

DOMINANDO O CICLO DE MERCADO

CAP. DE AMOSTRA

SUMÁRIO

Introdução 1

I. Por que Estudar Ciclos? 9

II. A Natureza dos Ciclos 23

III. A Regularidade dos Ciclos 39

IV. O Ciclo Econômico 47

V. Envolvimento do Governo com o Ciclo Econômico 69

VI. O Ciclo nos Lucros 77

VII. O Pêndulo da Psicologia do Investidor 85

VIII. O Ciclo das Atitudes em Direção ao Risco 105

IX. O Ciclo de Crédito 141

X. O Ciclo dos Títulos de Empresas Inadimplentes 167

XI. O Ciclo do Setor Imobiliário 175

XII. Juntando Tudo — O Ciclo de Mercado 191

XIII. Como Lidar com os Ciclos de Mercado 213

XIV. Posicionamento no Ciclo 253

XV. Limitações ao Lidar com Ciclos 269

XVI. O Ciclo do Sucesso 277

XVII. O Futuro dos Ciclos 291

XVIII. A Essência dos Ciclos 301

Índice 323

CAP. DE AMOSTRA

INTRODUÇÃO

Sete anos atrás escrevi um livro chamado *The Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor* (“A Coisa Mais Importante: O Senso Fora do Comum para o Investidor Previdente”, em tradução livre), que tratava dos pontos nos quais os investidores deveriam concentrar sua maior atenção. Nele eu dizia que “o mais importante é estar atento aos ciclos”. Na verdade, porém, também rotulei 19 outras coisas como “a coisa mais importante” — porque não há apenas uma coisa mais importante em que investir. Cada um dos 20 elementos que discuti em *The Most Important Thing* é absolutamente essencial para quem deseja ser um investidor de sucesso.

Vince Lombardi, o lendário treinador dos Green Bay Packers, é famoso por ter dito: “Vencer não é tudo, é a única coisa”. Nunca consegui descobrir o que Lombardi queria dizer com isso, mas, sem sombra de dúvida, ele considerava que vencer era a coisa mais importante. No que me diz respeito, não posso dizer que uma compreensão dos ciclos é tudo o que importa em investir, ou a única coisa a ser considerada, mas certamente está bem próxima do topo da lista.

A maioria dos grandes investidores que conheci ao longo dos anos tinha uma excepcional compreensão da forma como os ciclos funcionam em geral, bem como a percepção de em qual ponto estamos no atual. Essa condição lhes permite posicionar vantajosamente seus portfólios com relação ao que vem pela frente. O alinhamento com a evolução do ciclo (combinado com uma abordagem de investimento eficaz e o envolvimento de pessoas excepcionais) explica grande parte do sucesso de minha empresa, a Oaktree Capital Management.

Por essa razão decidi fazer uma sequência para *The Most Important Thing* inteiramente dedicada a uma exploração dos ciclos, movido por três fatores: as flutuações dos ciclos, algo que considero particularmente intrigante; a pergunta mais frequente de meus clientes — onde estamos no ciclo? —; e também porque pouco se tem escrito sobre a natureza essencial dos ciclos. Espero que você o aproveite.



Alguns padrões e eventos ocorrem de modo regular em nosso ambiente, influenciando nosso comportamento e nossa vida. O inverno é mais frio que o verão, e o dia é mais claro que a noite. Assim, nos agasalhamos no inverno, e usamos roupas leves no verão, e reservamos o dia para o trabalho ou lazer, e a noite para dormir. Nós acendemos as luzes quando a noite cai e as desligamos ao ir para a cama. Tiramos do armário nossas blusas mais quentes conforme o inverno se aproxima e nossas roupas de banho para o verão. Embora haja algumas pessoas que nadam no mar gelado no inverno por diversão e outras que optam por trabalhar no turno da noite para deixar seus dias livres, a grande maioria de nós segue os padrões circadianos normais, facilitando o dia a dia.

Nós, humanos, nos valem de nossa capacidade de reconhecer e entender padrões para facilitar decisões, aumentar benefícios e evitar dor. É importante ressaltar que dependemos de nosso conhecimento sobre padrões recorrentes para prevenir que todas as decisões partam do zero. Sabemos que os furacões são mais prováveis em setembro, então evitamos o Caribe nessa época do ano. Enquanto os nova-iorquinos agendam suas visitas a Miami e Phoenix nos meses de inverno, quando o diferencial de temperatura é positivo, não negativo, os turistas brasileiros acostumados ao calor programam suas viagens para as localidades no sul do país a fim de curtir o frio mais intenso. E não precisamos acordar todos os dias em janeiro e decidir se devemos nos vestir para o calor ou para o frio.

