61. Impactos da COVID-19 e os fundos de pensão

Sebastião Bergamini Junior (*)[1]

A partir dos ainda mal dimensionados efeitos da atual pandemia, este artigo se propõe a analisar algumas questões: a COVID-19 é um Cisne Negro? Existem oportunidades de ganhos no decorrer da pandemia? Qual deve ser a postura dos gestores de fundos de pensão?

Pandemias

A convivência de humanos com animais tem efeitos imprevisíveis relacionados à transmissão de doenças entre espécies diferentes, podendo mudar os destinos de civilizações. Em seu bestseller "Armas, germes e aço: os destinos das sociedades humanas" (2001), o geografo e historiador Jared Diamond descreve o papel decisivo dos germes na destruição dos impérios asteca e maia. Nos últimos vinte anos há registros de 63 surtos de doenças transmissíveis, das quais se destaca a atual pandemia, provocada pela COVID-19. Este vírus causa pneumonia aguda, tendo vitimando 406.466 pessoas de forma fatal no planeta até 09/06/2020 (Agência AFP). Neste século apenas outros três surtos provocaram mortes em alta escala: a Gripe A de abrangência mundial, provocada em 2009 pelo H1N1/09, com mais de 14 mil vítimas; o de ebola na África Ocidental ocorrida entre 2013 e 2016, com mais de 11 mil vítimas fatais; e o de cólera no Haiti, iniciada em 2010 e que ainda vitimiza, com 10 mil vítimas fatais. A pandemia provocada pela COVID-19 avivou a lembrança de surtos com causas semelhantes: a SARS (síndrome respiratória aguda grave), ocorrido na Ásia entre 2002 e 2003, com 775 vítimas fatais; e a MERS (síndrome respiratória do Oriente Médio), que ocorre desde 2012 até hoje no Oriente Médio, com 862 vítimas fatais (dados do Wikipedia). A atual pandemia vem ocasionando fortes abalos na economia global, da qual a nossa não escapou. O índice Bovespa vem se recuperando depois de recuar 30% logo no início da crise em março passado, mas há fortes indícios de um período fortemente recessivo à frente, sinalizando perdas na maioria dos ativos. É uma péssima notícia para os fundos de pensão, o que levanta questões ligadas à gestão de investimentos que constituem as garantias dos benefícios a serem pagos.

Cisnes Negros

Em seu livro "A lógica do Cisne Negro" (Editora BestSeller, 2008, Rio de Janeiro), o estatístico Nassim Taleb definiu o conceito de Cisne Negro, descrevendo seus três atributos: é um evento de impacto extremo; é um *outlier,* representando parcela espúria de uma amostra estatística constituído por evento que está na cauda de uma distribuição, portanto fora do âmbito das expectativas comuns; e as pessoas tendem a desenvolver raciocínios, depois de sua ocorrência, para torna-lo um fenômeno claramente previsível e explicável *ex-ante*. A visão de Taleb derivou de sua formação na área de incerteza e probabilidades, tendo obtido grau de mestre em Wharton e de doutor na Universidade de Paris, bem como de sua experiência prática como operador de pregão na bolsa de valores de Chicago e como gestor de derivativos em sua própria empresa em Wall Street. Enquadrar os impactos da atual pandemia como um Cisne Negro demanda relembrar o conceito clássico de risco, conforme definido em 1916 por Frank Knight, como sendo "a possibilidade de ocorrência de um evento adverso para uma determinada situação esperada". O risco e a incerteza têm sua origem na aleatoriedade, sendo associados a situações de escolha. Em seu trabalho, Knight diferenciava a incerteza mensurável denominada de risco, da não-mensurável, sendo a segunda decorrente de eventos desconhecidos ou não recorrentes, portanto de reduzida previsibilidade e de difícil mensuração. Knight qualificou a primeira como tendo utilidade no processo decisório, enquanto que a segunda era inútil para fundamentar decisões. De forma relativamente complementar a estes conceitos, Taleb considera que o mundo é dominado pelo extremo, pelo desconhecido e pelo improvável, acreditando também que, pelo fato de um Cisne Negro ter baixa previsibilidade e grande impacto, os gestores tendem a agir como se ele não existisse, tendência que seria agravada pela falsa crença de que suas ferramentas possam medir e controlar seus efeitos. Antes de sua ocorrência, a COVID-19

[1] Aposentado do BNDES, certificado pela ANBIMA e pelo ICSS. As opiniões emitidas pelo autor são de sua responsabilidade e não representam a posição oficial da APA- Associação dos Participantes da FAPES.

constituía fator de incerteza sem probabilidade definida e com impactos não dimensionáveis, se habilitando a ser reconhecido como um Cisne Negro, salientando que entre as mais de sessenta epidemias corridas nos últimos vinte anos apenas a SARS, em 2009, teve alcance global.

