

Resenha Mensal

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



Novembro de 2024



Equipe Trígono

Resenha elaborada por:



Werner Roger
Sócio Fundador e CIO, CGA



Guilherme Cambraia
Analista de renda variável



Pedro Resende, CGA
Analista de renda variável



Shin Lai
Analista de renda variável



Yuhzô Breyer, CGA
Analista de renda variável



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. Mas clichês e obviedades não se tornam tais por serem falsos, pelo contrário.

E que verdade concreta e consequente, senhores! Mesmo para aqueles investidores profissionais, experientes, curtidos no calor das tantas correrias de mercado que já vimos da primeira fila – mesmo para esses (e me incluo entre eles), mal se pode esboçar o que pode estar por acontecer. Nunca será demais reforçar: se alguém lhe oferecer um prognóstico que diga o que vai acontecer no mês seguinte, na semana seguinte, amanhã, desconfie. E se vier com ares de guru, querendo emprestar certeza científica ao que é só chute, ignore. Ele não faz a mais pálida ideia do que vai acontecer: tudo que ele quer é que você compre o pastel de vento que ele está vendendo pelo preço daquele especial de feira (que tem carne moída, presunto, queijo, ervilha e ovo cozido).

Mas Werner, também não dá pra sair por aí investindo a esmo. É preciso algum guia. Como diria Kant, "pensamentos sem conteúdo são vazios, intuições sem conceitos são cegas".

Ah, leitor – vemos que andou fazendo certa lição de casa. Kant, afinal, não é para quem quer. Mas permita o caro leitor um ajuste em sua avaliação: nem se trata, aqui ou em qualquer Resenha, de defender ou ter defendido o "sair por aí investindo a esmo", ou qualquer variação de um tema assim. Nem que seja porque somos investidores profissionais – e o que fazemos tem método.

A questão é: quem vai dar os conteúdos para os nossos pensamentos? Os conceitos para nossas intuições? Bem, vai aí tema para outra manga/Resenha. Mas voltemos a esta.

Essa incerteza toda hoje em curso no mercado pode levar o leitor a se sentir como uma "pipa dançando num furacão", como disse o *Mr. White a James Bond no filme "007 contra Spectre"* (2015). Se for só para se ter uma guia a apontar algum caminho, a pior coisa que se poderia fazer seria dar ouvidos a um desses tantos sofistas modernos que pregam em Ágoras digitais. Se pelo menos fossem como Górgias, por quem Platão tinha certo respeito (e a quem dedicou um de seus maiores diálogos)... mas os tipos mais abundantes são como Lísias, mesmo, com quem Sócrates não é nada gentil no "Fedro".

O que só nos dá ainda mais tranquilidade de ter acertado no tema para a Resenha deste mês. Vamos apresentar logo a seguir (e mais à frente um pouco, na seção de Desempenho dos Fundos) alguns *insights* que, acreditamos, poderão ser úteis para trazer alguma luz àqueles que não a estejam enxergando no fim do túnel (ou que acham que a que veem é a do trem vindo na direção deles).

Vamos lá.



Nossas Resenhas têm se alternado entre as dedicadas a falar sobre comportamento dos investidores e as dedicadas a temas mais técnicos, diretamente relacionados ao mercado – e à atividade dos que nele operam.

Falar de comportamento é necessário porque no mercado atuam humanos. São pessoas que tomam decisões. Por mais que se cante em prosa e verso as virtudes da IA (inteligência artificial), que haja ondas de entusiasmo por tudo que ela poderá fazer (e no ponto em que ela está é tudo só potencial), ninguém se arrisca a deixar o próprio dinheiro nas “mãos” de um algoritmo não-supervisionado (de perto) pelo cerca de 1,5kg de massa cinzenta blindado dentro do crânio.

E, gostemos ou não, as emoções entram em campo nas decisões. Não somos do tipo que acha que razão só serve para racionalizar aquilo que a emoção decide: temos uma certa veia iluminista, da Razão com “R” maiúsculo mesmo. Mas reconhecemos que as emoções têm um papel muito mais que acessório, mesmo na hora de tomar decisões objetivas (e talvez até mesmo mais ainda nessas).

Por isso, somos firmes defensores da ideia de que gerir investimentos é uma refinada combinação de ciência e arte. Investir é uma atividade que faz uso de ferramentas matemáticas que foram duramente forjadas ao longo de muito tempo. Manipular essas ferramentas também requer um treino que só a experiência longamente adquirida transforma em *expertise*.

Se investir fosse uma ciência – ou melhor, uma engenharia, bastaria aplicar esse ferramental matemático e pronto: de um lado você põe dinheiro, do outro pega o lucro, como, resguardadas as diferenças, naquelas máquinas de fazer salsicha dos desenhos animados. Sem parar, todos os dias, sem limites.

É óbvio que isso em nada se parece com o jeito como o mercado funciona. Há momentos em que nem toda a matemática seria capaz de explicar certos solavancos do mercado. Não há lógica que explique, desafia a própria racionalidade.

Aí é preciso tirar o capacete de engenheiro e colocar a boina de pintor (ou o avental de escultor; ou a sapatilha de bailarino; escolha o leitor a arte que mais lhe aprouver). A arte tem suas técnicas, sem dúvida: a escrita musical, as misturas de óleos e tintas, as métricas da poesia. Mas isso tudo só serve para dar forma (a melhor forma) àquilo que as musas cantam, sussurram ou gritam para o artista. Esse “isso” que o artista molda é o que chamamos de “dom”, ou “talento”. É uma intuição, produto da trilha única e inimitável das incontáveis sinapses que disparam no cérebro “artístico”.

Fica aqui também pano para outra manga ainda: se o talento é inato ou somos uma *tabula rasa* ao nascer. Alguém poderia dizer que a IA já está mostrando que arte não é um privilégio de alguma criatividade humana. Ao que responderia, modestamente (eu, que de crítico de arte nada tenho), que quem já viu uma imagem criada por IA já percebeu que vai demorar até que algum algoritmo nos entregue uma nova “*Guernica*” ou novas “*Variações Goldberg*”.

E nas finanças? Dá para esperar que a IA vá ter o tirocínio de enxergar uma oportunidade que um profissional poderia reconhecer? Os algoritmos já batem hoje os melhores enxadristas, talvez nunca mais haja um Bobby Fischer ou um Garry Kasparov; mas quem vai se arriscar a deixar a IA investir sozinha? E no dia em que ela errar? Será



que a sensibilidade humana – para xadrez, artes ou investimentos – será algum dia igualada? Superada?

Mas voltemos. Não faz sentido a ideia de que artistas são só aqueles que compõem sinfonias aos cinco anos de idade (como Mozart) ou que já “apavorassem” no sapateado aos sete (como [Sammy Davis Jr](#)). Anos de prática e dedicação também fazem revelar algum talento artístico – que, potencialmente ao menos, todos nós temos. O que também não significa que, mesmo que tal talento se manifeste, ele vá gerar necessariamente obras de verdadeiro valor artístico. Basta olhar as prateleiras de qualquer livraria para ver que talento literário não é assim tão abundante.

O mesmíssimo racional pode ser levado para o mundo dos investimentos: não é todo egresso da *Insead* que vai virar referência de mercado. Excelentes escolas de negócios existem às dezenas pelo mundo, milhares de alunos muito bem instruídos e de inteligência muito acima da média estão nelas. Vão se tornar bons profissionais, muitos deles, sem dúvida – ainda que não haja modo nem meio de prever quando surgirá um verdadeiro “artista”.

Será que teria algo a ver com o período histórico? Pensemos na Renascença – ou, para não ir tão longe, nos anos 1960 ou 1970. Pensemos no *rock*, esse ritmo já um tanto circunscrito no tempo (uma vez que a juventude não se vê mais tanto representada por ele): os Beatles e o Creedence Clearwater Revival – e o Pink Floyd, para citar outra predileta da casa – são resultado da cultura de sua época, um período de revoluções sociais e comportamentais, políticas e econômicas. Foram muitas as bandas surgidas então, mas essas resistiram ao teste do tempo. Como também resistiram ao tempo a *Pietá e o Davi*, o *Decameron* e o *Paraíso Perdido*.

O mundo é dinâmico. As artes, também. Por que com a gestão de investimentos, arte e ciência que é, haveria de ser diferente?

Werner, suas elucubrações são fascinantes, mas acho que estão se espalhando um pouco...

Obrigado ao leitor – sim, divagamos. Voltemos.

