

Prefácio de Nassim Nicholas Taleb

INVESTIMENTOS SAFE HAVEN

Uma Opção em
Vendáveis Financeiros

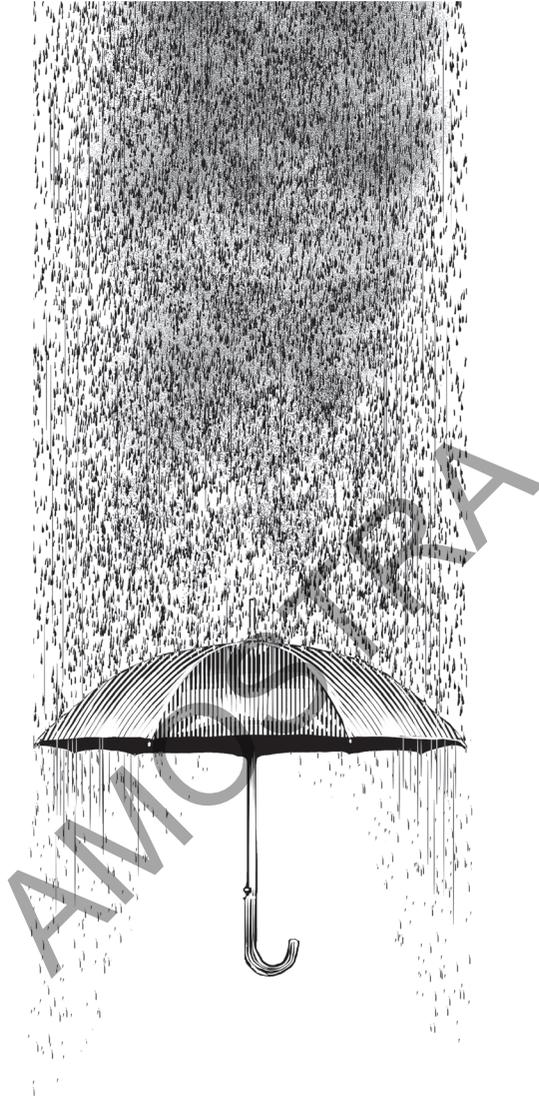


Mark
Spitznagel

Especialista mundial
na área de investimentos Safe Haven



ALTA BOOKS
GRUPO EDITORIAL
Rio de Janeiro, 2023



*Eu estava drenado de exaustão, enterrado no granizo
Fui envenenado nos arbustos e despedaçado no caminho
Caçado como um crocodilo, moído como milho
“Entre”, ela disse, “eu vou te abrigar da tempestade”*

Bob Dylan

Prefácio

Nassim Nicholas Taleb

SANTA MARINA

Em minha vila ancestral no Líbano, no topo de uma colina, há uma igreja dedicada a Santa Marina. Marina é uma santa local, apesar de algumas outras tradições, o que é típico, reclamarem a santa como sua — como ocorre na Bitínia ou em outras províncias da Anatólia, região do antigo Império Romano do Oriente, hoje parte da Turquia.

Marina cresceu em uma família rica, no século V de nossa era. Após a morte da mãe, o pai decidiu abandonar a vida civil e assumir a rotina monástica. Seu objetivo era passar o resto de sua vida em uma câmara esculpida nas rochas, no vale de Qannubin [Vale do Kadisha], na base do Monte Líbano, a cerca de 13km de minha vila. Marina insistiu em acompanhá-lo e fingiu ser um menino, Marinos.

Cerca de uma década depois, após a morte do pai, um soldado romano que visitava a região engravidou a filha do dono da hospedaria local e obrigou a garota a culpar o indefeso Marinos pelo ato. A filha do dono da hospedaria e sua família obedeceram, temendo represálias dos soldados romanos.

Marina levou a culpa, mas não precisou de um advogado eficiente para provar sua inocência. Ela se absteve de revelar seu gênero biológico, para permanecer fiel à sua identidade monástica e àquilo que via como a santidade de sua missão. Assim, Marina foi obrigada a criar a criança, e, a título de penitência por um ato que nunca cometeu, viveu fora dos muros do mosteiro como mendiga por uma década.

Marina enfrentava diariamente o desprezo de seus pares e da comunidade local. No entanto, permaneceu firme e nunca cedeu à tentação de revelar a verdade.

