

RESENHA MENSAL

CARTA DO CEO
FEVEREIRO 2020

Prezado investidor,

Há no Brasil a máxima de que, no país, o ano só começa depois do carnaval. Neste 2020 bissexto não foi muito diferente: nada andou muito até meados de fevereiro, nem nos mercados nem no Congresso. Aqui na Trígono, no entanto, começamos a todo vapor. Em apenas dois meses, nossos ativos sob gestão saltaram de R\$ 147 milhões para R\$ 318 milhões. Uma parte pela valorização dos fundos, mas o grande salto veio de 8.300 novos investidores dos mais diversos canais, somando 11.189 cotistas em nossos produtos no fim de fevereiro.

Mercados otimistas em alta, refletindo a nova realidade brasileira de juros estruturais em patamares normais que trouxe um ar de fortuna, principalmente àqueles recém-chegados ao mundo da renda variável; muito investidor novo, com pouca experiência, surfando a bonança do Bovespa. Aí veio a ameaça do coronavírus, logo na segunda-feira de carnaval, com os mercados locais fechados, acumulando o *stress* internacional até a abertura aqui, às 13h00 da quarta-feira de cinzas; momento apreensivo e bolsa testando os nervos, principalmente dos novatos. Aqui, sentimos um pouco com resgates espalhados, mas nada que assustasse.

Fiquei com a impressão de que a profusão de informações hoje, dada a capilaridade digital por influenciadores e outros canais de informação, orientaram, de certa forma, os mais novatos a pensarem no longo prazo e/ou aproveitarem os momentos de *stress* para aumentar suas posições. Muitos de nossos investidores entraram em contato conosco com este propósito.

De qualquer forma, o tema coronavírus e seus desdobramentos ainda não está resolvido e não descartamos momentos de tensão à frente, nos mercados. Se houver, saberemos distinguir aqueles que são realmente investidores de longo prazo e agem com a cabeça daqueles que decidem com o estômago e costumeiramente perdem dinheiro.

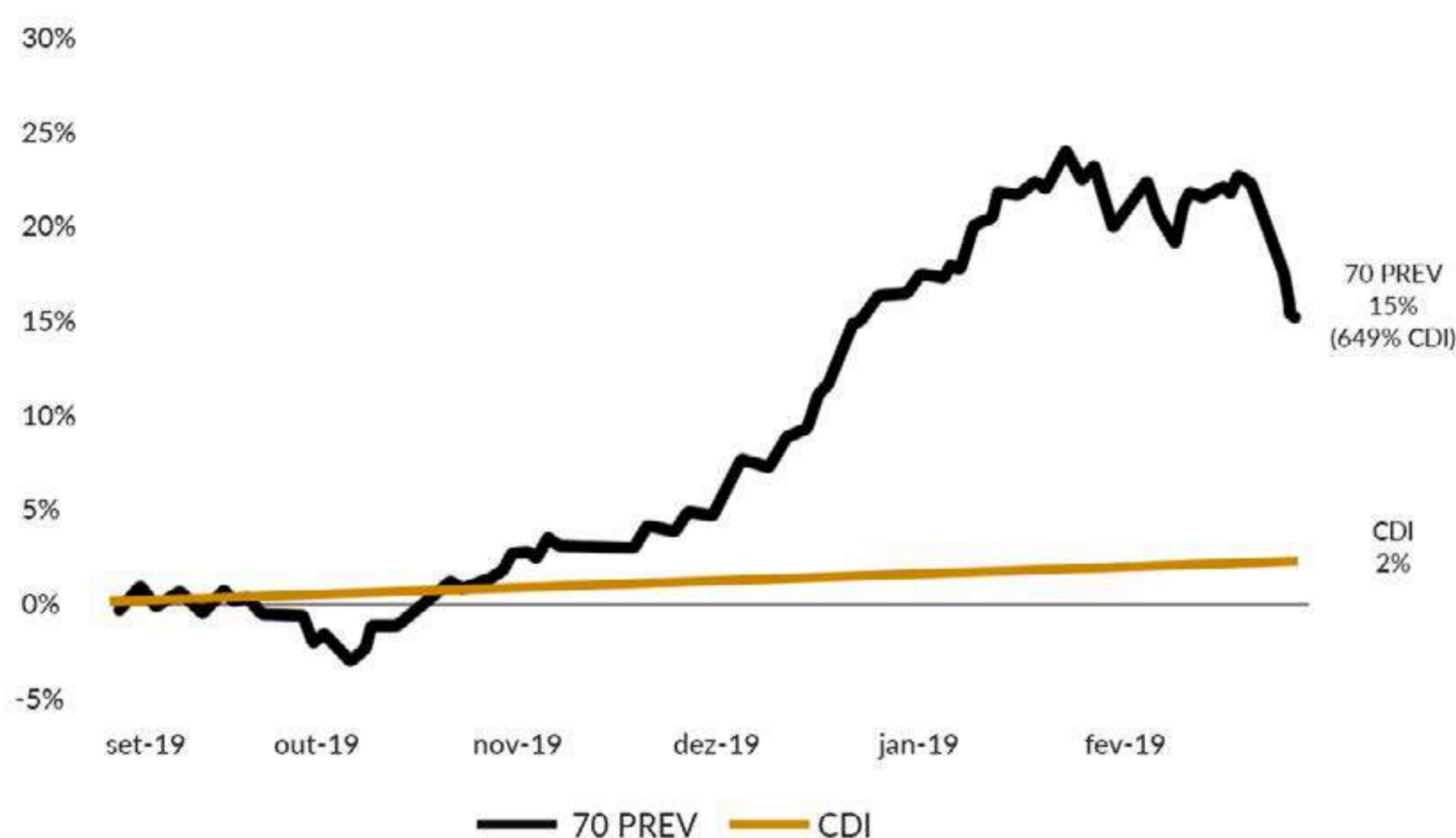
Nossos fundos sofreram com as quedas, mas fechamos o mês com bem menos perdas do que os respectivos *benchmarks*. Abaixo as rentabilidades do mês e do ano:

	FEV 2020		ANO	
	Fundo	Bench	Fundo	Bench
TRÍGONO VERBIER (IBOV)	-1,28%	-8,43%	3,54%	-9,92%
TRÍGONO FLAGSHIP (SMLL)	-4,35%	-8,27%	2,70%	-7,86%
TRÍGONO DELPHOS (IDIV)	-5,35%	-6,18%	1,28%	-7,66%

Importante lembrar que nosso Trígono Flagship, versão D30, fechou dia 5 de março para novas captações e novos aportes só poderão ser feitos no novo Flagship D60, que é exatamente o mesmo produto com prazo de resgate maior, o que de alguma maneira vai afugentar os investidores que operam e pensam no curto prazo.

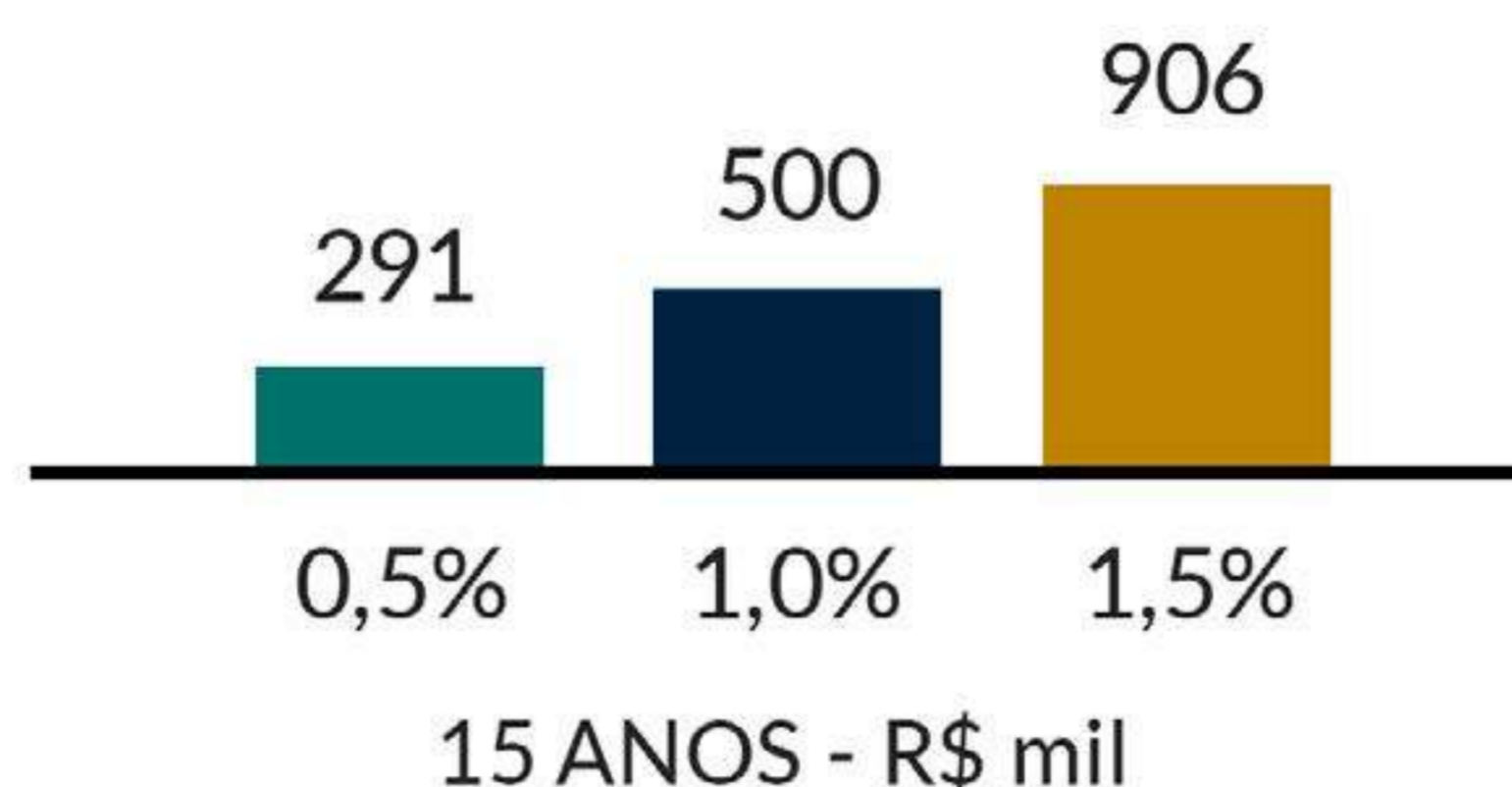
Em se tratando de longo prazo, nosso Trígono 70 PREV acaba de completar seis meses de vida e podemos agora divulgar os resultados. Este fundo é distribuído exclusivamente pela seguradora do BTG Pactual, com aportes mínimos de R\$ 1.000 (PGBL e VGBL) e total portabilidade de outros planos. É um produto para investidores em geral com prazo de resgate em nove dias e *benchmark* CDI. Ações compõem 70% de sua carteira, aqui alguma sobreposição com os outros fundos, mas adequando a liquidez com empresas maiores. Os outros 30% são direcionados a títulos de renda fixa, no momento títulos públicos pós-fixados, mas podemos incluir crédito privado sempre que nosso gestor enxergar oportunidades interessantes que justifiquem o prêmio.

