Ruído, Ruína e Riqueza

"Onde há juízo de valor, há ruído – e normalmente mais do que você imagina." - Daniel Kahneman

"Um otimista vê uma oportunidade em cada calamidade. Um pessimista vê uma calamidade em cada oportunidade." - Winston Churchill

Introdução

Diante de fatos e acontecimentos da humanidade, uma dissonância na forma como a realidade é percebida sempre foi alvo de debate. A contraposição entre o otimismo e o pessimismo frequentemente fez parte das diretrizes filosóficas, tendo defensores ferrenhos de ambos os lados. De um lado, pensadores como Schopenhauer e Voltaire são exemplos da vertente pessimista da filosofia, cujo perfil mais melancólico parece ser capaz de enxergar o mundo por suas nuances e complexidades, sempre a contrapor uma visão que, no seu entendimento, é demasiada simplista e por vezes ingênua. Na direção oposta, a escola otimista tem na sua figura mais famosa o filósofo Leibniz, que curiosamente é mais reconhecido pelas suas contribuições na matemática. Seu pensamento parte da premissa de que o nosso mundo atual é o melhor mundo possível ao somar a mínima existência do mal concebível e o maior potencial de desenvolvimento para que haja evolução no estado atual das coisas. Suas ideias inspiraram o Iluminismo e estão presentes nos fundamentos de inúmeros avanços tecnológicos em nossa história. Impossível chegar à conclusão de quem está certo ou de quem é mais genial, pois não discordam do seu conteúdo, mas sim do prisma sob qual se olha o problema.

Tanto o otimismo quanto o pessimismo são formas de viés. Trazendo para o terreno do mercado de capitais, o investidor que enxerga um futuro melhor está sistematicamente disposto a pagar mais por uma empresa hoje visando maiores lucros à frente, enquanto o comportamento oposto – que engloba a grande maioria dos investidores *value* – possui um viés contrário, querendo comprar ativos com desconto para se proteger contra intempéries que o pessimista sempre acredita que virão. Ambos os comportamentos (somados a diversos outros tipos de vieses) estão constantemente puxando o preço de mercado para longe do valor justo.

A imperfeição no processo decisório trazida por vieses comportamentais é bem documentada e o mercado financeiro tem procurado adaptar-se à forma sistemática com que nossa própria mente pende para um lado ou outro. No entanto, um tema correlato, e tão importante quanto na tomada de decisões, parece ter pouco destaque: o impacto do ruído, uma outra fonte de erro no juízo de valor, e tema da obra mais recente de Daniel Kahneman[1], vencedor do Nobel de Economia por seu trabalho com vieses comportamentais, em parceria com Olivier Sibony e Cass Sunstein[2].

[1] "Ruído – uma falha no julgamento humano" – Ed. Objetiva.

[2] Olivier Sibony é ex-sócio da McKinsey e pesquisador de pensamento estratégico e processos decisórios. Cass Sunstein é professor de direito em Harvard e economista comportamental.

Na referida obra, os autores usam figuras de alvos, que reproduzimos abaixo, a fim de elucidar os conceitos e diferenças entre vieses cognitivos e ruídos.

Ao lado, temos quatro alvos. O Alvo "A" representa a resposta de um indivíduo sem o efeito de vieses ou ruídos. O Alvo "B", por sua vez, possui desvios que levam o indivíduo a cometer erros, o distanciando da precisão. Já na situação "C" percebemos o efeito dos vieses que inclinam a resposta do indivíduo a uma certa tendência, seja ela mais para esquerda ou para direita. Note que a diferença entre B e C é que "B" adiciona uma maior variância de resultados, mas sem um padrão de comportamento específico como o visto em "C". No final, ambos efeitos distanciam o indivíduo da resposta desejada, mas o fazem de forma diferente. A soma destes efeitos pode ser observada no alvo "D".

Assim como o viés, o ruído possui uma definição estatística: é uma medição de dispersão dos dados, independente de qual seja a média ou valor justo que estes dados tentem estimar. Para que fique claro: ruído, aqui, não é usado no sentido de interferência na comunicação, como é comum ao se discutir política, mídia e psicologia, mas sim como variância presente em quaisquer conjuntos de dados do mundo real – o que chamamos de ruído estatístico.

Voltando ao nosso exemplo dos otimistas e pessimistas, ambos podem ter diferentes projeções para o índice Ibovespa para o final do ano. Obviamente ainda não sabemos qual será esse valor, de forma que é impossível definir se qualquer palpite é pessimista ou otimista, mas desde já podemos ver o quão díspares são as projeções entre um palpite e outro. Esta dispersão é o ruído – juízos de valor distintos por pessoas igualmente qualificadas, com acesso às mesmas ferramentas, que deveriam ter estimativas muito similares sobre determinado assunto. Embora muito menos estudado, o ruído tem o mesmo peso que o viés nos erros do julgamento humano.