O momento é de incerteza, nisso concordamos todos. O Brasil vive a incerteza que vem da frente fiscal. Há ainda a incerteza quanto aos resultados da eleição presidencial norte-americana. Com Donald Trump recém eleito, os impactos sobre a bolsa brasileira não estão claros. O conflito em Israel desafia toda e qualquer previsão. A guerra entre Rússia e Ucrânia também – e mais ainda com a entrada da Coreia do Norte. Esta flexiona os músculos para a Coreia do Sul, com manobras militares (lembramos que, tecnicamente, a guerra entre Norte e Sul começou em 1950 e nunca terminou). A China faz o mesmo com Taiwan. E falando em China: as medidas do governo para a economia trarão os resultados esperados? Se sim, em que prazo? E em que magnitude?

Como tomar decisões de investimentos em meio a tantas incertezas? Como enfrentar pressões, insatisfações e dúvidas num ambiente que parece à beira do caos – ou (num rasgo de licença poética, desculpas aos físicos) do entrópico (a desordem progressiva e irreversível de um sistema – tema da [Resenha de outubro de 2021](#))?



A racionalidade deixou de prevalecer. Faz um tempo, vimos ressaltando a predominância da disfuncionalidade no mercado – em vários deles. Talvez sirva como termômetro da disfuncionalidade geral a que se observa no mercado do ouro, cujo preço vem batendo recordes. Quando todo mundo corre para o ouro como reserva de valor, pode-se imaginar que a crença nas moedas fiduciárias chegou a um atoleiro. A capacidade de lidar com a tensão se esvai, a paciência se esgota, o ânimo nos abandona, a pressa e a ansiedade tiram de nós o nosso melhor.

Aqui, acreditamos, o estoicismo tem algo a nos dizer.

Werner, admiramos seu ecletismo intelectual – mas você vai precisar nos dar uma breve explicação (breve, aqui, sendo a palavra-chave) sobre o que seja o estoicismo.

Vai ser tão breve que o leitor nem vai perceber. Vamos pincelar o estoicismo para os que dele só ouviram falar, ou nem isso.

Trata-se de uma escola de pensamento que já tem mais de 2.300 anos. Seus nomes principais incluem políticos, pessoas ricas e poderosas e ao menos um imperador. Poderosos e ricos como pudessem ser, no entanto, propunham desapego material como eixo conceitual central. O estoicismo tem inclusive ganhado certo espaço em nosso mercado editorial recentemente (como uma [busca rápida](#) no Google pode mostrar).

NOMES PRINCIPAIS

A στοά de Zenão de Cítio

Sua criação é atribuída a Zenão de Cítio (333 a.C. - 263 a.C.), na ilha de Chipre. O que se sabe dele chegou ao nosso tempo no registro feito por Diógenes Laércio, no volume 7 da obra *Vidas e Doutrinas dos Filósofos Ilustres*. O nome de sua doutrina deriva da palavra grega stoá (στοά), ou “pórtico”. Isso porque Zenão e seus discípulos costumavam andar “para cima e para baixo”, como diz Laércio, pelo chamado Pórtico de Pisanax, porque desejava “tornar aquele um lugar tranquilo”.

Zenão ensinava que viver em harmonia com as leis naturais e cultivar virtudes (autodisciplina, coragem, justiça e sabedoria) são o caminho para a vida feliz. Não se conhecem escritos dele que tenham chegado a nós, mas o livro de Laércio nos dá uma ideia muito boa do que ele pensava. Tratou ainda dos impulsos e paixões humanas; de ética, dever e lei; de natureza e cosmologia; ser e amor; simbologia, física e lógica, e muitos outros campos.



Estoicismo imperial: Sêneca

Quase 270 anos após a morte de Zenão nasce *Lucius Annaeus Seneca* (4 a.C. Córdoba – 65 d.C. Roma). Ficou conhecido como principal nome ligado ao estoicismo durante o Império Romano. Filósofo, escritor, político e mestre da retórica, deixou farta obra literária. O Renascimento recuperaria seu trabalho.



Sêneca nasceu em família rica. Aos 3 anos de idade foi enviado a Roma, onde seria educado. Lá, estudou oratória e filosofia e recebeu de seus diversos

mestres sua iniciação no estoicismo. A aplicação aos estudos o deixou doente; foi buscar tratamento no Egito e voltou a Roma no ano 31 de nossa era (coincidindo com o início da vida pública de pregações de Jesus Cristo), onde começou sua carreira de orador, advogado e senador.

Sêneca chegou a ser exilado – para a ilha da Córsega – após criticar Calígula, e viveu grandes privações materiais. É quando se debruça sobre o estoicismo e delinea seus ideais de renúncia a bens materiais e de busca da tranquilidade da alma. Morto Calígula, Sêneca volta a Roma, então governada por Claudio, e se torna educador de Nero (sobrinho de Claudio) por influência de Agripina, sobrinha do imperador. Em 59, decepcionado com Nero, Sêneca abandona a vida pública e vai se dedicar ao teatro e ao estoicismo.

São seus clássicos *“Sobre a Brevidade da Vida”* e *“Sobre o Ócio”*. Sua obra mais profunda, no entanto, são as *“Epistulae Morales ad Lucilium”*, em que defende a fraternidade universal – que viria a ser adotada pela igreja cristã. No ano de 65, Sêneca foi acusado de conspirar para assassinar Nero – que o condenou (e depois se arrependeu) a cometer suicídio - seguido pela esposa - cortando os pulsos e depois ingerindo veneno na presença dos amigos. História que lembra a de Sócrates – não por acaso, um dos inspiradores do estoicismo. Ambos se comportaram de forma serena até o fim.





Imperador estoico: Marco Aurélio

Marco Aurélio (121-180) é considerado o último dos cinco *bons imperadores romanos*. Foi considerado o governante mais poderoso do mundo. Não era o herdeiro direto e nunca desejou ser imperador, função que sentia como um fardo. Preferia dedicar-se à *filosofia*, especialmente ao **estoicismo**, o qual estudava desde a infância.

Seu caráter e honestidade levaram o imperador **Antonino Pio** a adotá-lo. Como imperador, Marco Aurélio acreditava ser seu destino promover o bem

às pessoas. Seu governo foi de guerras e doenças – a chamada peste antonina (a 1ª pandemia de que se tem registro) matou cerca de 5 milhões de súditos.

Apesar disso (talvez por causa disso), ele continuou a estudar filosofia. Escreveu um diário – que chegou a nós com o título **“Meditações”** e se tornou uma das principais obras estoicas. No livro, ele discorre sobre a forja do caráter de um bom homem e a coragem para enfrentar infortúnio e tragédias. Fala de sua ascensão ao trono – por sua qualidade e seus méritos, não por direito de sangue. Marco Aurélio talvez seja a figura mais próxima do *“Rei filósofo”* idealizado por **Platão** em **“A República”**.



PRINCÍPIOS

Do que está (ou não) sob o nosso poder

“Todas as coisas existentes se dividem da seguinte forma: as que estão sob o nosso poder, e as que não estão. Em nosso poder estão o pensamento, o impulso, a vontade de adquirir e a vontade de evitar e, resumidamente, tudo que resulta das nossas ações. As coisas que não estão sob nosso poder incluem o corpo, a propriedade, a reputação, o cargo e, resumidamente, tudo aquilo que não resulta das nossas ações.”

(Epicteto – Encheiridion)

E isso com os investimentos?

Em nosso controle está: conhecer as empresas, seus mercados, executivos, conselheiros, estratégia, resultados. Com tudo isso, podemos calcular valor. O comportamento do mercado ante as empresas, que é o que determina preços de ações no curto prazo – isso está fora do nosso controle. Em algum momento, preço e valor se encontrarão.

Os estoicos ilustram isso melhor com a **Analogia do Arqueiro**. Ela diz que, para atingir um alvo, o arqueiro pode controlar diversas coisas: treinar a pontaria, escolher arco e flecha, como soltar a corda, quando disparar. Tudo relacionado ao disparo está em seu controle – até o momento em que a flecha deixa o arco rumo ao alvo. Isso é garantia de que vai acertar?



Não depende só dele. Pode haver uma rajada de vento. O alvo pode se mover. Algo pode se interpor entre a flecha ou o alvo. O arqueiro estoico aceita todos os resultados possíveis com tranquilidade - **porque fez seu melhor e deixou o que não podia controlar para a natureza.**

E isso com os investimentos?

Vale para o arqueiro, vale para o investidor. Este faz toda a análise, muito acurada, se posiciona. O mercado, no entanto, pode receber (ou provocar) uma rajada de vento que impede a flecha (o preço) de chegar ao alvo (valor). Mas o arqueiro tem mais flechas na aljava. Oportunidades para novos disparos virão. A flecha ainda pode atingir o alvo.