Em seis meses o fundo rendeu 15%, ou 649% do CDI, como se vê abaixo, sofrendo na reta final devido às variações recentes de mercado.



Como todo produto de Previdência, o foco é no longuíssimo prazo – ao menos 15 anos. A diferença na aposentadoria é brutal se a gente fizer uma simples simulação de juros compostos ao longo deste prazo. Veja, por exemplo, o valor que pode ser resgatado depois de 15 anos, se o investidor aplicar o mínimo de R\$ 1.000 todo mês num fundo que rende CDI ou levemente acima disto (no nosso exemplo renderia 0,5% ao mês), em comparação com um produto de previdência que rende 1,0% ou até 1,5% ao mês, com exposição em renda variável, como o nosso:

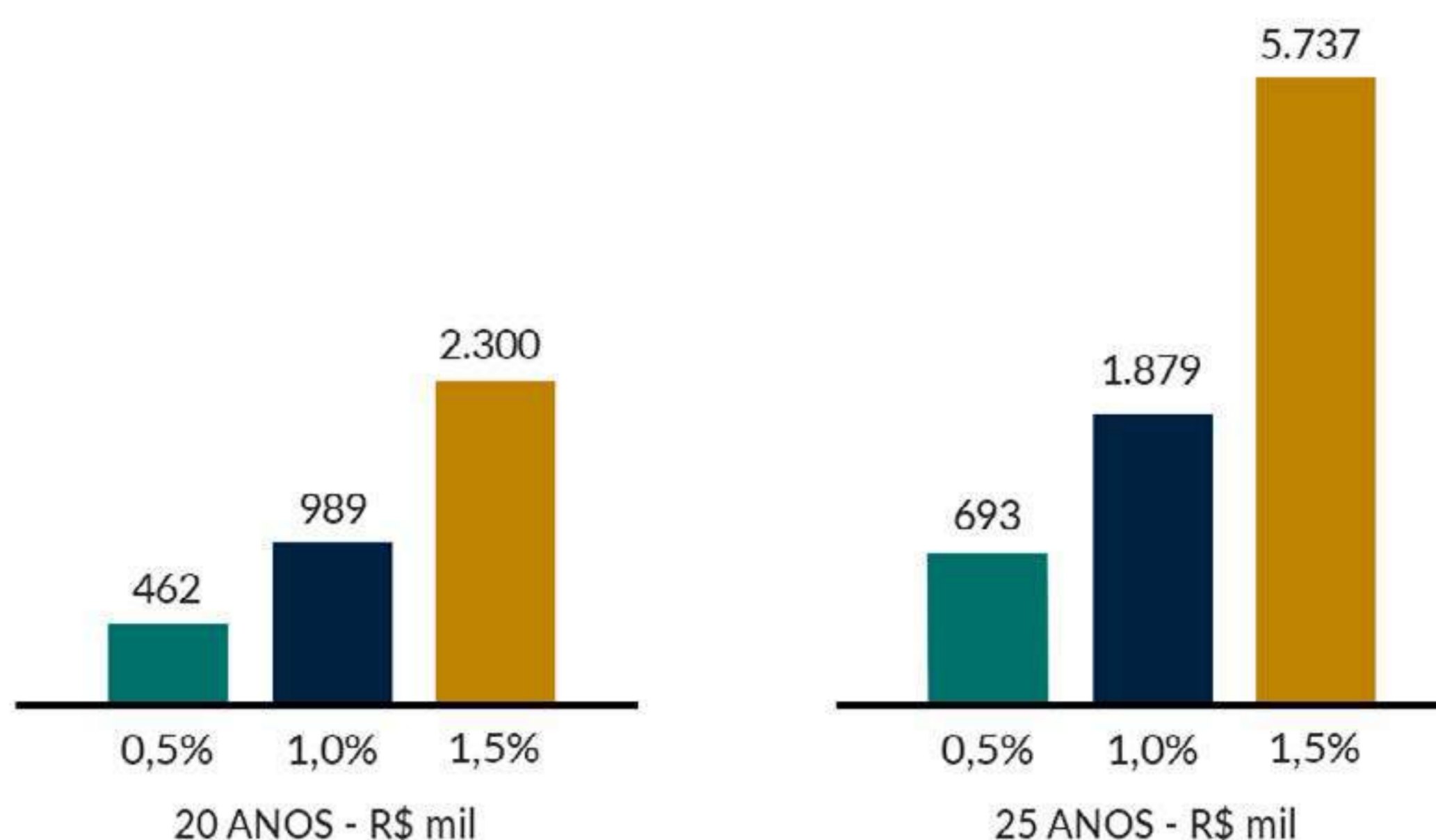
VALOR ESPERADO DA APOSENTADORIA DADO NÍVEL DE RENTABILIDADE MENSAL



Em 15 anos, quem aplica R\$ 1.000/mês num fundo puro de renda fixa tem uma aposentadoria esperada de R\$ 291 mil, contrastando com um potencial de R\$ 500 mil ou até 906 mil para aquele que teve sua previdência dominada por ativos de renda variável.

Se o horizonte de investimento for mais amplo, como 20 ou até 25 anos, a diferença esperada para uma previdência pura de renda fixa para uma que tem larga parte na bolsa é gritante. Veja abaixo:

VALOR ESPERADO DA APOSENTADORIA DADO NÍVEL DE RENTABILIDADE MENSAL



A mensagem é simples: no curto prazo, não controlamos os impactos que afetam a bolsa, como o coronavírus hoje, porém, no longo prazo, qualquer problema se dilui e os fundamentos prevalecem. Não há, na nossa visão, motivo para ter um plano de aposentadoria que não assuma “risco” de bolsa.

Começamos o mês de março ainda sem visibilidade sobre os efeitos reais desta epidemia nas atividades e nos mercados. Os governos devem agir para estimular suas economias e em breve devemos começar a ver uma diminuição de novos casos e de contaminação. Este vírus é muito menos letal que outros e, apesar da sua fácil transmissão, não deve tornar-se algo pandêmico. Não sabemos quando os mercados acalmam e retomam sua direção de crescimento, mas no nosso cenário esta crise tem data para terminar, como todas as outras de natureza viral. Até lá, respiremos fundo e aproveitemos os momentos de baixa para comprar mais barato.

Agradecemos a confiança depositada em nossos trabalhos. Sabemos que o mundo anda nervoso com este novo surto e estamos aqui para atendê-los.

Atenciosamente,

Frederico B. Mesnik
CEO

O objetivo desta carta é divulgar informações e não tem o propósito de ofertar a venda dos fundos sob gestão da Trígono Capital. Esta carta expressa opiniões da Trígono Capital até a presente data, as quais podem mudar futuramente, sem obrigação de aviso prévio a qualquer momento. Rentabilidades passadas não representam garantia de rentabilidades futuras. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito. Os investidores devem ler o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento dos fundos antes de investir.



www.trigonocapital.com

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

RESENHA MENSAL

PALAVRA DO GESTOR
FEVEREIRO 2020

Prezados investidores,

Abrimos esta resenha com a frase usada para fechar a Introdução da edição de janeiro:

“O pânico e seus efeitos podem ser maiores do que aquilo que os causa.”

No tempo que você, estimado leitor, tiver levado para ler este texto, muitas informações novas a respeito do coronavírus terão circulado. Em tempos de comunicação imediata, proporcionada por internet, redes sociais e aplicativos de troca de mensagens, a informação propaga-se em velocidade e escala maiores que as desenvolvidas pelo próprio vírus.

Por isso, não é o caso de tentarmos acompanhar em tempo real essa propagação (a da informação sobre o vírus, não a do próprio), o que não só não seria possível como custaria seu precioso tempo. Apenas deixamos aqui o convite àqueles que não tiveram ocasião de ler a edição passada: que a leiam (o leitor a encontra facilmente em nosso site, www.trigonocapital.com, na aba de Conteúdos, na área Saiba Mais). Recomendo uma leitura atenta da parte final do texto, na qual relatamos a experiência profissional que vivemos em 2008, quando a economia global entrou em profunda crise. Leia também (se não o fez) a Carta, com o título *Por trás do pânico, surge uma oportunidade*.

