeus, acusam o Brasil de devastar a Amazônia, mas não compram créditos de carbono gerados pelo país, como deseja o ministro do meio ambiente Ricardo Salles. Ou seja, somos cobrados pelo desmatamento da Amazônia, mas nada recebemos em troca além de acusações. Apesar do esforço dos países europeus, eles ainda são grandes usuários de termoelétricas abastecidas por carvão, enquanto no Brasil essa matriz energética é ínfima e somos um grande produtor de energia renovável, como biomassa, hidrelétrica, eólica e solar, que contribuem de forma positiva para a conservação do meio ambiente.

Citaremos algumas empresas que nossos fundos investem e como contribuem com o meio ambiente:

FERBASA

A empresa necessita de carvão em sua produção de ferro-ligas (FeSi75%). Para tanto, a Ferbasa conta com 25 mil ha de florestas próprias de eucaliptos, em área total de 65 mil ha, gerando créditos de carbono. As concorrentes da Ferbasa, na China e na Europa, usam termoelétricas a carvão e coque de origem mineral, lançando grandes quantidades de CO2 na atmosfera. Além disso, a Ferbasa utiliza equipamentos de última geração (raio X) no processo de mineração de cromo para a produção da ferroligas ferro-cromo, tornando a mineração mais eficiente e reduzindo o consumo de energia dos equipamentos. Esta é uma grande vantagem da empresa e é possível graças ao tipo específico de minério (*lump*) explorado, que permite o uso de equipamentos desenhados especificamente para a Ferbasa. A empresa investiu R$ 450 milhões na aquisição de um parque de energia eólica e, atualmente, usa energia de fontes hídrica e eólica, ou seja, fontes absolutamente limpas. Para finalizar, seus depósitos de rejeitos seguem as normas ambientais mais rigorosas e sem população no entorno, risco de vazamentos ou danos ambientais.

SÃO MARTINHO

Além de produzir quase 1,2 milhões de m3 de etanol, a São Martinho vende 910 mil MW de energia elétrica de biomassa, cultiva quase 240 mil ha de canaviais com tecnologia diferenciada de propagação das mudas e de

plantio, utiliza grande parte de adubo orgânico produzido pela empresa, está concluindo projeto de controle de tráfego de toda frota de máquinas agrícolas e caminhões através de rede de comunicações própria via satélite e é pioneira no uso de colheita mecanizada, que eliminou as práticas de queimada e emissão de CO2 na atmosfera. A empresa inicia, neste ano, a venda de créditos de descarbonização (CBIOS), que serão adquiridas pelas distribuidoras de combustíveis, gerando receitas adicionais. Acreditamos que, em seu segmento, a São Martinho é a empresa número um do mundo no setor em sustentabilidade e melhores práticas ambientais. Enquanto a Europa é um dos maiores consumidores de diesel do mundo em veículos de passageiros, o Brasil é o país que mais substitui o uso de combustíveis fósseis por renováveis.

WEG

Uma das maiores empresas do mundo em seu segmento, a WEG é responsável por enorme contribuição ao Brasil – e ao mundo – através de produção de motores elétricos cada vez mais eficientes e uma série de produtos com aplicações ambientais, inclusive motores elétricos, em parceria com a VW, para caminhões leves que transitam nas cidades. A WEG também está envolvida na produção de aerogeradores e, por fim, está desenvolvendo equipamentos alimentados por biometano gerado em lixões urbanos para caminhões a gás. A WEG utiliza tecnologia de última geração em aplicações industriais e busca maximizar a eficiência energética e reduzir danos ambientais, notadamente em relação aos gases que geram efeito estufa.

METAL LEVE

Controlada pelo grupo alemão Mahle, a Metal Leve é um dos centros de desenvolvimento e tecnologia da Mahle e uma das empresas instaladas no Brasil que mais investem em inovação. Possui diversos projetos e produtos para elevar a eficiência no consumo de combustíveis, tais como monitoramento de células de com-

bustíveis, componentes de compressores sem óleo, filtros de cabine e sistema ecológico de ar condicionado com 83% de redução no consumo energético. Além disso, a empresa foi importante para o desenvolvimento dos motores *flex* e atua nas áreas de mecatrônica e de mobilidade elétrica. A Metal Leve será importante para que as montadoras cumpram seus compromissos de eficiência de consumo e redução de emissões dentro do programa de incentivo fiscal denominado Rota 2030.

