

“NÃO HÁ ATEU EM TRINCHEIRA, NEM IDEÓLOGO EM CRISE FINANCEIRA”¹

Lenin foi cirúrgico ao definir a história como uma modorrenta monotonia, seguida de períodos recheados de agitações e ebulições².

O capitalismo, devido às suas características inerentes, desenrola-se através de um trajeto sinuoso e, na maior parte dos casos, alimenta a concentração de riqueza. A marcha nessa direção é natural, até mesmo inevitável. Periodicamente, esse movimento é aliviado por uma redistribuição pacífica e política, normalmente ocorrida após crises econômicas. Isso se dá através de um coquetel composto por aumentos de imposto, gastos do governo, regulação antitruste, entre outros. Porém, por vezes, choques exógenos intensificam desequilíbrios, fazendo com que o itinerário esperado se torne incerto.

Durante os últimos dez anos, o mercado financeiro global viveu um mundo de baixa volatilidade em que com frequência, apesar de algumas pequenas intempéries no meio do caminho, ativos subiam de preço moderadamente a cada dia. Quanto mais os ativos se valorizavam, maior o sentimento de segurança na economia mundial. Qualquer ponta de ceticismo ou insegurança era logo desdenhada com a imagem do colo acolhedor dos Bancos Centrais dispostos a perseguir suas promessas de proteção³. Para o espanto de todos, tudo isso acabaria repentinamente em uma única semana.

Em 28 de fevereiro de 2020, a festa chegava ao fim, em uma semana que terminou com a maior parte dos índices globais caindo mais de 10%, a maior queda semanal desde a crise de 2008. *Pari passu*, o título de 10 anos do tesouro americano bateu mínimas imediatas, sinalizando o potencial fim de um ciclo de alta das ações globais que perdurava desde o fim da Grande Recessão.

A brusca parada de um *rally* longo provocou uma pane generalizada, e à medida que os agentes do mercado tentavam entender melhor os impactos do coronavírus sob os retornos prospectivos dos seus portfólios, eram surpreendidos recorrentemente com quedas sequenciais e um número de *circuit breakers* que impunham dificuldades à tomada de decisão.

Este declínio significativo do mercado nos apanhou em um momento construtivo em relação às perspectivas do país e, especialmente, das empresas locais. Após longo e tenebroso inverno, o Brasil caminhava, não por predestinação, mas por merecimento, rumo a uma natural recuperação econômica, acompanhada por juros reais baixos em todas as tranches da curva. Algo completamente inusitado para o país do rentismo. Por sua vez, os negócios sobreviventes se posicionavam para finalmente colher os benefícios da alavancagem operacional. Como consequência, entramos nesta crise aguda sem proteção e com caixa mínimo.

Sempre nos enxergamos como investidores de valor com expertise em ações brasileiras. Na Atmos, a escolha por não investir nessa classe de ativos impõe necessariamente que exista uma opinião muito forte em relação ao descompasso entre preços e fundamentos do mercado local. Durante os primeiros anos do fundo, encontramos

¹ A seção em itálico trata-se de uma adição do economista Jeffrey Frankel à frase original do veterano americano da Segunda Guerra Mundial William Thomas Cummings

² Retirado da frase original de Lenin: “*There are decades where nothing happens, and there are weeks where decades happen.*”

³ Reforçado pelo mais recente mantra dos Bancos Centrais: “*We’ll do whatever it takes.*”

assimetrias significativas entre classes de ativos no Brasil. Nesse período, a oportunidade de alocar capital em bons negócios e navegar por diferentes instrumentos permitiu reduzir o risco de perda permanente do portfólio e ainda entregar um bom resultado. O *drawdown* limitado e a baixa volatilidade foram subprodutos inesperados que vieram como um brinde. Em outras palavras, praticamos uma certa heterodoxia proposital em um passado em que a ortodoxia de investimentos em ações brasileiras nos parecia excessivamente rígida para permitir a expressão correta da nossa visão no portfólio. Tentar repetir como default a mesma estratégia em diferentes ciclos de mercado, apesar de confortável, é improdutivo. A defesa só faz sentido em períodos de *payoffs* medíocres.

Exatamente nesse momento de otimismo, fomos atingidos pelo imprevisível, uma nova pandemia de escala global e velocidade assustadora. Apesar do vírus ser referido pela alcunha de Covid-19, determinando sua origem no ano de 2019, os efeitos nos pareciam de difícil previsibilidade. Olhando através da dura ótica do retrovisor, nossa falta de experiência em relação à temática nos fez minimizar a extensão e duração do problema e, principalmente, ter pouca leitura sobre como governos reagiriam a uma crise sanitária dessa natureza. Os mercados, operando em velocidade extraordinária, não ofereceram a possibilidade de avançarmos no conhecimento a tempo de qualquer reação. Resta-nos agora avaliar o efeito de longo prazo da pandemia vis-à-vis ao *valuation* e às perspectivas das empresas.