Ainda na aba de Conteúdos, incluiremos vídeos e textos com material informativo a respeito dos fundos relevante para nossos investidores e comentários atualizados quando for necessário. Queremos a máxima transparência possível quanto à gestão dos fundos, à nossa visão conjuntural e à estratégia de investimentos.

Na seção Estratégia e na seção final desta resenha – sempre reservada para um tema livre – o leitor encontrará nosso posicionamento na gestão dos fundos e uma interessante abordagem a respeito do “Senhor Mercado”, válida para todos nós, investidores brasileiros, do pequeno poupador ao grande capitalista.

Nossa grande preocupação, na questão do coronavírus, é a propagação da doença na África e em países em desenvolvimento de outros continentes: nações mais desenvolvidas contam com recursos e tecnologia médica suficientes para dar combate à doença, mas as populações de nações pobres sofreriam intensamente. Já acometidos pelas tragédias da desnutrição, da falta de condições sanitárias e hospitalares mínimas e de precaríssimas situações econômicas, esses países sentiriam o avanço da epidemia de modo muito mais intenso, e isso se traduziria em altos índices de letalidade.

Talvez a única boa notícia na prevenção do vírus, até onde se sabe agora, seja a sua susceptibilidade ao calor: ele não resiste a temperaturas acima de 26°C e por mais de nove horas no ambiente. O clima quente e a insolação são desfavoráveis ao vírus – que, a exemplo de outros tipos de gripe, se propaga principalmente no inverno em condições de baixa temperatura e pouca incidência de raios ultravioleta.

Desejamos a todos uma excelente leitura.

Passado um mês da resenha anterior, o tema coronavírus continua nas principais manchetes em todas as mídias, e seus efeitos têm reflexos nos mercados financeiros e na vida pessoal de quase todos os habitantes do planeta. Mas, como comentado acima na Introdução, não vamos estender-nos neste tema, pois a informação de última hora neste exato instante pode bem ser (e muito provavelmente será) a notícia velha de amanhã.

Os mercados financeiros reagiram da forma esperada e como adiantado em nossa resenha anterior: houve forte queda nas bolsas de valores, fortalecimento do dólar, fuga de capitais de mercados considerados de maior risco (basicamente países emergentes), redução drástica na atividade econômica na China etc.



O governo chinês tomou medidas preventivas e reativas (consideradas mesmo drásticas demais por alguns), como isolar cidades, restringir a circulação e o uso de transportes públicos ou de cargas e uma série de outras. Sendo o que é o sistema de governo da China, o país dispõe de instrumentos para fomentar a atividade econômica com rapidez, recuperar e normalizar a produção. A queda no número de novos casos e a rápida recuperação da saúde dos infectados são indicadores positivos – lembrando que potencialmente 140 mil indivíduos infectados na China representam um irrisório 0,01% da população do país (uma pessoa em 10 mil habitantes) e que uma letalidade de 3% representa uma morte em cada 300 mil habitantes.

Com esses números em tela, cabe aqui comentar um triste traço cultural da mídia nacional: a pouca (mínima) atenção que se dá à criminalidade e a doenças controláveis dentro do Brasil – que fica ainda mais evidente pela cobertura que nossos veículos de imprensa fazem da epidemia de coronavírus. Afinal, considere, apenas para comparação com os dados chineses mencionados logo acima: o Brasil registrou oficialmente 32 assassinatos por 100 mil habitantes em 2017 (ou seja: quase 100 por 300 mil habitantes), para nem mencionar indicadores sobre dengue, febre amarela e outras doenças em nosso território, como o sarampo. No ano passado como um todo, o Estado de São Paulo teve notificados 17,5 mil casos de sarampo, com 14 mortes; a epidemia dessa doença já dura dois anos, e uma criança já morreu em 2020. Mas a mídia brasileira centra esforços no que se passa no resto do mundo e esquece de olhar para dentro.

O que nos preocupa mais em relação à China é a quebra momentânea em algumas cadeias de produção, que afeta várias indústrias e produtos. Mas informações que nos chegam enquanto este texto é escrito dão conta de que diversas fábricas e pontos comerciais, como redes de alimentação, veem suas atividades serem normalizadas aos poucos. Resta-nos observar o desenrolar dos abalos causados na economia mundial e aguardar o efeito normalizador do tempo.

Destacamos uma vez mais as eleições americanas. O presidente Donald Trump (EUA) sempre contou com a boa atividade econômica do país como seu principal cabo eleitoral, ignorando o legado benigno herdado de seu antecessor Barack Obama. Trump é um crítico contumaz dos dirigentes do FED (Federal Reserve, o Banco Central norte-americano), que, na sua visão, mantém os juros elevados. A taxa atual de 1,75% do FED Fund

Rate está no topo do intervalo de 1,5% a 1,75% determinado na reunião de janeiro (com indicação de que ficaria nesse patamar até o fim do ano). No entanto, o presidente do banco, Jerome Powell, comentou que poderia relaxar a taxa, caso se observe uma queda na atividade econômica do país relacionada ao coronavírus. O gráfico abaixo ilustra a taxa de juros básica – FED Fund Rate – desde 1955. Hoje, está em níveis historicamente baixos.



Fonte: Federal Reserve.

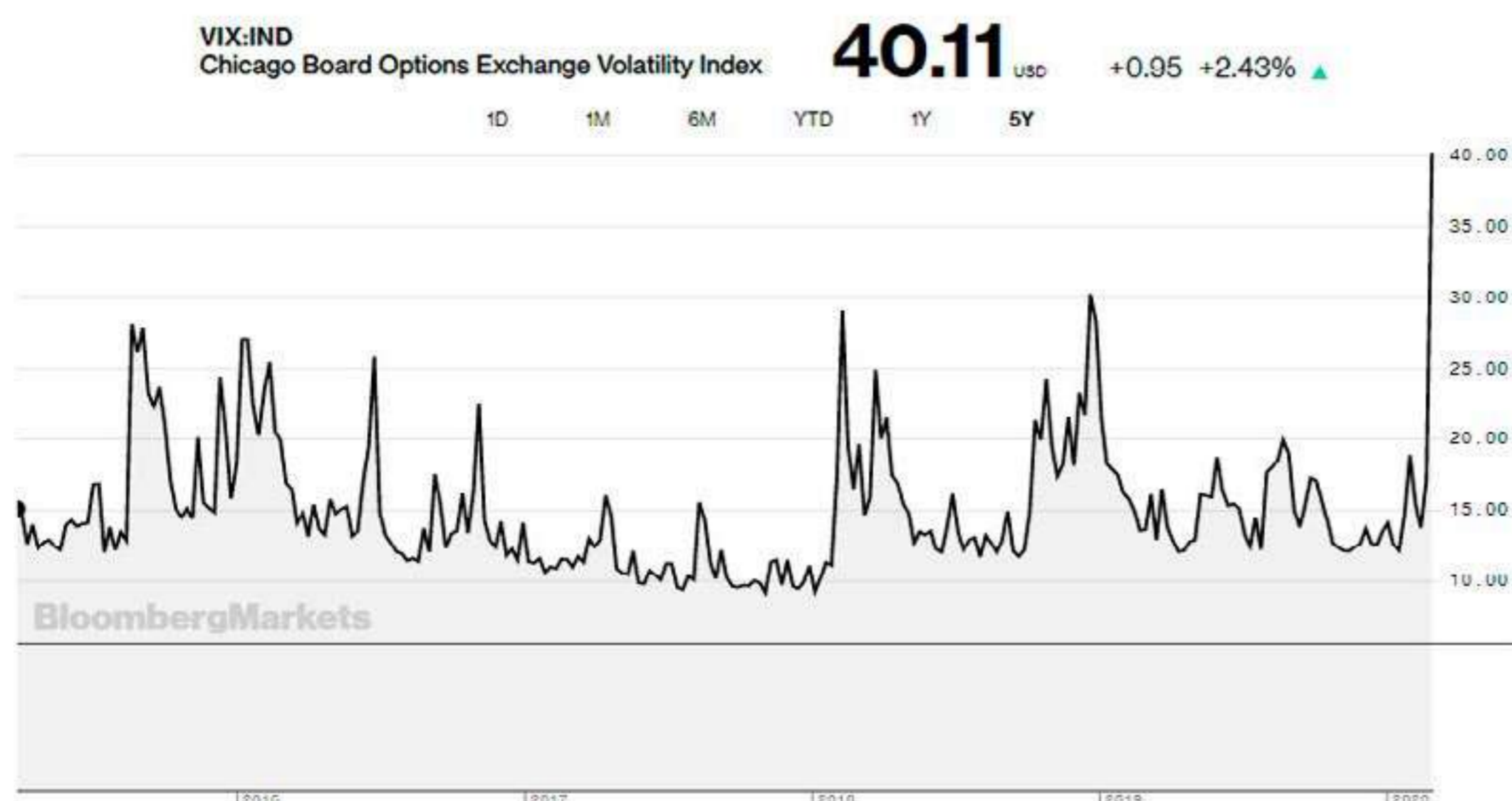
As áreas em cinza refletem períodos de recessão (queda de dois trimestres consecutivos do PIB).

Para enfrentar o atual presidente nas eleições deste ano, o Partido Democrata se digladiou, com Bernie Sanders como nome forte. O candidato a candidato, no entanto, faz cartaz de sua orientação socialista, que nos parece algo pouco palatável para o eleitor americano de perfil conservador. Acreditamos que o principal rival de Trump é Joe Biden, ex-vice-presidente de Barack Obama.