DESONERAÇÃO DA FOLHA DE PAGAMENTOS

Outro ponto que destacamos é a questão do ônus que as empresas carregam, principalmente indústrias, relacionadas à folha de pagamento. O ministro Guedes exemplificou que, para cada R$4.000 de custo de folha salarial de um empregado, ele recebe apenas R$2.000, enquanto o governo e a previdência ficam com a outra metade. Caso esses encargos fossem zerados, o salário poderia subir 40%, para R$2.800, e o custo da empresa seria reduzido em 30%, trazendo enorme ganho de competitividade. Essa massa salarial adicional voltaria para o país através de poupança, consumo, aumento da construção civil, redução da inadimplência, expansão do emprego, ampliação da produção e da exportação, crescimento do PIB, etc. Tudo isso elevaria a arrecadação de impostos e compensaria, com folga, as perdas da desoneração da folha.

Diante do exposto acima, estamos posicionados – e continuaremos a nos posicionar – em empresas que irão se beneficiar de futuras medidas tomadas pelo governo, como desregulamentação setoriais, privatização e abertura para novos participantes locais e estrangeiros.

Dentro desse raciocínio, excluímos empresas glamorosas dos setores citados no início desta seção. Ademais, distribuímos nossos investimentos nos quatro fundos em empresas que participam e se beneficiam – ou que irão participar e beneficiar-se – do setor de gás natural (distribuidoras, químicas e petroquímicas, eletrointensivas), que produzem energia limpa e renovável (incluindo biomassa e energia eólica) e fabricantes de componentes para motores eficientes e menos poluentes. Também investimos em empresas concessionárias de energia e saneamento passíveis de privatização ou que se beneficiarão de novos marcos regulatórios. Empresas industriais e de *commodities* que possuem vantagens ou aplicações tecnológicas, como barreiras de entradas no setor, também fazem parte de nosso portfólio. Para finalizar, também contamos com empresas líderes em seguros e previdência, como BB Seguridade e Porto Seguro, setores que apresentam enorme potencial de crescimento e ganhos de eficiência com uso de tecnologia digital, proporcionando redução de custos e acesso a novos clientes.

Acreditamos que, num prazo de três a cinco anos, tais setores e empresas irão capturar as mudanças que o ministro Guedes pretende implementar, colocando o Brasil em outro patamar de desenvolvimento e competitividade.

Chamamos atenção para o fundo Trígono Prev 70, lançado dia 2 de setembro, que fechou o ano com a cota em 1,1651, enquanto o CDI, partindo de uma cota 1,000, estaria em 1,0169. Por questões regulatórias, apenas após seis meses podemos apresentar o folder e detalhes sobre o fundo.

Como havíamos comentado em Cartas e Resenhas anteriores, grande parte das empresas investidas pelos fundos da Trígono são pouco acompanhadas pelo mercado. Quando da divulgação de bons resultados, para surpresa geral, ou quando passam por eventos significativos – como o caso recente da Tupy, que fez uma aquisição muito importante – ou, por fim, quando distribuem dividendos relevantes, o mercado rapidamente se posiciona. Por apresentarem menor liquidez, o efeito nas cotações das ações é mais intenso. Estas são algumas explicações para os excelentes resultados de todos os fundos da Trígono em dezembro.

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

O Fundo teve desempenho positivo de 19,8% em dezembro, acumulando valorização de 69,0% no ano, ante 12,65% e 58,2%, respectivamente, do índice SMLL. Desde seu início, em 24 abril de 2018, o Fundo teve valorização de 94,4%, comparado a 62,1% do índice SMLL e 35,3% do índice Bovespa.

O setor relacionado à Indústria proporcionou a maior contribuição, com 8,84%, seguido por Logística, com 3,03%, e Consumo de Bens Duráveis, com 2,70%. Não houve ações com desempenho negativo. Atribuímos o desempenho positivo dos setores ligados à Indústria e à Logística à perspectiva de crescimento do PIB e à maior confiança dos empresários em realizar investimentos. A empresa com maior contribuição foi a Tupy (vide comentários na Resenha anterior sobre a empresa), que anunciou a aquisição de sua maior concorrente tanto no Brasil quanto no mundo, a Teksid, pertencente ao Grupo Fiat Chrysler. Esta aquisição foi excelente em todos os sentidos e seus efeitos trarão grande geração de valor à Tupy nos próximos cinco anos, prazo para capturar todas as sinergias e benefícios com o negócio. O setor de bens de consumo tem sido beneficiado pela queda na taxa de juros, boas vendas do varejo e, de maneira particular, a empresa investida anunciou um final de ano muito positivo, crescendo a dois dígitos em relação a 2018 e com boas perspectivas para 2020. Por fim, há a nossa expectativa de distribuição de dividendos relevantes com recursos da venda de uma subsidiária.

