

RESENHA MENSAL

NOVEMBRO 2020

Prezados investidores,

Abrem-se as cortinas e começa o espetáculo

Como sabem os leitores que acompanham nossas resenhas, explicamos nossa visão de mercado, nossas estratégias e processo de investimento por meio de analogias e história. Já o fizemos lançando mão de diversas referências: a Bíblia, grandes economistas, literatura, música pop, MPB e outras. Na resenha anterior usamos a agricultura como referência – devido às suas óbvias similaridades com o universo do investimento: saber plantar, ter paciência para colher etc. Aqui, nossa referência para ilustrar este texto será o teatro.

DRAMATIS PERSONAE

Covid-19

Mercados financeiros estrangeiros

Mercados financeiros brasileiros

Prefeitos, governadores e governo federal

Sociedade em geral

ATO I – CENA ÚNICA

Na primeira resenha deste ano, no início de janeiro, contamos nossa experiência na crise de 2008 – não temos nenhum talento para sermos a Cassandra da mitologia grega, mas como que antecipávamos ali os acontecimentos que estavam prestes a se desenrolar. Cassandra era filha de Príamo, rei de Troia que viu a cidade ser tomada pelos gregos (Homero contou essa história na *Ilíada*). Cassandra era uma das favoritas do deus Apolo, que concedeu a ela o dom da profecia. Mas, como os deuses gregos eram bastante volúveis, Apolo se irritou com a favorita e a amaldiçoou com a descrença geral. Depois disso, ninguém mais acreditou no que dizia Cassandra.

Não temos (e nem queremos ter, por falar nisso) o dom da profecia: como bem colocou Sófocles na *Antígona*, nada de tamanha relevância se incorpora ao mundo dos mortais sem vir desacompanhado de uma maldição. Colocamos o que dissemos naquela resenha, então, na conta da coincidência, nada mais que isso. A trama que iria desenrolar-se ainda não estava clara, mas já se podia dizer que algo estranho pairava no ar. Esse foi o Primeiro Ato.

ATO II – CENA ÚNICA

Na segunda resenha do ano (no Segundo Ato, se podemos dizer assim), publicada em 15 de fevereiro, o drama já se fazia mais visível. Transcrevemos abaixo o que dissemos então:

“Nossa atividade como gestor de investimentos é sempre uma caixinha de surpresas. Após a trégua assinada em 15 de janeiro na disputa comercial entre EUA e China, o país asiático volta a assustar o mundo (e em particular o mercado financeiro) ao tornar a palavra coronavírus a mais importante e temida no momento. Não é hora ainda de discutir mérito ou extensão das preocupações que ela causa nem o impacto que poderá ter na economia mundial ou nos investimentos. Informações e novidades sobre o surto, até aqui, têm seguido o padrão mutante do vírus.” Comentário atual: padrão mutante que ficou ainda mais forte.

Poucos meses se passaram, mas uma certa segunda onda de covid-19 parece já ser bem real na Europa, com novos lockdowns (a palavra estava até um tanto esquecida, depois de tanto se falar nisso ali perto de abril ou maio) e risco crescente de recessão. A aparente repetição da história (a interpretação da história como cíclica é tipicamente grega; a noção de avanço progressivo é mais própria do cristianismo) poderia levar de volta ao pânico inicial com que os mercados globais reagiram.

Diante então de mais um risco de pânico, convido aqueles que ainda não tiveram a oportunidade de ler a resenha do mês passado a conferir: lá, reproduzimos na íntegra (com comentários atuais) a edição de outubro de 2008 (*Por trás do pânico, surge uma oportunidade*). A situação é diferente, mas o momento de crise e oportunidade é semelhante.

Uma vez mais o ideograma abaixo reflete a situação atual.



O pânico e seus efeitos podem ser maiores do que sua causa.

ATO III - CENA ÚNICA

Mas nossos dirigentes políticos (em especial os prefeitos), cientes da gravidade da situação, deram pouca atenção e mantiveram as festividades de carnaval, incluindo desfiles de blocos e todo tipo de aglomerações. O governo federal, por outro lado, antecipou-se aos acontecimentos, mas um dos órgãos de imprensa mais críticos a ele se manifesta da seguinte forma:

Mesmo sem confirmar coronavírus no Brasil, governo decreta emergência

ESTADÃO conteúdo

Mateus Vargas, Julia Lindner e Gilberto Amendola

Brasília

04/02/2020 07h30

Mesmo sem caso do novo coronavírus confirmado no Brasil, o governo Jair Bolsonaro reconheceu "emergência de saúde pública em território nacional" por causa do avanço da doença, elevando o grau de risco ao nível 3, o mais alto na escala. O anúncio foi feito nesta segunda-feira, 3 pelo ministro da Saúde, Luiz Henrique Mandetta. Na China, onde o vírus foi registrado pela primeira vez em dezembro, o surto causou 426 mortes e mais de 20 mil casos. Ao menos 24 países já reportaram infectados.

A emergência foi antecipada para dar mais "agilidade administrativa" ao governo para compras de equipamentos de segurança, como máscaras e luvas para agentes de saúde, assim como para a operação de retirada de brasileiros na região de Wuhan, na China, epicentro da doença. Na semana passada, o governo descartava a repatriação, mas anteontem anunciou que vai resgatar os brasileiros que estão no local, após pressão do grupo. A mesma medida foi adotada por outros países, como Estados Unidos e Japão.

Neste dia 4 de fevereiro de 2020, o Ibovespa estava praticamente estável no ano, acumulando baixa marginal (-0,08%), enquanto o índice small caps-SMLL exibia alta de 3,5% no ano. O mercado praticamente ignorava os sinais.