Em relação às demais regiões importantes economicamente, Japão e Europa possuem pouca capacidade de manobra para reduzir juros e estimular a economia. Isso incentiva a busca do dólar como moeda de proteção, com o efeito colateral de valorizar a divisa americana perante as demais moedas. Por outro lado, a forte queda nos preços do petróleo e outras *commodities* trazem como contrapartida um alívio na inflação, que, por sua vez, permite uma redução nas taxas de juros pelas autoridades monetárias.

Como reflexo das incertezas e tendo como principal catalisador a notícia de que o coronavírus chegou à Europa, principalmente à Itália, o índice S&P 500 (o principal indicador da NYSE, a Bolsa de Valores de Nova York) caiu 11,4% na última semana do mês. Foi o pior desempenho semanal no indicador desde a crise de 2008; a queda acumulada no ano chegou a 8,56% (mas ainda há ganho de 7,44% no acumulado dos últimos 12 meses). O índice DXY, que reflete a variação do dólar em relação a uma cesta de dez moedas estrangeiras dos principais parceiros comerciais dos EUA, acumulou valorização de 1,81% no ano (até 28 de fevereiro), refletindo a busca por proteção na moeda norte-americana.

Para finalizar esta seção, exibimos a seguir o gráfico do índice VIX:



Este índice, popularmente conhecido como “índice do medo”, tem uma metodologia de cálculo complexa e busca mostrar a expectativa de volatilidade do índice S&P 500 para os próximos 30 dias (com divulgação em tempo real). Quanto maior o índice, teoricamente, maiores são as incertezas do mercado a respeito do comportamento dos preços das ações que compõe o S&P 500. Como a volatilidade é um indicador de risco, quanto maior a volatilidade, mais acentuada é a percepção de risco pelo mercado.

CONJUNTURA LOCAL

Em que pesem tantas incertezas vindas do exterior, no lado doméstico podemos brindar uma vez mais: são boas as notícias associadas a inflação, contas públicas e desemprego.

Dando sequência aos efeitos indiretos do coronavírus, a Petrobras reduziu em 5% os preços do óleo diesel e em 4% os da gasolina, no último dia de fevereiro, adequando-se às quedas de 14,6% no preço do petróleo tipo Brent em fevereiro, e de 25% neste ano. Os índices de inflação refletirão a queda nos preços dos combustíveis em março. Ainda sobre inflação, o IGPM (referência para reajuste de aluguéis, tarifas, assinaturas e contratos) apresentou leve retração de 0,04% em fevereiro, com alta acumulada de 0,44% no ano, e de 6,82% nos últimos 12 meses. O principal componente do índice são preços do atacado, que, por sua vez, sofrem influência das *commodities* e de matérias-primas.

O IPCA-15 (que reflete o preço ao consumidor) subiu 0,22% em fevereiro – menor avanço para o mês desde o Plano Real, acumulando alta de 0,93% no ano e de 4,21% em 12 meses. A queda nos preços dos combustíveis e alimentos (estes influenciados principalmente pela carne) deverá ser sentida no IPCA de fevereiro (no mesmo mês de 2019, houve alta de 0,43% e em março, de 0,75%), reduzindo o acumulado de 12 meses (4,31% de fev/19 a jan/20). Em contraposição, o dólar valorizou-se 5,1% em fevereiro e acumula alta de 12% neste ano e de 20,3% em 12 meses.

Mesmo diante da pressão da moeda, a queda no preço das *commodities* compensou por fim o efeito da desvalorização do real. Desta forma (e tendo em vista previsões de redução na taxa de crescimento do PIB em 2020), acreditamos que o Banco Central poderá promover novo corte na taxa Selic na chamada “Super Quarta” – o próximo dia 18, quando ocorrem a reunião do COPOM (Comitê de Política Monetária) do BC e a do FOMC (o Comitê Federal de Mercado Aberto, equivalente ao COPOM) do FED. A reunião americana acontece antes, e seu resultado pode acabar influenciando os formuladores da política monetária brasileira.

Seguindo com as boas notícias, em janeiro o IBGE divulgou a criação de 504 mil postos de trabalho, acumulando 1,86 milhão de pessoas ocupadas com carteira assinada nos últimos três meses. Ainda há 11,9 milhões de pessoas em busca de emprego, mas, considerados como parcela da população brasileira, equivalem a 11,2% do total (menos que os 12% de janeiro do ano passado). Tal contingente de desempregados, no entanto, evidencia a necessidade de o país voltar a crescer de forma vigorosa e consistente e a ainda mais premente necessidade de acelerar a aprovação das reformas administrativa e tributária, de reduzir o papel do estado na economia via privatizações e de atrair capital estrangeiro para investimentos (principalmente em infraestrutura).

Em relação às contas públicas, o governo central (Tesouro Nacional, Banco Central e Previdência Social) registrou superávit primário (que exclui despesas de financiamento da dívida pública) de R\$ 44,1 bilhões em janeiro, o melhor resultado para o mês desde o início da série, em 1997. O resultado representa 7,1% do PIB (contra 5,2% em janeiro de 2019); ainda assim, o déficit da Previdência Social continuou a subir, atingindo R\$ 15,4 bilhões (11,6% acima dos R\$ 13,8 bilhões de um ano antes). Em janeiro, o estoque da dívida pública



caiu 0,45%, para R\$ 4,23 trilhões, mediante o resgate de R\$ 58,6 bilhões de títulos públicos.

Já o Banco Central alterou regras relacionadas a depósitos compulsórios dos bancos, o que pode levar a uma injeção de R\$ 135 bilhões na economia a partir de março. Existe ainda um estoque de R\$ 450 bilhões destes depósitos que poderiam ser liberados gradualmente.

Em relação ao comportamento do câmbio, somos da opinião que a desvalorização do real deverá persistir, de balde as intervenções do Banco Central no mercado, que na prática se demonstraram inúteis: funcionam por poucos dias, mas esse movimento de fortalecimento do dólar é global. A interferência no mercado só acaba por acelerar a remessa de divisas, ou o *hedge*: os agentes encontram no BC um vendedor de “dólar barato” e aproveitam para ir às compras. A desvalorização da moeda é um inibidor natural, pois cria um “pedágio de saída” (um custo maior do *hedge*), e o mercado tende a se equilibrar naturalmente. Lembramos ainda que existe um estoque de dívida pública de R\$ 442 bilhões (cerca de US\$ 100 bilhões) em poder de não residentes, que deverá ser remetido aos poucos ao exterior pela queda na Selic (que está apenas 2,5% acima da do Tesouro americano).

Os investimentos estrangeiros na dívida brasileira decorreram de erros dos governos PSDB e PT desde 1994, quando da implementação do Plano Real, que debelou a inflação, mas não implementou as reformas econômicas necessárias porque tinham um custo eleitoral com o qual os governos de então não quiseram arcar. Optaram por manter uma política de juros estratosféricos para financiar o déficit das contas públicas por meio de dívida, inibindo o crescimento do país, gerando um contingente de quase 12 milhões de desempregados e ao mesmo tempo prestando assistência monetária a esta população criada pelo próprio sistema.

Essa herança maldita foi a mesma que o presidente argentino Mauricio Macri herdou dos Kirchners. Mas Macri ou sucumbiu à falta de coragem ou foi vítima de falta de apoio para implementar reformas, e nosso vizinho caminha para um destino cada vez mais nebuloso, jogando a culpa nos credores, atraídos por ele mesmo.

O governo Bolsonaro encontra-se acuado pela falta de apoio da classe política e tenta – de forma até desesperada e destemperada – obter apoio público chamando a atenção para as dificuldades encontradas. A mídia prefere criticá-lo e até chamá-lo de golpista, em vez de pressionar os políticos para darem celeridade às reformas. O coronavírus e as crises ganham todas as manchetes, e as boas notícias, como as citadas mais acima, ficam num plano secundário, quase classificadas de fruto do acaso.

A atuação da mídia merece um comentário um pouco mais alentado. Parte não pequena dela apega-se a questões ideológicas e tem sempre à mão a carta do golpe de 1964, associando a ele o presidente Bolsonaro e parte de seus assessores e ministros, por suas origens no meio militar. A corrupção é relegada e a falta de ação dos parlamentares é ignorada. Corruptos que saquearam o país seguem impunes e homenageados, e seus algozes – procuradores e juízes – são retratados como carrascos de inocentes que agem de forma política partidária. Que nos desculpem aqueles que discordam, mas os fatos acendem a indignação, e as oportunidades para o Brasil se esvaem. Queremos que o Brasil deixe de ser país de um futuro mítico e, por que não, utópico, e se transforme no país de um presente em que todos que aqui habitam e buscam o trabalho finalmente o encontrem.

Apesar dos tantos percalços, acreditamos que a equipe de governo (incluindo dirigentes das grandes estatais e ministros) estão imbuídos de colocar o país no rumo correto, ainda que de forma truculenta e para desagrado de grande parte da mídia.

DESEMPENHO DOS FUNDOS

Como comentado em outras oportunidades, as incertezas levam investidores a buscarem refúgio em ativos considerados mais seguros. Tal comportamento atinge mercados emergentes – notadamente investimentos em ações – e suas moedas de forma mais intensa. Este movimento já vinha ocorrendo desde o início da dispu-

ta comercial China x EUA, e, quase simultaneamente à trégua firmada entre ambos em 15 de janeiro, surgiu o coronavírus. Inicialmente esteve circunscrito à China, mas sua chegada à Itália foi o trampolim para saltar para o mundo. Os mercados reagem em uníssono, com forte queda nas bolsas de valores, enquanto ouro e dólar surgem como refúgio até que a tormenta se dissipe.