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

O Fundo teve desempenho positivo de 28,44% em dezembro, acumulando valorização de 50,85% no ano, comparado a 9,99% e 45,16%, respectivamente, do índice IDIV. Lembramos que, em maio deste ano, o Fundo alterou sua estratégia de Carteira Livre referenciada no índice Bovespa para a categoria de dividendos, tendo o índice IDIV como referência, o que prejudicou a comparação de desempenho, mas mesmo assim superando o índice de referência com boa margem.

O setor ligado a Óleo e Gás proporcionou a maior contribuição, com 10,49%, seguido pela Indústria, com 8,12% e Consumo de Bens Duráveis, com 5,50%. Atribuímos o desempenho do setor de Óleo e Gás ao investimento em concessionária estadual de distribuição de gás que fez substancial distribuição de resultados e reduziu o capital aos acionistas em R$ 3 bilhões, equivalente a 27% do valor de mercado da empresa. Embora tal fato já fosse de conhecimento público, isso era pouco conhecido, em razão da empresa ter menor liquidez e ser ignorada pelo mercado. Dessa forma, a materialização do anúncio provocou grande procura pelas suas ações. Além disso, ela anunciou novos investimentos e a obtenção de vultuoso financiamento do BNDES, em linha com a política do ministro Guedes de reduzir o preço do gás natural e estimular seu uso. No último mês, a mesma empresa foi a única com desempenho negativo e já havíamos feito um comentário a respeito na Resenha anterior, o que demonstra a grande ineficiência do mercado e como o mesmo é surpreendido por fatos que já são de conhecimento público.

Já os setores ligados à Indústria e aos Bens de Consumo Duráveis seguem a mesma explicação comentada anteriormente no fundo Flagship. Também chamamos atenção, na Resenha do mês passado, sobre nosso otimismo em relação ao fundo Delphos para dezembro, pois o mesmo busca empresas que pagam bons dividendos e, em dezembro, ocorre a antecipação de pagamento de dividendos e juros sobre o capital, que de fato ocorreu, beneficiando várias empresas que compõem nossa carteira.

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

O Fundo teve desempenho positivo de 17,23% em dezembro, acumulando valorização de 32,77% no ano, ante 6,85% e 31,58%, respectivamente, do índice Bovespa. Nos últimos doze meses, o Fundo Trigono Verbier teve valorização de 32,76%, comparado a 31,58% do índice Bovespa. Desde seu início, em agosto de 2007, como Clube de Investimentos, e, a partir de julho de 2018, como Fundo, o Verbier acumulou valorização de 540%, comparado a 116% do índice Bovespa. Nos últimos 24 meses, quando sob a gestão da Trígono – agora com taxas de administração (2%) e de performance (20%), o fundo acumulou ganho de 78,78%, comparado a 51,36% do índice Bovespa.

O setor relacionado à Indústria proporcionou a maior contribuição, com 4,92%, seguido pelo Químico, com 2,29%, e Bens de Consumo Duráveis, com 2,25%. Nenhuma empresa teve contribuição negativa. Os setores relacionados à Indústria e aos Bens de Consumo Duráveis tem a mesma explicação dos fundos Flagship e Delphos. Já o setor Químico reverteu a queda do mês anterior, quando gerou perda de 2,4%, sem nenhuma

causa particular. Essa empresa atende aos setores de tintas e plásticos, que apresentam boas perspectivas para 2020, já que estão ligados aos setores imobiliários, reforma de moradias e consumo, incluindo embalagens plásticas e calçados. Essa empresa também será beneficiada pela queda no preço do gás natural e contratou, no mercado livre, novo fornecimento de energia elétrica a preços mais baixos, sendo que tanto o gás como a energia são importantes componentes de seus custos.