Sexta-feira, 21 de fevereiro, vésperas de carnaval: o Ibovespa caía 1,7% no ano, o índice small caps-SMLL subia 1,94%, vida seguindo seu ritmo normal. Assim termina o Terceiro Ato: em ritmo de folia, com prefeitos omissos, população exposta a foliões estrangeiros e brasileiros voltando da Europa de suas férias – verdadeiros cavalos de Troia, que me perdoem os gregos.

Chega o carnaval. Mercados financeiros por aqui fechados. Eis então que o pânico se instala quando o vilão mostra definitivamente sua identidade e seu poder destrutivo. Estarrecido, o público acompanha da plateia os acontecimentos, e torce para que o vilão seja rapidamente aniquilado. Com nossos mercados fechados, observamos o que se passa no exterior, presos a nossos assentos, de braços amarrados, ou nos blocos carnavalescos. O carnaval perde sua graça e alegria. Por que, oras, haveria motivo para folia? Para investidores e para qualquer um envolvido no mercado financeiro, ela se transforma em terror. Termina o Terceiro Ato.

ATO IV - CENA ÚNICA

É 23 de março, pouco mais de um mês após o carnaval. O Ibovespa cai a seu nível mínimo, 63.570 pontos; no ano, perde 45% e o índice SMLL, 47,9%.

Remetemos, no entanto, ao ideograma chinês e à nossa história de 2008. Investidores vendem suas posições a qualquer o preço, ordens de resgates chegam aos gestores, que simplesmente as cumprem. Como nas melhores tragédias gregas, a história se repete. O vilão leva grande vantagem. Fim do Quarto Ato.

ATO V - CENA ÚNICA

Os "mocinhos" da história reagem ao vilão – e não era sem tempo (ou, para usar a expressão popular, "demostrou"). Já estavam todos perdendo as esperanças. Bancos centrais e governos tomam uma série de medidas para reativar as combalidas economias. A China – onde se manifestaram os primeiros casos da doença – recupera-se rapidamente. Promessas de vacinas se espalham, o mundo vai-se acalmando e aprendendo a conviver

com o vilão, traiçoeiro e invisível, como a gripe espanhola pós-Primeira Guerra Mundial. Desgraça pouca é bobagem, desculpem minhas palavras, mas nossos antepassados passaram por situações muitíssimo piores do que nós atualmente. Meu avô e padrinho de batismo, Oswald Müller-Roger* (1884-1974), foi oficial e médico na Primeira Guerra Mundial, em Camarões, e na segunda. Imagine um médico, em Camarões, há mais de 100 anos, sem antibióticos. Em 1936 escreveu um livro, *Cinco anos como médico no interior do Brasil*, contando suas peripécias quando aqui esteve, inclusive a razão de sua volta para a Alemanha, pois o então presidente Getúlio Vargas proibiu que médicos estrangeiros exercessem sua profissão em nosso país. Este livro está em processo de tradução do alemão para o português pela minha querida irmã Giselle. Também escreveu uma peça de teatro, talvez daí minha inspiração para esta resenha, intitulada *Xadrez*.

Voltemos ao nosso Ato V: as mortes se acumulam, as vítimas – em particular idosos – vão-se contando aos milhares. Os mais jovens, e especialmente as crianças, são poupados, no que parece um gesto de misericórdia do destino, mas não é: trata-se apenas de uma particularidade do SarsCov 2. Algumas doenças, como a covid-19, são mais agressivas contra adultos. Outras são mais agressivas contra crianças (caxumba e coqueluche, por exemplo). No mundo da tragédia teatral, não há misericórdia ou planejamento: os homens nada podem contra o destino, que não é cruel, nem misericordioso. Ele apenas é.

Como protagonistas desta história, nós, gestores, tomamos providências. Rapidamente reposicionamos nossas carteiras: concentração ainda maior em posições em empresas com receitas relacionadas a moeda estrangeira e forte estrutura de capital; privilegiamos determinados setores e companhias que víamos como vencedores, numa posição até melhor do que na pré-pandemia. Por exemplo:

- Na véspera do carnaval, o fundo Flagship Small Caps concentrava 69% de seu portfólio em sete empresas (na carteira havia 19);
- Em 9 de abril, este percentual já estava em 77%, com 16 empresas;
- Em 31 de agosto, as sete principais posições representavam 86,5% da carteira do Flagship, e o número de empresas fora reduzido para apenas 11 (quase metade da posição pré-carnaval).

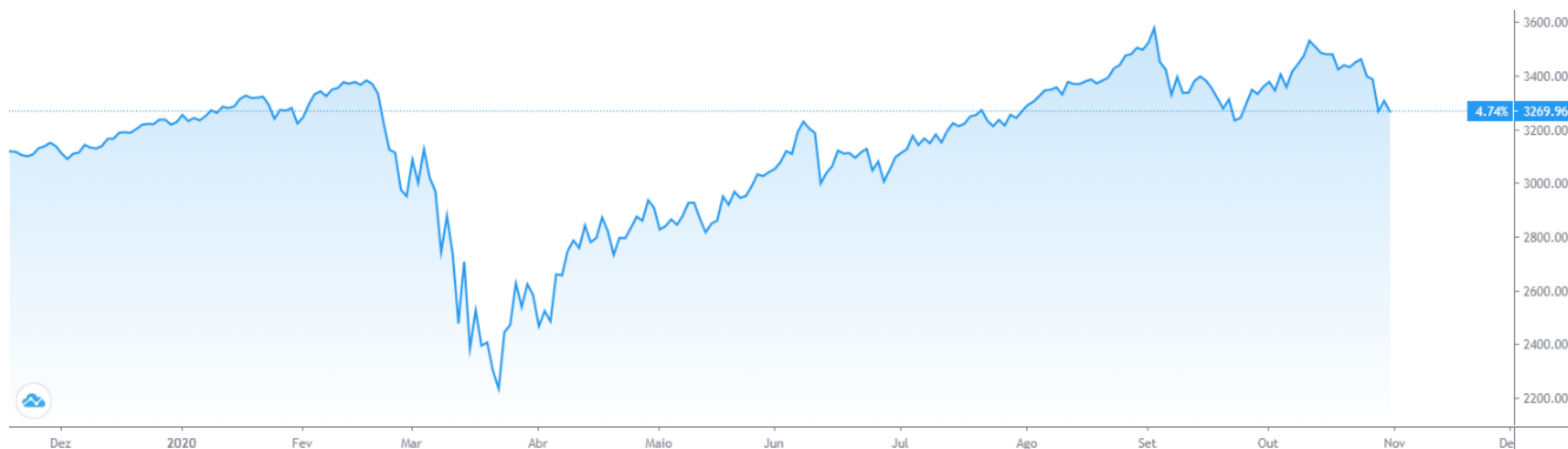
Neste período, o mercado reagiu aos vários estímulos, os juros ficaram negativos, a economia encontrou um meio de voltar gradualmente à atividade e aumentaram as esperanças quanto à proximidade de uma vacina. As medidas preventivas foram sendo relaxadas.