Economias, empresas e mercados também operam de acordo com padrões. Alguns desses padrões são comumente chamados de ciclos. Eles surgem de fenômenos que ocorrem naturalmente, mas, em especial, também dos altos e bai-

xos da psicologia humana e do comportamento humano resultante. Em razão do papel relevante dos fatores psicológicos e comportamentais em sua criação, esses ciclos não são tão regulares quanto os ciclos de relógio e calendário, porém dão margem para intensificar determinadas ações, para o bem ou para o mal, podendo afetar profundamente os investidores. Se prestarmos atenção aos ciclos, podemos sair na frente. Se estudarmos os ciclos anteriores, entendermos suas origens e significado e ficarmos alertas para o próximo, não teremos de reinventar a roda para entender novamente cada ambiente de investimento. E teremos menos chances de ser colocados em xeque pelos acontecimentos. Podemos dominar esses padrões recorrentes em nosso benefício.



Minha principal mensagem é a de que devemos prestar atenção aos ciclos. Talvez eu devesse dizer “escute-os”. Há duas definições estreitamente relacionadas, mas distintas, para a palavra “escutar”. A primeira é “concentrar-se com o propósito de ouvir”. A segunda é “prestar atenção”. Ambas são importantes para o que estou escrevendo.

No intuito de posicionar adequadamente um portfólio diante do que está acontecendo ao redor — e para a implicação disso em relação ao futuro dos mercados —, o investidor tem de manter um alto nível de atenção. Eventos acontecem igualmente para todos os que estão operando em um determinado ambiente. Mas nem todo mundo os “escuta” igualmente no sentido de prestar atenção, estar ciente deles e, assim, potencialmente descobrir sua importância.

E certamente nem todos prestam a devida atenção. Por “devida atenção” eu quero dizer “acate, tenha em mente, assuma como modelo, incorpore”. Ou, em outras palavras, “absorver uma lição e seguir seus ditames”. Talvez eu possa transmitir melhor esse sentido de “atenção” para escutar listando seus antônimos: ignorar, desconsiderar, repudiar, rejeitar, negligenciar, descuidar, desprezar, desdenhar, escarnecer, não acatar, desconcentrar-se, deixar passar batido ou ficar desatento. Invariavelmente, os investidores que não levam em conta sua posição em ciclos tendem a sofrer sérios revezes.

Para tirar o máximo proveito deste livro — e aprimorar-se na maneira de lidar com ciclos —, um investidor tem de aprender a reconhecer os ciclos, avaliá-los, identificar suas implicações e fazer o que eles lhe dizem para fazer. (Veja adiante a nota do autor sobre meu uso de pronomes masculinos.) Caso um investidor “escute” nesse sentido, poderá converter ciclos, de uma força selvagem, incontrolável e devastadora, em um fenômeno que pode ser entendido e aproveitado: um filão que pode ser explorado para obter um desempenho acima das expectativas mais otimistas.



Uma filosofia de investimento vencedora pode ser criada apenas através da combinação de um certo número de elementos essenciais:

- Um ensino técnico em contabilidade, finanças e economia providencia o fundamento: necessário, mas longe de ser suficiente.
- Uma visão de como os mercados funcionam é importante — é preciso ter uma antes de começar a investir, mas ela deve ser complementada, questionada, refinada e reformulada à medida que você segue em frente.
- Algumas de suas perspectivas iniciais são provenientes daquilo que você leu, então a leitura é um elemento essencial. Continuar a ler lhe permitirá aumentar a eficácia de sua abordagem, seja por adotar as ideias que você acha atraentes, seja por descartar as que não são. Convém frisar que é importantíssimo realizar leituras para além dos limites estritos da área relativa a investimentos. O lendário investidor Charlie Munger frequentemente aponta para os benefícios de ler de forma ampla; história e processos em outros campos podem acrescentar muito a eficazes abordagens e decisões de investimento.
- Trocar ideias com outros investidores pode ser uma fonte inestimável de crescimento. Dada a natureza não científica do investimento, não há como terminar com seu aprendizado, e nenhum indivíduo mono-

poliza os insights. Investir pode ser solitário, mas penso que aqueles que o praticam na solidão estão perdendo muito, tanto intelectual quanto nas relações interpessoais.

- Finalmente, na verdade não há substituto para a experiência. Em cada novo ano ocorre-me investir de forma diferente, e cada ciclo pelo qual passei me ensinou algo sobre como lidar com o próximo. Aconselho ter uma longa carreira, e não vejo razão alguma no horizonte próximo para interrompê-la.

Escrever meus livros foi uma maneira maravilhosa de dar o devido reconhecimento às pessoas que contribuíram para meus insights sobre investimento e a construção de minha vida profissional.

- Ganhei muito lendo o trabalho de Peter Bernstein, John Kenneth Galbraith, Nassim Nicholas Taleb e Charlie Ellis.
- Continuei a captar as dicas das pessoas que citei em *The Most Important Thing* e outras, incluindo Seth Klarman, Charlie Munger, Warren Buffett, Bruce Newberg, Michael Milken, Jacob Rothschild, Todd Combs, Roger Altman, Joel Greenblatt, Peter Kaufman e Doug Kass. E desde que Nancy e eu nos mudamos para Nova York, em 2013, para acompanhar nossos filhos, tive a sorte de incluir Oscar Schafer, Jim Tisch e Ajit Jain nesse círculo. O modo de ver as coisas de cada uma dessas pessoas foi adicionado ao meu.
- Por fim, quero retornar aos colaboradores mais importantes, meus cofundadores da Oaktree: Bruce Karsh, Sheldon Stone, Richard Mason e Larry Keele. Eles me honraram adotando minha filosofia como base para a abordagem de investimento da Oaktree, aplicaram-na habilmente (obtendo reconhecimento por isso) e me ajudaram a completá-la ao longo dos mais de trinta anos em que fomos associados. Como se vê a seguir, Bruce e eu trocamos ideias e nos apoiamos quase que diariamente durante esse período, e esse convívio dinâmico e

produtivo — especialmente nos momentos mais difíceis — desempenhou um papel indispensável no desenvolvimento da abordagem aos ciclos na qual este livro se baseia.

