11 dez 2024

Aprendendo com os mestres: Damodaran "A primeira vez você nunca esquece"

Prezados leitores e investidores,

Os mais assíduos neste nosso espaço mensal já entenderam a dinâmica de nossos temas: alternamos entre os de perfil mais técnico e outros, mais comportamentais, afinal, lidamos com o elemento humano. Como tratamos de comportamento na anterior, esta Resenha terá o perfil mais técnico, e vamos apresentar (ou reapresentar) um personagem muito importante tanto no meio acadêmico quanto como investidor: **Aswath Damodaran.** Talvez não seja um nome muito comum para parte do nosso leitorado, mas acreditem: no mundo das finanças, trata-se de um personagem relevante e reconhecido pela qualidade de seus ensinamentos.

E os leitores mais atentos talvez tenham reconhecido no título da Resenha a referência a um dos maiores talentos já surgidos no mundo da propaganda, no Brasil e além. Washington Olivetto (1951 – 2024) nos deixou em 13 de outubro. Dono de uma carreira estelar, de uma coleção inigualável de prêmios, criou peças publicitárias que foram muito além da simples propaganda. E a que mais ficou na memória afetiva de tantos milhões de pessoas foi justamente "*A primeira vez você nunca esquece*", em que a personagem vivida pela atriz Patrícia Lucchesi (então com 11 anos) vivia um ritual de passagem, com o uso do primeiro sutiã, ao som da belíssima abertura [Ato 1: Qual Voce] da ópera Edgar (1889), de Giacomo Puccini.

Mas o gênio de Olivetto ainda tem muito (muito!) mais a nos encantar. Outro personagem que absolutamente ninguém com menos de 40 anos desconhece é o "Garoto Bombril", vivido por Carlos Moreno – esse dispensa qualquer apresentação. E quem não se encantou com o cachorrinho "salsicha" (raça dachshund) convertido em amortecedor da Cofap? Ficaríamos dias, só lembrando momentos marcantes de Olivetto na propaganda.

Voltando ao tema: entre 1º e 3 de julho de 1997 tive o orgulho, prazer, privilégio, a felicidade, diga-se logo, tudo, de estar presente no primeiro curso de *valuation* no Brasil, ministrado por Aswath Damodaran, já então um nome consagrado das finanças. Mas antes de falar desse feliz encontro, permita o leitor que eu recorde um pouco de minha carreira profissional até então.

À época, eu atuava como analista da corretora Citibank no segmento de renda variável. Era responsável por indústria e *commodities*, principalmente, mas também por outros setores. Estava há três anos na função. Foi um período muito rico de aprendizado em minha história, que começou em 1982 como *trainee* de crédito no Chase Manhattan Bank. Rico também, foi em satisfação profissional.

O curso foi ministrado no então famoso Hotel Ca'd'oro, que continua em atividade na rua Augusta, que já foi uma das mais importantes da região central da capital paulista. Fui talvez o primeiro a chegar à sala em que seria ministrado o curso, organizado pelo Ibmec-Seminários Internacionais, para não mais que dez pessoas. Metade da audiência era a nossa equipe. Lá estava, então, um rapaz moreno, com a franja na testa, manuseando o retroprojetor. Ainda se usava naquele tempo projeções em transparências de acetato. O mundo já existia antes do hoje ubíquo Powerpoint.

A mim, parecia se tratar de alguém da produção a organizar e preparar tudo para o evento. Eu, polido, urbano (e, como se verá imediatamente a seguir, desavisado), cumprimentei o rapaz com um "Bom dia". Ao que me foi respondido com um igualmente polido e simpático *"Good morning"*.

Sim, era ninguém menos que Aswath Damodaran, em uma simplicidade de fazer gosto, com sua camisa xadrez (ainda hoje conserva o gosto pela estampa). Contava ele, então, 40 anos, mas ninguém se arriscaria a supor que tivesse mais que 25. À época ainda se ouvia os ecos do movimento *"grunge"* da música pop, marcado por guitarras distorcidas e ritmos acelerados, e o "uniforme" da garotada de então eram justamente as camisas xadrez de flanela. Mr. Damodaran passaria tranquilamente por um dos *"grunges"* seguidores de Nirvana, Soundgarden, Screaming Trees e Pearl Jam.

Nascido em Chennai (Bangalore, Índia), Damodaran tem extensa formação acadêmica, iniciada em seu país-natal, em finanças e contabilidade (nas quais é mestre, no sentido acadêmico). Já nos EUA, obteve mestrado e doutorado na UCLA (Universidade da Califórnia), da qual se tornaria professor no *campus* de Berkeley.

Em 1986 ingressou na Stern School of Business, da NYU (Universidade de Nova York), para lecionar finanças corporativas e avaliações de empresas. Autor de extensa obra, entre artigos e livros, com aulas ministradas presencialmente e *on-line*, é, sem sombra de dúvida, um dos mais importantes professores de finanças e de avaliação de empresas nos EUA.

Mantém um website (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/) que é uma autêntica biblioteca de finanças. Para usar e abusar, uma vez que é gratuita.

Quem visita sua webpage encontra a seguinte apresentação (aqui, ligeiramente editada/reduzida, em nome da brevidade):

> *"Meu nome é Aswath Damodaran e leciono finanças corporativas e avaliação na Stern School of Business da Universidade de Nova York. Em primeiro lugar, sou um professor, que também adora desvendar os quebra-cabeças das finanças corporativas e da avaliação, e escrever sobre minhas experiências. Como resultado, estou na intersecção de três empresas, educação, publicação e serviços financeiros, que são todas grandes, geridas de forma ineficiente e merecem ser perturbadas. Posso não ter o poder de mudar o status quo em nenhum desses negócios, mas posso mexer a panela, e este site é minha tentativa de fazê-lo.*
> *Disseram-me que meu site é feio e peço desculpas por sua aparência desajeitada. Embora alguns de vocês tenham se oferecido para torná-lo melhor para mim, e agradeço sua gentileza, preciso ser capaz de ajustar, modificar e adaptar o site à medida que prossigo e, para fazer isso, tenho que trabalhar com o que Eu sei sobre design de sites, o que não é muito. Você pode tentar o mecanismo de busca abaixo e, se não funcionar, tente este guia do site."*

De volta a 1997: quando ele começou o curso, nos contou que recebeu, em uma dada sexta-feira, quando ainda era estagiário em um importante banco de investimentos em NY, uma tarefa que lhe ocuparia todo o fim de semana à frente para executar. Umas boas horas de sono seriam perdidas aí.

Aí teve um momento iluminado: decidiu que aquilo não era vida, a vida de quem "vive o mercado". Como disse certa vez Oscar Wilde, "fui feito para outras coisas", e um pensamento do tipo pode ter lhe ocorrido. Ele mesmo, num outro contexto, lembra do genial escritor irlandês (mais abaixo na Resenha).

Decidiu que seguiria então o mundo acadêmico.

Foi a melhor escolha? Quem somos para julgar, mas, brilhante como é Damodaran, podemos dizer, sem medo de errar, que os bancos de investimentos perderam um profissional de grande futuro, e o mundo acadêmico ganhou um mestre excepcional, ao qual rendo sincera homenagem com esta Resenha. Muito do que faço (e já fiz), como analista, gestor e CIO, devo a ele, graças à enorme influência na forma como penso e atuo em investimentos. Acho mesmo que vou enviar-lhe uma mensagem de agradecimento pelos quase 30 anos de sua ajuda.

O que vem a seguir será dividido em duas partes:

- Anotações que fiz à época, nas próprias apostilas do curso; e
- Menções a alguns de seus pensamentos, trazidos de diversas fontes.

O curso em 1997 foi dividido em três partes:

i. Avaliação;
ii. Avaliação Relativa; e
iii. Precificação através de opções e aplicações.

Vou me concentrar, no entanto, na primeira parte (não só porque considerei a mais interessante como porque foi a de que encontrei mais anotações, afinal, já se vão quase 30 anos...).

Alguns dos textos iniciais, do início da apostila (o curso foi ministrado em inglês; a tradução é livre).

Fases da carreira profissional:

Aprendizado → Dinheiro → Poder → Prestígio → Desafio Intelectual → Qualidade de Vida → Retribuição à Sociedade (filantropia, voluntariado, ONG).

> ***"Não há nada tão perigoso quanto perseguir uma estratégia de investimento racional num mundo irracional."***
> *(John Maynard Keynes)*

A base filosófica para Valuation (avaliação)

- Lord Keynes não estava sozinho na crença de que buscar o valor justo ou real através apenas de fundamentos ou análise financeira é ineficaz em mercados onde os preços frequentemente têm pouco a ver com valor.
- Sempre há investidores no mercado financeiro que argumentam que os preços do mercado são determinados pela percepção (ou má percepção) dos compradores e vendedores, e não por algo tão prosaico como fluxo de caixa ou resultados das empresas.
- Percepção importa, mas ela não é o mais importante (é apenas parte do processo de formação de preços).
- Preços dos ativos não podem ser meramente justificados pela teoria *Bigger Fool*[1] ("Tolo Maior").