Sobre a utilidade dos princípios básicos

“A conduta não terá razão, a menos que a vontade de agir seja correta; pois esta é a fonte de conduta. Nem, novamente, a vontade estará certa sem uma atitude correta da mente; pois esta é a fonte da vontade. Além disso, essa atitude de espírito não será encontrada mesmo no melhor dos homens, a menos que tenha aprendido as leis da vida como um todo e tenha elaborado um julgamento adequado sobre tudo e a menos que tenha reduzido os fatos a um padrão de verdade. A paz mental é desfrutada apenas por aqueles que alcançaram um padrão de julgamento fixo e imutável. O resto da humanidade é continuamente raso e vagante em suas decisões, flutuando em uma condição onde alternadamente rejeita as coisas e as busca. Permanece indecisa sem saber se há de levar ou não até ao fim os seus propósitos.”

“E qual é a razão para esse jogar de um lado para o outro? É porque nada é claro para eles, porque usam o critério mais inseguro – a opinião comum. Se você quiser sempre desejar a mesma coisa, você deve desejar a verdade. Mas não se pode alcançar a verdade sem princípios básicos; os princípios abraçam toda a vida. As coisas boas e más, honestas e vergonhosas, justas e injustas, obedientes e desleais, as virtudes e a prática delas, a posse de confortos, valor e respeito, saúde, força, beleza, agilidade dos sentidos – todas essas qualidades exigem quem seja capaz de avaliá-las. À pessoa deve ser concedido saber qual o valor de cada objeto a ser classificado.”

(Sêneca – Cartas de um Estoico – Vol. 3)



E isso com os investimentos?

Vimos na Resenha [Os 7 Erros do Investidor](#), de agosto deste ano, o papel que a virtude da paciência tem nos investimentos. Essa virtude é central em Sêneca. A vontade de agir, baseada em um julgamento adequado, traz a paz mental; já a humanidade – bem, esta é indecisa – alterna decisões (rejeita as coisas e as busca), baseia-se em opiniões comuns.

Ele destaca ainda a importância dos princípios. Como o faz Ray Dalio, fundador da *Bridgewater Associates* (uma das maiores e bem-sucedidas gestoras de *hedge funds*) e autor de *Princípios: Vida e Trabalho*.

Vejamos o que Dalio tem a nos dizer:

*“Seguir bons princípios é uma forma eficiente de lidar com a realidade.”
“O tempo é um rio que nos leva adiante para encontros com a realidade.
Ela, por sua vez, exigirá que tomemos decisões. Não podemos parar nosso curso
nem evitar tais encontros. Mas podemos, sim, abordá-los da melhor maneira possível.”
“Dar ouvidos a pessoas desinformadas é pior do que não ter resposta alguma.”*

Que cada homem se reconcilie com sua sorte, reclame dela o mínimo possível

Chame o bom senso em seu auxílio contra as dificuldades: é possível suavizar o que é duro, alargar o que é estreito e fazer com que cargas pesadas pressionem menos severamente aquele que as suporta com habilidade.

“Nunca terei vergonha de citar um bom ditado, porque vem de um mau autor.”

(Sêneca – Sobre a Tranquilidade da Alma)

E isso com os investimentos?

Manter a tranquilidade na incerteza, sem culpa ou se arrepender, e sem tentar reverter uma situação difícil com movimentos desesperados. Não se basear no que famosos dizem por que são famosos, mas se apoiar em ensinamentos úteis, independentemente de quem os criou. Na Resenha de agosto, trazemos uma ampla bibliografia de investidores e acadêmicos que muito têm a nos ensinar.

Como manter o caráter próprio em todas as circunstâncias

“... por acaso todos os cavalos se tornam velozes? Todos os cães se tornam farejadores? E então? Se eu for naturalmente sem talento, deverei por causa disso pôr de lado o cuidado? De modo algum (...) não serei Milão e nem por isso descuido do corpo. Pois não serei Creso e nem por isso descuido das posses. Nem, em geral, deixamos de cuidar de alguma outra coisa por não esperarmos ser os melhores.”



Sobre a Ansiedade

“Quando vejo alguém ansioso, costumo perguntar: o que deseja este homem? Se ele não deseja algo que não está sob o seu poder, por que estaria ele ansioso?”

Sobre a Tranquilidade

“Aqui também é ridículo dizer ‘Sugere-me alguma coisa’. O que eu te sugerirei? Mas antes diz isto: ‘Faz meu pensamento se adaptar ao que quer que ocorra’. Pois o primeiro pedido seria semelhante ao analfabeto dizer ‘Diz-me o que escreverei quando me for proposto um nome.’”

(Epicteto – Discursos)

E isso com os investimentos?

Podemos até achar que nada temos a aprender, que chegamos ao topo. Baixe a bola. Devemos continuar a investigar e estudar métodos ou técnicas de investimentos, se o que queremos são resultados ainda melhores.

“Quando o mercado vai reagir e subir? Devo comprar agora? Será que não seria melhor vender agora mesmo na queda e recomprar quando cair mais?”

O ansioso pensa assim. Mas não está em nosso poder alterar o mercado. Menos ainda prever o futuro. O que podemos é, quando ele chegar, dele tirar o máximo proveito – e fazemos isso, em parte, nos aproveitando da ansiedade de quem se apressou em se desfazer de excelentes empresas a preços atrativos.

Sobre medos infundados

“Mas a vida não vale a pena ser vivida, e não há limites para nossas dores, se entregarmos nossos medos o máximo possível.”

Sobre o conflito entre prazer e virtude

“Ter tudo o que se deseja não está ao poder de ninguém; está ao poder de todos não desejar o que não tem, mas alegremente empregar o que se tem.”

Sobre a inconstância da Fortuna

“Pois a alma é mais poderosa do que qualquer tipo de Fortuna, por conta própria orienta seus assuntos em ambas as direções e por si própria pode produzir uma vida feliz ou uma miserável.”

Sobre o medo natural da morte

“A Fortuna não tem o longo alcance que creditamos a ela; ela não pode atingir ninguém a não ser aquele que se apega a ela. Vamos então recuar dela o máximo que pudermos.”

(Sêneca – Cartas de um Estoico)



E isso com os investimentos?

Muito investidor por aí quer comprar ações de uma grande quantidade de empresas. Isso acaba por levar investidores, fundos e gestores a espelhar carteiras nos índices. Aí, quando uma ação sobe e ele não está posicionado, ou quando um colega comenta que ganhou muito dinheiro com tal-e-tal ativo e ele, não, o investidor/fundo/gestor em questão fica com aquele mal-estar. Na Trígono, investimos em poucas e ótimas empresas. Se elas estão ou não nos índices, pouco importa. O foco é o binômio qualidade/valor. Se não está em nossas carteiras, não nos diz respeito; se outros gestores têm outras posições, isso é lá com eles; se nossas empresas não estão nos índices, azar dos índices. Nossos investimentos seguem técnicas e estudos – e quando chega a hora de colher o que plantamos, a safra é abundante.

Sorte, nos diz o clássico dicionário *Noah Webster*, é “uma força sem propósito, imprevisível e incontrolável, que modela eventos de forma favorável ou não para determinado indivíduo, grupo ou causa”. “Imprevisível e incontrolável” são dois adjetivos que não gostamos de ver passar nem perto de nossos investimentos. Sorte e investimentos devem ser mantidos separados – quanto mais distância, melhor. Contemos com o que recai sob nosso controle, e não com o que os deuses nos reservam.

Como dissemos em agosto, o medo de errar é um dos principais em que os investidores incorrem. É paralisante. Como disse Sêneca, deixamos de viver simplesmente pelo medo de desgraças. O medo de perder nos investimentos é uma barreira para a oportunidade de ganhar. O ditado popular diz (certamente com uma raiz em Sêneca) *que quem não arrisca, não petisca*.

“Costumamos dizer que não estava em nosso poder determinar os pais que nos caberiam, dados a nós pelo acaso; mas nos é possível nascer por nosso arbítrio.”

(Sêneca – Sobre a Brevidade da Vida)

“Examine com atenção seus guias interiores e indague o que evitam os sábios e o que perseguem.”

“Sempre que estiver obrigado pelas circunstâncias a sentir-se confuso, retorne a si mesmo rapidamente e não se desvie fora de seu ritmo mais do que o necessário. Quanto menos se afastar do seu estado de harmonia interior, melhor dominará esta técnica.”

“Não são as coisas que o perturbam com temor e cobiça que o buscam, mas é você quem as busca. Deixe que seu julgamento a respeito delas não seja perturbado, e não será atormentado pelo temor e pela cobiça.”

“Se alguém pode refutar-me e provar de modo conclusivo que penso ou procedo incorretamente, de bom grado mudarei minha forma de agir. Pois persigo a verdade, que nunca prejudicou ninguém. Só é prejudicial o que persiste em seu próprio engano e ignorância.”