Também sou grato a algumas pessoas cuja participação na criação deste livro foi importante: meu talentoso editor na HMH, Rick Wolff; meu engenhoso agente, Jim Levine, que me levou ao Rick; minha grande amiga Karen Mack Goldsmith, que a todo momento me forçava a tornar o livro mais atraente; e minha assistente de longa data, Caroline Heald. Em particular, quero citar o professor Randy Kroszner, da Universidade de Chicago, Booth School, que ajudou analisando os capítulos sobre o ciclo econômico e a intervenção governamental.



Como o conhecimento é cumulativo e nunca sabemos tudo, estou ansioso para aprender mais nos próximos anos. Ao investir, não há nada que sempre funcione, pois o ambiente é mutável por natureza, e os esforços dos investidores para responder ao ambiente o fazem mudar ainda mais. Assim, espero no futuro conhecer coisas que desconheço agora, e fico na expectativa, aguardando por elas, para compartilhá-las em memorandos e livros ainda por vir.

Notas do autor:

1. Como em *The Most Important Thing*, quero fazer desde já um pedido de desculpas geral pelo uso consistente de pronomes masculinos. Pode ser a força do hábito de alguém que começou a escrever há mais de sessenta anos. Acho muito mais fácil e mais atraente escrever “ele” do que “ele/ela”. Alternar entre “ele” e “ela” parece forçado. E eu não gosto do uso de “eles” quando o assunto é uma única pessoa. As mulheres excepcionais com quem tive o privilégio de trabalhar ao longo

da minha carreira sabem que eu realmente, ao pensar em profissionais e investidores, tenho em mente tanto homens quanto mulheres.

2. Tal como em *The Most Important Thing*, visando esclarecer meus pontos aqui, de vez em quando me basearei em memorandos de clientes que escrevi ao longo dos anos, a partir de 1990*. Com essa mesma finalidade, também pegarei emprestado meu primeiro livro. Eu poderia me dar ao trabalho de reinventar a roda e escrever sobre esses assuntos de novo, mas não vou. Em vez disso, levantarei as principais passagens do meu livro e memorandos que, em minha opinião, explicam as coisas com clareza. Espero que isso não faça com que aqueles que compraram este livro sintam que receberam menos do que o valor de seu dinheiro.

Para atender aos propósitos deste livro, ocasionalmente adiciono ou excluo algumas poucas palavras das passagens que cito, ou apresento parágrafos em uma ordem diferente daquela em que apareceram no original. Como eles são trechos de minha autoria, acho que não há problema em fazer isso sem notificar em todos os casos. Mas faço isso apenas para aumentar sua utilidade, não para alterar seu significado ou torná-lo mais correto com o benefício da retrospectiva.

3. Ainda como em *The Most Important Thing*, tratarei aqui de um tema que — tal como o investimento em geral — é complexo e envolve elementos que se sobrepõem, não podendo, por isso, ser nitidamente segregados em capítulos distintos. À medida que alguns desses elementos são abordados em vários lugares, haverá casos em que ocorrerão repetições nas quais incluí citações relevantes de outras pessoas ou de meu livro e memorandos que não posso resistir a usar mais de uma vez.

* Esses memorandos sobre diversos assuntos foram escritos pelo autor ao longo do tempo, e ele os deixava à disposição dos clientes de sua empresa. Podem ser consultados em <https://www.oaktreecapital.com/insights/howard-marks-memos> (conteúdo em inglês).

4. Observe que, quando falo em “investir”, parto do pressuposto de que o investidor está comprando, mantendo ou, como dizemos, “dando um tempo” na expectativa de que certos ativos se valorizem. Isso é o oposto de alguém vender valores mobiliários de curto prazo que ainda não possui por considerar que sua cotação cairá (operações denominadas de “mercado a termo”). Os investidores nem sempre têm posições “compradas”, em vez de “vendidas”, mas isso ocorre na maioria das vezes. O número de pessoas que vendem ações a descoberto ou que já têm “net short” — ou seja, cujas posições vendidas têm um valor total superior ao das ações que possuem — é pequeno em relação àquelas que não possuem. Assim, neste livro falarei exclusivamente sobre como investir em coisas porque elas devem subir, não vendendo ativos com a expectativa de que seus preços cairão.
5. Finalizando: inicialmente concebi este livro como sendo apenas sobre ciclos, entretanto, à medida que o escrevia, surgiram ideias sobre muitos outros tópicos, tais como seleção de ativos e “queda brusca de preços valores ou títulos”. Em vez de descartá-los, eu os incluí. Espero que você fique feliz por eles estarem aqui como um bônus, em vez de um desvio de rota.