[1] Nas finanças, a teoria do Mais Tolo preconiza que sempre é possível ganhar dinheiro especulando com ativos sobrevalorizados, porque (diz a teoria) sempre haverá alguém mais tolo para pagar mais caro.

Comentando e contextualizando com a atualidade:

Esse comportamento me fez pensar nas bolhas clássicas, como a das **Tulipas** na Holanda (1634-37); a **Cia Mares do Sul** na Grã Bretanha (1720); o **Crash** em Wall Street (1929); e outras mais próximas de nós, como a **ponto.com** (1995-2000) e a dos **subprime** (2008). E a das **criptomoedas**, que, claro, ainda não houve. Longe de mim ser agourento, mas eu não só não a descartaria em algum ponto no futuro, como consideraria aquele aviso de retrovisor curvo: "Objetos estão mais próximos do que parecem".

O comportamento do *Bigger Fool* é muito semelhante: manifesta-se quando a racionalidade é superada pela ganância especulativa. Quero muito estar enganado, porque os efeitos subjacentes na economia do mundo de hoje fariam a bolha das tulipas parecer um passeio no parque. Hoje, estamos olhando para centenas de bilhões, talvez mais de trilhão de dólares, sumindo da economia. Evaporando, como éter em uma bacia deixada ao relento. Como era o lança-perfume, aquele aditivo tão famoso de Carnavais de antanho, e que o presidente Jânio Quadros proibiu (no que foi amplamente ignorado).

É próprio das bolhas estourarem. Algumas simplesmente se desfazem depois que a combinação de água e sabão se exaure no contato com o ar. Já outras, para estourarem, precisam de uma combinação diferente, de um alfinete e de um "espírito de porco". E se tem algo que não falta no mercado financeiro, especialmente no mundo especulativo de Wall Street, são espíritos de porco.

Generalidade sobre *Valuation:*

- Mito nº. 1: o objetivo do *valuation* é buscar o valor justo;
- Mito nº. 2: um bom *valuation* traz uma estimativa precisa de valor;
- Mito nº. 3: quanto mais quantitativo um modelo, melhor é o *valuation*.

Competição:

- Criar valor é servir melhor o cliente, não derrotar os concorrentes;
- Um bom negócio deve ser inigualável, não necessariamente o melhor;
- Querer ser o melhor leva a desempenho medíocre e é caminho para o fracasso;
- Diferentemente do esporte, nos negócios não existe "vencedor", "melhor" ou "campeão";
- Nos negócios, o objetivo de ser o melhor é obscuro e impossível. Pois como definir o que é "ser o melhor"? "Melhor" em quê? Como medir?
- Nos negócios há o conceito de "soma zero": para alguém ganhar, alguém tem que perder. Como 4 jogadores numa mesa de poker: as fichas apenas trocam de mãos.
- A rentabilidade de um setor (ROIC médio), é determinado pelas 5 forças, e é dinâmico;
- Nos investimentos, é necessário entender a estrutura do setor e a relação das 5 forças, e o processo dinâmico das mesmas;

Nas minhas notas não explicitei que se trata do conceito das cinco forças de Porter, mas entendo que é a ele que Damodaran se referia. Utilizamos esse conceito na Trígono também. As cinco forças de Porter são um modelo de análise da competitividade entre empresas de um mercado, apresentada em artigo da revista "Harvard Business Review" em 1979 pelo professor Michael Porter.

São elas:

i. rivalidade entre os concorrentes;
ii. ameaça de produtos substitutos;
iii. ameaça de entrada de novos concorrentes;
iv. poder de negociação dos clientes; e
v. poder de negociação dos fornecedores.

- A competição se dá pela captura do lucro disponível no setor e não através de fatias de mercado;
- Algumas empresas se diferenciam dentro de um setor competitivo através da estratégia conduzida. Apple é um grande exemplo (este comentário é de 1997, o que mostra a visão de Damodaran a respeito da Apple há quase três décadas – e que talvez o tenha ajudado a investir na Nvidia (veja mais à frente).);
- Vantagem competitiva é poder cobrar um preço maior com uma estrutura de custos menor;
- Vantagem competitiva não é ser o melhor em alguma coisa, mas, sim, criar valor para o consumidor ou cliente, criando ou gerando lucro para o acionista;
- Medir o retorno de um negócio varia de acordo com o setor e a intensidade de capital empregado (conceito do ROIC), como uma fundição de alumínio (ROIC médio de 10 anos), e uma consultoria (retorno financeiro/sócio).

Estratégia

- Antídoto para concorrência;
- Produzir desempenho superior sustentável, satisfazendo as necessidades do cliente;
- Captura de valor para a organização;
- Quem define valor é o cliente, paga-se ou remunera-se mais por um serviço ou produto diferenciado;
- Existe mercado para cada tipo de produto;
- Para gerar valor, entre os principais requisitos estão inovação e qualidade diferenciada, atender às necessidades do cliente, com foco nos resultados.

Como podemos observar nas anotações que fiz em 1997, especificamente naquele curso de valuation (eram 3 apostilas, que traziam toda a teoria acadêmica, a metodologia e as fórmulas, hoje amplamente disponíveis, em dezenas/centenas de livros e textos), o professor Damodaran nos ensinou de forma bastante clara que *valuation* não é uma ciência exata e precisa.

Ele enfatizou a criação de valor e a competição, e que estratégia é basicamente a forma como se vai competir e criar valor. Isso casa com a nossa Resenha de 13 de março de 2024: *Quality Ou Value Investing: qual o melhor?* E qualidade tem muito a ver com competição e com criar valor para o acionista. Eu anotei várias vezes, provavelmente porque ele repetiu, a importância de servir melhor o cliente e não simplesmente derrotar o concorrente para gerar valor ao acionista.

Imagina-se o *valuation* como uma espécie de quebra-cabeças, em que peças se encaixam perfeitamente, formando uma imagem final precisa, bem-definida. Mas as peças desse quebra-cabeça são (ao menos em alguma medida) elementos qualitativos, e como tais, são subjetivas. Não se pode medi-las com a precisão que se espera ver na imagem final de um quebra-cabeça. É a combinação dessas duas noções que deve nos levar ao que seja o valor de uma empresa. Dificilmente se poderá aplicar a esse valor o adjetivo "correto". Será que existe o "valor correto"? O mercado vai precificar a empresa em algum momento no futuro, e é bem difícil que se chame essa precificação de "correta", "justa" ou de fato "o valor intrínseco", a pedra filosofal que todos buscam. Muito distante disso, imagino.

Interessante que já em 1997 Damodaran tinha ao lado de seu banco de dados sobre empresas internacionais, um outro, bastante amplo, de empresas brasileiras para ilustrar o curso. Ele nos mostrou como os investidores estrangeiros buscavam e avaliavam (e ainda avaliam) as oportunidades nos diversos mercados e países. À época, ele nos disse que investia em Embraer e Telebras (esta representando cerca de 25% do Ibovespa; algo como Petrobras e Vale somadas hoje).

Não tenho como esquecer o fato de que ele tinha Embraer. Por causa disso, comprei a desacreditada empresa na faixa de R$ 0,88 em setembro de 1997; em 2001, vendi, por volta de R$ 16 (salvo engano), creio, no início do ano.

Contexto da ação na bolsa de valores:

A Embraer (EMBR4) veio de R$ 7,00 em dez/94. A empresa foi privatizada em 7 de dezembro daquele ano (fim do governo Itamar Franco) por R$ 154 milhões, cerca de US$ 180 milhões então. Atualmente, está em cerca de US$ 7,3 bilhões, valorização de quase 4.000% em 30 anos (ou 13,7% em dólar ao ano). O consórcio formado por Banco Bozano Simonsen (líder, que passou a ter 40% das ações com direito a voto), Previ e Sistel (fundo de pensão da Telebras) venceu o leilão. Um ano após a privatização (dez/95), a ação despencou para a casa dos R$ 0,30. Ficou nos centavos nos dois anos seguintes, e só rompeu a casa de R$ 1,00 definitivamente em março de 1998.

Eis aí um claro exemplo de *Quality e Value*, que Damodaram identificou, mas o mercado não. Foi também um teste para os investidores mais pacientes. Como ele foi (e provavelmente ainda é).

Mas saiamos um pouco da abstração. Vamos aproveitar e ilustrar esta Resenha com um caso de estratégia, competição e criação de valor, usando justamente o educativo, interessante e (por quê não?), instigante caso Embraer.

Em 1999, um grupo de investidores (com participação acionária de 20%), composto por Dassault, EADS, Snecma e Thales Group investiram na Embraer. A Dassault, lembremos, é a fabricante dos famosos caças Mirage empregados pela Força Aérea Brasileira (além do excelente Rafale). Obviamente, tratava-se de algo que ia muito além de um simples investimento financeiro: havia enorme oportunidade de sinergias para ambos os lados.