(Marco Aurélio – Meditações)

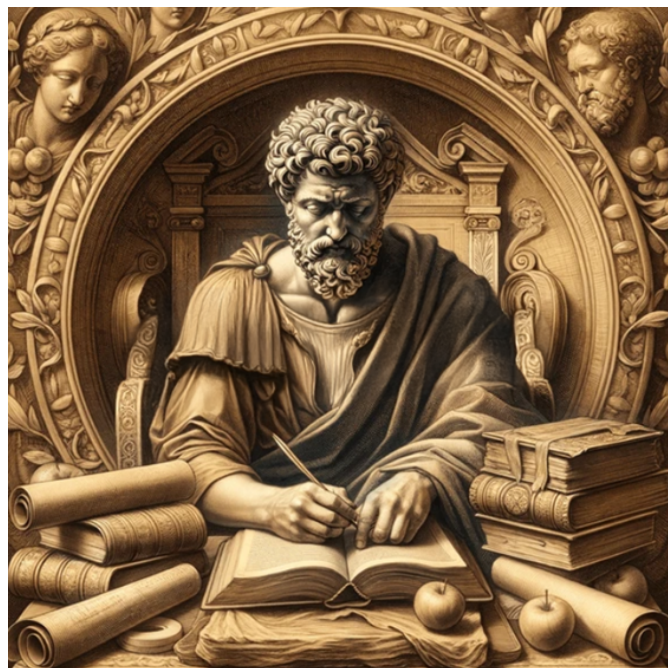


E isso com os investimentos?

A melhor forma de se aprender a investir é investindo. A prática leva à perfeição, diz o ditado. Mas calma lá: é de dinheiro que se está falando quando se fala de investimento, assunto sério. Não se deve “sair investindo a esmo”, como dissemos já nesta Resenha. Como diz o lema iluminista: *“Sapere Aude”*, ou seja, “Ouse saber”. Há uma oferta inesgotável de boas fontes onde aprender, consultar e se apropriar do melhor que muitas cabeças geniais têm a ensinar sobre investir. Todo esse conhecimento torna mais fácil entender o que nós, profissionais, fazemos quando botamos a mão na massa. Na já bem citada Resenha de agosto, temos uma ampla bibliografia de grandes investidores (mestres), biblioteca básica de quem quer se aproximar desse universo dos investimentos. Sêneca e Marco Aurélio bem já sabiam: mestres nós podemos escolher (ao contrário de pais, que nos são legados pelo acaso).

Marco Aurélio foi literalmente testado no fogo da batalha. Não conseguiu conquistar a Germânia, mas parte significativa de seu período como imperador foi gasto tentando conquistá-la. Suas tropas sofreram incontáveis revezes. E a cada derrota, novos esforços eram feitos. Importante para o imperador era não se desviar “fora de seu ritmo” nem “se afastar do seu estado de harmonia”.

O cenário do mercado pode parecer a um passo do caos. É nesse momento, no entanto, que podem surgir oportunidades que, depois, podem acabar por se revelar as melhores já vistas. Podemos tirar vantagem do pânico dos investidores – o mesmo pânico que ora invadia os germânicos ao virem as legiões romanas, ora se abatia sobre os romanos ao virem aqueles tipos barbudos avançando do meio da floresta.



“Vendemos coisas de grande valor por coisas de pouco valor, e vice-versa.”

(Diógenes Laércio – Vida e Doutrinas de Filósofos Ilustres)



E isso com os investimentos?

Já há mais de 2 mil anos este princípio de preço e valor era conhecido pelos filósofos. Circula hoje em dia numa formulação ligeiramente diferente: *Preço é o que você paga, valor o que você leva*. Dito por ninguém menos que Warren Buffett.

Caro leitor,

Nosso passeio pela filosofia estoica mal começou – mas estamos em uma Resenha mensal sobre investimentos, não em um simpósio sobre filosofia antiga. Mal começamos a arranhar a superfície desse riquíssimo manancial de conhecimento, a nós legado por figuras maiores que a vida, cujas palavras ressoam e chegam a nós atravessando muralhas e muralhas de tempo, carregadas de sabedoria e conhecimento. É absolutamente espantoso que lições e visões da realidade de dois milênios atrás se encaixem à perfeição no mundo de hoje. Para uma realidade que incensa a inovação e tem horror à repetição e à rotina, contar com a permanência dessas ideias é um muito bem-vindo alento.

Fechemos aqui com uma última contribuição do grande Marco Aurélio – mas esta vai ainda mais longe do que o mundo dos negócios. Essa é para nos colocar para pensar mesmo, e avaliar o que estamos fazendo de nós mesmos:

“Não seja vagaroso em seus atos, confuso em suas conversas nem vago em suas ideias. Não deixe que sua alma esteja demasiadamente voltada nem para si mesma nem para o que há lá fora, nem que a sua vida seja tão preenchida de trabalho que não lhe reste nenhum momento de lazer.”

Conjunto Internacional

Em outubro, o core CPI (ou núcleo da inflação ao consumidor, em tradução livre), pela primeira vez em um ano e meio, subiu na comparação com o mês anterior. Isso assustou os mercados, que vinham do alívio trazido pelo primeiro corte de juros do Fed em um bom tempo. Em meio às promessas de campanha do republicano Donald Trump – que são extremamente inflacionárias –, o dado foi mal-recebido pelo mercado. Ato contínuo, a curva de juro nos EUA fez uma forte escalada. O *yield dos Treasuries* de 10 anos saiu de 3,7% para 4,3% no mês passado. O S&P 500, mesmo com ótimos resultados divulgados por empresas, caiu 1% no mês; a NASDAQ caiu 0,5%.

Na China, há grande expectativa com relação às medidas fiscais. Como a agenda de discussão foi marcada justamente para depois da eleição presidencial norte-americana, é esperado que os chineses sejam flexíveis, de acordo com o cenário apresentado. Com a promessa de Trump de taxar em 60% todas as importações vindas da China e inviabilizar a venda de veículos chineses no país, o governo chinês não está exatamente tranquilo quanto ao rumo que a economia chinesa pode tomar. As dificuldades, no cenário de hoje, já fazem um crescimento de 5% parecer um esforço hercúleo.



Em suma: com a vitória de Trump, esperam-se medidas substanciais na China, com transferências diretas para população e Províncias, para estimular o consumo doméstico e para destravar investimentos em infraestrutura.

Já se a democrata Kamala Harris vencesse, esperaria-se medidas mais contidas, de acordo com o plano chinês de transição para a modernização da indústria. Nesse plano, é natural que o governo permita que indústrias ligadas à economia antiga passem por dificuldades: seriam as dores do crescimento, para que seja orgânica a transição para a nova economia, que seria gradual – sob Harris. Com Trump eleito, a coisa não deve ser tão suave assim (talvez nada suave).

O índice Hang Seng caiu 4% no mês, em linha com outros índices chineses, em uma correção após o grande *rally* de setembro. O patamar atual da bolsa chinesa é baseado puramente em expectativas de pacotes fiscais que virão. O mercado lá está extremamente sensível a atualizações sobre esses pacotes.

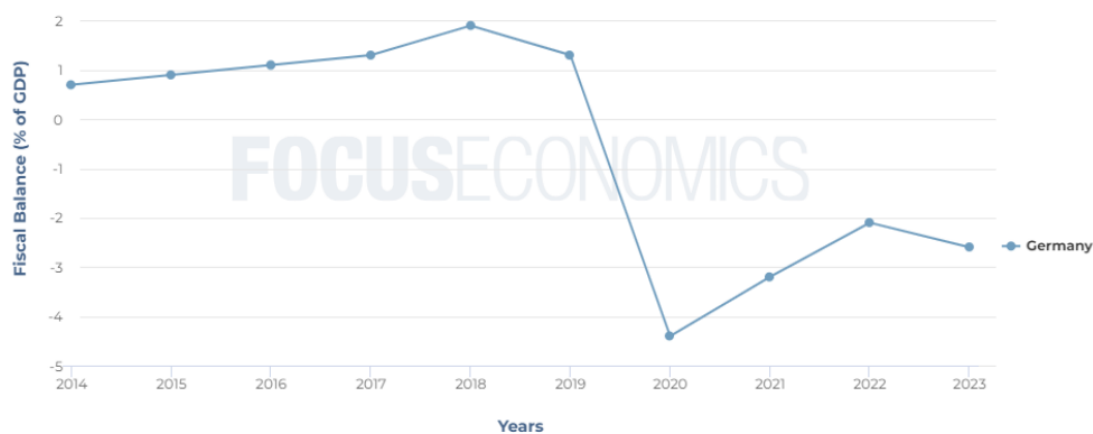
Sobre os conflitos militares no mundo, o Irã aparentemente resolveu não atacar Israel. Isso já era esperado, dado que Israel não alvejou plantas petrolíferas ou instalações nucleares – embora tenha prejudicado de forma relevante a defesa antiaérea iraniana (de olho em uma eventual escalada para um conflito mais direto).