Há um forte componente emocional na causa raiz do ruído (assim como na do viés). Situações carregadas de emoção prejudicam nossa capacidade de julgamento e frequentemente nos contrapõem não só ao juízo de valor de outros, mas também ao nosso próprio, caso removêssemos o peso sentimental, causando incoerências no processo decisório. Quando falamos do mercado financeiro, a nebulosidade de julgamento trazida pelo componente emocional gera ruído, que, por sua vez, gera erros na tomada de decisão, criando ineficiências de mercado – uma flecha que vai longe do centro do alvo.

A dinâmica descrita não fica circunscrita ao mercado financeiro, obviamente. Existem exemplos em abundância de outras áreas, inclusive nas quais o impacto do ruído é pernicioso. Talvez o caso prático mais emblemático seja o das variações em decisões judiciais, em que o encarceramento por crimes similares pode variar em até 3,5 anos para cima ou para baixo, para uma pena média de 7 anos nos EUA. Isso significa que você pode passar até 3x mais

tempo na prisão por um mesmo crime, mas julgado por juízes diferentes[3]. Esta variabilidade não surge apenas por diferenças entre juízes – diversos estudos mostram que decisões judiciais são influenciadas significantemente por condições climáticas, penas mais brandas quando o julgamento coincide com o aniversário do criminoso, ou mesmo se o julgamento é antes ou depois do almoço. Impactos semelhantes são observados nas áreas de seguros, diagnósticos médicos, processos seletivos e, a bem da verdade, em qualquer segmento no qual haja julgamento humano, como atesta a citação no começo desta carta.

Incerteza nos Mercados

Em momentos de grande incerteza, como o atual, parece claro que a dimensão do ruído cresce significativamente. Há mais fatores para se ponderar, há maior carga emocional na tomada de decisão e, por definição, menor segurança em como o futuro deverá se comportar.

O momento atual consolida diversos fatores que, isoladamente, marcaram economias e mercados em diversas décadas do passado: guerras, choques de petróleo, surtos inflacionários, crises cambiais, pandemias, aumento dos juros americanos e eleições locais. O terreno está fértil para dúvidas quanto ao desempenho futuro da economia e, por conseguinte, das empresas. O universo de resultados possíveis é amplo. Como isto nos afeta?

Para observar o peso do ruído nos mercados de ações, precisamos retornar à estatística. Definimos ruído como variância de dados[4]. Em estatística, a raiz quadrada da variância é o desvio-padrão[5], que, por sua vez, é a medida mais típica usada para calcular volatilidade de ativos financeiros. Há, portanto, uma relação intrínseca entre ruído e volatilidade. Grandes níveis de incerteza dão margem para grande volatilidade nos preços negociados, como acontece atualmente.

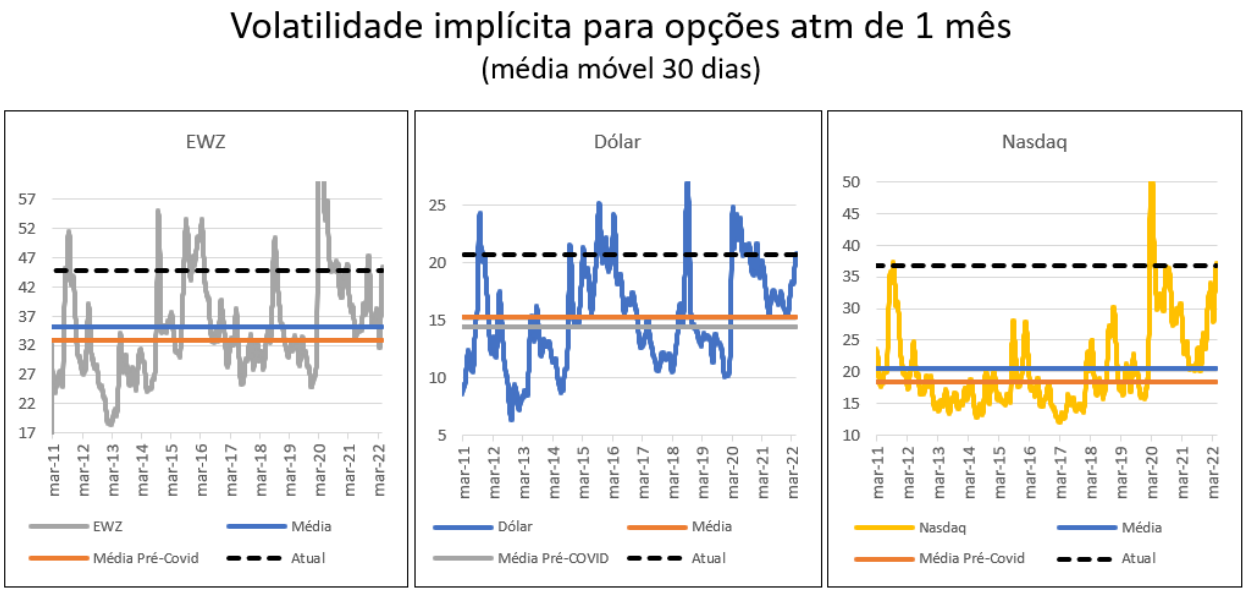
Os gráficos da página seguinte ilustram a volatilidade implícita nos preços de opções futuras negociadas – o equivalente a uma engenharia reversa do modelo *Black & Scholes* a partir dos preços praticados em mercado – para a bolsa americana, para ações brasileiras[6] e para o dólar americano. O aumento na volatilidade, principalmente nos meses mais recentes, reflete a crescente incerteza mundial, após uma aparente normalização pós-pandemia. Vale notar que, para as ações brasileiras, este indicador está em níveis muito similares a 2015, durante nossa pior crise econômica.