Pois bem, vejam notícia de 2011, doze anos após aquele investimento na empresa brasileira:

> *A Dassault Systèmes anunciou que a Embraer S.A., quarta maior fabricante de aviões do mundo, está implantando uma solução 3D completa para a* ***concepção e fabricação dos jatos executivos Phenom e Legacy 500 nas suas fábricas em Melbourne, Flórida (EUA) e São José dos Campos, São Paulo (Brasil).*** *A Fábrica Digital é uma fonte de informações 3D sobre produtos, destinada a reduzir custos de projeto e produção por meio da criação de um único conjunto de planos, modelos de design e instruções de modelos e trabalhos, integrados em uma plataforma segura e colaborativa.*

Avancemos mais 13 anos. Notícia de março de 2024:

> *A Dassault Systèmes e a Embraer anunciam que a tecnologia de simulação da Dassault Systèmes tem sido utilizada para simular, analisar e testar virtualmente a aeronave elétrica de decolagem e aterrissagem vertical (eVTOL) da Eve Air Mobility. A aplicação do SIMULIA PowerFLOW tem fornecido simulações virtuais da dinâmica de fluidos para prever as condições operacionais do mundo real, permitindo que os engenheiros avaliem como a aeronave voa e testem sua emissão sonora.*
> *Uma das principais vantagens das aeronaves eVTOL é que elas são movidas a eletricidade e são uma opção mais sustentável do que as aeronaves movidas a combustão. No entanto, elas são projetadas para operar em áreas urbanas, o que faz com que a redução de ruído seja um fator essencial em seu design. A aplicação da dinâmica de fluidos do SIMULIA permitirá que a Embraer e a Eve experimentem e otimizem as partes mais críticas de sua aeronave eVTOL em um ambiente virtual", diz David Ziegler, Vice-President para Indústria Aeroespacial & Defesa da Dassault Systèmes.*

A Embraer é uma das nossas investidas. Fizemos uma live com a empresa em 23 de outubro passado. Confira, e veja por que a empresa é uma das maiores altas da bolsa neste ano.

Ainda antes de prosseguirmos, vamos ao comentário sobre a NVIDIA que prometemos um pouco mais acima.

Em 2018 (21 anos após o curso), ao observar a forte queda da NVIDIA, que ele não conhecia, Damodaran resolveu estudar a empresa e acabou nela investindo. Resultado: por causa da queda – e não da alta da ação, ele identificou uma oportunidade de investimentos. Quando o mercado estava vendendo. Disso resultou uma valorização de quase 20 vezes o investido. Portanto:

queda → oportunidade → investigação → análise → investimento = ganho.

Esgotadas as minhas anotações que julgo mais pertinentes, vamos agora aos ensinamentos de Damodaran, na 2ª parte da Resenha: suas **citações e seus pensamentos.**

> *Einstein estava certo sobre a relatividade, mas mesmo ele teria dificuldade em aplicar a avaliação relativa nos atuais mercados de ações*

> *O sucesso no investimento não vem de estar certo, mas de estar errado com menos frequência do que qualquer outra pessoa*

> *O valor intrínseco de um ativo ou uma empresa gerar valor é uma função de três variáveis: capacidade de gerar fluxos de caixa; seu crescimento esperado nestes fluxos de caixa; e a incerteza associada a esses fluxos de caixa*

> *Uma empresa só pode ter valor se, em última análise, gerar lucros*

> *Sou naturalmente atraído por números, mas uma das ironias de trabalhar com números é que, quanto mais trabalho com eles, mais cético me torno em relação a argumentos que são puramente baseados em números*

> *As empresas consideradas de crescimento obtêm mais valor dos investimentos que esperam fazer no futuro e menos dos investimentos já realizados*

> *Uma boa avaliação é uma combinação entre histórias e números, conectando uma história sobre uma empresa aos dados financeiros para uma avaliação e, por extensão, ao valor*

> *Todas as avaliações são tendenciosas. Quase nunca você começa a avaliar uma empresa do zero. Com demasiada frequência, as suas opiniões sobre uma empresa são formadas antes de começar a inserir os números nos modelos e métricas que utiliza e, não surpreendentemente, as suas conclusões tendem a refletir os seus vieses*

> *Oscar Wilde definiu um cínico como aquele que sabe o preço de tudo e o valor de nada. O mesmo pode ser dito de muitos investidores que encaram o investimento como um jogo e definem vencer como permanecer à frente da concorrência*

> *Nós nos identificamos e nos lembramos de histórias melhor do que de números, mas contar histórias pode nos levar rapidamente à terra da fantasia*

> *O preço é determinado pelo humor. Já é sabido que tuítes e comentários positivos por parte dos investidores afetam diretamente nos preços praticados no mercado*

> *Os fundamentos importam mais do que nunca em uma crise*

> *Não tenha medo de cometer erros*

> *Você estará errado às vezes? Claro, mas todos os outros também*

> *Mais valor é destruído em todo o mundo por empresas que não agem de acordo com a idade: empresas jovens que tentam agir como velhas e empresas velhas que tentam ser jovens novamente*

O que vai acima é só uma amostra, pequena, do que Damodaran tem como referencial, financeiro, cultural, didático, filosófico. Os leitores que ficaram curiosos por saber mais encontrarão farto material divulgado por Damodaran no Google e em seu site.

E a derradeira:

> ***Primeiro, sou um professor, que também adora desvendar os quebra-cabeças das finanças corporativas e da avaliação, e escrever sobre minhas experiências.***

Para fechar com chave de ouro esta primeira parte da Resenha, deixo o leitor uma vez mais com uma das minhas favoritas citações, a que constava no pórtico do Oráculo de Delphos e foi adotada por ninguém menos que Sócrates:

> *Conhece a ti Mesmo.*

Fotografia atual que fizemos em Delphos e reconstituição do acesso ao Oráculo em cujo pórtico estava inscrito a frase acima para os consulentes.

Estudar os preciosos e úteis ensinamentos do professor Aswath Damodaran é uma forma de ampliar nosso conhecimento, refletir sobre nosso modo de pensar, sobre os erros cometidos. Mas, o mais importante é nos tornarmos mais preparados para investimentos que atendam nossos anseios e estejam ajustados à nossa tolerância ao risco. Só nós mesmos podemos balancear essa equação. Agradeço ao professor Damodaran por muito me ajudar neste sentido e espero que possa também auxiliar nossos leitores.

Conjuntura Internacional

Dizer que a volta de Donald Trump à Casa Branca trará muitas mudanças à política externa dos EUA, da economia às medidas ambientais, pode se revelar o "*understatement*" do ano (algo como um dourar demais a pílula). Nem bem seu gabinete acabou de ser formado e já vieram ameaças a México e Canadá por conta de controle de fronteira e para salvar a indústria automobilística americana (esta, feita diretamente ao México); à China, com tarifas de importação (uma taxa de 15%); e a mais recente, a todos os países do Brics: nada menos que 100% de tarifas caso haja a desdolarização das negociações no bloco.

Vai ser uma política mais agressiva (outro candidato a *understatement*). Mas, retórica e bravata à parte, é papel de quem lida com risco por profissão avaliar as probabilidades para cada uma dessas ameaças.

É provável que Trump venha mesmo a taxar importações de maneira generalizada, com as alíquotas maiores recaindo sobre as importações chinesas. O tiro, no entanto, poderá sair pela culatra: isso pode carrear para a terra do Tio Sam mais inflação do que o Fed conseguirá combater com sua ferramenta de juros. Trump, seu entorno, bem mais da metade da população dos EUA e muita gente ao redor do mundo acreditam que tarifas são o emplastro de Brás Cubas, aquele "medicamento sublime", destinado a "aliviar a nossa melancólica humanidade". Não custa lembrar a sabedoria ancestral de minhas e de tantas avós por aí: de almas de boas intenções, o inferno está lotado. Aliás, para seguir na metáfora farmacêutica, Trump defendia que a covid-19 se combatia com injeções de desinfetante.

Sobre inflação, além do impacto que as medidas de Trump possam vir a ter na economia dos EUA, poderá haver um efeito inverso na inflação global (por conta do excedente chinês escoado para o resto do mundo), um aumento da margem de boa parte da indústria americana e uma redução da margem da indústria chinesa. Nessa hipótese, a moeda americana poderá se fortalecer ainda mais, seja frente ao euro, seja frente às moedas de países emergentes. Essa nova dinâmica pode favorecer outros exportadores a ocupar o lugar da China, especialmente no agronegócio, num jogo de represálias e ameaças comerciais.

O Brasil pode substituir grãos e proteínas exportadas pelos EUA para a China.

Em relação aos parceiros da USMCA (Acordo Estados Unidos-México-Canadá, o "Mercosul do andar de cima", por assim dizer), mesmo Trump descobriria ser bastante difícil (isso se possível) quebrar acordos apenas porque ele quer. Os EUA, goste o futuro presidente ou não, dependem de muitos produtos oriundos desses parceiros comerciais, de fertilizantes a componentes automotivos; a própria indústria automobilística que ele quer defender internamente correria o risco de ser paralisada. Indústria essa, aliás, que nem tem condições, sozinha, de suprir a demanda do norte-americano por automóveis: os veículos *"Made in Mexico"* são (e deverão continuar a ser em qualquer futuro previsível) necessários.