CARTA DE OUTUBRO DE 2008

Como comentado na introdução desta Resenha, transcrevemos nossa Carta direcionada a investidores estrangeiros como apoio à nossa viagem de duas semanas na Europa, em 2008, quando buscávamos captar investimentos em uma época que se mostrou uma extraordinária janela de oportunidade. Em julho havíamos visitado aquele que seria nosso maior investidor, o maior fundo soberano do mundo, Norges Bank, ou seja, antes mesmo da eclosão da crise após a quebra do banco Lehman Brothers, em 15 de setembro. Ao contrário dos investidores europeus, o fundo soberano norueguês nos escolheu como primeira gestora na América Latina em dezembro de 2008 e surfou uma das maiores ondas de oportunidade para investir em bolsas de valores no Brasil.

Embora o momento seja completamente diferente, acreditamos que há nova janela de oportunidade para investidores de longo prazo. O Brasil está passando por período de amplas reformas econômicas e há a possibilidade de o capital estrangeiro voltar, com grande força, à medida que as reformas forem implementadas e os resultados das medidas econômicas aparecerem, como o crescimento do PIB e o equacionamento do déficit público pela gestão pública eficiente.

Por trás do pânico, surge uma oportunidade – Outubro de 2008

Crise é palavra mais ouvida ultimamente e afeta todos que possuem investimentos no mercado financeiro. A palavra crise origina-se do grego *krisis* (decisão) / *krinein* (decidir). De acordo com o Dicionário Aurélio, o significado da palavra seria: "estado de dúvida e incerteza; momento perigoso ou decisivo; ponto de transição entre uma época de prosperidade e outra de depressão, ou vice-versa; fase difícil, grave, na evolução das coisas, dos fatos, das ideias." Creio que todas estas definições se aplicam ao atual momento do mercado financeiro. É hora de tomarmos decisões importantes sobre nossos investimentos

Comentário atual: estávamos num momento de crise em 2008 e, atualmente, acreditamos estar em um momento de transição, indo da depressão à prosperidade.

Fazendo uso da palavra crise neste texto, voltamos um pouco na história para verificar os efeitos das crises na economia do Brasil e nas bolsas de valores. Provocamos os leitores a refletirem sobre o que se passou na economia do país nos últimos 28 anos a pensarem a respeito de seus investimentos visando o longo prazo. É este um momento de proteção ou de oportunidade de multiplicação? Esta é a nossa pergunta.

Comentário atual: a pergunta permanece, mas devemos olhar o que se passou desde 2008 para hoje. Em dólares, o índice Bovespa atingiu o pico em 30 de maio de 2008, quando alcançou 44.551 pontos; em 30/12/19, a bolsa alcançou 28.691 pontos, ou seja, ainda precisa subir 55% para voltar ao topo histórico.

Na década de 70, época que engloba o período conhecido como Milagre Econômico (1968-1973), o Brasil apresentou taxas de crescimento comparáveis às da China atual: 8,6% de crescimento médio anual do PIB entre 1971 e 1980. Em 1980, a lista das dez maiores empresas negociadas na Bovespa tinha, em conjunto, valor de mercado de US$ 9,7 bilhões, com o Banco do Brasil à frente com US$ 2,3 bilhões. Desta lista, faziam parte também as estatais Petrobras (2ª maior, com valor de US$ 2,2 bilhões), Eletrobras (3ª), CESP (4ª), CVRD (7ª) e Light (9ª), acompanhadas de dois bancos privados, Bradesco (5ª) e Itaú (6ª), e duas multi-nacionais ligadas ao setor de consumo, Souza Cruz (8ª) e Pirelli (10ª). A Brahma, atual AMBEV, era a 15ª maior, com valor de mercado de US$ 170 milhões.

Comentário atual: a lista das dez maiores possuem valor de US$ 551 bilhões, uma variação de 5.580%, ou 10,9% ao ano, de 1980 até 2019. A empresa de maior valor em 2019 é a Petrobras, alcançando US$ 101 bilhões. Entre as dez maiores por valor de mercado, seis são bancos (Itaú Unibanco/Itausa, Bradesco, BB, Santander e BTG Pactual), duas são empresas ligadas a commodities (Petrobras e Vale), uma é de consumo (Ambev) e uma é concessionária de serviços de telefonia (Telefonica).