Além disso, Israel segue sua incursão no Líbano, tendo já ocupado toda a fronteira com o país. Lutando em duas frentes – Gaza e Líbano –, o governo israelense sofre forte pressão interna e externa. No momento em que esta análise é escrita, é incerto se a ofensiva no Líbano continuará por muito tempo. Na prática, já não se vê mais um risco iminente de guerra generalizada no Oriente Médio (o que afeta o preço do Brent).

Já no conflito entre Rússia e Ucrânia, parece questão de tempo até que a Ucrânia aceite algum tipo de acordo de paz com a Rússia. A situação, tanto em equipamentos quanto em quantidade de tropas, é cada vez mais dramática para os ucranianos. Em termos de impactos no mercado, já tratamos em ocasiões anteriores das consequências do conflito para o preço da energia na União Europeia, principalmente para a Alemanha.

Olhando à frente, o cenário para a Alemanha aparenta ser muito negativo. A competitividade da indústria alemã caiu muito e só tende a piorar: são salários altos, mais impostos, maior custo na energia elétrica e barreira tecnológica cada vez menor frente à China, principalmente nos carros elétricos. A grande transferência de recursos da Alemanha para outros países da União Europeia agora é posta em cheque.

Resultado Fiscal da Alemanha. A projeção para 2024 é de 3% de déficit.



Note: This chart displays Fiscal Balance (% of GDP) for Germany from 2019 to 2018.

Source: Macrobond.

Com a indústria em situação difícil e contas cada vez maiores por conta do assistencialismo governamental, o déficit alemão só aumenta (situação muito diferente da vivida no pré-pandemia). Esse desequilíbrio nas contas alemãs pode ameaçar toda a UE. Com a vitória de Trump nos EUA a situação pode ficar ainda pior, por conta de possíveis novas barreiras comerciais também para a Europa.

Conjuntura Nacional

O índice Ibovespa chegou ao fim de outubro com queda de 1,6%, em meio a mais um período desfavorável para ativos de risco no Brasil. No acumulado do ano, o índice recua 3,33%. O índice Small Cap, por sua vez, fechou em queda de 1,37%, acumulando retorno negativo de 14,85% em 2024.

Os principais destaques positivos do IBOV no mês foram os setores de frigoríficos, impulsionados pela JBS, e de papel e celulose – destaque para Suzano. Já no lado negativo, o desempenho fraco dos setores de óleo e gás, financeiro e mineração pesou. No índice Small Cap, as principais contribuições positivas vieram de construção civil e serviços educacionais, ainda que a perspectiva seja de continuidade de aperto monetário (e esses setores são bastante sensíveis a juros). Pelo lado negativo, energia e óleo/gás deram as maiores contribuições negativas.

Em outubro, mantendo a tônica do ano, observou-se nova retirada líquida de recursos estrangeiros e de investidores institucionais da B3. Já os investidores individuais mantiveram a tendência observada ao longo do ano e aportaram. No acumulado do ano, os dois primeiros retiraram R\$ 30,7 bilhões e R\$ 24,6 bilhões, respectivamente; os terceiros, por sua vez, aportaram R\$ 24 bilhões (a diferença coube ao setor financeiro e à recompra de ações para tesouraria por empresas).



Na última reunião do Copom (Comitê de Política Monetária) do Banco Central, em setembro, a taxa Selic foi elevada para 10,75% ao ano (aumento de 0,25 ponto percentual). O mercado praticamente todo esperava isso. A Selic, como esperado, subiu 0,5 p.p, para 11,25%. Em dezembro, teremos a última reunião; o mercado ajusta suas expectativas, mas as maiores probabilidades apontam para aumento de 0,5 p.p. (e há quem espere 0,75 p.p.), e 2024 se despediria assim com o juro sendo deixado em 11,75% ou 12%.

Segundo o Copom, o ajuste se justifica ante uma atividade econômica mais forte que o previsto, pressões no mercado de trabalho (desemprego em queda, salários em alta), um hiato do produto positivo (indicando que a demanda supera a oferta), projeções de inflação acima da meta e cenário externo desafiador (com a economia dos EUA em desaceleração). Esse conjunto fez o Copom adotar postura mais contracionista – juros mais altos para alinhar expectativas econômicas e metas estabelecidas.

O mercado projeta inflação de 4,59% para 2024, acima do limite superior de 4,5%. Fica a expectativa de que o BC possa entender que está enxugando gelo: o déficit fiscal, afinal de contas, está fora do seu controle. Preços de commodities e de alimentos também. Nem pode nada contra a indexação generalizada da economia, que passa por tarifas de concessionárias de serviços públicos e pela ampla gama de setores que se ajustam pela inflação, de educação a aluguéis. O poder do BC sobre esta inflação é zero – e enquanto isso, o custo da dívida do Tesouro continua a subir, elevando a relação dívida/PIB sem qualquer perspectiva de reversão.

O dólar passou por uma alta expressiva frente ao real no mês passado: 6,14%. A moeda norte-americana fechou o mês cotada a R\$ 5,78 – ralando no maior valor nominal histórico: os R\$ 5,90 atingidos no início da pandemia, em maio de 2020. No ano, o dólar acumula alta de 19,14% frente ao real. Entre os principais motivos para o fraco desempenho da moeda brasileira ante o dólar temos: elevação da dívida pública brasileira; incertezas políticas e econômicas (principalmente pelo lado fiscal); aumento das remessas de capital e dividendos; e redução do saldo da balança comercial. O real depreciado, lembremos, é positivo para nossas principais posições, que têm parte importante das receitas denominadas em dólar.

A taxa de desemprego em setembro foi de 6,4%, levemente abaixo do consenso (6,5%). Segundo o CAGED, houve criação líquida de 247 mil vagas com carteira assinada em setembro. O IPCA-15 de outubro teve alta de 0,54% ante o mês anterior (o esperado era uma alta menor, de 0,51%).

O relatório mensal de emplacamentos de veículos da Fenabreve mostrou alta de 20,9% sobre outubro de 2023. No acumulado do ano, a alta é de 14,9%. Os emplacamentos de caminhões tiveram alta de 30,35% (comparativo anual) e de 18,86% (acumulado do ano). Os dois segmentos estão em aceleração.



Segmentos	2024	2024	2024	2023	2023	Variação		
	Out (A)	Set (B)	Acumulado (C)	Out (D)	Acumulado (E)	(A)/(B)	(A)/(D)	(C)/(E)
A) Autos	195.201	171.652	1.564.616	163.148	1.372.390	13,72▲	19,65▲	14,01▲
B) Com. Leves	54.695	51.023	435.326	43.541	368.708	7,20▲	25,62▲	18,07▲
A + B	249.896	222.675	1.999.942	206.689	1.741.098	12,22▲	20,90▲	14,87▲
C) Caminhões	11.901	11.218	100.942	9.130	84.922	6,09▲	30,35▲	18,86▲
D) Ônibus	3.139	2.450	22.770	1.927	20.801	28,12▲	62,90▲	9,47▲
C + D	15.040	13.668	123.712	11.057	105.723	10,04▲	36,02▲	17,02▲
Subtotal	264.936	236.343	2.123.654	217.746	1.846.821	12,10▲	21,67▲	14,99▲
E) Motos	166.722	156.606	1.576.954	137.672	1.318.299	6,46▲	21,10▲	19,62▲
F) Impl. Rod.	7.687	7.239	75.156	8.999	74.850	6,19▲	-14,58▼	0,41▲
Outros	13.477	12.883	120.487	10.967	106.706	4,61▲	22,89▲	12,91▲
Total	452.822	413.071	3.896.251	375.384	3.346.676	9,62▲	20,63▲	16,42▲

Fonte: Fenabrave

Confirmando nossas expectativas manifestadas em Resenhas anteriores, os dados da Fenabrave continuam a evidenciar a recuperação dos emplacamentos, que se relacionam diretamente à produção do setor automotivo. Com a divulgação dos números de outubro, fica clara a aceleração nas vendas prevista para o fim deste ano, superando os resultados de um ano antes.

Empresas investidas pelos nossos fundos, como Tupy, Riosulense, Metal Leve e Schulz, estão preparadas para capitalizar essa retomada do setor automotivo – que também recebe impulso do governo como o Mover e o programa Combustível do Futuro. Além disso, a exposição dessas empresas ao dólar contribui para mitigar possíveis riscos fiscais (e elas já contam com uma estrutura de capital robusta). Portanto, além de estarem bastante descontadas em relação ao valor intrínseco, dentro da perspectiva *bottom-up*, o *top-down* (a macroeconomia) também favorece os principais setores investidos pelos nossos fundos – com destaque para a (bem) baixa exposição das empresas a juros (ainda que estes afetem as *small caps* na bolsa).