Depois de sua morte prematura, seu gênero foi revelado durante os rituais de purificação. A iniquidade dos acusadores foi postumamente exposta e Marina passou a ser venerada na santidade ortodoxa grega.

A história de Hagia Marina nos mostra outra variedade de heroísmo. Uma coisa é realizar atos de coragem espontâneos e grandiosos, arriscar a vida por uma grande causa, tornar-se um herói na batalha, beber cicuta para ter uma morte socrática, tornar-se um mártir enquanto se é mutilado por leões no Coliseu Romano. Mas é muito, muito mais difícil perseverar sem prometer se vingar, enquanto se vive uma rotina diária de humilhação imposta pelos que deveriam ser seus iguais. A dor aguda se vai, mas a dor constante é muito mais difícil de suportar e sobejamente mais heroica.

SPITZ

Conheço Mark Spitznagel há tempo suficiente (mais de duas décadas) para lembrar que ele já foi brevemente vegetariano, talvez depois de ler *Sidarta*, de Herman Hesse, no qual o protagonista afirma: “Sei pensar, sei esperar, sei jejuar”. Minha sugestão de seguir o jejum ortodoxo grego, segundo o qual se é vegano durante dois terços do ano (e agressivamente carnívoro durante o terço restante, principalmente aos domingos e feriados), não o convenceu. Parecia ser um compromisso muito intenso.

Ele encontra maneiras de imputar, furtivamente, seus gostos musicais a seus colegas de trabalho (principalmente Mahler, com performances do maestro von Karajan) e nos primeiros anos, como em um ritual, as conversas costumavam começar e terminar com Karl Popper e assimetrias centrais no método científico (como seu conhecido exemplo do “cisne negro”). Nelas também há a insistência de que não estamos no mercado financeiro, mas participando de um empreendimento intelectual, ou seja, aplicando inferências e teoria da probabilidade ao mundo dos negócios e, sem qualquer modéstia, aprimorando esses campos de acordo com o feedback dos mercados. E também tem toda aquela terminologia alemã, como *Gedankenexperiment*. Suspeito que havia uma geografia de origem não aleatória para os autores e tópicos que invadiram o escritório: a Viena pré-guerra e sua *Weltanschauung*.

Spitz sempre foi cabeça-dura, talvez uma boa desculpa para isso seja que a característica é acompanhada de uma notável clareza mental. Tenho que revelar aqui que, enquanto sou muito mais diplomático e menos obstinado pessoalmente do que pareço ser pelas minhas publicações, ele é exatamente o contrário, embora esconda isso incrivelmente bem de pessoas de fora — entenda-se jornalistas e outros otários. Ele até conseguiu enganar o autor Malcolm Gladwell, que nos cobriu na *New Yorker*, fazendo-o pensar que ele seria a pessoa que separaria uma briga em um bar, enquanto eu seria aquele que começaria a briga.

A atmosfera no nosso escritório é divertidamente única. Visitantes, em geral, ficam confusos com a variedade de equações matemáticas no quadro, pensando que nossa principal vantagem é apenas matemática. Mas não é. Mark e eu éramos operadores de pregão antes de passarmos a assuntos quantitativos. Apesar de nosso trabalho se basear na detecção de falhas matemáticas nos modelos financeiros existentes, nossa virtude única está ligada ao fato de já termos estado na arena de operação e entendermos a importância central da calibração, do ajuste fino, da execução, do fluxo de pedidos e dos custos de transação.

Cabe notar que as pessoas que arriscam a própria pele no jogo, ou seja, pessoas bem-sucedidas que colocam seu próprio dinheiro no risco (digamos, um importador têxtil aposentado ou um ex-desenvolvedor de shopping center), compreendem isso de imediato. Por outro lado, aqueles sujeitos “nem isso nem aquilo” com MBA em finanças com prova de fim de ano arquivada pelo departamento de RH precisam de ajuda — eles não conseguem se conectar nem às intuições, nem à matemática. Na época em que conheci Mark, nós dois estávamos na interseção do mercado de bolsas com novos ramos da teoria da probabilidade (como a Teoria dos Valores Extremos), uma interseção que na época não incluía mais do que duas pessoas (e até hoje é assim).