[3] John Bartolomeo: "Sentence Decisionmaking: The Logic of Sentence Decisions and the Extend and Sources of Sentence Disparity" – Journal of Criminal Law and Criminology, 1981.

[4] No livro "Ruído – uma falha no julgamento humano", os autores expressam a fórmula do Erro Quadrático Médio como $EQM = Ruido^2 + Viés^2$, onde o ruído assume o papel da variância.

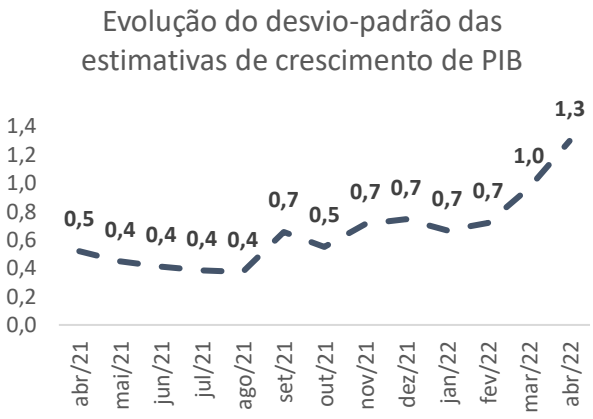
[5] Variância é definida pela fórmula σ^2 $= \sum_{i-1}^{n} \frac{(Xi-X)^2}{n-1}$, enquanto o desvio padrão (σ) é a raiz quadrada desta equação.

[6] Medido a partir do EWZ, um ETF negociado no mercado americano que busca acompanhar o desempenho do Ibovespa em dólar.



Fonte: Bloomberg BGN e CBOE

Vale ressaltar que esta incerteza não está limitada aos resultados das empresas, mas à economia como um todo. A disparidade nas projeções para o PIB brasileiro para o final do ano é um claro sinal desse efeito. Como mostram os gráficos abaixo, a volatilidade das expectativas para o PIB ao fim de 2022[7] está, além de crescente, em linha também com o ápice da pandemia, quando todos os indicadores internacionais de "medo" do mercado atingiram suas máximas.



Fonte: Bloomberg

Com incerteza crescente, torna-se cada vez mais difícil calcular as probabilidades dos cenários de retorno de um investimento, reduzindo o *willingness to pay* do investidor. É importante deixar claro que incerteza não é sinônimo de risco – Enquanto este último é determinado como probabilidade de perda efetiva de capital, o primeiro é apenas, por definição, a falta de clareza sobre o futuro.

[7] O indicador mede o desvio padrão das projeções para o PIB para cada ano ao longo do tempo. Aqui comparamos os dados mais recentes, ao final de abril de 2022, com as projeções de abril em anos anteriores, para seus respectivos anos. O 2º gráfico mostra como este desvio-padrão das projeções para 2022 cresceu ao longo dos últimos 12 meses.

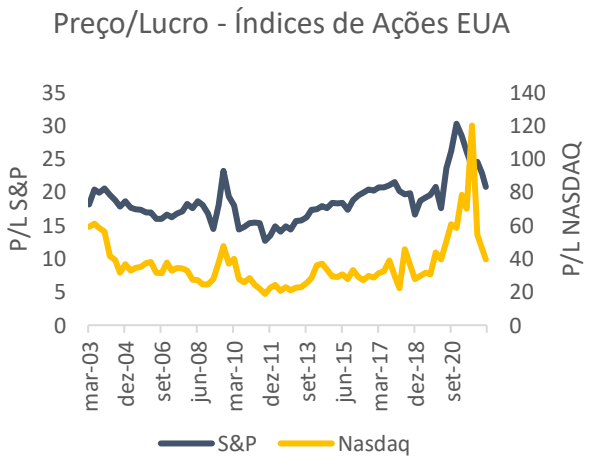
Dito isso, momentos como esse muitas vezes se configuram como grandes oportunidades para um *value investor* de longo-prazo. No entanto, em meio ao leque de cenários plausíveis que podem resultar de um momento de grande insegurança há sempre uma minoria daqueles que, de fato, se tornam crises, recessões e trazem perdas em investimentos. Nesse sentido, é importante que investidores fundamentalmente microeconômicos, como nós, saibam se proteger de derrocadas causadas por choques macroeconômicos.