I

POR QUE ESTUDAR CICLOS?

As chances variam de acordo com nossa posição nos ciclos. Se não alteramos nossa postura de investimento conforme as coisas mudam, estamos sendo passivos em relação aos ciclos; em outras palavras, estamos ignorando a chance de inclinar as probabilidades a nosso favor. Porém, se obtivermos algum insight sobre os ciclos, podemos aumentar nossas apostas e colocá-las em investimentos mais agressivos quando as probabilidades estão a nosso favor, e podemos ficar mais cautelosos e aumentar nossa postura defensiva quando as probabilidades estão contra nós.

Investir é uma questão de se preparar para o futuro financeiro. A tarefa é simples de definir: montamos hoje portfólios que esperamos que se beneficiem dos eventos dos próximos anos.

Para investidores profissionais, o sucesso consiste em fazer isso melhor do que o investidor médio, ou superar um benchmark (uma referência, um parâmetro) de mercado atribuído, que é determinado pelo comportamento de todos os outros investidores. No entanto, alcançar esse tipo de êxito não é um desafio menor: embora seja muito fácil gerar desempenho médio de investimento, é muito difícil uma performance acima da média.

Um dos mais importantes fundamentos de minha filosofia de investimento é a convicção de que não podemos saber o que o “futuro macro” nos reserva em termos de economias, mercados ou geopolítica. Ou, para ser mais preciso, contam-se nos dedos as pessoas capazes de considerar todos os fatores envolvidos para saber mais sobre o futuro macro. E nossas previsões levarão a um desempenho superior apenas se soubermos mais do que os outros (quer isso consista em ter dados melhores, fazer um trabalho superior de interpretar os dados disponíveis, saber quais ações tomar com base em nossa interpretação, ou ter a coragem emocional necessária para colocar tais ações em prática).

Em resumo, se tivermos as mesmas informações que os outros, analisá-las da mesma maneira, chegar às mesmas conclusões e implementá-las de forma idêntica, não devemos esperar que o processo resulte em desempenho superior. E é muito difícil ser consistentemente superior com relação ao macro.

Então, em minha opinião, é improvável que tentar prever o futuro macro ajude os investidores a obter um desempenho de investimento superior. Muito poucos investidores são conhecidos por terem superado a previsão macro.

Warren Buffett me contou sobre seus dois critérios para uma informação desejável: ela tem que ser importante e compreensível. Embora “todos saibam” que hoje os desenvolvimentos macroeconômicos têm um papel dominante na determinação do desempenho dos mercados, os “macroinvestidores” como um todo mostraram resultados realmente inexpressivos. Não é que a previsão macro não tenha importância, mas, sim, que muito poucas pessoas podem dominá-la. Para a maioria, simplesmente não é compreensível (ou não é suficientemente conhecida e consistentemente suficiente para levar a um melhor desempenho).

Desse modo, dispense a previsão macro como algo que trará sucesso ao investimento da grande maioria dos investidores, e certamente me incluo nesse grupo. Se é assim, o que resta? Embora haja muitos detalhes e nuances, penso ser vantajoso gastar nosso tempo em três áreas gerais:

- Tentando saber mais do que os outros sobre o que chamo de “o compreensível”: os fundamentos das indústrias, das empresas e dos valores mobiliários.
- Sendo disciplinado quanto ao preço apropriado a pagar para participar nesses fundamentos.
- Entendendo o ambiente de investimento em que estamos, a fim de decidir como posicionar estrategicamente nossos portfólios para isso.

Muito já foi escrito sobre os dois primeiros itens. Juntos, eles constituem os ingredientes-chave em “análise dos valores mobiliários” e “investimento em valor”: julgamentos sobre o que um ativo pode produzir no futuro — geralmente em termos de lucro ou fluxo de caixa — e o que tais análises dizem sobre valer a pena ou não ter esses ativos hoje.

O que os investidores em valor fazem? Eles se esforçam para tirar proveito das discrepâncias entre “preço” e “valor”. Para ter êxito nessa empreitada, eles têm de (a) quantificar o valor intrínseco de um ativo e como ele pode mudar com o tempo e (b) avaliar como o preço de mercado corrente se compara relativamente ao valor intrínseco do ativo, aos preços do ativo no passado, aos preços de outros ativos e aos preços “teoricamente justos” para os ativos em geral.

Em seguida, eles usam essas informações para montar portfólios. Na maioria das vezes, o objetivo imediato é manter investimentos que ofereçam as melhores proposições de valor disponíveis: os ativos com maior potencial de valorização e/ou a melhor relação entre o potencial de crescimento e o risco de declínio das cotações. Pode-se argumentar que a formação de um portfólio deve consistir em nada mais do que identificar os ativos com maior valor e aqueles cujos preços mais o subestimam. Isso pode ser verdade em geral e no longo prazo, mas penso que outro elemento pode entrar com vantagem no processo: posicionar adequadamente um portfólio para o que provavelmente acontecerá no mercado nos próximos anos.