MUTUA MULI

Agora, qual foi a ideia dominante que surgiu?

Existem atividades sem retornos e sem feedback que são ignoradas pela multidão comum.

Com o seguinte corolário associado:

Nunca subestime o efeito da ausência de feedback no comportamento inconsciente e nas escolhas das pessoas.

Mark continuou usando o exemplo de alguém que toca piano há muito tempo, mas que não melhora (ou seja, que dificilmente seria capaz de tocar a conhecida valsa Chopsticks), mas que persevera; então, de repente, um dia, a pessoa toca Chopin ou Rachmaninoff de forma impecável.

Não, isso não está relacionado com a psicologia moderna. Psicólogos discutem a noção de *recompensa adiada* e a incapacidade de adiar a própria gratificação como uma barreira. Eles sustentam que as pessoas que preferem um dólar agora a dois no futuro acabarão se saindo mal no curso da vida. Mas não é disso que trata a ideia de Spitz, pois você não sabe se haverá uma recompensa no final

do caminho e, além disso, psicólogos são cientistas de capacidade duvidosa, que estão errados quase o tempo todo sobre quase todas as coisas que discutem. A ideia de que a gratificação adiada confere alguma vantagem socioeconômica para aqueles que adiam acabou sendo derrubada. O mundo real é um pouco diferente. Em um cenário de incertezas, você deve considerar agarrar o que puder agora, já que a pessoa que lhe oferece dois dólares daqui a um ano contra um dólar hoje poderá estar falida depois desse período (ou cumprindo uma sentença de prisão).

Portanto, essa ideia não tem a ver com gratificação adiada, mas com a capacidade de operar *sem* gratificação externa – ou melhor, com gratificação aleatória. Tenha a coragem de viver sem promessas.

Por isso, o segundo corolário:

Coisas que são boas, mas não parecem ser boas, devem ter alguma vantagem.

Esse último argumento permite que aquela ou aquele que é perseverante e mentalmente capacitado faça a coisa certa com uma reserva infinita de otários.

Nunca subestime a necessidade das pessoas de ficarem bem aos olhos dos outros. Cientistas e artistas, para lidar com a ausência de gratificação, tiveram que criar coisas como prêmios e publicações de prestígio — que são projetados para satisfazer as necessidades dos não heroicos de ficarem bem na ocasião. Não importa se, no fim das contas, sua ideia é comprovada; existem etapas intermediárias que podem ser vencidas. Assim, a “pesquisa” acabará virando algum tipo de não pesquisa que cosmeticamente se pareça com pesquisa. Você publica em uma revista de “prestígio” e pronto, mesmo que a ideia completa nunca se concretize no futuro. Esse jogo gera grupos e círculos de citação em áreas como finanças acadêmicas e economia (sem feedback tangível), nas quais se pode dizer besteira infinitamente e ainda receber elogios dos colegas.

Por exemplo, a Teoria Moderna do Portfólio (ou a “paridade de risco” associada a ela) à la Markowitz exige que as correlações entre ativos sejam conhecidas, e não aleatórias. Se você eliminar essas suposições, não tem mais nenhum argumento para a construção do portfólio (sem contar outras falhas muito mais graves da teoria discutida neste livro, como a ergodicidade). Para não perceber que as correlações não são fixas, que mudam aleatoriamente, a pessoa não pode saber que existem telas de computador, nem ter acesso a quaisquer dados relacionados. A única desculpa das pessoas para usar esses modelos é que outras pessoas estão usando esses modelos.

E você acaba com indivíduos que não sabem praticamente nada, mas com currículos enormes (alguns receberam Prêmios Nobel). Esses círculos de citação ou grupos de suporte cíclicos eram chamados pelos antigos de *mutua muli*: a associação de mulas que se respeitam mutuamente.

MITIGAÇÃO DE RISCO COM BOA RELAÇÃO CUSTO-BENEFÍCIO

A maioria dos retornos financeiros e dos negócios vem de eventos raros — o que acontece em tempos normais dificilmente é relevante para o total. Os modelos financeiros fazem exatamente o oposto. Um fundo de hedge chamado erroneamente de Long Term Capital Management [“Gerenciamento de Capital de Longo Prazo”, em tradução livre], que quebrou em 1998, foi um exemplo desse mal-entendido *mutua muli* embelezado. Os acadêmicos premiados com o Nobel experimentaram em um único mês a falsidade de seus modelos. Praticamente todo mundo na década de 1980, principalmente após o crash de 1987, deveria ter sabido que era charlatanismo. No entanto, a maioria, se não todos os analistas financeiros, exibe a clareza mental do esgoto de Nova York após um longo fim de semana, o que explica como o *mutua muli* pode se apossar de uma indústria inteira.