Isto posto, em meio a todas as variáveis econômicas, uma tem nos gerado preocupação - a pressão inflacionaria externa e suas consequências para o mercado de juros e ações. O risco externo atual é significativo. Por um lado, há um choque de oferta, com rupturas em diversas cadeias de suprimentos, que vem causando escassez de produto e, consequentemente, pressão sobre preços. Concomitantemente, e com especial gravidade nos EUA, a demanda continua aquecida, fomentada por um mercado de trabalho apertado, com quase 2 vagas em aberto por desempregado[8] e níveis altos de poupança interna[9] sustentados por gastos menores durante a pandemia e programas de estímulos fiscais do governo – uma política que já apontávamos como de alto risco em nossa carta passada.

> Coníferas necessitam de suas cascas grossas e solos rochosos para serem menos suscetíveis aos incêndios florestais que nascem fruto de toda a matéria orgânica depositada no solo[...] crises que tipicamente se manifestam em ambientes de juros baixos, intervenção pró-cíclica crescente de governos, excesso de liquidez e consequentemente preços inflados.
>
> **Carta 7 LIS Capital (2021)**

A solução para a pressão inflacionária parece ser a inevitável correção através de aumentos de juros, aliada à diminuição de balanço do FED, como já vem acontecendo recentemente. Há bastante discussão sobre o quão forte e prolongado este aumento deverá ser, mesmo porque os comportamentos de diversos dos componentes da inflação ainda estão cercados de muita incerteza. O efeito mais imediato do aumento dos juros – ainda mais partindo de uma taxa nominal tão próxima de zero – é o redirecionamento de recursos antes alocados em outros mercados, principalmente os tidos como de maior risco, como ações, *private equity* e *venture capital*.

O grande ponto a se acompanhar agora é se o FED conseguirá aplicar sua estratégia de soft landing, que consiste em reduzir propositalmente o ritmo de crescimento da economia, aumentando sua taxa de juros como medida para frear a inflação, sem causar uma recessão na economia ou aumentar o índice de desemprego de forma significativa. No entanto, um ajuste mais severo deverá causar uma correção abrupta nos mercados. O plano divulgado pelo FED prevê a retirada de aproximadamente US$ 500 bilhões através de treasuries e mortgage backed securities da economia americana ainda em 2022. Caso continue nesse passo, mais de US$ 1 trilhão de oferta monetária seria enxugada em 2023. Assuma algum grau



Fonte: Bloomberg

[8] Number of unemployed persons per job opening, seasonally adjusted (bls.gov)
[9] Personal Saving Rate (PSAVERT) | FRED | St. Louis Fed (stlouisfed.org)

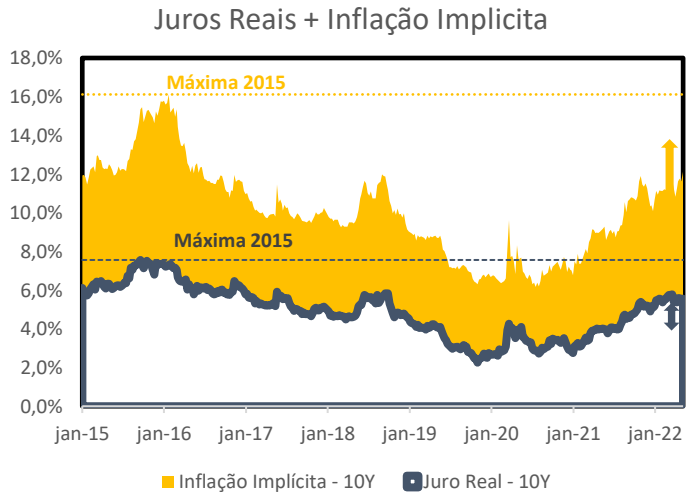
conservador de multiplicador monetário e este impacto alcança US$ 2 trilhões – um choque que certamente será sentido nos mercados.