Desempenho dos Fundos – Outubro de 2024

Quem já ouviu falar da *Transat Jacques Vabre*? Trata-se de uma das competições náuticas mais icônicas do mundo. Realizada a cada 2 anos, reúne os melhores navegadores e barcos em uma competição em duplas. A travessia transatlântica refaz a chamada Rota do Café entre França e América Latina. O Brasil já foi a linha de chegada da competição por 8 vezes, com Salvador como a principal escolha.

Tal como no passado, os velejadores enfrentam nesta travessia desafios – como a duração, que pode variar de dez a 30 dias, a depender da classe disputada.



Como nossos leitores mais regulares já sabem, temos um certo – certo, não: um pronunciado - interesse nas artes náuticas. Mais uma vez, então, vamos refletir sobre a situação atual do mercado acionário nos valendo de exemplos e conceitos próprios dessa bela arte/técnica milenar da navegação para estabelecer analogias e (termo um tanto ousado) explicações.

Outro grande desafio para os navegadores da *Transat Jacques Vabre* são a zona dos *Doldrums* (palavra que se traduz em português como “marasmo”) – ou, na terminologia algo mais técnica, a ZCIT (Zona de Convergência Intertropical). Trata-se de uma área de baixa pressão perto da Linha do Equador – em geral entre as latitudes 14° Norte e 5° Sul. A característica mais marcante dessa região seria a calmaria – resultado do encontro entre massas de ar quente dos hemisférios Norte e Sul que sobem, ao invés de seguir horizontalmente. Mas o termo “calmaria” pode passar uma falsa sensação de segurança: a ZCIT também se caracteriza pela instabilidade climática – chuvas fortes e trovoadas podem ocorrer de maneira repentina.



Nos períodos de *Doldrums*, um dia pode transcorrer quase todo sem vento. Em se tratando de veleiros, a falta de vento é um problema óbvio e complicado. Mas a descrição até aqui ainda não fez jus ao que de fato significa essa calmaria. Esse estado de coisas pode se estender por dias, talvez até por mais de uma semana. Um mar totalmente tranquilo e sem ventos para veleiros em competições traz incertezas quanto a avanços, deixa a navegação confusa e aumenta o trabalho dos competidores – sem esquecer que tormentas vêm e vão sem prévio aviso e sem duração que se possa prever. O risco de tempestades violentas e impossíveis de antecipar exige que os velejadores adaptem seu estilo de navegação e estejam sempre em estado de alerta. **A paciência é testada ao limite.**

Parece com algo que o leitor tenha experimentado no atual cenário financeiro?

E não são só veleiros em competição que sofrem com a escassez de correntes de vento no mar. Navegantes antigos chegavam a ficar semanas à deriva em razão dos *Doldrums*. Nisso, mantimentos acabavam e doenças afetavam os tripulantes – como o terrível escorbuto (uma carência grave da vitamina C encontrada nas frutas e nos alimentos frescos), uma das maiores causas de óbito entre tripulantes à época das grandes navegações. Uma ilustração bastante interessante do que podia ser essa tal calmaria pode ser vista no filme *“Mestre dos Mares”* (2003), de Peter Weir, com Russell Crowe como o capitão Jack Aubrey. A história se passa em 1805.



Depois de quase congelarem ao cruzar o Cabo Horn, no extremo sul do continente americano, vão subindo pela costa do Pacífico da América do Sul até o Equador – e lá ficam, embaixo do Sol equatorial por sabe-se lá quantos dias. Moral da tripulação extremamente baixo, com um motim a um bate-boca fútil de distância, Aubrey chega a dizer: “Posso controlar o vento, mas não sou seu maldito criador”.

Outra região em que ocorre um fenômeno parecido é a Latitude dos Cavalos (*Horse Latitudes* - localizadas a 30° N a 30° S), nome que, acredita-se, tem origem na Era das Grandes Navegações (entre os séculos 15 e 16), quando navios espanhóis e britânicos levavam cavalos às colônias nas Américas. Quando encontravam um período dessa calmaria aziaga, ficavam parados e por vezes eram forçados a sacrificar os animais e jogá-los ao mar, para economizar mantimentos.

Werner, sempre uma aula fascinante de história nas nossas conversas mensais. Você vai agora, claro, explicar o que Doldrums e Horse Latitudes têm a ver com nosso mercado financeiro.

Claro, caro leitor, cara leitora. Esses dois fenômenos climáticos são perfeitos para usar como analogia do ambiente atual da bolsa brasileira, ainda mais se falamos de *Small e Micro Caps*.

A calmaria dos *Doldrums* representa a falta de fluxo de capitais para o mercado, mais que todos para as empresas de menor liquidez. Estamos “com falta de vento” para mover os veleiros. Já se vão **quase três anos** sem grandes reprecificações nas investidas, apesar de seus bons resultados.

Como nos *Doldrums*, o ambiente atual dos mercados é também muito incerto: há “tempestades” recorrentes e os consequentes momentos de pânico dos investidores. Vejam-se as incertezas fiscais que não nos deixam mentir: são cada dia mais o tema dominante nos noticiários econômicos. Há ainda o ritmo lento da economia chinesa, o novo ciclo de alta de juros, as eleições – como elencamos na parte inicial da Resenha. Todos esses eventos têm afastado investidores locais, em particular os institucionais, resultando em uma das alocações historicamente mais baixas em renda variável – e o fluxo estrangeiro não têm mostrado interesse em por aqui entrar.

E como dissemos, isso não tem a ver com maus resultados das empresas – pelo contrário: muitas estão entregando bons, e até excelentes, resultados, distribuindo bons dividendos, crescendo, reduzindo alavancagem. Nossa bolsa, por sua vez, está entre as mais descontadas no mundo pela relação P/L (preço/lucro). O PIB cresce a coisa de 3% (ainda que com o que talvez seja a taxa de juros real mais elevada do planeta).

Como sempre, focamos na qualidade do veleiro e da tripulação – leia-se: na qualidade das empresas em nosso portfólio, que nos dão “mantimentos” (dividendos e criação de valor) suficientes para atravessar o momento de incertezas na bolsa brasileira. Assim como os *Doldrums* exigem grande paciência dos tripulantes do veleiro, o momento atual de renda variável exige de nós habilidade para superar esse marasmo.

Enquanto os ventos não voltam a soprar, outubro foi mais um mês desafiador para a renda variável. Os principais índices fecharam no vermelho:



- IDIV (-1,7%);
- SMLL (-1,4%);
- IBOV (-1,6%).

Nossos principais fundos tiveram comportamentos parecidos:

- Delphos (-2,4%);
- Flagship (-1,8%);
- Parthenon (-1,6%);
- Verbier: (-2,0%).

Mais uma temporada de resultados vem aí. Esperamos que o mercado possa entender melhor o valor por trás dessas companhias e trazer “bons ventos”. Na Resenha de março deste ano, quando abordamos o tema Value & Quality, deixamos muito claro o que são valor e qualidade das empresas investidas. Mostramos ali que temos embarcações com tripulantes aptas a vencer – mesmo com *Doldrums* ou tempestades que vêm e vão.

Na próxima Resenha traremos comentários sobre os resultados.

Trígono Delphos Income FIC FIA

(CNPJ: 29.177.024/0001-00)

Ainda na “onda” (com a licença para o trocadilho) da parte inicial desta seção, o “marasmo” no mercado das *small caps* persiste. Não há ventos – leia-se: não há fluxo de capital inteligente para precificar as companhias de forma mais racional.

Fluxo de capital inteligente é aquele recurso direcionado a determinadas companhias vindo de análises *bottom-up* e que entenda seu real valor. O fluxo de recursos atual é basicamente composto por capital *top-down* – que sofre crises de ansiedade com o cenário fiscal, eleições americanas, elevação da Selic e outros ruídos macroeconômicos. O mercado simplesmente se recusa a fazer aquilo que se esperaria que soubesse fazer: avaliar as empresas, fazer contas. Em vez disso, se escora em fatores macroeconômicos e liquidez. Preguiça? Quem sou eu para julgar – mas...

O Delphos marcou mais um mês negativo: -2,4% em outubro. O IDIV também seguiu para baixo, mas numa ladeira menos íngreme: -1,7%. A queda acumulada em 2024 (que ainda não terminou, mas já é um ano para se esquecer) está em 15,9%, contra uma bem menor (-2,5%) do referencial. Resultado amargo, sem dúvida.

Não estamos nem um pouco satisfeitos. Como já dissemos em ocasiões passadas, o mercado, de tempos em tempos, parece querer testar nossas convicções. É por isso que ter teses bem definidas e esclarecidas é fundamental: o fardo de estar na ponta oposta do mercado fica um pouco mais leve. Desde abril de 2018 o Delphos entregou 181,4% de retorno, contra 109,5% do IDIV (um alfa de 71,9%).