Após a saída em janeiro de R\$ 19,2 bilhões (recorde mensal) de recursos de investidores da B3 no mercado secundário, em fevereiro esse movimento ganhou velocidade. Na quarta-feira de cinzas (dia 26), com um pregão de apenas cinco horas de negociações, a venda líquida de estrangeiros atingiu o recorde de R\$ 3,1 bilhões, enquanto o Ibovespa fechou com queda de 7% e um total de negócios de R\$ 33 bilhões (mais de 80% acima da média diária). Em fevereiro o total de retirada dos estrangeiros atingiu R\$ 21 bilhões, superando o do mês anterior (que, repetindo, foi recorde) e acumulando R\$ 42 bilhões no ano. Para comparação: em 2019, a saída foi de R\$ 44,5 bilhões.

Diante deste movimento, o Ibovespa exibiu queda de 8,4% no mês e 9,9% no ano, mas ainda acumulando ganho de 10,1% em 12 meses. Como a moeda brasileira apresentou desvalorização de 11,3% no ano em relação ao dólar, o índice registrou queda em dólar de 21,4%, comparado a 8,6% do índice S&P 500 (o principal das bolsas norte-americanas). O índice FTSE, da Bolsa de Londres, apresentou queda de 12,8% no ano, ainda mais intensa que a do norte-americano.

Os fundos da Trígono tiveram desempenho superior ao dos índices de referência em fevereiro e, no acumulado do ano, todos exibem índices positivos. Neste mês (após um semestre desde o lançamento) apresentamos pela primeira vez o fundo Trígono Prev 70 e comentamos adiante o desempenho acumulado desde o seu início. O fundo é distribuído exclusivamente na plataforma BTG Digital, com investimentos de até 70% em ações, e destina-se ao público que deseja complementar sua previdência (ou mesmo iniciá-la) com horizonte de longo prazo (por favor, observe as regras de tributação nas diferentes modalidades VGBL ou PGBL). Por meio da portabilidade, o investidor poderá transferir seus investimentos de outros fundos de previdência sem nenhum ônus (mas lembrando novamente a estratégia do Trígono Prev 70, de alocar até 70% em ações).

Em seguida apresentamos o desempenho dos fundos. Na seção Estratégia, comentamos nosso posicionamento no atual cenário.

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

O fundo teve perda de 5,4% em fevereiro, com valorização de 1,3% no ano e 48,1% no acumulado dos últimos 12 meses – ante perda de 6,3% em fevereiro, 7,7% no ano e avanço de 42,6% em 12 meses do índice IDIV.

O setor de Agronegócio deu contribuição positiva em fevereiro (0,23%), refletindo seu dinamismo, especialmente a forte recuperação dos preços do açúcar. A queda generalizada do mercado, especialmente devido ao movimento de vendas pelos investidores estrangeiros, teve impacto negativo no setor Industrial, com perda de 2,63%, seguido por Consumo (queda de 0,97%) e Mineração e Metalurgia (recoo de 0,56%). Particularmente no setor Industrial, houve vendas muito expressivas por corretoras estrangeiras, reforçando nossa tese sobre o movimento desses investidores.





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

O fundo teve desempenho negativo de 1,2% em fevereiro, com alta de 3,5% no ano e de 22,7% acumulada em 12 meses – contra a queda de 8,4% em fevereiro, 9,9% no ano e alta acumulada (12 meses) de 9% no Ibovespa. 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 563%, superando com larga margem os 95% do Ibovespa no mesmo período.

O setor relacionado ao Comércio de Veículos proporcionou a maior contribuição (alta de 2,14%), seguido pelo Agronegócio (0,25%) e pelo Químico (0,06%). Do lado negativo, o setor ligado a Mineração e Metalurgia apresentou perda de 1,05%, seguido por Consumo de Bens Duráveis (queda de 0,44%) e Concessão do Setor Elétrico (com baixa de 0,37%). Não existe nenhum fato novo que justifique as perdas, que em nossa opinião refletem o movimento de venda do mercado. No caso do Comércio de Veículos, como comentado no mês an-

terior, a empresa investida é uma das maiores concessionárias da marca Scania no Brasil e no mundo, com alta nas vendas de 59% no Brasil no ano passado. O fato novo é que essa empresa pratica também atividades agropecuárias e anunciou uma parceria com o grupo francês Dreyfus para desenvolver uma área de 14 mil ha dedicada a pastagens para o plantio de grãos (notadamente soja), em propriedade que se estende do Estado do Mato Grosso ao Pará. A empresa cria aproximadamente 20 mil cabeças de gado e deverá beneficiar-se da alta de preços da carne bovina e da cadeia de produção.

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

O fundo teve queda de 4,3% em fevereiro, mas acumula valorização de 2,7% no ano e de 57,6% em 12 meses – contra queda de 8,43% em fevereiro e de 9,9% no ano e alta de 35,7% em 12 meses no índice SMLL. Destacamos que desde seu início, em 24 abril de 2018, o fundo valorizou-se 99,6%, contra 49,4% do SMLL e 21,9% do Ibovespa.

O setor relacionado ao Comércio proporcionou a maior contribuição (alta de 0,22%), seguido por Agronegócio e Óleo e Gás, ambos com um ganho marginal de 0,02%. As maiores contribuições negativas vieram do setor Industrial (com perda de 1,39%), Logística (baixa de 1,06%) e Mineração e Metalurgia (perda de 0,73%). Não há fato novo que explique as quedas, exceto movimento de mercado, especialmente a venda por parte de investidores estrangeiros.





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

Com início em 2 de setembro de 2019, o fundo teve queda de 3,87% em fevereiro e de 0,97% no ano, ante variação positiva de 0,38% e 0,67% respectivamente do CDI. Desde seu início, o fundo acumulou ganho de 15,38% (equivalente a 649% do CDI, que apresentou ganho de 2,37% no mesmo período).

Nesses seis meses, o setor relacionado a Óleo e Gás proporcionou a maior contribuição (ganho de 12,38%), seguido por Concessões do Setor Elétrico e Saneamento (7,50%) e Logística (4,29%). Estes setores estão estritamente atrelados à economia doméstica, uma vez que o investimento em Óleo e Gás está relacionado a concessionária/distribuidora de gás natural. Acreditamos que concessionárias de gás, saneamento e do setor elétrico estão pouco expostas aos eventos econômicos relacionados ao coronavírus e, ao lado das vinculadas a gás natural, deverão beneficiar-se de medidas do governo para atrair novos capitais ao setor,

da desregulamentação e do desenvolvimento da infraestrutura do país, tanto em energia como em abastecimento de água e saneamento.

Do lado negativo, o setor Químico teve a maior perda (de 3,8%), seguido por Mineração e Metalurgia (recoo de 3,18%) e Serviços Financeiros, principalmente seguros, com baixa de 0,64%. Em relação aos dois primeiros setores, acreditamos que a disputa comercial entre EUA e China tenha prejudicado a área de *commodities*.

ESTRATÉGIA

Como comentado em resenhas anteriores, os fundos sob gestão da Trígono caracterizam-se por um processo e uma filosofia de investimentos diferentes de grande parte das gestoras de recursos (além do perfil e histórico profissional do gestor, que dedicou 25 anos de sua atividade em crédito, e uma experiência de 38 anos no mercado, com os últimos 22 na gestão de recursos de terceiros). Na Trígono, a construção das carteiras baseia-se prioritariamente na seleção de empresas (*bottom-up*) e não de setores mais atraentes (*top-down*). Ignoramos também a composição dos índices. Isso proporciona uma gestão ativa com baixa correlação com índices e outros fundos nas respectivas estratégias: Carteira Livre, Small Caps Dividendos e Previdência.

O diferencial mais importante, talvez, seja a ferramenta EVA (*Economic Value Added*, ou Valor Econômico Adicionado), utilizada desde o início da década de 1980 nos EUA na gestão de empresas e na alocação eficiente de seu capital. Na Trígono, essa ferramenta é o instrumento para avaliar empresas e quanto geram de valor aos acionistas, após dedução do custo do capital investido. No fim do processo, comparamos o valor obtido (ou Valor Intrínseco) com o preço de mercado por meio das cotações de suas ações. Quanto maior o diferencial entre PREÇO e VALOR, maior é o potencial de valorização das ações – na nossa óptica.

Conjugada a esta metodologia está a busca por empresas de menor valor de mercado, ignoradas por grande parte dos investidores, que estão fora dos índices e de ETFs (fundos que replicam índices) e que são oportunidades por estarem mal precificadas pelo mercado. Buscamos igualmente empresas que remunerem adequadamente seus acionistas por meio de dividendos e que observem princípios de boa governança, respeito ao meio ambiente, práticas adequadas e engajamento social.

Este conjunto é conhecido como ESG (*Environmental, Social and Governance*). Este tripé – EVA, dividendos e ESG – forma nosso triângulo de investimentos, e ao mesmo tempo une a nós nossos investidores e empresas investidas, formando o segundo tripé (o segundo triângulo) e o motivo de nossa existência, que inspirou o nome de nossa empresa.

Para finalizar: como comentado anteriormente, o perfil profissional do gestor faz com que ele busque empresas sólidas, com forte geração operacional de caixa e que mesmo nas turbulências econômicas naveguem seguramente. Após a turbulência, as empresas poderão estar em situação vantajosa perante concorrentes e brindar seus passageiros/investidores com retorno consistente no longo prazo e bons dividendos.

Uma vez explicados de forma resumida os fatores que norteiam nossos investimentos, vamos comentar nosso posicionamento e responder a numerosas mensagens de investidores a respeito de nossa atual estratégia.

Como já abordamos anteriormente (vide resenha de outubro/2019), não acreditamos na eficiência da prática de *market timing* – a saber: a tentativa de antecipar movimentos de mercado, destinando a isso parte da carteira em caixa em períodos de baixa e comprar antes da recuperação do mercado. Além dos custos de transação, não cremos que investidores tenham capacidade de adivinhar eventos ou movimentos de mercado por meio de “informações superiores”.