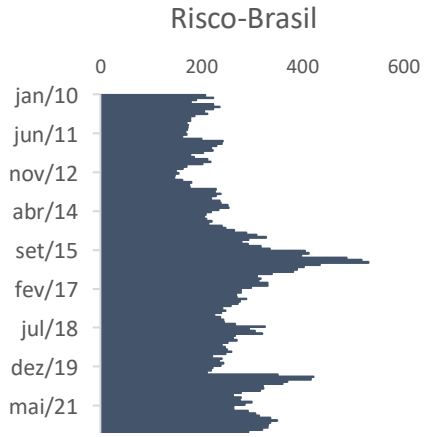
Em momentos de estresse elevado, o capital tende a procurar seus portos-seguros, causando aversão de risco global (risk-off). As consequências do aumento do custo de capital nos EUA não ficam somente restritos ao mercado americano. Há efeitos *spillover* sobre taxas de juros do resto do mundo que precisam concorrer com as taxas americanas. Uma possível recessão afetando o maior mercado consumidor mundial também tem efeitos diretos e indiretos sobre o mundo.

Brasil – preços depreciados, situação interna melhorando

O Brasil, assim como todas as outras economias, sofreu com a pandemia, com as rupturas da cadeia logística e, mais recentemente, com a escalada do preço do petróleo. Além disso, tivemos em 2021 um evento adicional que foi a pior seca dos últimos 90 anos, sendo necessária uma grande utilização de termoelétricas para assegurar o abastecimento energético do país, aumentando o custo de energia elétrica. Porém, diferentemente das economias desenvolvidas, o Banco Central brasileiro começou cedo – desde o ano passado – a realizar um ajuste na taxa de juros. Um remédio amargo, porém necessário, para não perder o controle do processo inflacionário. Outro mitigador importante foi o retorno das chuvas, eliminando o problema dos reservatórios. A redução da pressão inflacionária energética e o ajuste precoce das taxas de juros colocam o Brasil em um momento de ciclo diferente de outras economias, com chances reais de estarmos próximos do ponto de inflexão de inflação e, por consequência, de juros.

Embora os patamares de juros e inflação (e preços de ativos, como discutiremos à frente) atuais estejam em níveis similares aos da crise de 2015 – a pior na nossa história – julgamos que a severidade da situação econômica brasileira nestes dois momentos seja bastante distinta. Em 2015, o Brasil vivia uma crise endógena, causada por descontrole fiscal e desancoragem da inflação. Havia no horizonte de médio-longo prazo a possibilidade de *default* - o Brasil perdeu o grau de investimento e o risco-país atingiu seu pico desde 2003. O excesso de estímulo fiscal fez com que tanto o juro real quanto a inflação implícita nos títulos nominais atingíssem máximas – muito acima dos níveis atuais. As projeções para o PIB eram negativas, foram se deteriorando ao longo do ano e se materializaram em quedas acima de 3% por dois anos seguidos.

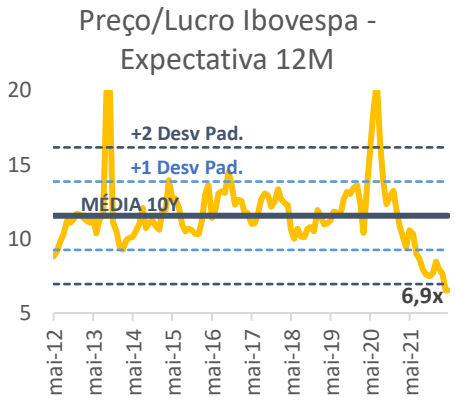




Fonte: B3 e Tesouro Direto, compilação LIS Capital

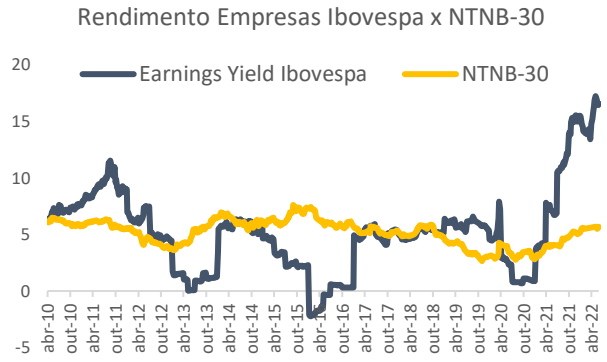
Todos os indicadores econômicos hoje são bastante melhores quando comparados a 2015, como os gráficos da página anterior ilustram. As projeções mais recentes para o PIB estão sendo revistas para cima, a taxa de desemprego apresenta tendência de queda e o resultado primário fiscal do 1º trimestre bateu recorde para o período. A dívida bruta recuou por 5 meses consecutivos, após incremento pontual relevante para custear queda na arrecadação e programas de incentivo durante a pandemia. Continuamos a trajetória de queda do endividamento em direção ao patamar pré-crise, melhorando também outros indicadores de saúde financeira, apesar do ambiente inóspito e da pressão inflacionária.