A economia foi desorganizada de uma forma que nunca antes experimentamos. Isso culminará em uma perda quase-permanente de capital organizacional, principalmente aquele que estava alocado nos menores negócios. Religar esse sistema e organizar novamente cadeias produtivas em hibernação será um desafio enorme para o governo e para a sociedade civil.

No entanto, uma diferença desta crise em relação à de 2008 tem sido a rapidez com que as autoridades públicas vêm se movimentando. Olhando em perspectiva, medidas consideradas heterodoxas, naquela época, facilitaram a gestação de políticas expansionistas decididas ao longo das últimas semanas.

“SE ESTIVER PASSANDO PELO INFERNO, CONTINUE CAMINHANDO”⁴

Assim como a noite é péssima conselheira, uma crise dessa proporção anula qualquer percepção de que algo positivo possa aparecer em meio ao mar de fatos negativos. Nosso cérebro tem a tendência de cair na armadilha do *overflow* informacional. *There is nothing either good or bad, but thinking makes it so*⁵.

Da mesma forma que um catalisador se transforma no braço a nos empurrar ao abismo da crise, surpresas positivas podem nos resgatar do calabouço. Fatores difíceis de prever surgem, seja através de novas descobertas e soluções medicinais, reorganizações da dinâmica produtiva (*contact-tracing* e/ou soluções de distanciamento menos agressivas que o *lockdown*), ou até mesmo em relação à transmissibilidade efetiva do vírus. Normalmente, relacionamos os “*unknown unknowns*”⁶ com surpresas negativas, mas eles funcionam para os dois lados da equação.

⁴ Winston Churchill

⁵ Frase de Hamlet em conversa com seus amigos de infância, Rosencratz e Guildenstern, no Ato 2, Cena 2, da famosa peça

⁶ Referência à frase do ex-secretário de defesa norte-americano, Donald Rumsfeld: “(...) *There are known knowns; there are things we know we know. We also know there are known unknowns; that is to say we know there are some things we do not know. But there are also unknown unknowns—the ones we don't know we don't know.*”

Esta crise, do ponto de vista patológico, possui narrativa finita e a forma pela qual terminará poderá ocorrer por inúmeros caminhos: seja através da engenhosidade humana para lidar com desafios globais de forma pragmática nos momentos mais difíceis ou simplesmente como efeito matemático de toda curva logística chegando ao seu fim⁷. Independente do caminho, qualquer aumento na probabilidade do término da crise e a subsequente maior clareza acerca da retomada da atividade influenciarão positivamente a precificação dos ativos.

O século XX foi marcado pelos contrastes que demonstram a capacidade da humanidade de ser infinitamente sábia ou estúpida, quando confrontada com obstáculos. Não por outra razão foi caracterizado por Eric Hobsbawm como “A Era dos Extremos”. Iniciou-se com as grandes descobertas científicas de Einstein, passando quase simultaneamente pela pseudo-ciência freudiana, enfrentou duas guerras de alcance mundial que possivelmente poderiam ter sido evitadas, viu o massacre humano da Revolução Comunista na Rússia, viveu a rebeldia criativa e política do movimento hippie nos anos 1960, sofreu uma Guerra Fria com potencial devastador e assistiu à chegada do homem à Lua, ao mesmo tempo em que a América Latina era assombrada pela escuridão da ditadura. Enfim, terminou com uma convergência fictícia de ideais ao fim da Guerra Fria acompanhada por clamores arrogantes dos ingênuos ideólogos do Neoliberalismo de que havíamos chegado ao “Fim da História”.⁸

Como se nota, o mundo pode ser tudo, menos linear. O mesmo pode-se afirmar em relação ao capitalismo e ao seu produto de maior qualidade - as grandes empresas - que progridem a passos exponenciais por décadas, apesar de ciclo e tendência teimarem em dissociar-se brutalmente em determinados períodos da história. Somente o afastamento temporal, como quem olha do alto de uma gávea, permite enxergar apropriadamente que, enquanto alguns vão se afogar nesse processo, outros serão capazes de sabiamente navegar águas turbulentas, chegando solitários e vitoriosos ao outro lado da margem.

Períodos conturbados re-embaralham as cartas do jogo de forma hostil aos novos participantes e às empresas mal-estruturadas financeiramente. Esta crise não deve ser diferente e, devido à sua severidade inicial, pode conferir oportunidade histórica para que empresas bem estabelecidas e capitalizadas ampliem suas participações de mercado.

No mais, nesse ambiente, a propensão marginal a empreender poderá ser abalada e, na rebarba deste fenômeno, uma redução relevante na oferta de financiamento aos novos negócios poderá ocorrer. É natural que a euforia seja postergada para um outro momento, retraindo a animada atividade de fomentar negócios sem lucratividade. Mesmo os juros baixos, que impulsionaram investidores a empilhar categorias de risco heterogêneas dentro do mesmo bolso, não devem continuar alimentando instintos agressivos de forma indiscriminada. Alterar-se-á o comportamento: em primeiro lugar o risco de perder capital e, somente depois, o retorno potencial.