Se considerarmos uma carteira hipotética, abrigando Banco do Brasil, Petrobras, CVRD, Eletrobras, Bradesco, Itaú e Souza Cruz, com 20% de alocação individual para as três primeiras e 10% para as demais e um investimento de US$ 10 milhões no último pregão de 1980, esta carteira teria um valor atual de mercado de US$ 560 milhões (presumindo que as ações encerrem o ano de 2008 ao preço de 30 de setembro de 2008), com ganho anual composto de 15,5% ao final de 28 anos. Se estimarmos dividendos anuais de 3% não reinvestidos na carteira, o ganho anual atinge 18,6% sobre a moeda norte-americana. Devemos ainda considerar que partimos de um ponto que pode ser considerado como pico, pois foi o último ano em que o PIB cresceu mais do que 8%. Nada mal para uma poupança de longo prazo com vistas a uma aposentadoria. Se ajustarmos o valor do dólar pela inflação norte-americana (CPI) de 154% no período, ou 3,4% ao ano, ainda assim teríamos um ganho bastante razoável, já ajustado pelo poder de compra daquela moeda. Individualmente, as ações tiveram a seguinte valorização anual em dólar, excluindo os dividendos: CVRD 20,8%, Itaú 17,9%, Petrobras 16,9%, Bradesco 16,0%, Souza Cruz 10,4% Banco do Brasil 9,7% e Eletrobras 9,1%. Citamos ainda a AMBEV/Brahma, com ganho anual de 20,7%. Podemos considerar ser esse um bom retorno para um país que passou por tantas crises, sendo que metade deste período antecedeu o Plano Real e a outra metade corresponde ao período após a estabilização da economia.

Observando Wall Street em 1980, entre as dez maiores empresas listadas na NYSE, sete eram ligadas à indústria de petróleo, acompanhadas pela IBM (com valor de US$ 40 bilhões na época e US$ 160 bilhões atualmente), ATT (3ª) e G&E (10ª). Da décima primeira à vigésima posição, encontramos mais sete empresas ligadas ao petróleo, além da GM, Eastman Kodak e Union Pacific. A Exxon era a 2ª maior empresa em valor de mercado, com US$ 37 bilhões (US$ 413 bilhões atualmente), com as 50 maiores empresas totalizando um valor de mercado de US$ 498 bilhões[1]. O maior banco, pelo critério de valor de mercado, era o BankAmerica (único da lista das 50 maiores empresas), ocupando a modesta 42ª posição, com valor de US$ 4,7 bilhões (US$ 161 bilhões atual). A gigante IBM representava 17% do PIB do Brasil da época (US$ 235 bilhões). Na NYSE, o setor petrolífero era considerado principal, com o petróleo negociado a US$ 32/barril. No Brasil, os bancos, o setor elétrico, o de consumo, além de Petrobras e a CVRD, dominavam o mercado de acordo com o critério de valor de mercado; nada muito diferente de hoje.

Comentário atual: das dez maiores empresas por valor de mercado nas bolsas de valores norte americanas, cinco estão ligadas à tecnologia (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet/Google, Facebook), complementadas por Berkshire, JP Morgan Chase, J&J, Visa e Exxon Mobil. Ou seja, três ligadas ao setor financeiro, uma de consumo e uma de petróleo. A maior é a Apple, com valor de mercado de US$ 961 bilhões, e a menor é a Exxon, com US$ 343 bilhões. A Apple representa mais de 50% do PIB do Brasil.

[1] NYSE-Fact Book 1981

Em 1980, o Brasil exportava US$ 20 bilhões e importava US$ 23 bilhões, dos quais US$ 9,4 bilhões relativos a petróleo. A venda de veículos beirava 1,2 milhões de unidades (100 mil caminhões) e a Petrobras produzia 180 mil barris de petróleo por dia. Pano de fundo: Prime Rate de 21,5% nos EUA (inflação de 12% no varejo) e Libor de 16,4%. Em 2008, o Brasil exportará mais de US$ 200 bilhões, a venda de veículos deverá superar 3 milhões de unidades e a produção de petróleo está próxima de 2 milhões de barris/dia, com o país se aproximando da autossuficiência. Ainda em 1980, a desvalorização do Cruzeiro, moeda da época, atingiu 96%, ante 110% da inflação medida pelo IGP-DI. Os investimentos em ORTNs (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional) auferiram retorno de 50%, trazendo pesadas perdas aqueles que investiram em renda fixa.

Mergulhamos na década de 80, também conhecida como Década Perdida. De 1981 a 1983, o PIB caiu cumulativamente 4,2%. A inflação anual média de 43% da década de 70 (23% de média nos cinco primeiros anos e 63% nos últimos cinco, com 110% em 1980) passou para 211% em 1983, ou seja, inflação elevada com contração do PIB, mal conhecido como estagflação, algo que assolou o mundo no início da década. Este cenário embutia ainda elevada taxa de desemprego, característica determinante para o fortalecimento dos movimentos sindicais na região do ABC, onde se concentrava a indústria automobilística. Este foi o berço do PT e do início da carreira sindical do futuro presidente Lula.