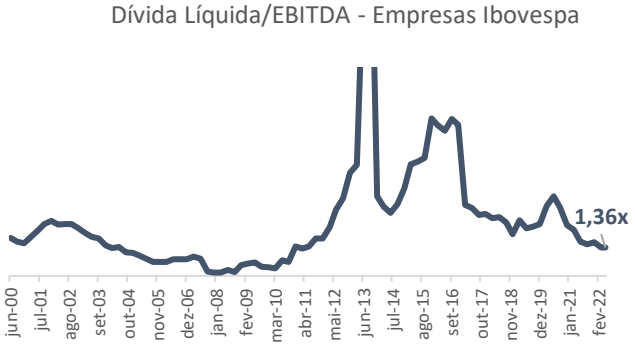
Sob ponto de vista de preço dos ativos, o Brasil está extremamente descontado, com uma razão preço/lucro atual de 6,1x. No gráfico ao lado, trouxemos essa mesma métrica histórica de preço/lucro, mas com o lucro esperado para os 12 meses seguintes. Este ajuste tem o objetivo de: (i) extirpar os excelentes resultados de 2021, que muitos entendem serem não recorrentes por se beneficiarem da demanda represada e de *supply chains* internacionais fragilizadas em função da pandemia; e (ii) incluir o ano de 2022, para o qual a grande maioria das expectativas ainda é de fraca atividade econômica em consequência do forte aumento de juros. Ainda assim, o múltiplo se encontra em níveis historicamente baixos – abaixo, inclusive, dos anos de 2015/16.



Fonte: Bloomberg

Existem dois argumentos fundamentalistas comuns para justificar os níveis de preços observados, além do risco externo, que abordamos previamente. O primeiro é o custo de oportunidade do dinheiro – juros altos tornam lucros futuros das empresas menos atrativos quando descontados a valor presente, fazendo com que capital migre da renda variável para a renda fixa. O segundo é que com juros altos, os resultados das empresas sofrerão com o aumento do serviço da dívida, além de maior pressão sobre a liquidez de balanço de empresas alavancadas – ou seja, menores fluxos de caixa para o acionista e maior risco. Embora os pontos façam sentido lógico, apresentamos abaixo dois gráficos que contestam estes argumentos.





Fonte: Bloomberg, B3

O gráfico da esquerda[10] compara o retorno de um título de juros real, a NTNB-30, que representa o risco do país com o lucro/preço das empresas, como uma medida de *yield*. Concluímos que, mesmo com um custo (real) de oportunidade mais alto, nunca tivemos uma proposta de valor (custo de capital x rendimento das empresas) tão

[10] Earnings Yield = Lucro 12M/Valor de Mercado – uma medida de retorno caso 100% dos lucros fossem distribuídos.

díspar. Além disso, como mostra o segundo gráfico, as empresas têm usado os excelentes resultados recentes para melhorar a estrutura de seus balanços, mitigando os pontos anteriormente descritos.

Como se pode observar, no Brasil há indicadores que felizmente geram a suspeita de que estamos, novamente, em um momento de muita incerteza, mas de baixo risco de perda permanente de capital. Este diagnóstico se dá pela soma de bons fundamentos macroeconômicos aliados aos preços praticados no mercado – afinal, parte importante de proteger capital é pagar barato pelos ativos. Além disso, se o FED conseguir executar sua estratégia de *soft landing*, é possível até que o Brasil, por estar muito à frente na curva de ajuste, seja beneficiado neste cenário, com capital migrando da economia americana – onde o custo ainda sobe e os indicadores de preço continuam esticados – para o Brasil, onde preços estão severamente depreciados e o dever de casa monetário já, eventualmente, tenha sido feito.