Dado esse novo cenário, há uma medida que Trump poderia tomar que contrabalancearia o impacto da taxação das importações na inflação: a diminuição do impulso fiscal, que é hoje muito grande nos EUA. Se cortar gastos e impostos – promessas com as quais se elegeu, aliás, talvez ele consiga taxar importações sem fazer a inflação disparar.

Mas aí, claro, Trump teria que ter a seu lado um Mané Garrincha que se arriscasse a dizer-lhe que falta combinar com os russos. Como diz o título do primeiro álbum-solo de Keith Richards (o lendário guitarrista dos Rolling Stones), *"Talk is cheap"* ("falar é fácil"). Promessas, qualquer um faz. "Palavras são palavras, não mais que palavras", diria Walfrido Canavieira, o personagem do inesquecível Chico Anysio (que, no ambiente politicamente correto dos costumes atuais, seria cancelado, vejam só...).

Mas voltando: Se todas essas medidas passarem de potência a ato e forem implementadas de forma correta, seria possível os EUA estimularem sua indústria de forma relevante, com um processo de substituição de importações sem (muitos) problemas inflacionários e lidando com o atual "elefante na sala" do mercado: o gigantesco déficit.

São muitas variáveis, e é difícil estimar a chance de um plano com tantas partes em movimento dar certo. E nem entrou no cálculo ainda a eventual escassez de mão-de-obra que novas barreiras à entrada de estrangeiros no país poderiam ocasionar (além, claro, de potencial escassez de determinadas matérias-primas).

Quanto mais elementos de realidade vão sendo levados em conta, mais os "planos" de Trump vão se parecendo com um típico sonho de verão em pleno inverno setentrional.

Os EUA são reféns de produtos importados. Por exemplo: terras raras e magnetos chineses, essenciais a todo tipo de motor elétrico. Os consumidores norte-americanos podem não ter muito claro que os manufaturados que chegam ao país vindos da China não trazem consigo o carbono poluente e a mão-de-obra barata que os produz. A produção industrial que desembarcasse nos EUA após deixar a China traria na bagagem justamente essa massa de poluentes, na forma de emissões de gases de efeito estufa em proporções bíblicas.

Isso para nem falar da escalada que haveria na demanda por energia, e a ninguém que queira ser levado a sério pode ocorrer dúvida de que tal demanda seria suprida pela geração a partir de combustíveis fósseis. Nem Trump nem aliado algum sequer tenta sinalizar algo diferente.

Sobre a China, é esperada uma desaceleração no crescimento, na esteira de mais e maiores taxações vindas dos EUA. O governo chinês, por óbvio, não vai assistir a nada disso de maneira passiva: podem vir aí aumentos em estímulos fiscais e, o que não seria nada estranho, tarifas extras sobre produtos importados dos EUA.

Há também um cenário em que, se as negociações ocorrerem de forma mais amigável, a China poderia ampliar suas importações dos EUA, a fim de tentar evitar aumentos de tarifas sobre produtos chineses.

Tudo isso, só para deixar bem claro, é simples especulação. O novo governo dos EUA começa em 20 de janeiro. *Stay tuned.*

Se o que vem por aí é uma guerra de tarifas (a chamada *"Trade War"*), o Brasil terá pela frente uma excelente oportunidade de aumentar as exportações de commodities à China, em substituição indireta aos produtos americanos. É importante que o Brasil se mantenha de olhos abertos, observando o desenrolar da trama de forma distante, e saber a hora de aproveitar as oportunidades que se apresentarão, tanto vindas da China como dos EUA.

Sobre o setor imobiliário chinês: agora há uma maior visibilidade da crise e espera-se que o setor como um todo só se estabilize e comece a se recuperar em 2026. Cidades Tier 1 devem se recuperar já no próximo ano.

A bolsa de valores dos EUA segue em expansão, insuflada pela narrativa da IA (Inteligência Artificial) e do aumento de produtividade, mas ela está também reduzindo a representatividade da alta da bolsa. Com a eleição de Trump, outros setores também tiveram ótimo desempenho, como bancos e empresas ligadas a criptoativos (que viraram pauta do governo eleito).

O índice S&P 500 subiu 5,7%; a Nasdaq, 6,2%; e o Dow Jones (mais ligada a setores tradicionais como indústria), 7,5%. O índice Russell 2000 (que representa as *small caps*) subiu 10,8% em novembro passado. Durante o primeiro mandato de Trump, foi o índice de melhor desempenho, e há grande expectativa, neste segundo, para as *small caps*. Na gestão democrata de Joe Biden, já perto do fim, as "pequenas" tiveram desempenho inferior aos índices relacionados a *large caps* e tecnologia,

Guerras e conflitos que tiveram início na gestão Biden continuam, sem que o Tio Sam pudesse intermediá-los, e menos ainda encerrá-los. O mundo se tornou mais beligerante e perigoso nos últimos quatro anos. Resta ver o que Trump poderá fazer (se algo) nessas questões. A Coreia do Norte surge como novo ator, mais próxima à Rússia, enquanto o governo da Coreia do Sul embarca numa nova onda, ainda sem forma completamente definida, mas definitivamente nada atraente: o presidente sul-coreano, Yoon Suk Yeol, decretou lei marcial, apenas para suspendê-la horas depois. Sua aprovação está em níveis baixíssimos, com forte oposição no Parlamento. Analistas viram o movimento de Yeol como uma tentativa de autogolpe.

O presidente, conservador, se elegeu com uma base de combate à corrupção, mas sua própria mulher se viu envolvida em casos de manipulação de preços de ações, o que aumentou a resistência à sua gestão. No dia 4 de dezembro, representantes de seis partidos de oposição apresentaram um pedido de *impeachment* que, votado na sexta-feira (6), não aconteceu, pois congressistas que apoiam o governo abandonaram o plenário não havendo quórum para a votação. Quando o leitor tiver este texto diante dos olhos, a situação terá se desdobrado, além de novos acontecimentos na Síria com a queda do governo de Bashar al-Assad. Mais confusão à vista na conturbada região envolvendo Israel, Líbano e agora a Síria.

Conjuntura Nacional

O índice Ibovespa encerrou o mês de novembro em queda de 3,12%, mais um mês na sequência de meses desfavoráveis para ativos de risco no Brasil, e mais que todos, a renda variável. No acumulado do ano, o índice entrega retorno negativo de 6,35%. O índice *Small Caps*, por sua vez, fechou em expressiva queda de 4,48%, e desde janeiro já perdeu 18,66%.

O principal destaque positivo setorial (sim, ele existe) do Ibovespa no mês foi o setor de petróleo e gás, graças a ela, a gigante Petrobras. Mas a Embraer também garantiu a 2ª posição no podium das que operaram a favor do Ibovespa em novembro e ajudou a atenuar a queda das *small caps*. Sim caro leitor. Para a B3 a gigante Embraer é uma *small caps*, vejam só que excelente metodologia na construção de índices. Mostra que os investidores andaram à procura de empresas com bom momento de resultados e exposição ao dólar. Já na contramão, pesou o desempenho negativo dos setores de mineração e financeiro, ainda que mineração e dólar costumem andar de mãos dadas.

No índice SMLL, também o setor de petróleo e gás foi a principal contribuição positiva. Os setores de construção civil e varejo foram os que deram as maiores contribuições negativas, ponha aí o movimento de alta de taxas de juros como fator preponderante para isso.

Novembro confirmou a tendência dominante do ano: a bolsa de valores voltou a registrar saída líquida de recursos estrangeiros e de investidores institucionais. Aqueles venderam R$ 3,1 bilhões; estes, R$ 3,9 bilhões. Os investidores individuais, no entanto, foram a principal fonte de aportes positivos: R$ 3,3 bilhões. Em seguida vêm instituições financeiras, com R$ 2,1 bilhões, com isso mantendo-se o padrão formado pelos últimos meses (e o saldo através de outros participantes do mercado). No acumulado do ano, estrangeiros retiraram R$ 32,4 bilhões e institucionais, R$ 28,4 bilhões; os investidores individuais, de seu lado, aportaram R$ 26,5 bilhões. Outros participantes entraram com R$ 22,6 bilhões e as instituições financeiras, com R$ 12,2 bilhões. Boa parte dos ingressos se deu pelas empresas recomprando as suas próprias ações. Quem entende mais dos seus negócios e perspectivas do que as próprias empresas? Ou alocação de capital?

Na reunião do Copom (Comitê de Política Monetária) do Banco Central realizada no mês passado, a taxa Selic, o juro básico da economia, subiu para 11,25% ao ano, com um aumento de 0,50 ponto percentual. Surpresa para ninguém, já era amplamente esperado. A próxima reunião está programada para os dias 11 e 12 próximos (quarta e quinta-feira). O mercado se prepara para um aumento de 0,75 p.p. Há quem fale em elevação de 1 ponto; se estes últimos estiverem certos, a Selic fecha 2024 em 12,25%.