O índice S&P500 recuperou-se nos meses seguintes. Referência mais importante no mercado mundial de ações, que iniciara 2020 em 3.231 pontos e em 23 de março (um mês após a derrocada inicial) bateu nos 2.237 pontos – nada menos que 30,8% de queda. Já em 2 de setembro, pouco mais de cinco meses depois de chegar ao fundo, alcançou estratosféricos 3.581 pontos, que representam 10,8% acumulados no ano, alucinantes 60% de ganhos em relação ao seu nível mínimo. Ou seja: o indicador passou por uma das mais vigorosas e rápidas recuperações, novamente em linha com as oportunidades que se apresentam durante as crises e a que tanto nos referimos. John D Rockefeller (1839-1937), maior magnata e filantropo americano, que amealhou uma fortuna equivalente a 1,3% do PIB dos EUA, tinha entre uma de suas frases e pensamentos mais famosos **“Sempre procurei transformar desastres em oportunidades”**.



Mas a Roda da Fortuna não parou ainda de girar. Preocupações com uma segunda onda da pandemia, especialmente na Europa e nos EUA (sobre a eleição, diremos mais à frente), dúvidas em relação à aprovação de estímulos fiscais nos EUA e a reação negativa aos balanços de algumas das principais empresas de tecnologia levaram a uma queda das ações nos principais mercados. O S&P500 fechou outubro em 3.270 pontos, ainda 1,2% acumulado no ano, mas 8,7% abaixo do topo de 2 de setembro.

Índice S&P500



O mercado brasileiro também se recuperou, ainda que com uma retomada menos vigorosa. O Ibovespa encerrou outubro aos 93.952 pontos, negativo em 18,8% no ano, mas 47,8% acima do nível mínimo em março. Convertido para o dólar, no entanto, o IBOV fechou 2019 em 28.696 pontos, e em 30 de outubro deste ano, em 16.279 pontos – uma queda de 43,3%, mais profunda que a de 30,8% do S&P500.

INTERVALO

Com a eleição do democrata Joe Biden nos EUA e as eleições municipais brasileiras, estamos à espera do início do ato final – final deste ano, bem entendido: o fim propriamente dito da peça ainda não está à vista. O vilão da história continua o mesmo, mas agora o drama terá outros personagens importantes que afetarão o curso dos acontecimentos. Vacinas, novos prefeitos e vereadores e um novo presidente norte-americano, com medidas e estímulos econômicos que pode (ou não) adotar, novos *lockdowns* e uma segunda onda da covid-19 – tudo isso. E a maioria na Câmara dos Representantes e Senado.

No Brasil, não faltam dúvidas: destino das reformas, refinanciamento da dívida pública, evolução da pandemia, retomada da atividade econômica e as novas gestões municipais a partir de 2021. De qualquer forma, a queda de 43% em dólar (18,8% nominal) do índice Bovespa reflete prevalência das incertezas, especialmente para investidores estrangeiros; afinal, a bolsa brasileira talvez seja a de pior performance entre as principais, não só dos mercados emergentes, mas do mundo. Novamente remetemos ao ideograma chinês e ao pensamento de Rockefeller.

Na Trígono, nossa estratégia começa a mostrar resultados, e destacamos os demonstrativos de empresas investidas como a Tupy, que surpreendeu o mercado com a alta de mais de 14% em suas ações após a publicação dos resultados do terceiro trimestre – o melhor quarto de ano de sua história, mesmo com volumes de vendas ainda bastante baixos (26% menores que um ano antes).

Destacamos também a Vamos, integrante do Grupo Simpar (Júlio Simões), com crescimentos de 48% em receita líquida, 25% no EBITDA e 25% no lucro líquido (todos em relação ao 3T19), mesmo no ambiente desafiador decorrente da pandemia.

Na segunda parte desta resenha, na segunda quinzena do mês, exibiremos e comentaremos os resultados das principais empresas investidas pelos nossos fundos. Vamos mostrar a evolução desde o primeiro trimestre de 2019, para que nossos leitores entendam o que ocorreu nas empresas e com suas ações e vejam como, em muitos casos, elas ficaram descoladas. E o mais importante: verão uma indicação de tendências à frente, es-

pecialmente com o novo patamar do câmbio e nossa estratégia em relação à desvalorização do real. Assim, esperamos que o último ato de 2020, ao menos no que tange ao papel que nos cabe como gestores, satisfaça nossos espectadores. A peça está, no entanto, longe do fim.