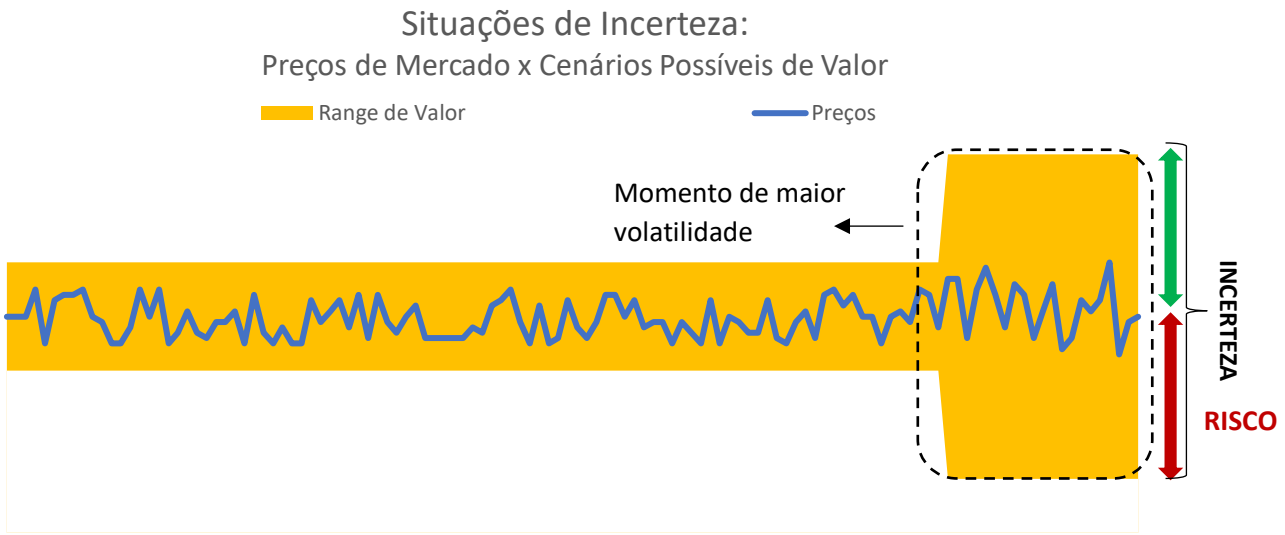
> "Compre ao som de canhões, venda ao som de trombetas"
>
> **Nathan Rothschild**

Os bons fundamentos da economia brasileira não nos blindam, todavia, das consequências de um cenário de ajuste severo nos EUA, com consequente *risk-off.* Tal situação traria bastante turbulência para os mercados e para as economias emergentes. Tratar o aumento de incerteza apenas como oportunidade, ignorando as ameaças possíveis, é ultrapassar as barreiras do otimismo para aventurar-se no campo da irracionalidade.

Como fazemos questão de reiterar com frequência em nossas cartas, temos constante preocupação em proteger nosso portfólio de correções violentas do mercado. Em seguida, explicamos como estruturamos nossas defesas, caso o pior cenário econômico descrito acima ocorra, e como podemos aproveitar as oportunidades que surgiram no mercado.

Carteira e estratégias

Retomando o raciocínio causal a partir de um aumento de incerteza: falta de visibilidade gera maior carga emocional, que gera maior ruído, que equivale a maior volatilidade no mercado. Dentre as possibilidades de cenários futuros em um momento de alta insegurança, há aqueles que trazem, de fato, risco. A figura abaixo ilustra este raciocínio.



Como tentamos nos proteger do aumento do risco – a consequência mais nefasta do ruído? Nossa estratégia pode ser dividida em dois pilares defensivos e um ofensivo que se complementam.

Defesa Estrutural: é como nos protegemos de nós mesmos. Para quem acompanha nossas cartas, essa resposta pode já ser um tanto óbvia: através de processos. Nossas decisões de alocação são balizadas pelo nosso modelo de portfólio: cada critério de avaliação no modelo de portfólio é, para toda empresa, comparado ao que foi atribuído a todas as demais, a fim de evitar o contágio da emoção no momento da decisão. É a base de todo processo de investimento e ganha ainda mais importância em momentos de alta incerteza e carga emocional.

> "Na realidade, criamos processos específicos para todas as etapas do investimento, que vai desde o início de uma ideia de um novo ativo, passando por sua análise, até a definição do seu respectivo peso na carteira"
>
> **Carta 3 – LIS Capital (2017)**

Defesa Tática: temos proteção constante através das nossas posições de *hedge*. Monitoramos continuamente as chances de choques relevantes e aumentamos ou reduzimos o *notional* de acordo com nossas medidas de risco. Parte relevante da estratégia de *hedge* é saber do que queremos nos proteger, para decidir que instrumento deve ser utilizado. Citamos ao longo da carta como vemos com maior preocupação os impactos sobre o mercado de ações advindos de choques externos, principalmente da subida dos juros e possível recessão nos EUA, provocando *sell-off* de mercado. Por isso, aumentamos nossas proteções e as distribuímos entre três tipos: 1) bolsa Brasil; 2) bolsa EUA; e 3) dólar. Em caso de correção abrupta de mercado, tais instrumentos têm por característica a valorização de forma exponencial, aumentando a defesa do portfólio, de forma análoga ao que ocorreu em 2020.

Ataque Fundamentalista: focamos nosso portfólio em empresas que atravessaram com tranquilidade crises e momentos de grande incerteza no passado e que estão com boas condições de saúde financeira no momento, minimizando assim o risco de contágio em caso de deterioração econômica. É um esforço direto para evitar as armadilhas de valor e garantir resiliência ao portfólio, que hoje é composto por:

I) Empresas que possuem capacidade de repasse da inflação, seja contratual ou por poder de precificação.
II) Tenham histórico comprovado de boa performance financeira durante crises passadas.
III) Estejam com balanços saudáveis, de forma que deteriorações no custo do serviço da dívida ou mesmo na capacidade de obter novos financiamentos não seja fator de destruição de capital.
IV) Sejam negociadas com desconto relevante frente ao seu valor intrínseco, minimizando as chances que tenhamos que desfazer da posição com perda relevante mesmo se o pior cenário econômico se materializar.