O tom do discurso dos diretores do BC na reunião do mês passado foi o mesmo dos últimos discursos: a elevação foi justificada escorada em fatores como: atividade econômica mais forte que o previsto; pressões no mercado de trabalho (desemprego em queda e salários em alta); incertezas sobre a economia dos EUA (com dúvidas sobre ritmo de desaceleração, desinflação e postura do Fed); e expectativas de inflação desancoradas, espera-se para este ano 4,6% e para o próximo, 4%, em ambos os casos, acima da meta.

Em 27 de novembro, o ministro Fernando Haddad (Fazenda) anunciou um pacote de medidas fiscais. Serviriam, segundo ele, para fortalecer a sustentabilidade e o ajuste fiscal do Brasil. O governo mira uma redução de R$ 70 bilhões em gastos nos próximos dois anos, para tirar a pressão que o déficit nas contas públicas exerce.

O mercado, no entanto, não gostou muito do que viu/ouviu. O entendimento foi de que as medidas não atacaram os principais problemas fiscais do país. No vácuo, veio o anúncio da proposta de ampliar a isenção do Imposto de Renda para rendimentos de até R$ 5 mil/mês. Essa medida gera impacto fiscal negativo: reduz a arrecadação e compromete a credibilidade do esforço fiscal. Fica uma sensação desagradável de que se tapa um vazamento abrindo-se outro.

O mercado achou que faltaram detalhes sobre como as medidas de corte seriam implementadas e monitoradas. Essa carência de detalhes aumentou a incerteza. A sensação geral foi de que não havia sinais claros de compromisso com a sustentabilidade fiscal nos médio e longo prazos.

O dia seguinte, no que até certo ponto era de se esperar, foi de forte desvalorização do Ibovespa, com a forte reação no câmbio. Em novembro, o dólar rompeu a histórica barreira de R$ 6,00. No ano, a moeda norte-americana já registrou ganho de 21% sobre a brasileira.

Quanto a dados econômicos: a taxa de desemprego em outubro foi de 6,2%, em linha com o consenso. O CAGED mostrou criação líquida de 133 mil vagas com carteira assinada em outubro. No mesmo mês, o IPCA-15 registrou alta de 0,62% sobre setembro. O esperado era uma alta de 0,49%.

Na primeira semana de novembro, a Fenabrave divulgou seu relatório mensal de emplacamentos de veículos novos no país: os de veículos leves e comerciais subiram 19,6% sobre novembro de 2023. De janeiro a novembro deste ano, a alta foi de 15,4%. Os emplacamentos de caminhões cresceram 11% no comparativo anual, e 18,1% no acumulado do ano. A Scania impressionou, com seu avanço de 59,5% no ano. A companhia vive, em 2024, um dos melhores anos de sua história no Brasil.

Segmentos	2024 Nov (A)	2024 Out (B)	2024 Acumulado (C)	2023 Nov (D)	2023 Acumulado (E)	Variação (A)/(B)	Variação (A)/(D)	Variação (C)/(E)
A) Autos	193.730	195.191	1.758.316	160.679	1.533.070	-0,75▼	20,57▲	14,69▲
B) Com. Leves	47.461	54.695	482.782	40.953	409.661	-13,23▼	15,89▲	17,85▲
A + B	241.191	249.886	2.241.098	201.632	1.942.731	-3,48▼	19,62▲	15,36▲
C) Caminhões	10.002	11.902	110.940	9.011	93.934	-15,96▼	11,00▲	18,10▲
D) Ônibus	2.309	3.139	25.079	1.943	22.744	-26,44▼	18,84▲	10,27▲
C + D	12.311	15.041	136.019	10.954	116.678	-18,15▼	12,39▲	16,58▲
Subtotal	253.502	264.927	2.377.117	212.586	2.059.409	-4,31▼	19,25▲	15,43▲
E) Motos	147.018	166.721	1.723.971	130.471	1.448.770	-11,82▼	12,68▲	19,00▲
F) Impl. Rod.	6.682	7.689	81.840	7.623	82.473	-13,10▼	-12,34▼	-0,77▼
Outros	12.387	13.478	132.875	10.480	117.186	-8,09▼	18,20▲	13,39▲
Total	419.589	452.815	4.315.803	361.160	3.707.838	-7,34▼	16,18▲	16,40▲

Fonte: Fenabrave

Esses dados, como dissemos nas Resenhas mais recentes, reforçam o cenário de recuperação dos emplacamentos. Os números de novembro confirmam uma aceleração nas vendas, e 2024 pode vir a fechar com desempenho superior às expectativas do início do ano de crescimento entre 5% e 10%.

Para 2025, espera-se uma produção de grãos significativamente melhor que a de 2024, com área plantada maior e clima mais favorável para a soja. Conab e consultorias veem mais uma safra recorde a caminho: crescimento de cerca de 30 milhões de toneladas de grãos, mais de 10% sobre 23/24. Mais produção agrícola significa necessidades logísticas maiores, para colher, armazenar, transbordos, transportar a nova safra, além dos congestionamentos nos portos. Tudo isso significa, por sua vez, claro, mais investimentos.

Na Trígono, esperamos aumento na demanda por máquinas agrícolas, caminhões, serviços logísticos e de armazenagem. Setores de transporte (hidrovias, ferrovias, rodoviário e serviços portuários) e armazenamento (silos e armazéns) podem estar prestes a receber mais investimentos. Investir em etanol de milho e biometano também será positivo para toda a cadeia agrícola e logística, fora o bônus de contribuir com a descarbonização veicular. Nossas principais empresas investidas estão em todas estas cadeias de produção. Quem planta, haverá de colher bem.

Desempenho dos Fundos – Dezembro de 2024

Os nossos leitores, espectadores (que muito nos honram e prestigiam em nossas *lives* semanais no *Youtube*) e investidores bem sabem: nossa metodologia de investimentos tem na base o preceito *bottom-up* na seleção e alocação de recursos.

Esse preceito tem no seu núcleo os fundamentos e o valor das empresas. A maior parte do mercado (e põe maior nisso) é guiada principalmente por fatores macroeconômicos, é o que se chama de *top-down*.

Sem entrar no mérito da metodologia, os investidores escolhem alocar seus recursos em renda fixa ou variável. Quem vai para a via da renda fixa elege como fator mais relevante as taxas de juros. Pouco importa a estes se as ações ou o mercado de renda variável como um todo está descontado. Juros maiores, porque atraem bastante gente de olho nos juros gordos, acabam deprimindo o mercado de renda variável. "Preferência pelo conforto da renda fixa" talvez fosse uma descrição sumária, mas bastante bem acurada, do atual momento.

Ainda que se reconheça que as empresas estão descontadas e que em algum momento os juros vão cair. As figurativas perguntas de um milhão de dólares são: Quando? Quanto? Pesam aí o fator comportamental, o fator incerteza e a aversão ao risco. Afinal, gostemos ou não, somos humanos, demasiado humanos. Meteram IA na bagunça do dia a dia, onde deveria e não devia (parafraseando a canção dos Paralamas do Sucesso), mas nem por isso investir se tornou um processo lógico rígido. Nem máquinas nem algoritmos tomam decisões. Não as boas, pelo menos.

Curiosamente, mesmo com o uso do preceito bottom-up, estamos alocados basicamente em setores ou segmentos da economia que se beneficiam muito da macroeconomia (ainda que o valor de nossas investidas não se radique nela):

- **Agronegócio:** silos e armazéns, açúcar e etanol;
- **Indústria:** bens de capital e componentes automotivos;
- **Commodities:** petróleo e gás, papel e celulose, siderurgia e metalurgia;
- **Financeiro:** bancos e seguros.

O leitor mais atento terá percebido a não-exposição a setores mais sensíveis às taxas de juros, como varejo, consumo e incorporação imobiliária, por exemplo, e até de certa forma educação e saúde. O fator juro tem, portanto, efeito bastante limitado nas nossas investidas. Aliás, aquelas com caixa robusto estão se beneficiando dos juros em suas aplicações financeiras.

Mas muitas delas têm suas cotações em bolsa penalizadas pelo "pecado" de serem small caps, pobrezinhas. São ignoradas, e até evitadas, vejam vocês, só porque são *small caps*. Os fundamentos delas são positivos, talvez até melhores que os de muitas "grandonas" por aí, e são pouco afetadas seja lá por qual rumo os juros tomem.

O mercado, muitas vezes na figura daquele investidor menos atento, acha que a simples queda de uma ação ou de um índice, ou o desempenho negativo de um fundo é um sinal de alerta máximo: o que eles ouvem é "venda!", "evite!", "resgate!". Ninguém parece entender que o sinal é justa e exatamente para fazer o inverso.

Por que isso acontece?

magine o caro leitor, a cara leitora, a seguinte situação: uma empresa negociada a 7x o seu lucro. Sua ação caiu 15% no ano, mas o lucro cresceu 10%, e a perspectiva para o ano seguinte é crescer outros 10%, efeito, por exemplo, da movimentação do câmbio. Neste caso, a ação dessa empresa passou a ser negociada a 5,4x o lucro do ano atual e a 4,9x o do ano seguinte. Para voltar ao mesmo P/L 7x a ação deveria subir 42,8%, além de cerca de 15% de dividendos, ou um ganho de quase 60% em pouco mais de um ano, ou seja, potencial de ganho muito maior que a renda fixa, em um momento em que o mercado se normalizar.