Após três anos de recessão na economia brasileira, em 1983 havia 506 companhias negociadas na Bovespa, com valor de mercado de US$ 26 bilhões. Curiosamente, o índice Bovespa teve ganho acumulado de 2.908% em 1981 e 1983, comparado a 1.045% do IGP-DI e 993% de desvalorização cambial, com o índice Bovespa proporcionando ganho em dólar de 175% neste período de crise. As ORTNs proporcionaram retorno acumulado de apenas 673%. A produção automobilística caiu para 900 mil unidades, com destaque negativo para a produção de 35 mil caminhões, ante 102 mil em 1980, sendo este um importante termômetro do nível de atividade econômica. A produção de tratores caiu de 70 mil para 36 mil unidades.

Em 1985, houve a eleição indireta de Tancredo Neves para a presidência da república em disputa com Paulo Maluf. Com a morte de Tancredo Neves antes de sua posse, o vice-presidente José Sarney assumiu o governo e implantou o Plano Cruzado, em fevereiro de 1986, que naufragou nove meses depois, quando a inflação atingiu 7,7% no mês de dezembro, ante 6,3% acumulada de março a novembro. Mais uma vez, esse Plano nos ensinou os efeitos da tentativa de se debelar a inflação através do controle de preços e não de suas causas, sendo a principal delas as contas públicas desajustadas, além da indexação geral da economia. Podemos dizer que esta foi a segunda crise da década com efeito devastador em várias empresas que sucumbiram nos anos seguintes. Apesar disso, entre 1983 e 1986, o número de empresas negociadas na Bovespa passou de 506 para 592, com um valor de mercado que atingiu US$ 42 bilhões. O índice Bovespa subiu 3.739% em três anos, comparado a 2.794% do IGP-DI, 2.137% das ORTNs e 2.431% da desvalorização cambial.

Após outras tentativas infrutíferas de se controlar a inflação e estabilizar a economia através de planos econômicos, como os Planos Bresser e Verão, tivemos a primeira eleição direta para presidente da república após o golpe militar de 1964, elegendo-se Fernando Collor de Mello em 1989, candidato filiado a um obscuro partido político (PRN). O novo governo implementou medidas econômicas conhecidas como Plano Collor I (houve depois nova tentativa, no início de 1999, com o Plano Collor II), cuja maior lembrança talvez tenha sido o confisco

da poupança. No entanto, esse plano econômico teve, como mérito, a abertura da economia para produtos importados e o início das privatizações através do Programa Nacional de Desestatização. Houve novo fracasso da política econômica e, em 2 de outubro de 1992, o impeachment do presidente, após ele ter sido acusado de corrupção. Assume então o vice-presidente Itamar Franco, que, em 1993, se defronta com nova crise, desta vez vinda do México. Ainda sob seu governo, o então ministro da Fazenda, o sociólogo Fernando Henrique Cardoso, implementou novo plano econômico, o Real, desta vez bem-sucedido. O Real se tornou o principal cabo eleitoral que o levou à presidência da República na eleição de 1994. Reeleito em 1998, FHC manteve-se no poder até 2002. Entre 1994 e 2001, duas novas crises vieram também de fora, a asiática, em 1997, e a russa, em 1998, a que se somou os ataques terroristas de 11 de setembro, em 2001. Em janeiro de 1999, nova crise, com forte ataque contra a moeda brasileira culminando com a desvalorização cambial de 30% e a adoção do câmbio flutuante pelo Banco Central.

Estamos em 2002 e surge nova crise, com intensa fuga de capitais, forte desvalorização da moeda brasileira e economistas estrangeiros que prognosticavam a quebra do país. A razão? O temor de que o candidato Lula se elegesse como sucessor do presidente FHC. Os Cavaleiros do Apocalipse quebraram a cara e, desde então, o país vem apresentando processo gradativo de recuperação econômica e social, com o presidente Lula alcançando índices de popularidade invejáveis que o levaram à reeleição em 2006, culminando com duas agências classificadoras de risco elevando o Brasil ao tão cobiçado Grau de Investimento em 2008, ponto final nesta retrospectiva de 28 anos. Passaram-se 14 anos desde o Plano Real e seus efeitos ainda repercutem na economia, com o Governo Lula mantendo os fundamentos do Plano Real, porém com novas ações no sentido de melhorar a distribuição de renda no país.