CENÁRIO INTERNACIONAL

Desde o começo de outubro, o petróleo (o Brent e o WTI), apesar de leve oscilação para baixo, permaneceu praticamente no mesmo nível de preços. Apesar disso, no Brasil, o etanol apresentou alta no mês em dólar e em real (o etanol anidro está nas máximas de 12 meses). O açúcar continua seguindo tendência de alta – em real, já subiu 54% em relação ao mesmo período do ano passado (indicador açúcar cristal ESALQ). A seca e as altas temperaturas do começo do mês afetaram o brotamento da cana, o que pode explicar em parte a alta de preços, mas há fatores, como a retomada da economia e problema nas safras de outros países produtores. Desta forma, os preços do etanol e do açúcar vão-se descolando do petróleo e o fator câmbio torna-se um elemento de correção que favorece os produtores brasileiros, notadamente em relação aos tailandeses e indianos: as moedas de ambos se desvalorizaram apenas 4,1% e 4,75%, respectivamente, até outubro (ante 43,4% de perda do real).

Fizemos este comentário na seção internacional, pois se relaciona aos nossos investimentos – no caso, com a São Martinho, considerada pelo Valor 1.000 (*ranking* do jornal *Valor Econômico*) a Melhor Empresa do Brasil em 2019, em nossa opinião com méritos. E se em 2019 já foi campeã, imagine o que vem pela frente com o cenário acima... E também com Biden presidente, que deverá privilegiar energias limpas e renováveis e voltar a aderir ao Pacto de Paris, que de certa forma poderá beneficiar o consumo de etanol nos EUA, além da negociação de créditos de carbono.

INDICADOR SEMANAL DO ETANOL ANIDRO CEPEA/ESALQ - SÃO PAULO



Fonte: Cepea

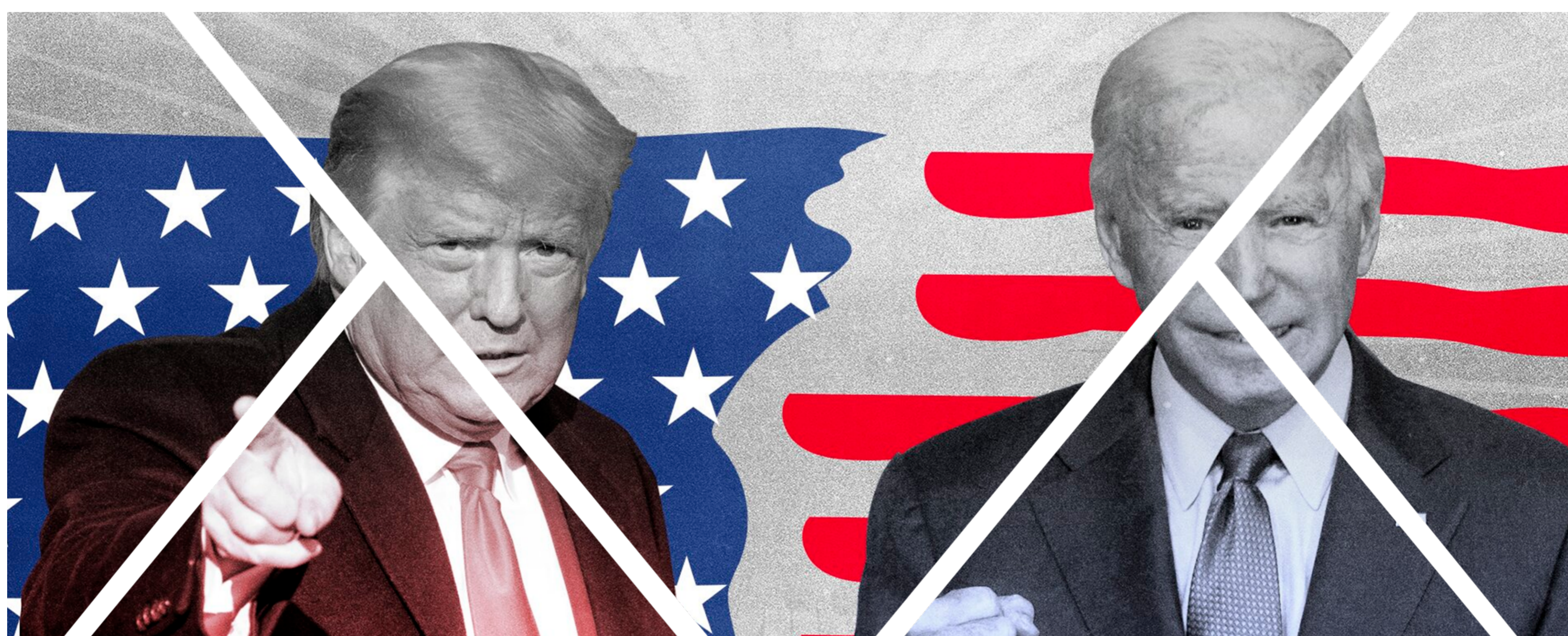
As incertezas relacionadas a eleições e à segunda onda de covid-19, que se intensificam principalmente na Europa, vinham afetando as bolsas globais. Apesar disso, no geral os resultados das empresas estão surpreendendo positivamente, tanto no Brasil quanto nos EUA (onde as empresas de tecnologia apresentaram bons resultados – mas a máxima “sobe no boato e cai no fato” uma vez mais se manifestou). Espera-se que, com a eleição nos EUA resolvida, até em nível judiciário, se for o caso, e das casas parlamentares, e com a diminuição da contaminação da segunda onda devido a *lockdowns* e medidas de contenção, bem como a medicações e tratamentos já utilizados de forma efetiva, as bolsas possam voltar à tendência de alta. Somam-se a isto os estímulos monetários pelo globo e os bons fundamentos das empresas listadas na B3. A desigualdade corporativa de acesso a liquidez, tecnologias e estruturas de custos otimizadas tem-se provado muito importante no cenário de pandemia: os balanços mostram um *market share* cada vez maior para as empresas líderes, como já prevíamos e antecipamos em resenhas anteriores. Charles Darwin, seleção natural também se aplica a economia e empresas.