Ou seja: ela ficou 30% mais descontada (ou "barata" como se diz). Mas o investidor a vende apenas porque ela caiu. Nem estão aí, inclusive, para o fator dividendos, que as tornam ainda mais atraentes.

E é bem essa a situação em que nos encontramos. Algumas empresas *small caps* têm ações com preço em queda por fatores alheios aos seus fundamentos ou resultados, e investidores vendem ou resgatam de fundos que nelas investem apenas por estarem mais "baratas". E correm atrás daqueles que estão subindo, e nem olham o que vêm dentro da caixa.

Na Trígono, somos gestores e investidores profissionais. Buscamos empresas mais descontadas com boas perspectivas de resultados, lucros, criação de valor e dividendos crescentes, de olho nos fundamentos. Já o mercado parece que ouve só as próprias tripas.

Para ilustrar: o índice SMLL atingiu seu máximo histórico em pontos em 21 de junho de 2021 batendo nos 3.225. No final de novembro deste ano, cravou em 1.884 pontos, ou seja: caiu 41,6%. Para voltar ao recorde anterior, precisaria subir 71,2%. O índice IDIV (dividendos) cravou seu recorde em 5 de setembro deste ano, com 9.637 pontos; no mês passado, fechou aos 9.290 pontos. Ou seja: caiu apenas 3,6% em relação à *"all time high"* ("máxima histórica", em tradução livre) e precisaria subir apenas 3,7% para voltar ao recorde.

Esse exemplo simples (sem entrar no mérito da composição dos índices) apenas ilustra o comportamento do mercado. Mudando de índices para fundos, os nossos sofrem o mesmo efeito (exceto o Parthenon, mas falamos disso mais à frente). Mas aqui entramos no mérito: nossas principais empresas vão muito bem, obrigado: investem, distribuem bons dividendos, apresentam excelente estrutura de capital, muitas com forte posição de caixa, beneficiada por câmbio e baixa exposição a juros.

Voltando aos setores em que estamos investidos. O câmbio, sem dúvida, é o fator macroeconômico mais positivo para empresas ou setores com receitas ou preços vinculados ao dólar, e terão a seu favor uma valorização de 18% da moeda em relação ao real (BRL) no 4T24 frente a um ano antes. E se o dólar permanecer cotado a R$ 6,00, o 1T25 trará um ganho de 21% sobre a média do 1T24. Venhamos e convenhamos: ganhar aí uns 20% nas receitas só observando o caminho que o câmbio traça não é nada mal, tudo o mais constante.

Ao mesmo tempo em que as ações caem em real, em dólar elas caem mais 25% (desvalorização do real em 12 meses), somando-se a queda nominal das ações ao efeito câmbio, mas tendo seus resultados beneficiados exatamente pelo efeito câmbio (repetindo, com tudo mais permanecendo constante).

Exceto pelo setor financeiro, nossos fundos estão muito bem-posicionados em empresas e setores que se beneficiam (e, esperamos, continuarão a se beneficiar) do fator câmbio, especialmente com a perspectiva de dólar mais forte no governo Trump (o que, aliás, será um problema para o Fed, que vai ter de conter as labaredas do dragão inflacionário com o extintorzinho dos juros).

Na *Terra brasilis*, o câmbio deverá continuar pressionado por risco fiscal, remessa de divisas ao exterior (ainda quando se cogita elevar tributação de multinacionais e dividendos), mais brasileiros investindo no exterior (criptomoedas incluídas) e evasão de divisas via "bets". Sobre criptos e bets, aliás, quem acompanha a Trígono sabe que isso já era pauta entre nós bem antes da mídia chegar ao tema. O governo olha e parece não ver os enormes prejuízos causados à sociedade com a febre das apostas online.

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

A disfuncionalidade do mercado atual segue ofuscando o real valor das empresas. O investidor "sócio", que busca se beneficiar da geração dos fluxos de caixa, criação de valor e dos investimentos das empresas investidas, está sendo duramente penalizado pelo especulador – ou pelos algoritmos, cada vez mais ativos na B3. Afinal, quem dita os preços de hoje são "investidores" que em três meses já nem estarão mais no papel. Que interesse teriam, então, em fazer um *valuation* adequado, ter equipe de analistas, como nos ensina o professor Damodaran, e combinar com as boas histórias ou narrativas presentes no mercado atual?

Acredite o leitor se quiser: apesar do cenário fiscal sugerir o apocalipse, aos olhos do mercado local, bem entendido, as empresas vencedoras estão focando nos quesitos que conseguem controlar: estratégia de crescimento, qualidade dos produtos, foco no cliente, capital intelectual e inovação. No fim das contas, o investidor "sócio" deveria agradecer aos robôs tradings e aos algoritmos pela *Black Friday* em ativos valiosos. *"Grandes oportunidades frequentemente aparecem em trajes comuns"* teria dito Thomas Edison.

Indo para os resultados: o Delphos caiu 4,1% no mês, contra um IDIV que se sustentou próximo do zero a zero. Petrobras, Gerdau e Cemig mais uma vez tiveram as maiores contribuições no índice. Do lado do Delphos, Metalurgia e Siderurgia (com 0,5%) e Petróleo e Gás (com 0,3%) foram os destaques positivos. Bens de Capital e Indústria Rodoviária foram os maiores detratores (-2,3% e -1%, respectivamente).

Agnósticos a *benchmark*, ficamos para trás na comparação com o IDIV nos últimos 12 meses, ao cair 15,5%, contra alta de 9,5%. O IDIV, aliás, tem sido um dos melhores índices da bolsa brasileira nos últimos anos, demonstrando uma vez mais que dividendos têm papel muito importante na rentabilidade de uma ação ao longo do tempo. Mas isso não tem se refletido totalmente em nossas investidas, pelo fato de estarmos 86% alocados em *small caps* – que, apesar de pagarem excelentes proventos (até superior às *large caps*), são mais penalizadas em cenários de aversão a risco. Criado em abril de 2018, o Delphos entregou 169,9% de retorno contra 109,4% do IDIV (excedente de 60,5 pontos percentuais).

Fundo	Nov-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
DELPHOS	-4,08%	-19,35%	-15,50%	-8,57%	15,55%	74,80%	137,07%	169,91%
IDIV	-0,07%	2,38%	9,45%	27,77%	48,64%	49,15%	49,07%	109,40%

Trígono Flagship Small Caps FIC FIA 60 (CNPJ: 29.177.013/0001-12)

Concentrado em seis posições que, juntas, representam 84% do fundo, o Flagship 60 teve um mês difícil – assim como o SMLL (-5,5% vs -4,5%). Em um ano até aqui para esquecer, ambos recuam quase a mesma coisa: queda de 19,6% do Flagship vs 18,7% do referencial.

Cinco setores concentram 85% dos recursos do fundo: Agricultura e Agronegócio; Bens Industriais; Bens de Capital; Indústria Rodoviária; e Metalurgia e Siderurgia. Bens Industriais (-2,0%), Bens de Capital (-2,0%) e Indústria Rodoviária (-0,9%) foram os detratores. Desde seu início (abril/2018), o retorno do Flagship 30 é de 194,6% e o do Flagship 60, de 187,7% (entregando alfas de 185,4% e 178,5%, respectivamente).

Fundo	Nov-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
FLAGSHIP	-5,50%	-19,59%	-15,72%	-12,93%	2,94%	48,48%	81,54%	194,58%
SMLL	-4,48%	-18,66%	-12,93%	-7,61%	-16,01%	-27,09%	-24,11%	9,22%

Fundo	Nov-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	-5,50%	-19,59%	-15,69%	-12,76%	3,29%	49,13%	77,32%	187,73%
SMLL	-4,48%	-18,66%	-12,93%	-7,61%	-16,01%	-27,09%	-24,11%	9,22%

Trígono Parthenon FIC FIA (CNPJ: 52.924.585/0001-30)

Na contramão do mercado, novembro foi excelente para o Parthenon, que subiu 2,1% contra queda de 3,1% do IBOV (resultando em alfa de 5,2% no mês). No acumulado de 2024, a "alta" de 0,7%, apesar de mínima, é relevante na comparação relativa frente ao IBOV – que cai 6,4% (são 7,1 pontos percentuais de vantagem, portanto). Desde seu início (11 de dezembro de 2023), quase completando um ano, o fundo se valorizou 6,7%, resultado que deixa evidentes os desafios de se fazer *market timing*, ao notar que a alta do fundo aqui se deve a "apenas os últimos 20 dias" do ano passado. Cabe destacar que esta estratégia está com patrimônio de quase R$ 300 milhões investidos nas ações, já o nosso terceiro maior em patrimônio e aquele com maior crescimento e o fundo da Trígono com melhor performance, demonstrando que a Trígono não é apenas uma gestora de *small caps*. Acreditamos inclusive que este fundo poderá se tornar o maior da gestora. **Não importa o tamanho das empresas, mas o processo de investimentos.**

Os setores que contribuíram positivamente com o retorno do Parthenon no mês foram Indústria Aeronáutica (1,3%), Metalurgia e Siderurgia (1,3%) e Papel e Celulose (0,6%). Coincidentemente, nosso bom desempenho em novembro veio desses três setores, compostos por empresas com elevada exposição ao dólar na composição das receitas: Embraer, Gerdau e Suzano. Nosso "*hedge* natural" está fazendo efeito aqui, com a moeda americana tendo alcançado a marca de R$ 6 no fim de novembro, uma desvalorização de quase 25% que será traduzida em maiores receitas e rentabilidade. Quanto aos detratores, o segmento de Metalurgia (-0,8%) e o Bancário (-0,4%) foram os principais penalizadores.