O que queremos abordar neste texto são os efeitos das crises e planos econômicos fracassados sobre as empresas e as oportunidades de investimento que surgem. Pois bem, das 101 empresas que compunham o índice Bovespa em 1983, após 25 anos, apenas 46 continuam listadas, sendo que algumas delas transformaram-se em conglomerados poderosos como a Gerdau (ex-Cosígua), Ambev (ex-Brahma) e Braskem (ex-Copene). Algumas empresas importantes da época faliram, como Engesa, Mesbla, Banco Nacional, Sharp e Varig. Outras, consideradas como de "segunda linha nobre", foram adquiridas e tiveram seu capital fechado, como Acesita e Belgo Mineira (Arcelor); Caemi e Samitri (CVRD); Cevai, Manah e Moinho Santista (Bunge). Outras empresas importantes também tiveram seu capital fechado, como Cimento Itaú, Ericsson, Pirelli, Vidraria Santa Marina e White Martins.

Mais interessante ainda é observar que, das 20 ações mais negociadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em 1985, ano que antecedeu o Plano Cruzado, restaram menos da metade: CVRD (1.), Petrobras (2.), Paranapanema (3.), Banco do Brasil (4.), Braskem (6.), Banco Itaú (15.), Aracruz (16.), Unipar (19.) e Aços Villares (20.). Entre as dez mais negociadas, merecem destaque as falidas Sharp (5.), Varig (7.) e Trorion (10a). Se ampliarmos a relação das empresas mais negociadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, em 1985, para 50, restou exatamente metade, 25 empresas.

Comentário atual: entre 2008 e 2019, a Aracruz tornou-se parte da Suzano, a Villares entrou para o Grupo Gerdau, a Paranapanema tornou-se uma small caps e a Braskem foi comprada pelo Grupo Odebrecht.

Após sucessivos planos econômicos objetivando a estabilização da economia e de crises de caráter local e internacional, o que se observou foi um processo natural de depuração. Empresas mal geridas e protegidas por uma economia fechada ou subsídios simplesmente desapareceram. Destacamos aqui o setor de informática, que teve seu momento de glória nos anos 80, citando alguns nomes como ABC XTAL, Edisa, Elebra, Flexdisk, Matec, Modata, Microlab, Microtec, Itautec, Polymax, Racimec e Sid Informática, entre outros, restando apenas a Itautec, que contou com o suporte financeiro e comercial do Grupo Itaúsa. Alguns bancos brasileiros de grande porte, como Bamerindus, Comind, Econômico e Nacional, e outros de menor porte, como Auxiliar, Maisonave e Sul Brasileiro, também sucumbiram.

A história e a análise das empresas nos ensinam que, nas crises, empresas bem geridas e com sólida estrutura de capital foram vencedoras e aproveitaram a oportunidade para ampliar ainda mais sua presença no mercado. Empresas mal geridas, que dependiam de subsídios ou que eram protegidas pela economia fechada, situação que se manteve até o final dos anos 80, desapareceram. Outro exemplo é o setor de transportes aéreos, então representado pela Transbrasil, TAM, Vasp e Varig, restando apenas a TAM, que cresceu, inicialmente, ao ocupar o nicho específico de mercado de voos regionais, além de contar com a competência do Comandante Rolim. A incompetência, a competição nas linhas internacionais e a ingestão do governo no setor foram fatais.

Remetendo ao início deste texto, assim como em nossa vida pessoal, é na crise que temos que tomar as decisões mais importantes em relação aos nossos investimentos. A história e os dados aqui relatados nos ensinam que, mesmo após sucessivas crises e com o Brasil tendo sua economia estabilizada apenas na metade dos últimos 28 anos, investimentos em empresas sólidas trouxeram ganhos substanciais no longo prazo. Investimentos em momento de euforia, como aqueles feitos em empresas que recentemente abriram seu capital, em 2006 e 2007, podem ser desastrosos para o investidor incauto. Estas empresas, de forma geral, foram negociadas com múltiplos de mercado muito acima de empresas tradicionais que se provaram vencedoras nas diversas crises, enquanto algumas das novatas simplesmente venderam planos de negócios.