A segunda onda é um assunto complexo. Tem implicações econômicas, sociais e sanitárias. Apesar de não haver ainda um medicamento efetivo contra a covid-19, os protocolos de tratamento avançaram bastante desde o começo da pandemia. A mortalidade de jovens, que já era baixa, caiu muito, a níveis mínimos. Países europeus com parcelas consideráveis da população acima de 40 anos e com dificuldades de adaptação ao uso efetivo de máscaras e higienização tendem a ser os mais propensos a implementar medidas drásticas (até pela disponibilidade de renda com que contam). Observado isto, é difícil esperar que todos os países adotem a mesma postura diante de uma segunda onda maciça – o que não justificaria grandes quedas como observadas em março.

Nos EUA, Joe Biden foi eleito - no momento em que redigimos esta resenha, a contagem oficial do voto popular ainda não terminou, mas o democrata já conta com 279 votos no Colégio Eleitoral. Espera-se uma batalha judicial, dada a disposição manifestada pelo presidente demissionário Donald Trump de questionar a contagem em diversos estados, principalmente dos votos enviados pelo correio. O imbróglio jurídico que deve seguir-se está entre os principais fatores que poderão tirar o sono dos investidores no futuro imediato.

É importante acompanhar os próximos passos do governo federal brasileiro para ver qual será a reação de Bolsonaro a este resultado. Apenas para não deixarmos de registrar: Bolsonaro fez uma *live* em suas redes sociais no dia do anúncio da vitória de Biden (sábado, 7 de novembro) e não se pronunciou sobre o resultado, enquanto outros líderes mundiais já cumprimentavam Biden, como o premiê britânico Boris Johnson, notório aliado de Trump. China, México, Rússia e Turquia seguiram o exemplo do presidente brasileiro, aguardam o anúncio oficial do resultado eleitoral.

Mais uma pequena trivialidade: os EUA, ao contrário do Brasil, não têm uma autoridade eleitoral central (como o nosso Tribunal Superior Eleitoral). O resultado da eleição é divulgado pela mídia mesmo, que vai concentrando e somando os números de cada estado (e cada um tem sua própria legislação eleitoral).



Os primeiros contatos entre o Palácio do Planalto e a gestão eleita para a Casa Branca devem sinalizar qual será a relação dos dois governos durante os próximos anos, lembrando que a questão ambiental, pelo que se viu de comentários tanto de Bolsonaro como de Biden antes da eleição, será um tópico particularmente espinhoso. Mas, por outro lado, favorece o setor canavieiro e os produtores de milho, pois os EUA deverão reduzir cada vez mais os excedentes para exportação, enquanto o Brasil vai rapidamente ocupando o espaço deixado, como já fez com a soja, da qual é líder mundial nas exportações, e favorecendo o setor de armazenagem e fornecedores, como já comentamos inúmeras vezes.

Não menos importante foi a eleição do Senado dos EUA, pois esta será a casa legislativa em que se definirá se os projetos mais ambiciosos de Biden virão a ser implementados. O fortalecimento das *commodities* e o enfraquecimento do dólar são o cenário padrão com Biden eleito. Também devemos esperar mudanças no atual estado de tensão com a China e até Europa.

Acreditamos que Biden (e Trump, caso tivesse sido reeleito) buscará estimular a economia mediante vultosos investimentos em infraestrutura, favorecendo alguns setores nos quais temos particular interesse por meio de empresas investidas. A Tupy é um desses casos: o setor de máquinas *off-road* é especialmente importante para a empresa, além de mineração, caminhões e *pick-ups*, largamente utilizados em construções e reformas residenciais. As máquinas agrícolas norte-americanas estão envelhecidas e poderão ser objeto de renovação acelerada, tornando-se outro segmento importante atendido pela Tupy, além do provável incentivo à produção de etanol de milho e, como consequência, à ampliação de seu cultivo. Caso substitua a soja, mais um gol do agronegócio do Brasil. E maior a necessidade de armazéns e silos. Bola na rede para a Kepler Weber também.

CONJUNTURA NACIONAL

O cenário político teve melhora substancial em relação ao mês anterior, apesar do diálogo Executivo-Legislativo e da base do governo no Congresso ainda parecerem frágeis e do atraso em projetos no Senado e na Câmara. Espera-se que, mesmo com a eleição municipal se aproximando, sejam votados alguns projetos em novembro, como a Lei do Gás. O sucesso dos leilões de saneamento realizados neste ano deve trazer força para a manutenção dos vetos do governo no Congresso, sendo que as privatizações já começaram.

Enquanto isso, o Tesouro segue encurtando a dívida em troca de um custo menor, na esperança de que a curva de juros futuramente fique menos inclinada, traduzindo-se em juros e custo de carregamento da dívida pública menores. Isso só poderá ocorrer, no entanto, com reformas que estabilizem a preocupante situação fiscal do Brasil. A eleição municipal deve ser um importante divisor de águas para a base governista, que tem a oportunidade de capitalizar a força popular adquirida recentemente. Resta observar os resultados, que, como no futebol e fruto de analogia em resenha anterior, são uma caixinha de surpresas, como a eleição de Jair Bolsonaro.

Já o cenário econômico brasileiro segue recuperando-se. Agropecuária, indústria, varejo e construção civil são destaques na rápida retomada vista no país. O PMI Industrial brasileiro segue acima de 60 pontos, com o consumo recorde de energia elétrica pela indústria em setembro (o mais alto desde agosto de 2018) e do diesel em outubro, acima do mesmo mês do ano passado, o que antecipa uma tendência positiva no setor logístico e na agricultura, em fase de plantio da próxima safra. A produção industrial aumentou 2,6% em setembro (último dado disponível) sobre agosto, e ficou 3,4% acima de setembro de 2019 (acima, portanto, do nível pré-pandemia), na maior sequência mensal de crescimento desde 2012.

Lembramos aos nossos investidores que a Trígono mantém parcela relevante dos fundos em empresas ligadas ao setor industrial.