Acredito que a melhor maneira de otimizar o posicionamento de um portfólio em um dado ponto no tempo é decidir como equilibrar agressividade e defensividade. Penso que a relação entre posições mais agressivas e mais defensivas deve ser ajustada ao longo do tempo, em resposta a mudanças no estado do ambiente de investimento e onde houver uma série de elementos em seus ciclos.

A palavra-chave é “calibrar”. O valor investido, a alocação de capital entre as várias possibilidades e o grau de risco das coisas que se possui devem ser calibrados ao longo de um *continuum* que vai de agressivo a defensivo... Quando for barato, devemos ser agressivos; quando for caro, devemos recuar. (“Yet Again?”, setembro de 2017)

Calibrar a posição de um portfólio é o assunto principal deste livro.

≈

Uma das palavras-chave necessárias para entender as razões do estudo dos ciclos são as “tendências”.

Se os fatores que influenciam o investimento fossem regulares e previsíveis — por exemplo, se a previsão macro funcionasse —, poderíamos falar sobre o que “acontecerá”. Porém, o fato de não ser esse o caso não significa que somos incapazes de contemplar o futuro. Ao contrário, podemos falar sobre as coisas que podem ou não acontecer, bem como a probabilidade de acontecerem. Essas coisas são o que eu chamo de “tendências”.

No mundo dos investimentos, falamos sobre risco o tempo todo, mas não há um acordo universal sobre o que é risco ou as implicações disso no comportamento dos investidores. Há os que pensam que risco é a probabilidade de perder dinheiro, e outros (incluindo muitos acadêmicos de finanças) acham que risco é a volatilidade dos preços ou dos retornos dos ativos. E há muitos outros tipos de risco que fogem ao escopo deste livro.

Eu me inclino fortemente para a primeira definição: em minha opinião, o risco é principalmente a probabilidade de perda permanente de capital. Mas também há o chamado risco de oportunidade: a probabilidade de perder ganhos potenciais. Juntar os dois é perceber que risco é a possibilidade de as coisas não acontecerem do jeito que a gente quer.

Qual é a origem do risco? O falecido Peter Bernstein, um de meus filósofos de investimento favoritos, disse o seguinte em uma edição de seu boletim *Economics and Portfolio Strategy* intitulado “Can We Measure Risk with a Number?” (“Podemos medir o risco com um número?”, em tradução livre) (junho de 2007):

Em essência, risco quer dizer que não sabemos o que vai acontecer... A cada momento rumamos para o desconhecido. Há uma variedade de resultados, e não sabemos onde (o resultado real) ficará nessa série. E com frequência ignoramos a extensão dessa série.

Você encontrará a seguir algumas ideias — resumidas muito brevemente a partir de meu memorando “Risk Revisited Again” (“Revisitando o Risco Novamente”, em tradução livre), de junho de 2015 — que, a meu ver, surgem diretamente do ponto de partida fornecido por Bernstein. Elas podem ajudá-lo a entender e lidar com o risco.

Como disse Elroy Dimson, professor aposentado da London Business School, “Risco significa que mais coisas podem acontecer do que acontecerão”. Para cada evento em economia, negócios e mercados (entre outras coisas), se apenas uma coisa pudesse acontecer — ou seja, se pudesse haver apenas um resultado —, e se fosse previsível, não haveria, obviamente, incerteza ou risco. E sem incerteza em relação ao que acontecerá, teoricamente poderíamos saber com exatidão como posicionar nossos portfólios para evitar perdas e obter ganhos máximos. Mas na vida e no investimento, uma vez que podem haver muitos resultados diferentes, a incerteza e o risco são inescapáveis.

Em decorrência do exposto, o futuro deve ser visto não como um único resultado fixo que está destinado a acontecer e capaz de ser previsto, mas como

uma série de possibilidades e, espera-se, com base nos insights de suas respectivas chances de ocorrer, como uma distribuição de probabilidades. Distribuições de probabilidade refletem a percepção individual de tendências.

Investidores, ou qualquer um que queira lidar com sucesso com o futuro, têm de elaborar distribuições de probabilidade, explícita ou informalmente. Essas probabilidades, caso sejam bem feitas, serão úteis para determinar o curso de ação mais apropriado. Contudo, ainda é crucial ter em mente que, mesmo a par das probabilidades, isso não significa que sabemos o que acontecerá.

Os resultados relativos a uma dada questão podem estar no âmbito de uma distribuição de probabilidade de longo prazo, mas no que diz respeito ao resultado de um único evento, pode haver grande incerteza. Qualquer um dos resultados incluídos em uma distribuição pode ocorrer, ainda que com chances variáveis, já que o processo através do qual o resultado é escolhido será afetado não apenas pelos méritos, mas também pela aleatoriedade. Para inverter a declaração de Dimson, não obstante muitas coisas possam ocorrer, apenas uma acontecerá. Podemos saber o que esperar “em média”, mas isso pode não ter conexão alguma com o que realmente acontecerá.