Comentário atual: a recente euforia do mercado nos remete ao passado. IPOs com valores muito acima de empresas listadas e conhecidas, mercado pagando preços sem qualquer relação ao valor intrínseco e sobrevalorizando setores glamorosos. Investidores incentivados por recomendações generosas das corretoras ligadas a bancos de investimentos com interesses comerciais nas empresas levam incautos e novatos a seguirem cegamente tais recomendações. Este ambiente se repete sempre que o mercado perde a racionalidade e a euforia prevalece.

SUMARIZANDO:

- O crescimento dos anos 70, produzido de forma artificial, deixou-nos, como legado, a maior dívida externa do mundo, duas moratórias, o maior déficit em conta corrente, um dos maiores déficits públicos em relação ao PIB e uma das maiores inflações do mundo no decorrer de quase quinze anos seguintes;
- O Brasil provou no longo prazo que é maior que a crise;
- Em cada crise surgem oportunidades de comprar ativos a preços atraentes;
- Ao abraçar as oportunidades surgidas nas crises, empresas sólidas transformaram-se em grandes conglomerados, enquanto empresas mal geridas desapareceram;
- Uma carteira de ações com empresas sólidas traz retorno consistente no longo prazo;
- Movimentos de manada – venda da crise e compra na euforia-, trazem resultados inversos ao esperado;
- Investimentos de renda fixa em emissores privados (bancos e empresas não financeiras) e em títulos públicos estão sujeitos a risco de contraparte (quebra do emissor) e rendimentos abaixo da inflação, conforme nos ensina a história econômica do Brasil e a atual crise financeira nos Estados Unidos, repercutindo-se em quase todos os mercados financeiros;
- O Brasil possui estabilidade política e condições econômicas favoráveis jamais vistas na história recente, apesar de ter uma das maiores taxas de juros reais do mundo. O país caminha num processo gradativo de me-

lhora na distribuição de renda, possui autossuficiência energética e é um dos poucos países com possibilidade de aumentar a oferta de alimentos e biocombustíveis, sem falar do potencial da indústria petrolífera. Ainda temos, no entanto, inúmeros problemas e deficiências. O momento é de crise financeira mundial, mas acreditamos que surge mais uma janela de oportunidades de se ganhar com a crise e cabe a cada um de nós tomar as decisões.

Comentário atual: A racionalidade econômica que acompanhou o Brasil até cerca de 2011 foi substituída pela "Nova Matriz Econômica", plantada quando Dilma Rousseff e Guido Mantega tornaram-se ministros durante o governo Lula, mas que frutificou após a eleição de Dilma à presidência, em 2011, e que deixou um legado de desaceleração do PIB, grandes problemas macroeconômicos e desequilíbrio nas contas públicas. O atual governo, principalmente através do ministro Guedes, busca corrigir o desconcerto causado pela falta de reformas econômicas de vulto desde 2011. O momento não é de crise, mas a janela de oportunidade mais uma vez se abriu. Esperamos que os frutos das atuais reformas reestabeleçam o potencial de crescimento do Brasil. As reformas, no entanto, não estão apenas sob o comando do ministro Guedes, mas devem passar pelo crivo Legislativo e pelo Judiciário, exemplificando que, no estado de direito, o Executivo não pode tudo, devendo apreender a navegar pela política brasileira. O ano de 2019 foi de grande aprendizado ao ministro, que agora deve nadar com mais desenvoltura nas revoltas águas do mar político de Brasília.

SPQR (Senātus Populusque Rōmānus)

Se me permitem uma analogia, um dos melhores livros que li nos últimos anos tem o título SPQR – da historiadora Mary Beard, professora em Cambridge (mesma universidade de Keynes – vide nossa carta de outubro)-, que muito agradavelmente nos conta a história de Roma. SPQR (*Senātus Populusque Rōmānus*) significa "O Senado e o Povo de Roma", frase que Beard representa o poder do povo para o povo, ideia que inspirou quase todas as nações do mundo. No Brasil, os três poderes possuem a chave para a transformação. No campo econômico, o poder Executivo decifrou a fechadura e desenhou a chave. O Legislativo deverá autorizar a introdução da chave na fechadura e, o Judiciário, fiscalizar o correto uso. Podemos chamar, por analogia, este momento como TPPB – Três Poderes e o Povo Brasileiro.

Atenciosamente e muito grato pela confiança.

Werner Roger
CIO e gestor

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, mas 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