Obviamente até há quem acerte – muito mais pelo acaso que por deliberação. Aliás, fica aqui a recomendação do livro *O Andar do Bêbado*, de Leonard Mlodinow, doutor em física pela Universidade da Califórnia – Berkeley e colaborador das séries de TV *MacGyver* e *Star Trek*. O livro é “um guia maravilhoso e acessível sobre como o aleatório afeta nossas vidas”, na opinião do físico britânico Stephen Hawking.

Além de reconhecermos que não dispomos de capacidade, habilidade ou mesmo apetite para apostar na sorte com o *market timing*, não usamos nenhum tipo de derivativos ou posições vendidas. Não temos como evitar o risco sistemático. O que oferecemos a nossos investidores é um processo de seleção de ações baseado em elementos fundamentalistas que nos permite apresentar resultados superiores aos índices e consistentes no longo prazo.



Para nós, o risco é que as empresas nas quais investimos se revelem más escolhas. O risco de liquidez também é muito importante, e observado na construção e monitoração das carteiras, sabendo que a liquidez pode alterar-se abruptamente, especialmente em situações de *stress* de mercado.

Nossas carteiras, dependendo da estratégia, estão mais ou menos alocadas em empresas com grande parte das receitas em moeda estrangeira e sem exposição a dívida em moeda estrangeira. Nas estratégias mais conservadoras, como Prev 70 e Delphos dividendos, temos maior alocação em concessionárias do setor elétrico e de saneamento, em seguradoras e empresas consideradas *large cap* (valor de mercado acima de R\$ 20 bilhões)

e *mid cap* (valor de mercado entre R\$ 5 e 20 bilhões). Já nas estratégias mais agressivas, como Flagship Small Caps e Verbier (carteira livre), temos maior exposição em empresas relacionadas ao agronegócio e com receitas (não necessariamente exportações) em moeda estrangeira. Essas receitas, além das exportações, dizem respeito a preços referenciados no mercado internacional e a empresas que possuem subsidiárias no exterior.

Acreditamos que, no primeiro trimestre deste ano, essas empresas deverão exibir resultados bem superiores aos do ano anterior, quando a taxa de câmbio do trimestre foi de R\$ 3,77 (quase 20% abaixo da atual).

Particularmente duas empresas investidas deverão beneficiar-se dos problemas de produção e paralisação logística na China. O país é o principal produtor mundial e exportador de TiO_2 (dióxido de titânio, pigmento essencial na produção de tintas e plásticos), além de papel e borracha – e do qual o Brasil importa entre 70% e 80%. A China exportou 1 milhão de toneladas em 2019 com o mercado mundial produzindo 6 milhões, e foi o principal fornecedor do Brasil. A Tronox Pigmentos é a única produtora na América do Sul e deverá beneficiar-se sobremaneira da possível escassez do produto devido à paralisação da produção na China.

Outro produto que tem na China seu maior produtor e exportador mundial (cerca de 70% do comércio global) é o ferro silício 75% (FeSi75%), essencial na produção de aço. Na Europa, os preços estão subindo fortemente (12% na última semana de fevereiro), sendo que a Ferbasa é a maior produtora (50%) e exportadora do Brasil. A empresa exporta mais de 80% de sua produção de FeSi75%, competindo com a China.

A empresa acaba de duplicar a capacidade de produção do FeSi75% de alta pureza, empregado em aços especiais e equipamentos utilizados em eficiência energética (como motores, geradores, transformadores e veículos híbridos e elétricos). As duas empresas fazem parte de nossas carteiras e registram histórico de boa distribuição de dividendos e forte estrutura financeira. Citamos apenas esses dois casos, pois mesmo com ótima perspectiva e com câmbio favorável (100% das receitas em moeda estrangeira), as ações da Ferbasa se desvalorizaram 30% em 12 meses e a Tronox perdeu 14%. Estes são exemplos de como o mercado ignora os fundamentos de empresas *small caps*.

Resumindo, mantemos nas carteiras as posições em percentuais anteriores ao evento coronavírus, mas saberemos aproveitar movimentos abruptos de mercado que causem desvalorização de alguns papéis sem espelhar seus fundamentos (especialmente estrangeiros ou locais vendendo a qualquer preço). Estamos em plena época de publicação de resultados de 2019 e bastante satisfeitos com os já divulgados por algumas das empresas investidas. Estamos ainda às vésperas do período de aprovação de dividendos durante as AGOs (assembleias gerais ordinárias) de março e abril. Participamos ativamente das AGOs, votando e indicando conselheiros independentes aos conselhos de administração e fiscal.

A participação nas AGOs é um dos preceitos básicos de boa governança das gestoras de valores – e isso, no entanto, é amplamente ignorado por várias gestoras, especialmente ligadas a conglomerados financeiros por questões de conflitos, embora o *chinese wall* (ou segregação das atividades) esteja em todos os manuais. Se praticado, tais conflitos não deveriam existir.

Senhor Mercado, estourou a bolha. Da Renda Fixa

Neste momento de tantas incertezas, quando tanto os mais sofisticados investidores, gestores e consultores quanto os neófitos no mercado financeiro pensam em como proteger seus investimentos ou aproveitar o momento para maximizar o retorno no longo prazo, apresentamos uma série de indicadores como orientação.

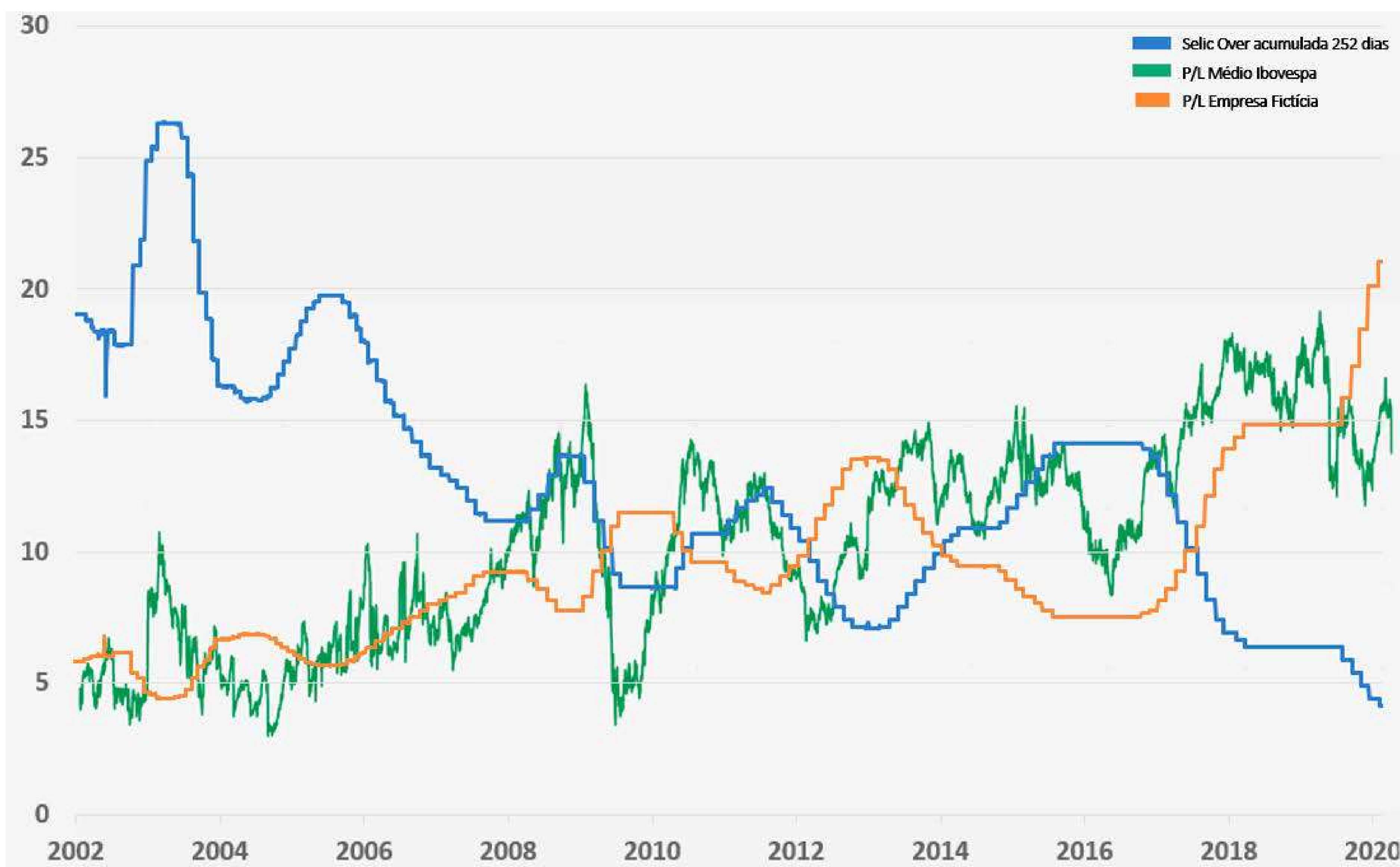
Como comentado na seção de Conjuntura Local, governos anteriores optaram por financiar o déficit público mediante juros indecentes e atração de investidores do *smart money* internacional (aquele capital que se movimenta rapidamente, aproveitando oportunidades para arbitrar moedas cujo valor é mantido artificialmente e taxas de juros elevadas). Infelizmente, nós brasileiros pagamos essa conta por meio de impostos e destruição da indústria e de empregos. Os capitalistas e as grandes fortunas deitaram-se em berço esplêndido, usufruindo a renda fácil com riscos mínimos.