Quanto a isso, na minha maneira de pensar, o sucesso do investimento é como escolher um ganhador da loteria. Ambos são determinados por um bilhete (o resultado) sendo retirado de uma urna (toda a gama de resultados possíveis). Em cada caso, um resultado é escolhido dentre as muitas possibilidades.

Investidores superiores são pessoas que têm uma noção melhor de quais bilhetes estão na urna e, portanto, se vale a pena participar da loteria. Em outras palavras, ainda que os investidores superiores — como qualquer um — não saibam exatamente o que o futuro reserva, eles têm uma compreensão acima da média sobre as tendências futuras.

Cabe aqui, de maneira oportuna, uma observação. A maioria das pessoas acha que a maneira de lidar com o futuro é formulando uma opinião a respeito do que acontecerá, talvez por meio de uma distribuição de probabilidade.

Penso que existem dois requisitos, não um. Além de uma opinião sobre o que acontecerá, as pessoas devem ter uma opinião sobre as chances de sua opinião ser correta. Alguns eventos podem ser previstos com substancial confiança (por exemplo, “Um título com determinado grau de investimento pagará os juros prometidos?”), em outros há incerteza (“A Amazon ainda será líder em varejo online em dez anos?”), enquanto alguns são totalmente imprevisíveis (“O mercado de ações vai subir ou descer no próximo mês?”). Meu ponto aqui é que nem todas as previsões devem ser tratadas como igualmente prováveis de serem corretas e, portanto, não devem ser usadas da mesma forma. Eu não acho que a maioria das pessoas esteja tão ciente disso quanto deveriam.



Uma boa maneira de pensar sobre o investidor superior descrito é como alguém cuja percepção das tendências permite inclinar as chances a seu favor.

Digamos que existam 100 bolas em um pote, algumas pretas e algumas brancas. Qual cor você deve apostar que aparecerá ao retirar uma delas?

- Se você nada sabe sobre o conteúdo do pote, apostar seria apenas uma questão de adivinhação: especulação desinformada. A situação é semelhante caso você saiba que existem cinquenta bolas pretas e cinquenta brancas. Você pode apostar tanto no preto quanto no branco, mas não teria mais do que 50% de chance de acertar. Assim, apostar será algo estúpido, a menos que você tenha uma chance no mínimo igual — e a menos que você seja capaz de evitar o pagamento de uma taxa de admissão (no investimento, uma comissão ou *spread*) para jogar. Apostar no preto ou no branco com chances iguais não seria muito lucrativo a não ser que você tenha sorte, e a sorte não é algo com que se pode contar. Quando não se dispõe de uma vantagem de conhecimento em relação ao conteúdo do jarro, apostar não seria lucrativo de forma confiável.

- Mas e se você tiver um insight especial sobre o conteúdo do jarro? Digamos que você saiba que existem 70 bolas pretas e 30 brancas. Isso pode lhe permitir ganhar mais vezes do que perder. Se você pode apostar \$10 no preto contra alguém que lhe dá chances iguais, você ganhará \$10 em 70% do tempo e perderá \$10 apenas em 30% do tempo, para um lucro esperado de \$40 a cada dez escolhas. (Observação: esses serão os resultados, em média, de um elevado número de tentativas, mas estão sujeitos a variações significativas no curto prazo devido à aleatoriedade.)
- Claro, seu parceiro de apostas só lhe dará chances iguais em uma aposta no preto (a) se ele não souber que as bolas são 70% pretas e 30% brancas e (b) se ele não souber que você sabe. Caso ele soubesse tanto quanto você sobre o conteúdo do pote, ele lhe daria apenas 30:70 em uma aposta no preto, e apostar voltaria a não ser lucrativo.
- Em outras palavras, para vencer nesse jogo com mais frequência do que se perde, você precisa ter uma vantagem de conhecimento. É isso que o investidor superior tem: ele sabe mais do que os outros sobre as tendências futuras.
- No entanto, é importante se lembrar do que eu disse antes: ainda que você conheça as probabilidades — ou seja, mesmo tendo uma percepção superior sobre as tendências —, permanece, em essência, ignorando o que acontecerá. Apesar de saber que a proporção de bolas no pote seja de 70 pretas para 30 brancas, você ainda não sabe qual será a cor da próxima bola retirada. Sim, é mais provável que seja uma preta, mas ainda será uma branca em 30% do tempo. Quando há bolas brancas e pretas no pote, e especialmente quando forças aleatórias e exógenas estão em ação quando a próxima bola é escolhida, não há como ter certeza sobre o resultado.

- Não obstante tudo o que foi dito, não é necessário haver certeza para que o jogo valha a pena ser jogado. Uma vantagem de conhecimento sobre as tendências é suficiente para obter sucesso em longo prazo.