As vendas de veículos vêm-se recuperando, com 215 mil unidades emplacadas em outubro. Em relação a outubro de 2019, uma queda de 15,1%; no ano, a queda acumulada é de 30,4%. Em relação à produção, o acu-

mulado é de 1.567 mil veículos, queda de 38,5% no ano, e as 236,5 mil unidades produzidas em outubro foram 18% inferiores às de 2019. No segmento de caminhões a produção em outubro foi 3,4% inferior à do ano passado, e máquinas agrícolas e rodoviárias tiveram queda de 5,2% no mesmo intervalo. No entanto, outubro deste ano teve menos dias úteis (21) do que em 2019 (23), e a produção segue prejudicada por restrições sanitárias e falta de componentes. Os estoques nas concessionárias estão em níveis baixíssimos (menos de 20 dias de vendas), levando a aumento de preços e demanda por seminovos. O setor de locação de veículos, por exemplo, tem uma fila de espera de 180 dias para que suas encomendas de 150 mil veículos sejam atendidas pelas montadoras. Para caminhões, há pedidos até abril de 2021 e no segmento de carretas (que antecede a venda de caminhões) as vendas até outubro já superam as de todo o ano de 2019, com 6.750 unidades comercializadas (22,6% mais que um ano antes).

As vendas de máquinas agrícolas e rodoviárias (*off-road*) já superam as unidades vendidas em dez meses do ano passado em 1,6%. O descolamento de vendas e produção significa redução de estoques e queda nas exportações (18,8%) para atender o mercado interno. No segmento de tratores, a linha de financiamento Moderfrota do BNDES (prazo de sete anos e juros de 7,5%), de R\$ 8,7 bilhões, esgotou-se em apenas quatro meses, e um crédito suplementar de R\$ 9,3 bilhões já foi solicitado pela Abimaq. Para silos e armazéns, a linha PCA (15 anos, juros de 5% e 6%), de R\$ 2,2 bilhões, também está esgotada, e um crédito suplementar de R\$ 1,2 bilhão foi solicitado. Comentamos isso para mostrar aos nossos investidores a dinâmica dos investimentos no campo, já que algumas de nossas empresas investidas são grandes fornecedoras destes setores e se beneficiarão da conjuntura setorial, mesmo num ambiente de “crise” e recessão. Schulz, Tupy, Metal Leve e Kepler Weber estão entre elas.



O CAGED apresentou o melhor mês do ano: houve criação líquida de 313 mil empregos. Lembramos aos nossos leitores que estimávamos no início da pandemia uma retração de 3% a 5% no PIB neste ano – economistas de renome, no entanto, falavam em recuos de dois dígitos. Deveriam consultar mais as empresas e a economia real e menos as teses acadêmicas – e, em alguns casos, deixar de lado vieses e preferências políticas.

Na ata do Copom divulgada em 3 de novembro, o Banco Central registrou que seguirá com o *forward guidance* (ou indicação de que não elevará os juros no curto prazo), caso haja respeito ao teto de gastos, mesmo com a aceleração da inflação em setembro – o IPCA-15 do mês foi o mais elevado desde 1995 (alta de 0,94%). A subida de preços também se manifesta, em menor escala, nos chamados núcleos de inflação, o que pode indicar um comportamento inflacionário mais estrutural. Apesar disso, boa parte da inflação manifesta-se como choques pontuais de preços, principalmente em alimentos, mas a nova safra e uma certa acomodação do câmbio devem trazer estabilidade. No entanto, o risco fiscal impede o Banco Central de promover novos cortes na Selic, ainda que em seu cenário básico trabalhe com uma inflação de 3,1% para 2021 e 3,3% para 2022 (abaixo das metas de 3,75% e 3,5%, respectivamente). A manutenção da Selic por um período mais longo, assim, é bastante provável (exceto se houver alta acentuada na inflação).

Outubro foi o mês em que o investidor estrangeiro proporcionou o maior saldo positivo no mercado secundário da bolsa brasileira. Foram R\$ 2,9 bilhões, indicando possível estabilização da grande fuga vista desde o começo de 2019. Os investidores individuais (pessoas físicas) compraram R\$ 2,7 bilhões, mostrando um apetite contínuo para ações, enquanto os institucionais (que possuem horizonte de prazo mais longo, pela característica previdenciária) apresentaram posição líquida de vendas de R\$ 7,4 bilhões, deixando de aproveitar a queda no preço das ações. A diferença de R\$ 1,8 bilhão nas compras é representada pelos demais participantes, como as próprias empresas que compram ações para tesouraria e instituições financeiras.

Apesar disso, o câmbio continua muito volátil, tendo o real funcionado muitas vezes como *hedge* para emergentes (devido a seu alto beta em relação à volatilidade da cesta de moedas emergentes). Isso se deve à combinação das situações fiscal e política do Brasil. Somando uma bolsa já bastante volátil à oscilação do câmbio, temos um índice dolarizado com volatilidade ímpar, tendo a relação EWZ/EEM (que reflete os preços de ações brasileiras em relação aos de uma cesta de mercados emergentes) atingido o menor nível desde maio (um importante ponto de decisão para a bolsa brasileira). Ou seja: nossa bolsa é uma das mais desvalorizadas no mundo quando convertidas em dólar (como já apontamos), oferecendo um interessante ponto de entrada para estrangeiros – que podem obter ganho graças às valorizações tanto das ações quanto do real em relação ao dólar ou às moedas de outros países emergentes.

A Fiocruz estima que a vacina de Oxford estará pronta e disponível para a população até março de 2021. Além disso, a vacina chinesa do Butantã está na corrida pela aprovação da Anvisa e para a produção no Brasil. Será ?