Fundos de pensão aproveitaram igualmente, enquanto seus dirigentes e gestores desaprenderam a investir em ativos de risco – afinal, para eles, isso se tornou desnecessário. Grande parte da comunidade de gestores, alocadores e consultores também teve seu trabalho facilitado pelo *smart money*: oras, por que tomar risco, se a renda fixa atende a necessidade de meus investidores e pensionistas?

Para esta grande comunidade e capitalistas, o jogo acabou. A tal bolha da bolsa de valores na realidade é o estouro da bolha da renda fixa. E agora, José? Agora, mãos à obra. Como dizem os americanos, *no pain, no gain* (sem sofrimento não há ganho). Esse “sofrimento” consiste em tomar risco e selecionar ativos, gestores e mercados.

O Brasil desaprendeu. Em nossas reuniões com investidores estrangeiros, muitas vezes ouvimos que eles estavam impressionados com a qualidade de bons gestores e profissionais, mas curiosamente as carteiras e estratégias eram muito parecidas. Quando eles comentavam os nomes das empresas que os gestores exibiam como principais posições, esses nomes eram sempre os mesmos – elencados entre as maiores posições dos índices de referência. Na realidade, mesmo gestores muito capacitados não ousavam tomar muito risco, pois desvios negativos podiam lhes custar o mandato ou a perda do cliente. Melhor errar com o mercado do que tomar risco e errar sozinho – mesmo que este risco fosse compensador.

SELIC X P/L MÉDIO IBOV X P/L EMPRESA

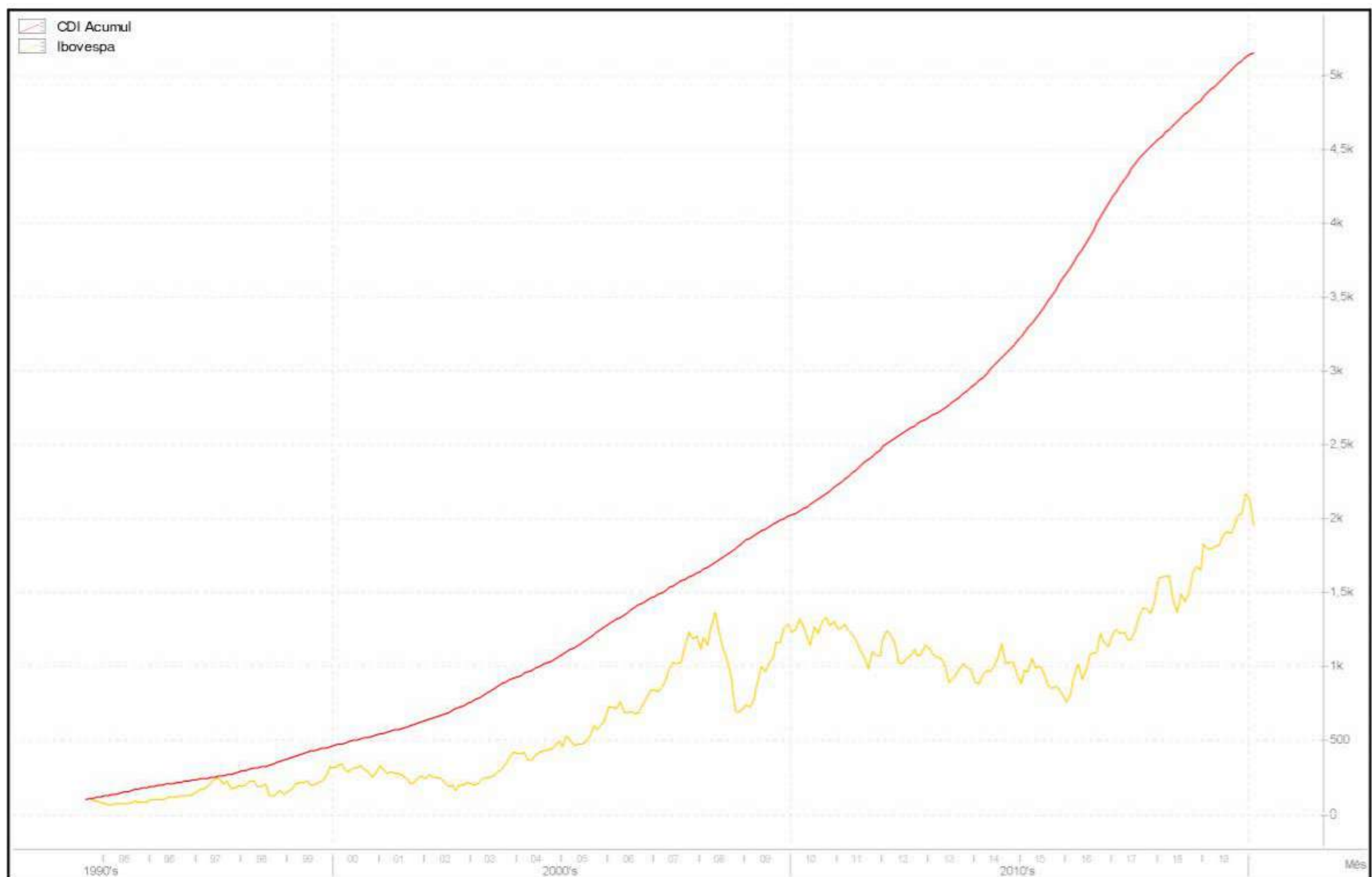


Fonte: Banco Central e Trigono Capital

O gráfico acima ilustra o comportamento da Selic nos últimos anos e como ele influencia a relação P/L (preço/lucro) das empresas. Juros elevados tornam desinteressante investimentos em bolsa, o que ocasiona baixo valor de mercado das empresas, ou índices P/L baixos. Mesmo com a economia em baixo crescimento, que acarreta baixo aumento dos lucros das empresas, o P/L subiu nos últimos dois anos devido à valorização das ações, no sentido inverso das taxas de juros.

O gráfico a seguir evidencia como os investimentos na bolsa (por meio do Ibovespa) de fato não foram compensadores, e os investidores estavam realmente corretos ao alocar a maior parte do patrimônio dos fundos de pensão e clientes na renda fixa.

CDI x IBOV 1/ago/1994 a 28/02/2020



CDI: 5.057% IBOV: 1.855%

Fonte: Economática e Trígono

No entanto, como dissemos: o jogo acabou. Na ilustração abaixo exibimos qual o P/L hipotético ou justo assumindo diferentes premissas da taxa Selic e considerando um crescimento de 4% anualmente nos lucros, e um retorno adicional requerido de 5% acima da Selic (K_e) para justificar o risco de investir em ações, e um crescimento nominal dos lucros de 4% ao ano (g).

Premissa: Empresa Fictícia $K_e = \text{Selic} + 5\%$, $g = 4\%$

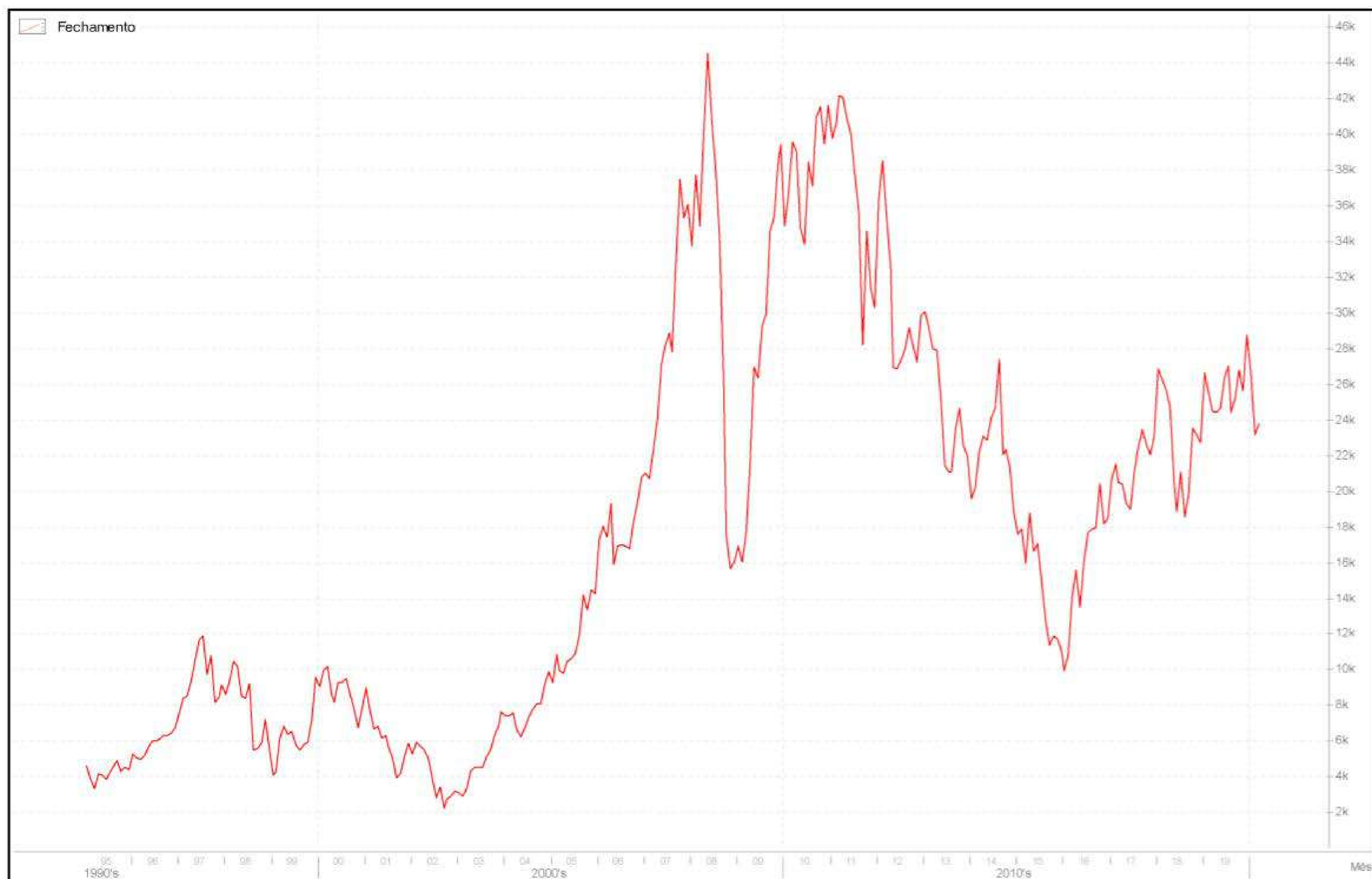


Fonte: Banco Central e Trígono Capital

Ou seja, para uma Selic de 4%, o P/L equivalente para uma ação, portfolio ou mercado seria 16,4x e sua valorização seria equivalente ao crescimento anual dos lucros.