Oportunidades em crises

A análise de riscos vem sendo crescentemente instrumentalizada pelos recursos da matemática, da estatística e de dados do Big Data, viabilizando a criação de novos instrumentos financeiros. Os fundos "Cisne Negro" são uma realidade há cerca de doze anos, pois partindo dos conceitos do *bestseller* de Taleb, o mercado financeiro americano lançou fundos de *hedge* especializados em aproveitar oportunidades ligadas aos eventos de risco de cauda, ou seja, aqueles causados por eventos raros e devastadores. Na crise das hipotecas *sub-prime* em 2008, quando os ativos transacionados nos mercados desabaram, alguns dos então recém criados "fundos Cisne Negro" auferiram resultados expressivos. Os fundos que utilizam estratégias de risco de cauda ofertam produtos de nicho, tendo lucrado em média 57,2% neste ano, basicamente como resultado da atual pandemia (artigo "Fundo cisne negro é destaque na crise", Valor Econômico, 28/04/2020). O próprio Taleb assessora atualmente o fundo Universa Investments, que gerou um retorno de mais de 4.000% para seus investidores desde sua criação. Outro destaque é o desempenho do Fundo Capstone de Nova York, que subiu 350% nos últimos três meses. Parece paradoxal que alguns fundos baseados na estratégia de risco de cauda venham tendo lucros altíssimos com a crise, mas é importante destacar que este segmento perdeu dinheiro em todos os anos entre 2012 e 2019, com alguns fundos ainda afundados no vermelho como resultado de um prolongado mercado altista com poucas quedas ocasionais. Frisa-se que crises essencialmente financeiras, como as bolhas especulativas das empresas pontocom de 2000 e das hipotecas *sub-prime* de 2008, têm maior previsibilidade e são essencialmente diferentes das que decorrem de fatores exógenos como pandemias. Esta percepção é ratificada quando se considera que estas duas crises foram previstas por Robert Shiller, Prêmio Nobel de Economia de 2013, observando o descolamento das cotações das ações com relação ao seu preço justo calculado com base nos fundamentos econômicos das empresas de mercado. Em outras palavras, a emergência de um Cisne Negro representado por uma pandemia global é muito difícil de ser prevista, mesmos para fundos de *hedge* que se propõem a aproveitar as oportunidades dela derivadas e que se consideram bem instrumentalizados para tanto.

Gestão de fundos de pensão em tempos de crise

Oportunidades ligadas à antevisão de um Cisne Negro estão no campo de atuação de especuladores com alta propensão ao risco. O senso comum indica que este tipo de investimento está definitivamente excluído do cardápio de investimentos de um fundo de pensão com gestão responsável. A alocação ideal de um fundo de pensão deve contemplar a visão de longo prazo para o cumprimento das obrigações do plano com seus participantes, a ampla diversificação dos recursos garantidores, representados por aplicações balanceadas nos diferentes segmentos de investimentos, e a manutenção de um nível conservador de liquidez. As bruscas mudanças nos mercados acarretadas por crises econômicas associadas a pandemias geram perdas relativamente transitórias, as quais poderão e deverão ser assimiladas ao longo do tempo sem maiores problemas, pelo menos para a maioria dos fundos de pensão. Exemplo de longo prazo são as obrigações projetadas para o Plano Básico de Benefícios - PBB, gerenciado pela FAPES, que prevê pagamentos de benefícios até o ano de 2126, ou seja, no horizonte de 106 anos, em volumes decrescentes por se tratar de um plano fechado a novos participantes. Em síntese, a estratégia adotada pela atual administração da Fundação de "sentar e aguardar" a recuperação dos mercados, mantidos satisfatórios níveis de liquidez, se afigura como mais adequada para a gestão de PBB, que detém obrigações de longuíssimos prazos. O atual lema dos fundos de pensão deve ser prudencial, enfatizando o mote "tudo vai passar".

(*) Publicado na Coluna Previdenciária - jornal APAlavra nº 223, Ano XIX, de 29.06.2020.