Indicador	**Repasse:** Empresas com margem bruta em 2017 superior a 2014	**Resiliência:** Empresas com crescimento real entre 2014 e 2017	**Saúde Financeira:** Empresas com índice de Dívida sobre Patrimônio inferior a 50%	**Desconto:** Empresas com ações negociadas no menor P/L dos últimos 5 anos
% da Carteira de Ações	74,1%	77,9%	66,0%	78,7%

Fonte: LIS Capital, Economática

Como consequência, nosso portfólio continua concentrado em empresas da economia tradicional e vinculadas a serviço, que se beneficiam da gradual recuperação econômica pós-pandemia. Ao mesmo tempo, o momento atual de preços depreciados tem apresentado oportunidades para alocações que diversificam marginalmente nossa

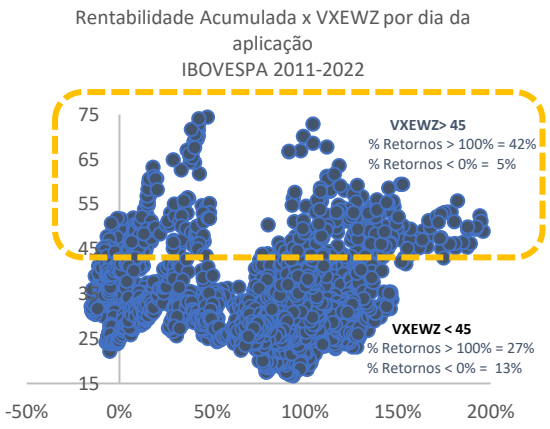
carteira, permitindo exposição a setores e modelos de negócio complementares ao conjunto de empresas que investimos atualmente.

Nossa defesa estrutural e ataque fundamentalista buscam segurança para o possível cenário de arrefecimento gradual da economia americana – o *soft landing,* mas almejando também altos potenciais de retorno, algo possível nas condições do mercado hoje. Ao mesmo tempo, nossa defesa tática garante proteção em caso de correção violenta em *equities* tanto aqui quanto nos EUA.

Balanceando o *trade-off* oportunidade x risco

É natural que a preocupação seja crescente em momentos de grande incerteza. Na miríade de resultados possíveis em um ambiente incerto, o otimista pode ver o céu e não enxergar o buraco no caminho, enquanto o pessimista, ao não tirar os olhos dos seus pés, deixa passar as oportunidades a sua frente.

O ruído em forma de volatilidade, tão natural em ambientes incertos, causa turbulência nos mercados. No entanto, tais situações não trazem só risco, mas também oportunidades – a **diminuta minoria** das situações de incerteza se transforma em crise econômica.



Para ilustrar este ponto, o gráfico ao lado apresenta rentabilidades acumuladas (eixo horizontal) para o Ibovespa entre cada dia dos últimos 10 anos até hoje, comparativamente ao nível de volatilidade à época do "investimento" (eixo vertical). É notável como na área marcada de maior volatilidade há (i) menor proporção de perdas ou ganhos baixos e (ii) maior frequência de altos retornos. Observaríamos a mesma tendência se quebrássemos a rentabilidade de forma anualizada (CAGR).

Há formas de se proteger dos riscos reais que surgem em um ambiente muito volátil e há oportunidades únicas que aparecem dentro do ambiente caótico dos mercados geradas pela insegurança quanto ao futuro. Nosso trabalho de diligência é contínuo e perene – se retomarmos a curva normal da estatística usada no início do texto, da mesma forma que reduzir ruído melhora a assertividade de julgamentos, ao filtrar as fontes de incerteza, identificar corretamente e travar riscos macroeconômicos, buscamos "espremer" nossa curva de retornos possíveis, minimizando a chance de perdas relevantes de capital. A busca por consistência, evitando os excessos do otimismo e o desespero do pessimismo em meio à volatilidade atual, é a nossa estratégia para construir retornos no longo-prazo, evitando a **ruína** em momentos de estresse. O volume do **ruído**, que em momentos extremos pode parecer ensurdecedor, se dissipa com o tempo e sobra a **riqueza** àqueles que souberam aproveitar a oportunidade e se proteger da calamidade.

Agradecemos aos nossos clientes e parceiros, que mesmo em momentos de grande incerteza, depositam sua confiança em nossa capacidade de tomada de decisão ao longo desses anos. Continuaremos trabalhando duro, dedicados e alinhados na construção do nosso patrimônio para o longo prazo.