Na verdade, o mundo dos investimentos é povoado por analistas que, usando matemática evidentemente errada, conseguiram manter uma aparência boa e cosmeticamente sofisticada, mas acabaram prejudicando seus clientes em longo prazo. Por quê? Porque é simplesmente “DOP” (dinheiro de outras pessoas) que eles estão arriscando, enquanto os retornos são deles — novamente, falta de *colocar a própria pele em jogo*.

Retornos constantes (ratificação contínua) vêm junto com a ocultação de riscos de cauda. Os bancos perderam mais dinheiro em dois episódios, em 1982 e 2008, do que ganharam na história do setor bancário, mas seus gestores ainda estão ricos; eles diziam que seus modelos padronizados mostravam risco baixo, enquanto estavam sentados em barris de pólvora — portanto, precisamos destruir esses modelos como ferramentas de engodo que são.

Essa transferência de risco é visível em todas as atividades empresariais: as corporações acabam obedecendo à máxima dos analistas financeiros de evitar o seguro de cauda: aos olhos deles, uma empresa que resiste a tempestades financeiras é inferior a outra que seja frágil perante uma pequena retração econômica ou aumento nas taxas de juros, mas cujo lucro por ação seja maior do que o da primeira, em uma fração de centavo!

Assim, as ferramentas das finanças modernas ajudaram a criar uma classe de pessoas “rentistas”, cujos interesses divergiam dos de seus clientes — e que acabam sendo socorridas financeiramente pelos contribuintes. Enquanto os rentistas financeiros eram, de forma clara, os inimigos da sociedade, encontramos inimigos realmente piores: os imitadores.

Isso porque, na Universa, Spitz construiu uma estrutura que protegia os portfólios dos riscos de cauda e, portanto, isolou-os da necessidade de gratificação adiada aleatória. Como apresentado (e formulado) em *Safe Haven* (Porto Seguro), a mitigação de riscos precisa ser “econômica” (precisa ter boa relação custo-benefício, ou seja,

deve aumentar sua riqueza) e, para isso, precisa mitigar os riscos que importam, não os riscos que não importam.

Foi o nascimento do *hedging contra risco de cauda* como uma classe de ativos nos quais se pode investir. A proteção contra riscos de cauda removeu o efeito do desagradável Cisne Negro nos portfólios; a proteção de risco de cauda com boa relação custo-benefício eliminou todas as outras formas de mitigação de risco. Assim, a ideia amadureceu nas pessoas e uma nova categoria nasceu. Isso gerou uma legião de imitadores — aquelas mesmas pessoas *mutua muli* que antes haviam sido enganadas pelas modernas ferramentas financeiras encontraram uma nova coisa para vender.

A Universa provou o seguinte: não apenas não há substituto para a proteção contra risco de cauda, mas, quando se trata de hedging de risco de cauda, simplesmente — conforme a propaganda da Porsche — não há *nenhum* substituto.