E isso nos leva a retornar à questão da compreensão dos ciclos. Sobre o investidor médio, pode-se dizer que ele:

- Não entende completamente a natureza e importância dos ciclos.
- Não está presente há tempo suficiente para ter passado por muitos ciclos.
- Não leu a história financeira e, assim, deixou de aprender as lições dos ciclos passados.
- Percebe o ambiente principalmente em termos de eventos isolados, em vez de observar padrões recorrentes e as razões por trás deles.
- Não entende o mais importante: o significado dos ciclos e o que eles podem lhe dizer sobre como agir.

O investidor superior está atento aos ciclos. Ele vai anotando padrões passados que parecem estar se repetindo, adquire um senso sobre onde estamos nos vários ciclos que importam, e sabe que essas coisas têm implicações para suas ações. Isso o permite fazer julgamentos úteis sobre ciclos e onde estamos neles. Especificamente:

- Estamos perto do começo de uma ascensão, ou nos estágios finais?
- Se um determinado ciclo cresce há algum tempo, já foi tão longe que agora estamos em terreno perigoso?
- O comportamento dos investidores sugere que eles estão sendo motivados pela ganância ou pelo medo?
- Quanto ao risco, os investidores parecem apropriadamente avessos ou toltamente tolerantes?
- O mercado está superaquecido (e superapreciado), ou apático (e, portanto, barato) em função do que está acontecendo ciclicamente?
- Tudo isso somado, nossa posição atual no ciclo implica que devemos enfatizar defensividade ou agressividade?

Estar atento a esses elementos dá ao investidor superior uma vantagem que lhe permite ganhar com mais frequência do que perder. Ele compreende tendências ou probabilidades; assim, sabe de algo que os outros desconhecem sobre a cor das bolas no pote. Ele tem uma percepção mais apurada sobre se as chances de ganhar excedem as chances de perder, e então é capaz de investir mais quando elas são favoráveis, e menos quando não são. É importante ressaltar que todas essas coisas podem ser avaliadas com base em observações a respeito das atuais circunstâncias. Como veremos nos próximos capítulos, elas podem nos dizer como se preparar para o futuro sem exigir que sejamos capazes de prevê-lo.

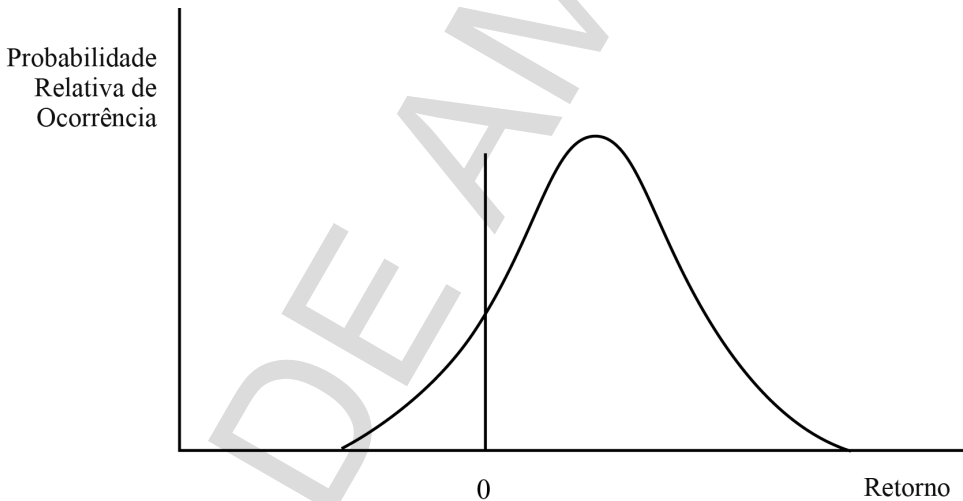
Lembre-se, nossa posição nos vários ciclos influencia fortemente as probabilidades. Por exemplo, como veremos em capítulos posteriores, as oportunidades de ganho de investimento melhoram quando:

- A economia e os lucros das empresas são mais propensos a subir do que a descer de patamar.
- A psicologia dos investidores é moderada, e não instável.

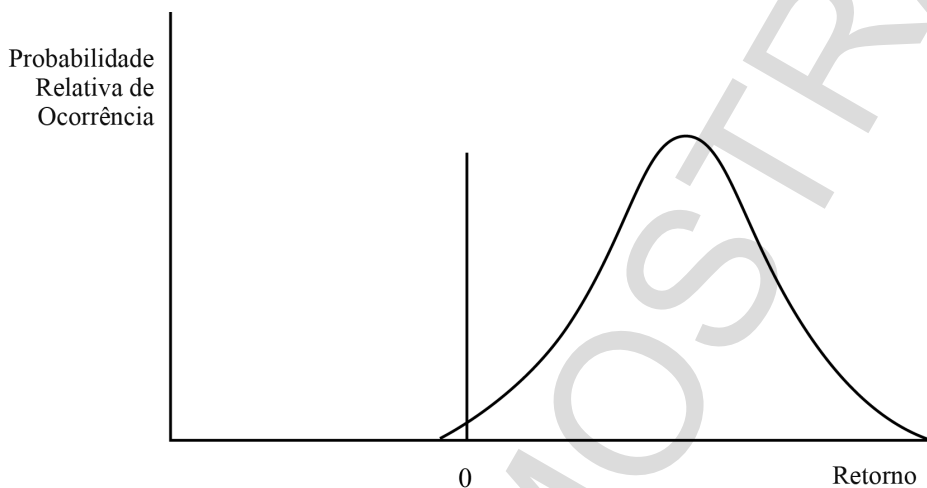
- Os investidores estão conscientes do risco ou — melhor ainda — excessivamente preocupados com o risco.
- Os preços de mercado não se elevaram demais da conta.