DESEMPENHO DOS FUNDOS • OUTUBRO

Em outubro, apesar do contexto desafiador e volátil que afeta os mercados nacional e internacional, todos os nossos fundos apresentaram desempenho positivo e superior aos índices referenciais. Uma grande conquista. Mais uma vez, o destaque é o fundo Trígono Delphos Income – nossa árvore frutífera que, pelo sétimo mês consecutivo, apresentou desempenho positivo (contra tímida valorização do índice referencial no mesmo período) e a maior rentabilidade entre todos os fundos da Trígono.

Podemos dizer ainda que a temporada de colheita desses frutos está apenas começando: ainda vem por aí a temporada de balanços e de pagamento de dividendos. Assim como no resultado mensal, nossos fundos se destacam em períodos mais longos, além do acumulado do próprio ano. Para quem semeia boas sementes e cultiva com carinho, as colheitas são generosas. Em seguida, os comentários.

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

O fundo valorizou-se 3,75% em outubro, mas ainda acumula desvalorização de 5,88% no ano. O índice referencial IDIV, para comparação, teve tímida valorização de 0,65% no mês e desvalorização de 20,56% no ano. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Delphos teve ganho de 25,08% em 12 meses e de 37,64% desde seu início (26 abril de 2018); o IDIV teve desvalorização de 10,58% em 12 meses e valorização de 22,72% no período de existência do fundo, cerca de 15 pontos de percentagem abaixo do Delphos.

As principais contribuições positivas vieram dos setores de Concessão e Energia (+1,33%), Industrial (+1,37%) e Químico (+1,03%). A maior perda veio do setor do Agronegócio (-0,72%).

O desempenho positivo das ações do setor ligado a Concessões e Energia reflete a reação positiva do mercado aos programas de privatização em curso, que apontam nomes específicos presentes em nossa carteira. A reação ocorreu após o anúncio, porém a efetivação do processo de privatização ainda não foi dimensionada pelo mercado. Além de trazer apreciação importante de capital, esse processo poderá resultar em pagamento adicional de dividendos. Algumas companhias da nossa carteira já divulgaram seus balanços do 3T20 com resultados sur-

preendentes para o mercado (mas não para a Trígono), que mostram sua resiliência operacional diante de um cenário global tão desafiador.

Assim, o mercado reagiu positivamente no período, precificando perspectivas positivas – otimismo capturado, por exemplo, na ascendente tendência do Índice de Confiança do Empresário Industrial. Acreditamos que ainda há surpresas positivas a caminho na atual temporada de divulgação de balanços trimestrais. Estamos otimistas igualmente com o que ainda está por vir nos próximos anos, quando a pandemia será passado, esperamos. Por fim, o movimento de desvalorização cambial continua a favorecer nossas principais posições, proporcionando ganhos relevantes que serão evidenciados na divulgação dos balanços das companhias investidas e atraindo atenção do mercado e de novos investidores. Movimentos pontuais de curto prazo do câmbio não nos preocupam, lembrando que algumas empresas exportadoras realizaram *hedge* vendendo dólar no mercado futuro e que, desta forma, estão protegidas contra uma valorização do real em 2021.

Em relação às contribuições negativas, não houve fatos relevantes que alterassem nossa visão estratégica de alocação nos setores mencionados. Em outubro, houve quedas pontuais que não mudam nosso otimismo em relação aos fundamentos das companhias investidas. Ao contrário, consideramos que é momento de aguardar a colheita dos frutos saborosos, que ocorrerá em breve.



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

O fundo teve ganho de 1,35% em outubro e desvalorização de 7% no ano, contra queda de 0,69% no mês e de 18,76% no ano do índice referencial Ibovespa. Quando comparadas janelas mais longas, o Trígono Verbier subiu 45% em 24 meses (+7,47% do IBOV), 77,11% em 36 meses (26,44% do IBOV) e 305,63% em 48 meses (75,84% do IBOV). O Verbier, para lembrarmos, mudou sua condição de clube para fundo de investimento em julho de 2018, e já em dezembro de 2017 tinha taxa de administração de 2% e 20% de performance e sob gestão da Trígono.

As maiores contribuições positivas para o resultado vieram dos setores Industrial (+0,86%), Mineração e Metalurgia (+0,51%) e de Concessão e Energia (+0,41%). Já a contribuição negativa mais relevante veio principalmente do setor do Agronegócio (-0,61%). Aqui, como comentado antes, o desempenho positivo das ações do setor veio principalmente de notícias relacionadas

à privatização das empresas do nosso portfólio e à divulgação de resultados trimestrais melhores que o esperado pelo mercado.

Em relação ao agronegócio, atribuímos a queda no mês a mero movimento de mercado. Acreditamos que os fundamentos das companhias desse setor se estejam fortalecendo a cada dia: chuvas no interior do país asseguram o plantio de uma safra que será vendida com preços extremamente favoráveis para grãos e açúcar. O efeito câmbio deve “adubar” esses resultados. Durante todo o ano-safra plantamos e guardamos; agora, é hora de aproveitar a colheita – que será “açucarada” mas, antes, silos, tanques e armazéns estarão repletos.

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

O fundo teve valorização de 1,97% em outubro e queda de 6,90% no ano, enquanto o índice referencial SMLL teve perdas de 2,28% no mês e de 20,78% no ano. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Flagship teve ganhos de 19,05% em 12 meses e de 80,99% desde seu início (24 abril de 2018); o SMLL, por sua vez, perdeu 6,17% e ganhou 28,43% nos mesmos períodos. Em dois anos e meio, o Flagship proporcionou vantagem (alfa) de 52,6% (ou cerca 18,4 pontos percentuais compostos ao ano) sobre o SMLL.

Isso ocorre porque cerca de 98% da composição do fundo não fazem parte do índice SMLL – ou seja: buscamos empresas menos conhecidas, mas em nossa opinião ainda bastante descontadas em relação ao valor que julgamos justo. Fica demonstrada nossa gestão ativa para arbitrar a má precificação dos ativos pelo mercado. Quando usamos o termo agnóstico em relação a *benchmark* e nossa estratégia *bottom-up*, é esse o efeito (obviamente, desde que bem conduzida). A questão é a semente muito bem selecionada, seu cultivo adequado, e o momento certo para colheita.