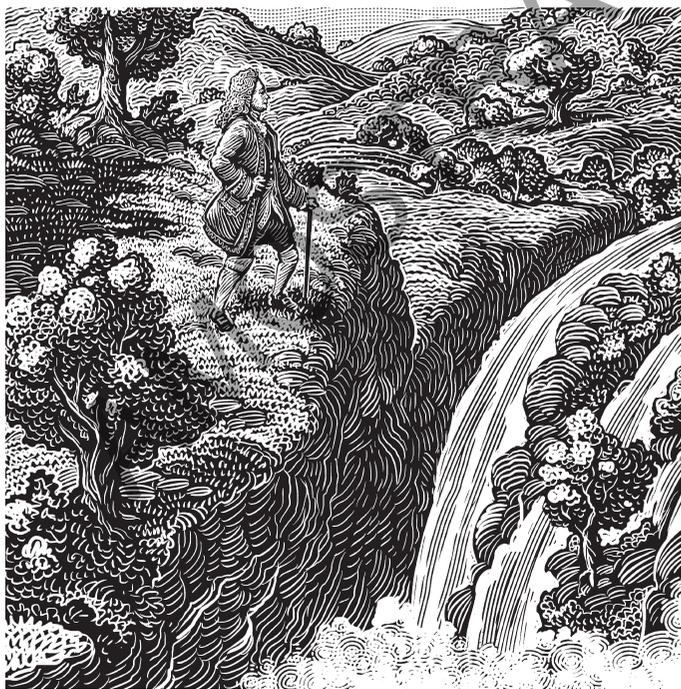
Quando você passa de um princípio para sua execução, as coisas são muito mais complicadas: o resultado é simples para quem está vendo de fora; o processo é difícil de ser visto de dentro. De fato, são necessários anos de estudo e prática, sem contar as vantagens naturais e a compreensão dos retornos e mecanismos probabilísticos.

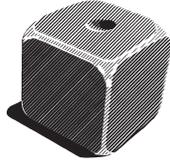
Eu disse anteriormente que a vantagem de Mark vinha da operação de balcão e uma compreensão natural (não inventada) da matemática das caudas. Não é exatamente isso. Sua vantagem vem sendo em grande parte comportamental, e minha descrição de cabeça-dura foi um eufemismo. Talvez o atributo mais subestimado para os humanos seja a disciplina obstinada, obsessiva e chata: em mais de duas décadas, nunca o vi desviar uma micropolegada de um determinado protocolo.

Esse é o monumental f***-se dele para a indústria de investimentos.

Parte Um

Aquilo que Vem Primeiro





Em Guerra contra a Sorte

ESCRITO COM SANGUE

Nas palavras de Friedrich Nietzsche, filósofo alemão do século XIX, assim ditas por seu antigo profeta persa Zaratustra: “De todo o escrito, amo apenas o que uma pessoa escreveu com seu sangue”.

Se assim é, Nietzsche teria adorado este livro.

Ele foi escrito com o sangue da guerra contra a sorte, travada por mais de um quarto de século na minha vida de trader. Cresceu organicamente a partir de minha prática de investimento e mitigação de riscos como gestor de fundos de hedge e profissional de *investimentos safe haven*. A mensagem deste livro é, e sempre será, vivenciada por mim e minha empresa de fundos de hedge, a Universa Investments (este é o nosso manifesto).

Falar é fácil. Ideias e comentários são apenas isso. A significância só vem do fazer, da ação dentro da arena. Não é da minha conta “saber o que outras pessoas não sabem”, como faz Sherlock Holmes. É meu trabalho *fazer* o que outras pessoas não fazem e *não conseguem fazer* (e tão importante quanto isso, saber o que *eu* não sei). Fazer um investimento safe haven eficaz e demonstrar isso é muito, muito mais importante do que argumentar sobre o que tal investimento deveria ser. E a maioria daqueles que afirmam fazê-lo negligencia aquelas firmes palavras de Hemingway que recomendam “nunca confundir movimento com ação”.

Este livro discorre sobre a base e a metodologia por trás de como, até o momento desta publicação, as carteiras de mitigação de risco da Universa, ao longo de mais de uma década, superaram o S&P 500 em mais de 3% em termos líquidos anuais. Indo mais diretamente ao ponto, esse desempenho é uma *consequência direta* de ter *muito menos risco*. Esse nível de desempenho superior é raro no setor de fundos de hedge e entre as estratégias de mitigação de risco em geral, que praticamente tiveram desempenho inferior ao S&P 500 nesse período e durante a maioria dos períodos passados. Os mercados vêm sendo bons para nós porque não tentamos enganá-los; não tentamos prever ou ser mais espertos que eles. Apenas alinhamos nossos investimentos, de forma focada, com nossas crenças a respeito de como funcionam.

As pessoas pensam na mitigação de risco como um ônus, uma compensação pela criação de riqueza, porque geralmente é. A Universa é, mais do que qualquer coisa, um estudo de caso da vida real e um teste fora da amostragem que prova, inequivocamente, que a redução de riscos não precisa ser vista dessa maneira. A mitigação de riscos pode e deve ser pensada como um aditivo aos portfólios ao longo do tempo — a mitigação de riscos correta. Esta é a marca que quero que a Universa deixe nos mercados.