Esta recessão, por sua característica avassaladora, em um primeiro momento estimula a concentração de renda e riqueza. Isso ocorre em um mundo no qual a desigualdade já era o bode na sala, inclusive representada como crítica eleitoral na democracia mais pró-mercado da história moderna.

Empresas estabelecidas possuem mais fôlego para sobreviver, e até mesmo se beneficiar da pane do sistema econômico. Por outro lado, serão os sobreviventes chamados para assumir a conta da pandemia. Tornam-se alvos em uma eventual necessidade de aumento de arrecadação. O monitoramento da queda de braço entre essas duas forças deverá ser uma das nossas principais atividades ao longo dos próximos anos.

⁷ Fenômeno também conhecido como “*herd immunity*”

⁸ Conforme simbolizado pelo livro de Francis Fukuyama: *The End of History and the Last Man*, escrito em 1992

“THE LONG AND WINDING ROAD...”⁹

Existe uma obsessão em buscar consistência positiva em relação ao mercado no curto prazo. Investidores se viciam nessa endorfina e, alimentados pela ilusão das vitórias, acabam por tentar rebater bolas demais. Ao cair 50%, repete-se *ad nauseam* a necessidade matemática de um ganho de 100% para voltar ao ponto de entrada. Porém, a história mostra que negócios de qualidade possuem opcionalidades difíceis de quantificar a priori. No tempo, possuem potencial para mais que compensar uma perda inicial de 50%. Desse modo, ao observar resultados pela eficiente lente do passado, a hiperatividade demonstra-se contraproducente ao jogo paciente de investir em ações com horizonte de longo prazo.

Além disso, eventos que parecem previsíveis *ex-post*, nem sempre eram de fácil interpretação à época em que ocorreram. O ataque relâmpago a Pearl Harbor constitui um bom exemplo. Observado a partir de uma visão retrospectiva, vários sinais que indicavam a iminência de um ataque são perceptíveis. Mas, ao analisar prospectivamente, acompanhando os eventos progressivamente, a sensação de inevitabilidade se dissolve rapidamente. Em Pearl Harbor, além dos informes militares, havia uma enorme quantidade de informações inúteis. A cada semana, surgiam pilhas de novas mensagens, alternando entre o alarmante e o misterioso. Muitas dessas, posteriormente, se provaram falhas ou insignificantes. Mesmo quem se concentrasse nas poucas informações que se provaram verdadeiras, teria sido refutado por explicações alternativas extremamente sólidas à luz dos valores esperados daquele momento.

Da mesma forma, pode-se construir uma narrativa de que todos os indícios existentes, ainda no início da pandemia, a tornavam “previsível”. Esse nos parece um exercício *ex-post*, que inclusive engendra o risco de que se acredite demasiadamente na própria capacidade preditiva. Caricatura do sujeito que mirou no pombo e acertou um Jumbo. Vale lembrar que tivemos sinais semelhantes em outras epidemias recentes, sem que nenhuma dessas crises descambasse para um cataclisma desta magnitude.

A pandemia tirou o mundo real e o financeiro do seu frágil equilíbrio anterior. Os efeitos são novos e de extensão enigmática. Porém, ao longo dos últimos meses, ocorreu uma desvalorização significativa das ações em velocidade jamais apresentada. Decidimos por uma abertura relâmpago do fundo. O apetite da nossa base de investidores foi maior que o esperado, mostrando amadurecimento e coragem devida para investir nos momentos potencialmente corretos, com o objetivo de obter retornos no longo prazo. A possibilidade de estacionar capital na renda fixa com retorno alto e volatilidade baixa faz parte do passado. O caminho de alocação através de ativos com *duration* alto, como ações ou prefixados com vencimentos longos, nos parece ser a única alternativa viável hoje para compor patrimônio ao longo do tempo.

Entretanto, é importante ressaltar que a estrada não será fácil, tampouco monótona. Paciência, disciplina e uma discriminação cuidadosa de quais serão os negócios vencedores deste novo ciclo demonstrar-se-ão características valiosas. Neste percurso, a volatilidade deverá ser uma aliada de quem construir o portfólio de forma a sobreviver todas as tormentas que potencialmente ainda estão por vir. Talvez ainda não seja momento de caçar um animal grande, mas de encher o cantil para atravessar o deserto. O que não é mais possível é ficar parado, estacionado com um sorriso maroto observando toda a confusão do lado de fora, correndo assim o risco de perder, mesmo que a conta-gotas, a poupança cuidadosamente construída.

⁹ Trecho da música “The Long And Winding Road” de autoria de Lennon-McCartney