Há ciclos em todas essas coisas (e outras mais), e saber onde estamos dentro deles pode ajudar a inclinar as probabilidades a nosso favor. Resumindo, o movimento ao longo do ciclo reposiciona a distribuição de probabilidade relativa a eventos futuros. No que diz respeito aos retornos de investimento, talvez seja útil ilustrar:

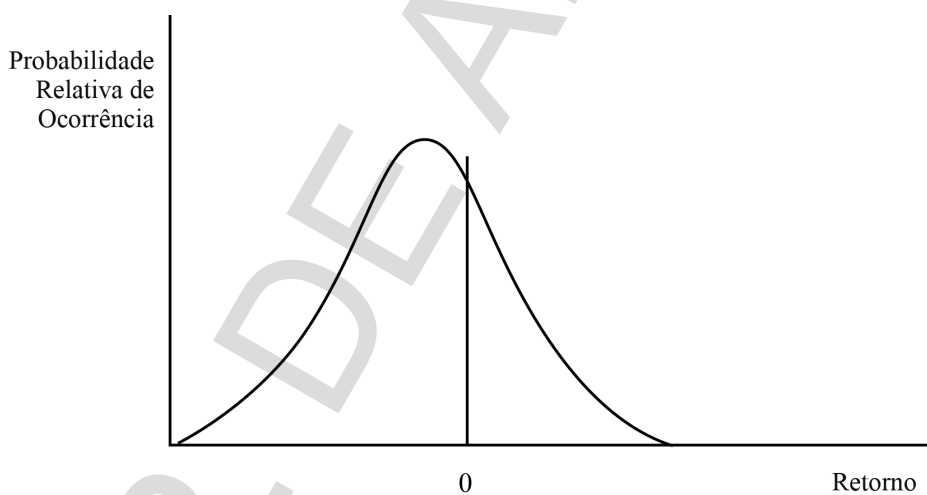
Quando nossa posição nos vários ciclos é neutra, a perspectiva de retornos é “normal”.



Quando os ciclos estão posicionados de forma propícia, a distribuição de probabilidade move-se para a direita, de modo que a perspectiva de retornos é, agora, inclinada a nosso favor. Nossa posição favorável nos ciclos torna mais prováveis ganhos do que perdas.



Mas quando os ciclos estão em extremos perigosos, as probabilidades estão contra nós, significando que há menos chance de ganho e mais chance de perda.



O mesmo acontece quando nossa posição muda em apenas um único ciclo. Por exemplo, independentemente do que esteja acontecendo com relação à economia e aos lucros das empresas (isto é, como dizem os acadêmicos, *ceteris paribus* ou “todo o mais é constante”), a perspectiva de retornos será melhor quando

os investidores estiverem deprimidos e temerosos (um fator que induz os preços dos ativos a cair), e pior quando estiverem eufóricos e gananciosos (situação que empurra os preços para cima).

As chances variam de acordo com nossa posição nos ciclos. Se não alterarmos nossa postura de investimento conforme as coisas mudam, estamos sendo passivos em relação aos ciclos. Em outras palavras, estamos ignorando a chance de inclinar as probabilidades a nosso favor. Porém, se obtivermos algum insight sobre os ciclos, podemos aumentar nossas apostas e colocá-las em investimentos mais agressivos quando as probabilidades estão a nosso favor, e podemos ficar mais cautelosos e aumentar nossa postura defensiva quando as probabilidades estão contra nós.

Quem estuda ciclos não sabe de fato o que acontecerá a seguir — não mais do que alguém com um insight sobre as bolas no pote sabe qual cor da bola sairá em seguida. Mas ambos têm uma vantagem de conhecimento sobre o que é provável. O conhecimento que aquele estudante tem dos ciclos e a apreciação a respeito de onde estamos em um momento no tempo podem dar uma grande contribuição para demarcar os limites que devem estar presentes para que um investidor alcance resultados superiores. Saber que a proporção das bolas a serem retiradas do pote é de 70:30 para uma certa cor é uma vantagem. O mesmo se dá com o investidor que sabe melhor do que os outros em que pé estamos no ciclo. O objetivo deste livro é ajudá-lo a se tornar essa pessoa.

Para isso, descreverei vários processos cíclicos que observei em tempo real. As oscilações podem parecer extremas, e de fato podem ser, já que são escolhidas a partir da experiência de meio século para provar um ponto. E elas podem dar a impressão de que os eventos em discussão foram compactados no tempo, quando, na verdade, levaram meses e anos para se desenvolver. Os exemplos, no entanto, são reais, e espero que eles tornem minha mensagem clara.