Fundo	Nov-24	2024	INÍCIO
PARTHENON	2,12%	0,71%	6,73%
IBOV	-3,12%	-6,35%	-0,98%

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

Livre para selecionar as melhores oportunidades independentemente do valor de mercado das empresas, em novembro o Verbier apresentou queda de 5,2%, contra queda menor (-3,1%) do IBOV. Reflexo de um ambiente desafiador e do posicionamento principalmente em *small caps*, que andam bastante descontadas, em vista de um mercado avesso à "menor" liquidez. Mesmo sendo um fundo de ações livres, concentramos 65% em micro caps; 26,3% em *small caps*; e 7,5% em *large caps* – basicamente focado em valor, enquanto o mercado busca apenas liquidez (que pouco pode ter a ver com fundamentos ou valor). Arbitramos este comportamento do mercado acreditando que em algum momento valor e preço deverão se aproximar.

A atribuição de performance por setor foi a seguinte: Bens de Capital puxando para baixo (-1,9%), seguido de Bens Industriais (-1,7%) e Indústria Rodoviária (-0,9%). Os nomes por trás disso são: Tupy, Schulz e Metal Leve. Os alentos ficaram por conta do setor de Metalurgia & Siderurgia e Papel & Celulose, ambos com contribuição positiva de 0,2%, representados por Ferbasa e Suzano. Ambas tiveram o fator câmbio a seu favor – ainda que os preços de ferroligas e celulose variem de estáveis a levemente negativos. Nas ferroligas, a queda nos custos de energia e coque na China conteve a alta de preços, enquanto no caso da celulose uma maior oferta de produtos (grande parte do Projeto Cerrado da própria Suzano) causou uma maior oferta de produtos, e pressão nos preços.

A atribuição de performance por classe evidencia a aversão do mercado por ações de menor capitalização: enquanto as *micro* e *small caps* contribuíram para queda de 5,2%, as large caps contribuíram com 0,1% positivo.

Desde seu início (julho/2018), o Verbier já entregou alta de 166,5%, contra 60,8% do IBOV. Um alfa de nada menos que 105,7 pontos percentuais.

Fundo	Nov-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
VERBIER	-5,19%	-18,85%	-15,81%	-9,93%	5,51%	63,39%	95,24%	166,45%
IBOV	-3,12%	-6,35%	-1,31%	11,72%	23,31%	15,40%	16,11%	60,84%

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

Com a ingrata missão de "competir" com o CDI, o Trígono 70 Prev fechou mais um mês no terreno negativo: -3,3%, contra 0,8% de ganho do referencial. Bens de Capital trouxeram queda de 1,6%, seguido por Indústria Rodoviária (-1,0%) e Etanol/Açúcar (-0,6%). Pendeu levemente para o lado positivo o setor de Metalurgia e Siderurgia, com 0,3% de contribuição positiva.

Com uma alocação 70/30, buscamos alocar os 70% na renda variável em empresas que possuem características suficientes para compor uma carteira previdenciária, ao combinar geração de caixa, criação de valor, crescimento, dividendos e exposição ao dólar (muito bem-vinda, aliás, nos momentos atuais de real depreciado). Lançado em setembro de 2019, os 5 primeiros anos (pouco, se considerarmos uma visão previdenciária) trouxeram retorno de 76,3%, contra 52,3% do *benchmark* (aproximadamente 145,9% do CDI no período).

Fundo	Nov-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO

70 BP PREV	-3,27%	-11,07%	-8,76%	1,87%	25,48%	46,90%	68,08%	76,27%
CDI	0,79%	9,85%	10,84%	25,57%	40,64%	45,98%	50,32%	52,28%

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

Com alocação de 100% em renda variável e sujeito a regulações diferentes pela SUSEP (órgão regulador do mercado de seguros), o ICATU 100 está investido em 10 companhias com perfil previdenciário, mas classificadas como *Micro Caps* (68,2% do portfólio) e *Small Caps* (30,1% do portfólio). Tal exposição talvez seja única na classe de fundos previdenciários, trazendo ao investidor a opção de diversificar seu portfólio previdenciário em um fundo com baixíssima sobreposição em relação aos demais pares da indústria.

Apesar do momento não ser benéfico para essas classes de ativos, não renunciamos ao princípio de investir em boas companhias bastante descontadas por questões da aversão do mercado às empresas de menor valor de mercado (capitalização) e menor liquidez (mas que nada tem a ver com os negócios ou resultados). Temos e investimos com visão de sócio e mirando projetos que criarão valor a todos nós, acionistas, e não como *"traders"*, que buscam se beneficiar da dinâmica do mercado, desatrelados dos fundamentos.

Os setores de Bens de Capital e Bens Industriais foram os principais detratores do mês, com impactos de -1,9% e -1,7% respectivamente. Foram os que mais "contribuíram" para a desvalorização de 6,3% do Icatu 100 em novembro. O IBOV, por sua vez, caiu 3,1%. No ano, a queda é de 21,3% do fundo, contra 6,4% do referencial. Criado em julho de 2020, o Icatu 100 entrega 60,6% de alta (um alfa de 35,5% no período).

Fundo	Nov-24	2024	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
ICATU 100	-6,30%	-21,33%	-18,36%	-9,39%	4,08%	43,46%	60,64%
IBOV	-3,12%	-6,35%	-1,31%	11,72%	23,31%	15,40%	25,12%

Trígono ICATU 70 Previdenciário FIC FIA (CNPJ: 49.459.345/0001-05)

Com estrutura similar à do Trígono 70 Prev, mas com carteira mais diversificada, o ICATU 70 busca atender parceiros que buscam fundos previdenciários da Trígono sem se expor 100% à renda variável. Composto por 15 empresas dos mais diversos tamanhos de valor de mercado, nenhuma no momento tem participação superior a 8% do portfólio.

Com queda de 3,9% no mês, o Icatu 70 acumula um revés de -10,7% em 2024. Desde seu início, em 18 de maio de 2023, o fundo está praticamente no zero a zero, enquanto o IBOV pegou uma janela positiva no período e entrega 14,1% de ganho. Os setores detratores de performance em novembro foram Bens de Capital, mais uma vez (-0,9%), Bens Industriais (-0,8%) e Transporte/Logística (-0,7%).

Fundo	Nov-24	2024	12M	INÍCIO
ICATU 70	-3,94%	-10,69%	-6,91%	-0,08%
IBOV	-3,12%	-6,35%	-1,31%	14,13%

Trígono Power & Yield 100 FIC FIA (CNPJ: 40.265.153/0001-85)

O Power & Yield encerrou o mês com -1,2% de queda, ante -5,1% do IEE. Vale lembrar: o IEE talvez seja um dos índices mais bem estruturados da B3, composto pelas 15 mais líquidas empresas do setor elétrico, com participações que variam entre 5% e 10% do portfólio. Contém nomes importantes, como Cemig, Copel, CPFL, Engie, Neoenergia, Taesa e outros.

Nosso propósito é buscar empresas que não sejam apenas as tradicionais geradoras, transmissoras e distribuidoras do setor elétrico, mas que de alguma forma tenham a energia como uma vantagem competitiva e duradoura – vide Ferbasa, uma eletrointensiva "verde" na comparação com os concorrentes chineses; São Martinho e Jalles, na produção de combustíveis verdes como etanol e biometano; e PetroRecôncavo, através da produção de óleo e gás em campos maduros *onshore*.

A queda de 4,6% em 2024 é amenizada quando comparamos com a queda de 13,6% do IEE (cerca de 9 pontos percentuais de alfa). Desde o início, em fevereiro de 2021 (janela difícil para renda variável), o Power se valorizou 8,5%, contra queda marginal de 0,4% do referencial.

Os setores que contribuíram positivamente foram Energia (0,6%) e Metalurgia e Siderurgia (0,3%), enquanto Mineração (-0,4%) e Etanol/Açúcar (-1,3%) penderam para o lado negativo. Um ponto interessante ao analisar a atribuição de performance do IEE é que, das 15 empresas, apenas Cemig está positiva no ano (reflete em uma atribuição de 2,7% para o índice), enquanto no Power temos apenas três nomes com o mesmo perfil do referencial: Cemig, Copel e CPFL (além de outras três do setor que por serem *small caps* não estão no índice). Isto evidencia nossa seleção apurada para as principais empresas do setor de Energia Elétrica e ainda inclui nomes como CEB e Celesc (esta sobe 26% no ano), pouco acompanhado pelo mercado dada a sua menor liquidez. Ambas estão bastante descontadas em relação às grandes empresas do setor.