O gráfico a seguir ilustra a visão do investidor estrangeiro quando observa o Ibovespa convertido em dólar. O pico ocorreu em meados de 2007, quando atingiu 44 mil pontos, fechando fevereiro em 23.282 pontos. Ou seja: para retornar ao nível do pico, seria necessária uma alta de quase 90% acima da variação do dólar. Em contrapartida, analisando as pontuações mais baixas nos últimos 20 anos, o Ibovespa poderia retroceder 57% em dólar.

Ibovespa 01/01/1995-28/02/2020 em US\$



Varição: 414%

Fonte: Economática e Trígono Capital

No entanto, tais comparações, embora ilustrativas, nos parecem inadequadas. O pico em 2007 ocorreu com uma taxa Selic próxima a 12%, portanto com investidores locais tendo pouco estímulo para investir em ações. O ponto nominal mais baixo do Ibovespa ocorreu em janeiro de 2016, quando o governo Dilma estava na fase pré-impeachment e a taxa Selic no seu ponto mais elevado em anos, 14,25%. Como comentamos, a única ferramenta do governo era a política monetária, que por sua vez se mostrou um grande desastre.

Para lembrar: em 2 de dezembro de 2015, Eduardo Cunha abriu o processo de impeachment contra Dilma Rousseff a partir de documentação apresentada por Hélio Bicudo e pelos advogados Miguel Reale e Janaína Paschoal. A bolsa vê uma forte recuperação.

A seguir apresentamos um gráfico ilustrando o valor de mercado das empresas que compõem a bolsa de valores no Brasil em relação ao PIB:

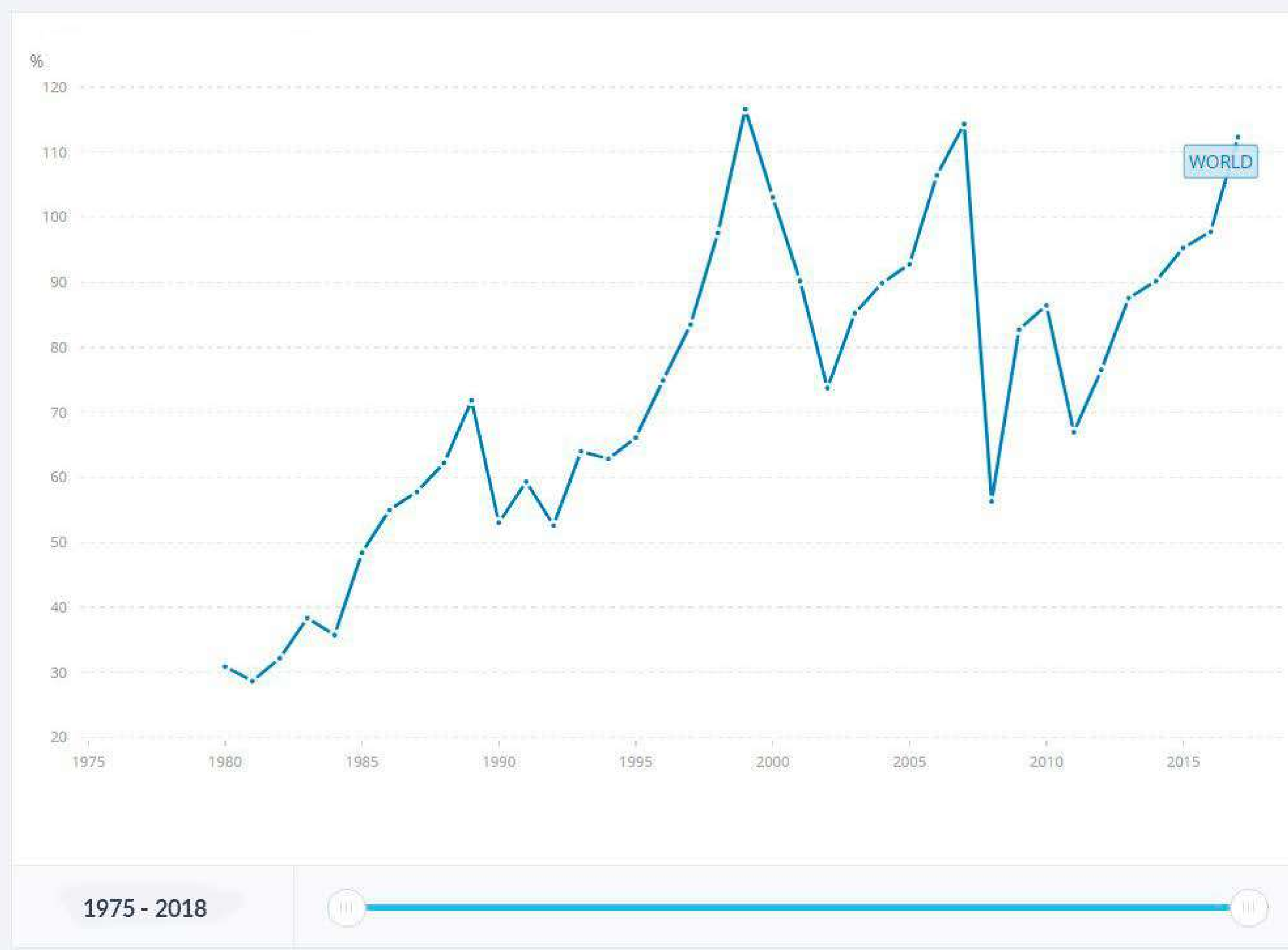


Fonte: B3, IBGE e Trígono Capital

Como podemos observar, o pico foi atingido em 2008, superando 90%, caindo para menos de 30% em janeiro de 2016 e voltando a pouco mais de 60% atualmente.

Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)

World Federation of Exchanges database.



O gráfico acima ilustra o mercado mundial, que exhibe o intervalo de 60% a quase 120% nos últimos 30 anos como uma média do mercado, estando acima de 90% em 2018, quando a bolsa brasileira estava abaixo de 50%.

Para finalizar a sequência de gráficos e imagens, a seguir ilustramos o comportamento dos índices Ibovespa, IDIV (dividendos) e Small Caps (SMML) desde a criação do índice Small Caps em abril de 2008. Este gráfico corrobora nossa tese de que as empresas que compõem o índice *small caps* e o índice superam com larga margem o Ibovespa no longo prazo e se aplica a empresas que distribuem bons dividendos. Na Trígono, buscamos associar ambos – empresas de menor valor de mercado e que pagam bons dividendos.

SMLL x IDIV x IBOV 02/05/2008-27/02/2020 em R\$



Varição: 163,01% IDIV, 139,48% SMLL; 48,46% IBOV;

Fonte: Economática e Trígono Capital

Acreditamos que nos próximos anos o desempenho deste índices será ainda mais forte em relação ao Ibovespa, que possui uma forte exposição em *commodities* como petróleo e minério de ferro, além de instituições financeiras e Ambev – esta, patinando há vários anos, enquanto o setor financeiro passa por mudanças estruturais importantes, colocando em xeque o crescimento dos lucros das grandes instituições.

Além das ilustrações, elencamos alguns fatores que serão determinantes no longo prazo para o desempenho da bolsa:

- Maior participação de pessoas físicas no mercado e poupança em fundos de previdência privada com maior alocação em ações e fundos de ações;
- Baixa exposição atual dos fundos de pensão em renda variável e descasamento entre o passivo atuarial e retorno real dos veículos de renda fixa. Desta forma, investidores institucionais deverão aumentar a alocação dos ativos para a renda variável;
- Inflação controlada e reformas deverão manter a Selic em níveis baixos e favorecer o crescimento da economia, com reflexo positivo no crescimento e no lucro das empresas;
- Capital ocioso investido em renda fixa deverá deslocar-se para a economia real;
- Juros baixos proporcionam menor custo de capital para as empresas investirem, ao mesmo tempo que a desintermediação financeira e o desenvolvimento do mercado de capitais facilita investimentos pelas empresas e criação de novos negócios;

- A tecnologia proporciona redução de custos e eficiência pelas empresas, com efeito positivo na produtividade e no crescimento de lucros;
- Investidores estrangeiros deverão voltar ao mercado brasileiro, disputando o mercado com investidores locais, com efeito positivo na valorização das ações.

Para finalizar, citamos provérbio chinês:

Três coisas na vida nunca voltam atrás: a flecha lançada, a palavra proferida e a oportunidade perdida.



Atenciosamente, e muito grato pela atenção,

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, as quais podem mudar futuramente, sem obrigação de aviso prévio a qualquer momento. Rentabilidades passadas não representam garantia de rentabilidades futuras. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito. Os investidores devem ler o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento dos fundos antes de investir.



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