O setor de Bens de Capital derrubou o fundo em 2 pontos percentuais – ganhando assim a dúbida honra de ser o principal detrator do mês. O Delphos tem hoje 24% de alocação no setor (sendo sua maior exposição). Tupy e Metal Leve sentiram o maior baque no mês passado – a primeira teve recuo de 9,2%, talvez reflexo das incertezas das eleições nos EUA e de uma certa paralisia nos investimentos em itens como caminhões, máquinas *off-road* e agrícolas (e da permanente questão dos juros). Repare o leitor que só o macro tem tentado arranhar a lataria (perdão pelo outro trocadilho) da Tupy. Não há um só fator diretamente relacionado à empresa que a tenha afetado.

É bem o contrário: o dólar no atual patamar (R\$5,80) é um ponto positivo e serve como *hedge* natural para a Tupy – cujas receitas são 70% dolarizadas, enquanto os custos são quase todos em real e peso mexicano.

Fundo	Out-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
DELPHOS	-2,43%	-15,92%	-10,67%	-5,82%	10,18%	104,45%	155,72%	181,40%
IDIV	-1,72%	2,45%	21,24%	28,86%	50,07%	70,74%	52,68%	109,54%

Trígono Flagship Small Caps FIC FIA 60

(CNPJ: 29.177.013/0001-12)

Concentrado em seis posições que, juntas, representam 87% do fundo, o Flagship teve um mês levemente abaixo do SMLL (-1,8% vs -1,4%). O ano, aliás, tem sido difícil para ambos – que recuam praticamente no mesmo passo, marcando queda de 14,9%. Como no Delphos, Bens de Capital também puxaram para baixo (pesando em 1,7 ponto percentual) e levaram a medalhinha de principal empecilho do mês. Bens Industriais e Agricultura (com alta de 0,4% cada) até tentaram, mas não impediram a queda mensal.

Sempre encorajamos os investidores a focarem em janelas mais longas. Na Trígono, investimos em empresas que pensam no longo prazo e investem de acordo. Algumas estão em negócios de ciclo longo – por exemplo, no setor automotivo, e por isso ainda não se fizeram sentir efeitos das iniciativas em curso nem as políticas do governo (Mover, Combustível do Futuro e Depreciação Acelerada). Mas tais efeitos virão – e serão significativos. Desde seu início (abr/2018), o retorno do Flagship 30 é de 211,7% e do Flagship 60, de 204,5% – entregando alfas de 197,4% e 190,2% respectivamente.

Fundo	Out-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
FLAGSHIP	-1,81%	-14,90%	-10,40%	-8,30%	-1,69%	72,24%	105,06%	211,74%
SMLL	-1,37%	-14,85%	2,51%	-14,14%	-14,08%	-10,98%	-16,47%	14,34%

Fundo	Out-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	-1,81%	-14,90%	-10,61%	-9,24%	-1,37%	74,71%	100,29%	204,48%
SMLL	-1,37%	-14,85%	2,51%	-14,14%	-14,08%	-10,98%	-16,47%	14,34%



Trígono Parthenon FIC FIA

(CNPJ: 52.924.585/0001-30)

Um dos mais recentes fundos da Trígono, o Parthenon busca as melhores oportunidades entre as *Large Caps* – empresas com valor de mercado acima de R\$ 10 bilhões e liquidez diária acima de R\$ 10 milhões (na realidade a média chega perto de R\$ 200 milhões diários). Mas elas têm que levar em conta também os pilares que a Trígono considera básicos: ESG, EVA e Dividendos – além de concentração atual em 16 empresas e gestão ativa de cerca de 80% em relação ao IBOV. A proposta é dissecar o principal índice da bolsa brasileira e montar a melhor alocação possível – leia-se: a que acreditamos ser capaz de gerar maior valor aos acionistas e distribuir bem mais dividendos que a média do mercado. A alocação máxima por investida não passa de 10%.



Em outubro, o fundo empatou com o IBOV – ambos caíram 1,6%. No acumulado de 2024, o Parthenon abre uma pequena vantagem sobre o referencial, com queda de 1,4%, ante um recuo maior (-3,3%), um alfa de 1,9 ponto percentual. Criado em dezembro de 2023 e prestes a completar um ano, o Parthenon acumula ganho de 4,5%, com alfa de 2,3 p.p. frente ao IBOV. Papel & Celulose (0,9%) deu a maior contribuição positiva; Metalurgia (-0,6%) e Locação de Veículos (-0,5%), as maiores negativas.

Fundo	Out-24	2024	INÍCIO
PARTHENON	-1,60%	-1,39%	4,51%
IBOV	-1,60%	-3,33%	2,20%



Trígono Verbier FIC FIA

(CNPJ: 08.968.733/0001-26)

A finalidade do Trígono Verbier é atuar como “*all caps*”: ele é livre para selecionar as melhores oportunidades independentemente do valor de mercado da companhia. Em outubro, o fundo caiu 2%, levando a queda no ano a 14,4%. Reflexo de um ambiente desafiador e do posicionamento principalmente em *small caps* – que andam bastante descontadas em vista de um mercado que por elas tem mostrado aversão. Mesmo sendo um fundo de ações livres, concentramos 52% em *Micro Caps*; 43% em *Small Caps*; e 5% em *Large Caps*.

A atribuição de performance por classe evidencia a aversão do mercado por ações de menor capitalização: enquanto as *small caps* contribuíram para queda de 2,1%, as *Large Caps* contribuíram com 0,4% positivo. Preço e valor seguem distantes um do outro – mas, em algum momento, se encontrarão. Ou pelo menos chegarão mais perto um do outro.

O IBOV, como vimos acima, caiu 1,6% no mês e acumula recuo de 3,3% no ano.

Desde seu início (jul/2018), o Verbier já entregou alta de 181%, contra 66% do IBOV. Um alfa de nada menos que 115 pontos percentuais (a nosso favor).

Por setor – de novo, eles: Bens de Capital, puxando para baixo (-1,7%), com leve “ajudinha” de Construção (-0,7%). Dando o nome aos “bois”, Tupy e Eucatex foram o que mais pesou.

Aliás, ao longo de novembro comentaremos em nossas *lives* os resultados do 3T24 e explicaremos no detalhe as teses de investimentos das duas companhias, cujas cotações estão bem descontadas. Para os mais ansiosos: fizemos uma *live* com a Tupy em 16 de outubro e falamos na ocasião das oportunidades da empresa para os próximos anos – desde bioplantas até componentes para motores movidos a biometano (que geram fertilizantes organominerais como subproduto). Nada disso foi precificado pelo mercado, mas resultados relevantes nos médio e longo prazos virão. Fora a grande contribuição ambiental e para a economia circular.

Fundo	Out-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
VERBIER	-1,98%	-14,41%	-10,75%	-5,54%	-1,21%	88,89%	116,16%	181,02%
IBOV	-1,60%	-3,33%	14,64%	11,79%	25,33%	38,06%	20,98%	66,02%



Trígono 70 Previdência FIC FIM

(CNPJ: 33.146.130/0001-96)

Com alocação 70/30 (70% renda variável; 30% renda fixa), o Trígono 70 Prev é boa opção de diversificação para a carteira previdenciária – segmento que quase não explora a renda variável e menos ainda o universo das *small caps*. Como todos os produtos da Trígono, temos viés de longo prazo, sempre mirando janelas acima de três anos. Os 70% alocados em renda variável estão concentrados em sete empresas – que, juntas, têm todas as características necessárias a uma carteira previdenciária, mesmo num cenário desafiador como o atual: geração de caixa, criação de valor, crescimento, exposição ao dólar e dividendos.

Com queda de 1,5% no mês, ficou mais uma vez atrás do confortável CDI (0,9%). Bens de Capital (que surpresa...) foram o que mais puxou para baixo (-1,4%), com Álcool/Açúcar também do lado negativo (-0,6%). Mineração compensou isso em parte, com leve alta de 0,6%. Criado em setembro de 2019, com cinco anos recém-completados portanto, o 70 Prev entregou aos cotistas alta de 82,2%, contra 51,1% do CDI (161% do CDI no período). Lembremos que boa parte da vida do produto até aqui ocorreu ao longo de um ciclo de alta da Selic.