Fundo	Nov-24	2024	12M	24M	36M	INÍCIO
POWER	-1,17%	-4,56%	-0,67%	-13,21%	-4,45%	8,51%
IEE	-5,08%	-13,57%	-7,75%	1,62%	8,16%	-0,37%

Trígono Horizon Microcap FIC FIA (CNPJ: 43.104.134/0001-65)

Os desafios para as *micro caps* – que seguem cada vez mais ignoradas pelo mercado – continuam. Desta vez, nem a temporada de resultados do terceiro trimestre das empresas foi capaz de acalmar os ânimos e atrair investidores racionais dispostos a fazer contas. Em seu terceiro mês consecutivo de queda, o Horizon entregou -7,5% de rentabilidade – impactado fortemente pelos setores de Construção (-2,4%), Álcool/Açúcar (-1,5%) e Transporte/Logística (-0,9%), nos quais as preocupações fiscais e sobre aumento da taxa de juros são mais sensíveis para os investidores. A única contribuição positiva veio do setor de Energia (0,2%), explicado pela Celesc – hoje uma das melhores distribuidoras do país, mas negociando por um P/L de cerca de 4,5x, mesmo sob pesados e importantes investimentos e antes de uma revisão tarifária importante por vir em 2026.

No acumulado de 2024, a queda de 22% não traduz, de forma alguma, os sólidos fundamentos que sustentam nossas estratégias – três pilares fundamentais: EVA, Dividendos e ESG, independentemente do tamanho da companhia. O índice SMLL, tradicionalmente mais sensível a setores vulneráveis ao ambiente de juros elevados, registra desvalorização de 18,7% no ano até o momento. Desde o lançamento do fundo, em setembro de 2021, o cenário para micro caps tem sido hostil. Ainda assim, alcançamos alfa expressivo – de 23%, com queda acumulada de 9,7% – muito menor que o tropeço de 32,7% do SMLL no mesmo período.

Fundo	Nov-24	2024	12M	24M	36M	INÍCIO
HORIZON	-7,48%	-22,10%	-16,37%	3,45%	9,87%	-9,67%
SMLL	-4,48%	-18,66%	-12,93%	-7,61%	-16,01%	-32,74%

Prezados investidores e leitores,

No momento em que estiverem acompanhando estas linhas, dezembro estará ainda mais perto do fim. Não poucos entre nós estarão desgostosos, chateados, contrariados (mesmo irritados) com o que os fundos entregaram. Sem que isso signifique diminuir o sentimento de qualquer um em relação a tais entregas dos fundos, podemos garantir uma coisa: a sensação negativa em nós, que somos os gestores dos fundos, é ainda mais profunda.

Mas, por paradoxal que possa parecer, dormimos com a consciência tranquila.

Nem haveria por que ser diferente: as empresas que compõem nossos fundos vão bem; as expectativas quanto a elas são promissoras; e temos câmbio que tem jogado muito a favor. Muitos investimentos orgânicos, como em Tupy e Ferbasa (que estão entre as que mais se beneficiarão do câmbio, diga-se de passagem), estão em processo. O mercado, no entanto, só percebe custo; parece não entender que, a um dia, segue-se outro; a este, um seguinte; e a sequência de muitos dias em sucessão ininterrupta chama-se futuro. Seria ótimo viver no mundo do mercado, repleto de finais felizes à moda das comédias românticas: todos riem, ou há um beijo apaixonado, a música sobe, sobem os letreiros, e a vida seguiu adiante, feliz. Fora desse delírio deles, a vida continua, a realidade se impõe e o futuro, tenha o estatuto filosófico que for, está ali, e, adultos que somos, nos movemos hoje de olho nele. Porque ele vai chegar.

Retomando: Metal Leve, uma das maiores pagadoras de dividendos do Brasil, fez recentemente três aquisições estrategicamente muito importantes (ainda não refletidas em seus demonstrativos financeiros). Kepler Weber, por sua vez, terá uma excelente janela de oportunidade com uma safra recorde em 24/25 e o câmbio a seu favor (e mais ainda de seus clientes). Açúcar e etanol serão igualmente beneficiados pelo câmbio, no caso do segundo, com preços já 20% acima do segundo semestre do exercício anterior.

A rota de descarbonização escolhida pelo Brasil (biocombustíveis limpos e renováveis como biodiesel, biometano e etanol) é amplamente favorável às nossas principais investidas e seguida pela indústria automobilística, com R$ 130 bilhões de investimentos já anunciados, turbinados pelo programa MOVER (Mobilidade Verde), rota de descarbonização determinada pelo governo. Apenas em biocombustíveis: o setor investirá R$ 1 trilhão na próxima década, sendo R$ 100 bilhões em ativos fixos e o restante em operações. Fará girar a economia e o setor de bens de capital.

As vendas (totais) de veículos cresceram 16,8% neste ano até novembro, e a produção de caminhões, 42,8%. Se isso é crise, precisamos revisitar a definição. E o setor segue otimista para 2025. A Schulz, exemplo clássico de *small caps*, tem posição de caixa em R$ 857 milhões (líquido de R$ 210 milhões), precificada em R$ 2 bilhões na bolsa (2,4x o caixa), e isso mesmo num forte ciclo de investimentos. Acaba de fazer uma aquisição que trará um significativo crescimento, consumindo só 13% do caixa disponível. E traz ainda o ex-diretor de operações da Randon, Sandro Trentin para o cargo de CEO.

Empresas com programas de recompra de ações, como Tupy, São Martinho, Kepler Weber e Schulz só reforçam a confiança de controladores, executivos e conselheiros de administração nos negócios das empresas. E contam com nossos totais apoio e confiança. Como se diz, "tamo junto".

E falando em confiança, fica aqui mais uma vez manifesta nossa gratidão àqueles que conosco seguem investidos, e aos novos investidores, que entendem a dinâmica da nossa gestão e a janela de oportunidade que segue aberta.

Estas últimas linhas são escritas enquanto toca e ouço , do gênio John Lennon. Foi lançada em 1975, no álbum *Shaved Fish*, uma coletânea dos *singles* que o ex-Beatle havia gravado nos EUA.

Que momento perfeito, então, para concluir com o sincero desejo de que o Natal que se avizinha seja o mais feliz de todos. E que 2025 traga sempre mais prosperidade a cada um de nós. Um velho ditado diz que: É Nas Crises que Surgem as Maiores Oportunidades. E a mente aberta e a disposição para caminhar na contramão do senso comum são a chave que abre para elas o caminho.

Aos nossos investidores; a parceiros e prestadores de serviços; à nada menos que fantástica equipe da Trígono; a todos: obrigado.

Do fundo do coração. Muito obrigado.

Elaborado por:

Werner Roger – Sócio Fundador e CIO

Pedro Carvalho (CGA) – Analista de Renda Variável

Guilherme Cambraia – Analista de Renda Variável

Shin Lai – Analista de Renda Variável

Yuhzô Breyer – Analista e Renda Variável

Compartilhe:

Resenha Mensal

Veja também

17 dez 2024

Resenha Mensal de Crédito Privado

"O futebol é uma caixinha de surpresas!" Vamos abrir esta nossa Resenha de dezembro – a derradeira de 2024 – com uma brevíssima reflexão...

Ler resenha

11 nov 2024

Resenha Crédito Privado – Novembro de 2024

Mês complicado para as curvas de juros: em âmbito local e internacional! Por aqui, com o fim das eleições municipais, a expectativa do...

Ler resenha

8 nov 2024

Sêneca, Marco Aurélio, Estoicismo: a filosofia estoica cabe nos investimentos?

Prezados leitores e investidores, O mercado está desafiador. Sim, isso já ganhou ares de obviedade ululante, como diria Nelson Rodrigues...

Ler resenha

Condomínio Jatobá Greenbuilding
Rua Surubim, 373 – Cjs 82 e 83,
Cidade Monções – São Paulo – SP
04571-050

TRÍGONO Capital

Autorregulação ANBIMA Gestão de Recursos · Moody's LOCAL MQ2.br · Signatory of: PRI Principles for Responsible Investment

A TRIGONO CAPITAL LTDA não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro e a veiculação de informações neste site não constitui uma oferta pública, possuindo caráter meramente informativo. Caso haja interesse na aplicação de recursos nos fundos de investimento aqui veiculados, encontre um parceiro neste link. Leia o regulamento e demais documentos legais do fundo antes de investir. Os fundos são supervisionados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM. As informações, materiais e conteúdo disponíveis neste site estão sujeitos a alterações a qualquer tempo, sem prévia comunicação ou autorização. A TRIGONO CAPITAL LTDA não se responsabiliza por eventuais danos e/ou problemas decorrentes da demora, interrupção ou bloqueio de dado ocorridos na internet.

TRÍGONO CAPITAL © 2024 – TODOS OS DIREITOS RESERVADOS

Designed by Twist