Mas o “senhor mercado” não pensa assim. Enquanto este compra seus produtos no início da feira, quando os preços são mais altos, nós (como nossas mães e como as donas de casa que prezam o valor do dinheiro) aproveitamos os preços de fim de feira. Os produtos são os mesmos – mas que diferença de preços... O mercado olha sempre para o que é mais visível; nós buscamos justamente empresas que o mercado nos oferece a preço de fim de feira, mas de qualidade idêntica à que se encontra nos produtos do início do dia. Apenas a aparência pode mudar, mas o valor nutritivo permanece intacto. Como diz Warren Buffet, preço é o que se paga, valor é o que se leva (na feira ou no mercado nas ações).

Os setores com as maiores contribuições positivas foram o Industrial (+1,02%) e o de Mineração e Metalurgia (+0,53%). Já o segmento com maior contribuição negativa foi o Agronegócio (-0,65%). As altas, como nos casos dos dois fundos comentados antes, vieram com a divulgação de fortes resultados trimestrais (principalmente das empresas do setor industrial), o otimismo refletido nos índices e as métricas do setor em ascensão. Acreditamos ser apenas o começo da bonança operacional. Estamos otimistas com os fundamentos das companhias investidas, assim como com a maior estabilidade conjuntural que ainda está por vir. Para o setor de Agronegócio, vale o já comentado.





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

O fundo (iniciado em 2 de setembro de 2019) teve valorização de 1,28% em outubro, desvalorização de 3,77% no ano e valorização de 12,12% desde seu início, ante variação positiva de 4,16% do CDI no período desde o começo do fundo. Desta forma, proporcionou um rendimento equivalente a 291% do CDI desde o seu início, mesmo em ambiente bastante desafiador para o mercado de ações, sendo que 70% da carteira do fundo estão alocados em ações. Não fazemos *market timing*, ou apostas no que acontecerá no mercado. Somos investidores de longo prazo ao invés de especuladores de curto prazo, como aqueles que se julgam profetas e capazes de antecipar os movimentos erráticos do mercado. Vide a história da Cassandra no início desta resenha. Tampouco temos bola de cristal.

As maiores contribuições positivas vieram dos setores Industrial (+1,01%) e de Consumo (+0,38%). Agronegócio (-0,55%) e Varejo (-0,41%) responderam pelas contribuições negativas.

Além do que já dissemos antes nos demais fundos sobre Concessões e Energia e Indústria e Agronegócio, vale comentar que o setor de varejo pode ter sido impactado pela onda de IPOs e excesso de ofertas. Desta forma, acreditamos que alguns investidores possam ter escolhido as ações desses novos entrantes para comprar. Em cada escolha, uma renúncia. De nosso lado, continuamos confiantes em nossos veteranos de combate, que já ganharam e perderam muitas batalhas e adquiriram bagagem suficiente para vencer a guerra – que é o que importa.

Agradecemos aos nossos prezados investidores a confiança depositada na Trígono, e que possamos todos colher uma excelente safra, doce e nutritiva, e que venham muitas outras.

Werner Roger - sócio e gestor
Gabriela Carvalho e Yuhzô Breyer - equipe

** Dr. Oswald Müller-Roger nasceu em Heidelberg, filho do atacadista de tabaco Karl Müller, que teve 12 filhos. O pai, preocupado com o futuro de seus filhos, possibilitou que todos tivessem formação superior. Todos tiveram grande talento literário, e ainda podem ser encontradas obras de alguns deles. Uma de suas seis meias-irmãs alcançou renome com o codinome Lina Sommer, poetisa em dialeto. Suas poesias bem humoradas, no dialeto palatino, continuam sendo publicadas nos dias de hoje, numa série de volumes, e são apreciadas por recitadores. Suas criações serão alvo de outro contexto. Os demais irmãos autores serão honrados posteriormente.*

Dr. Müller-Roger foi um homem de múltiplos interesses. Após formar-se em medicina, adquiriu suas primeiras experiências no exterior trabalhando como médico numa tropa de proteção na atual República dos Camarões. Essa estada mais longa num país tropical marcou o jovem médico, que, a partir desse momento, sentiu uma necessidade urgente de ir para longe. Quando a situação na Alemanha do pós-guerra ficou muito opressiva, sua decisão de deixar a pátria estava madura. Ao responder a um anúncio no Deutsches Ärzteblatt¹, finalmente obteve êxito: a família deixou Heidelberg para trás, e emigrou para o Brasil. Naturalmente, a condição para isso era que não houvesse qualquer limitação ao pleno exercício da medicina no Rio Grande do Sul. Dr. Müller-Roger foi na frente e, quando conseguiu uma vaga de médico na colônia alemã de Arroio

do Padre, sua família pôde, então, seguir para o Brasil. Com isso, teve início uma aventura de quase cinco anos, ricos em experiências, descritas neste livro. Várias situações infelizes e inalteráveis fizeram com que ele retornasse para Heidelberg em 1934 e fixasse residência definitiva em Ilvesheim.

Além do relato sobre o Brasil, dr. Müller-Roger redigiu outros textos, mas a maior parte deles se perdeu, infelizmente. Dentre eles, o mais interessante é a descrição de eventos perto do final da Segunda Guerra Mundial, no qual relata como ele os vivenciou e os sofrimentos pelos quais passou. Ainda hoje procuramos, em vão, pelo manuscrito de Friedliche Insel (A Ilha de Paz). Essa perda é ainda mais triste, pois os eventos trágicos, bem como a comédia oculta por trás deles, constituíam relatos de primeira mão do autor, e os personagens desse drama apareciam vívidos diante do leitor.

[1] Jornal da Associação Médica Alemã

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