Fundo	Out-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
70 BP PREV	-1,47%	-8,06%	-4,36%	2,75%	22,71%	62,53%	79,16%	82,23%
CDI	0,93%	8,99%	10,97%	25,86%	40,35%	45,05%	49,70%	51,08%

Trígono Icatu 100 FIA PREV

(CNPJ: 35.610.342/0001-08)

O Icatu 100 é 100% alocado em renda variável. Contém 12 muito criteriosamente selecionadas empresas, seis das quais representam 75% do portfólio. Hoje a composição por setores é: Bens de Capital (16%); Agricultura (16%); Bens Industriais (15%); Álcool e Açúcar (14%); Indústria Rodoviária (11%); e Metalurgia e Siderurgia (8%). Os demais setores representam os 19% restantes.

Em outubro, o desempenho (-1,9%) ficou ligeiramente abaixo do IBOV (-1,6%). Bens de Capital recuaram 1,5%; a Mineração (0,7%), também aqui, compensou em parte.

Já no ano, o Icatu 100 recua 16%, contra queda menor (-3,3%) do referencial. Lembremos: mesmo referenciado no IBOV, o fundo está 100% em empresas que classificamos como *Micro* e *Small Caps* – que é onde acreditamos estar as principais oportunidades no momento. O Icatu 100 é uma das únicas opções no segmento previdenciário que está 100% alocada nessa classe de ativos. Desde seu início (jul/2020), o fundo entregou ganho de 71,4% (bem mais que os 29,1% do índice Ibovespa).

Fundo	Out-24	2024	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
ICATU 100	-1,88%	-16,04%	-12,52%	-9,28%	7,88%	71,96%	71,43%
IBOV	-1,60%	-3,33%	14,64%	11,79%	25,33%	38,06%	29,14%



Trígono ICATU 70 Previdenciário FIC FIM

(CNPJ: 49.459.345/0001-05)

Para completar a trinca previdenciária, o ICATU 70 finalizou o mês com leve queda de 0,2%. Foi, assim, nosso fundo menos penalizado em outubro. Mineração foi o destaque (0,8%), acompanhado de Papel e Celulose (0,5%). Bens de Capital (-0,8%), Transporte/Logística (-0,5%) e Álcool/Açúcar (-0,5%), no entanto, seguiram outro caminho. Desde seu início (mai/2023), o fundo já subiu 4%, contra 17,8% do IBOV.

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. Gostamos de dizer que a estrutura 70/30 possui um mecanismo de “*market timing*” natural, ao ter que se enquadrar por razões regulatórias nesta proporção. Vende ações na alta, recompra na baixa e de quebra aproveita a Selic elevada atual.

Fundo	Out-24	2024	12M	INÍCIO
ICATU 70	-0,20%	-7,03%	-0,21%	4,02%
IBOV	-1,60%	-3,33%	14,64%	17,81%

Trígono Power & Yield 100 FIC FIA

(CNPJ: 40.265.153/0001-85)

Em um mês desafiador, nosso fundo que busca capturar vantagens em relação ao cenário energético (local e global) encerrou em queda de 1%, contra um recuo maior (-3,7%) do IEE (gerando alfa 2,7 p.p. no período). O descolamento do IEE em outubro se deve ao bom desempenho do setor de Mineração e Metalurgia (2,2%) – que se explica, por sua vez, pelo bom desempenho da Aura Minerals, com seus bons resultados operacionais. E pelos preços do ouro, que não param de bater recordes. Energia (-1,2%) e Álcool/Açúcar (-1%) ficaram no negativo.

Composto por 12 empresas (sendo oito delas responsáveis por 78% do patrimônio total do fundo), o Trígono Power & Yield tem por estratégia não se limitar a investir em empresas de concessão de energia (embora algumas estejam no portfólio). O foco é, na verdade, tomar posição para tirar o máximo proveito do cenário de transição energética – no qual algumas empresas brasileiras deverão ser amplamente favorecidas. Mais que todas, as eletrointensivas, as de biocombustíveis e as de energias renováveis. Além, claro, do ouro e de seu subproduto de grande valor e importância na transição energética: o cobre.

Estamos de olho no atual cenário de desafio hídrico e de preços de energia maiores. Podemos mesmo aproveitar algumas oportunidades que surgem (ou reduzir exposição, se necessário).



Fundo	Out-24	2024	12M	24M	36M	INÍCIO
POWER	-1,03%	-3,43%	-0,85%	-12,93%	-6,36%	9,79%
IEE	-3,73%	-8,94%	7,38%	3,35%	16,27%	4,97%

Trígono Horizon Microcap FIC FIA

(CNPJ: 43.104.134/0001-65)

O Trígono Horizon, focado em *micro caps* (que classificamos como empresas com valor de mercado inferior a R\$ 3 bilhões), se encontra no meio de um forte *Doldrum*: se o fluxo já não chega para as *Flagships*, imagine o marasmo em que se encontra esta classe.

Por outro lado, essa talvez seja a classe que mais se beneficia nos momentos de ventos favoráveis no mercado de capitais. Precisamos ser habilidosos ao montar o portfólio e pacientes para esperar os “ventos” voltarem a soprar. O ambiente atual traz inúmeras oportunidades de investimentos para o Horizon. Cabe a nós selecionar as melhores “pepitas” sem diversificar demais o fundo.

Em outubro, o Horizon caiu 2,2%, contra recuo de 1,4% do SMLL. No ano, a queda é de 15,8%, quase igual (mas nem tanto) à do referencial (-14,9%). Desde seu início (set/2021), o “mar navegável” (referência ao universo das *Microcaps*) do Horizon trouxe e vem trazendo grandes desafios: o fundo entregou retorno negativo de 2,4%. Mas traz um significativo alfa de 27,2 pontos percentuais em seus pouco mais de três anos.

O Agronegócio foi o que mais ajudou em outubro (0,5%); na contramão, vieram Logística/Transporte (-1%) e Construção (-0,6%). Reflexo do cenário fiscal mais desafiador – que traz, conseqüentemente, incertezas devido às taxas de juros (são dois setores sensíveis aos movimentos destas). Álcool e Açúcar recuou 0,7%, com o reflexo dos preços menores do petróleo. Por outro lado, o mercado ignora que os preços do etanol seguem ligeiramente acima dos praticados em 2023, e o açúcar voltou ao patamar de US\$ 0,22 /libra peso, bastante remunerador (com o reforço da desvalorização de cerca de 20% do real em 12 meses).

Fundo	Out-24	2024	12M	24M	36M	INÍCIO
HORIZON	-2,15%	-15,80%	-4,89%	6,13%	13,53%	-2,36%
SMLL	-1,37%	-14,85%	2,51%	-14,14%	-14,08%	-29,59%



Prezados leitores,

Os que acompanharam nossa argumentação na primeira e última partes desta Resenha poderão perceber que a situação atual muito se parece com a trajetória de vida de Marco Aurélio e com os *doldrums* que os navegadores de todos os tempos encontraram em certas latitudes. O Imperador-Filósofo, no entanto, superou os obstáculos todos – muito possivelmente porque tinha no estoicismo apoio para suas estratégias e para recuperar suas forças – e os navegadores que souberam domar as tempestades e tolerar as calmarias tiveram grandes recompensas. No caso destes, não só eles mesmos encontraram ganhos para si como entregaram grandes retornos aos patrocinadores – o rei D. Manuel, de Portugal, e os reis católicos da Espanha, Isabel e Fernando.

Nos encontramos em situação análoga. Estamos, sim, insatisfeitos com os resultados deste ano e dos últimos três. Mas seguimos firmes e confiantes. Navegadores e ao menos um imperador encontraram ensinamentos válidos no estoicismo. Aprendemos com ele também.

Muito obrigado, uma vez mais, aos nossos investidores. Que a apresentação do estoicismo tenha contribuído para trazer conhecimento e fortaleza de espírito, em um momento que tanta intranquilidade pode ter trazido a tantos. Tempos de turbulência podem colocar à prova nossa determinação, podem nos fazer questionar decisões, seja em investimentos, seja na vida pessoal.

Os desvios do mundo dos investimentos que fazemos em Resenhas ocasionais não são casuais. A imagem da filosofia como algo ou inconsequente ou reservado a mentes privilegiadas encerradas em torres de marfim não poderia ser mais falsa. Atribuiu-se a John Maynard Keynes (que não era economista, mas matemático, mas tinha muito de filósofo também) a frase que diz que homens práticos, que acham estar livres de qualquer influência intelectual, em geral são escravos de algum economista (ou filósofo, *acrécimo meu*) defunto. História e filosofia mostram que nem sempre nossos problemas são inéditos (se é que algum chega a ser) e nem sempre é preciso ser demiurgo e parir soluções 100% novas: muitas vezes, alguém já encontrou uma solução antes, e ela pode muito bem ajudar a encontrar uma para hoje.



TRÍGONO

Capital

ALÉM DO ÓBVIO



www.trigonocapital.com

R. Surubim, 373 - Cidade Monções, São Paulo - SP, 04571-050
contato@trigonocapital.com