Escrever este livro foi um trabalho de amor, embora ele tenha sofrido ao competir pela minha atenção, que é consumida pela Universa. Mas o livro proporcionou oportunidades muito importantes para

a introspecção. Também me fez pensar mais profundamente sobre as perguntas que sempre me fazem sobre o que pequenos investidores “leigos” podem fazer para proteger seus portfólios.

Como este livro é, em parte, uma resposta a essas perguntas, quero garantir que as expectativas sejam adequadamente definidas desde o início. Este não é um livro sobre “como fazer”, mas sim um livro sobre “por que fazer” e também “por que não fazer”. Seremos claros: o que eu faço especificamente como um investidor safe haven não deve ser tentado por não profissionais (nem, talvez até especialmente, pela maioria dos profissionais). Nada do que eu poderia dizer em um livro mudará isso.

Então, eu não o levarei pela mão e o ensinarei como fazer; não revelarei muitos segredos do negócio e não tenho interesse em vender nada a você como gestor de investimentos. Este livro não trata do funcionamento de uma estratégia específica de investimento safe haven em si; nem é um levantamento enciclopédico de todos os principais investimentos safe haven. Além disso, tem poucos comentários, quase nenhum, sobre o mercado atual — isso seria totalmente desnecessário para o propósito do livro.

Dito isso, existem grandes problemáticas de investimento a serem resolvidas, e eu emprego explicitamente na Universa a solução conclusiva que será encontrada ao longo deste livro. Isso com certeza é algo bom. Afinal, se é uma ótima solução, não seria um grande sinal vermelho se eu não a colocasse em prática?

Minha intenção neste livro é apresentar os conceitos básicos por trás de minha abordagem, de maneira direta. Um oitavo do iceberg está acima da água, e é tudo o que precisamos (apesar de que, de tempos em tempos, eu tenha sido forçado a penetrar no terreno das ervas daninhas matemáticas, acredite, tentei ao máximo ficar fora dele). Ofereço uma estrutura analítica lógica e prática para desmistificar os investimentos safe haven, a fim de visualizar e pensar sobre seu valor para a mitigação de riscos sistemáticos, e o que isso significa em primeiro lugar. Ou seja, ofereço uma estrutura para testar rigorosamente hipóteses sobre investimentos safe haven, e até sua própria existência.

Se as únicas coisas que os leitores conseguirem com este livro forem uma premissa mais realista e racional de investimentos safe haven e uma base para avaliá-los e lidar com eles — e, assim, evitar suas armadilhas —, então o livro terá alcançado seu propósito. Ele certamente ajudará o leitor a pegar de volta seu investimento na compra deste livro, muitas vezes. Você ganhará e perderá dinheiro investindo, mas quando olhar para trás, o que realmente importará é ter acertado essa base. Investimentos são um campo de jogo enganoso e desigual por muitas razões, e pretendo ajudar a nivelá-lo um pouco (para mostrar a você a honradez das minhas intenções, doarei todos os meus ganhos com as vendas deste livro para caridade).

APOSTAS INVESTIGATIVAS

Este livro é o resultado de um processo de descoberta e um esforço para gerar soluções que começaram há muitos anos. Cresci como um garoto pobre nos balcões de negociação de commodities de Chicago, quando eram o centro do universo financeiro. Ainda um mero adolescente, aprendi com meu mentor, Everett Klipp (“o Babe Ruth da Chicago Board of Trade”), que repetidamente me dizia que “um pequeno loss é uma boa perda”, e que mitigação de risco e sobrevivência são tudo em trading e investimentos. Suas palavras ainda hoje soam verdadeiras: cuide das perdas; os lucros então cuidarão de si mesmos. Lucros importam apenas em relação às perdas; permaneça no jogo protegendo sua base de capital, que é seu meio de jogar o jogo. Não faça previsões.

Coisas bem óbvias, exceto que as pessoas realmente não focam as perdas, especialmente o potencial para grandes perdas. Em toda minha experiência, vi que a maioria dos investidores não pensa no impacto da perda da maneira que precisaria considerar; eles simplesmente não pensam nisso.

Para mim, tudo começou nos meus vinte anos, com experimentos bem práticos de tentativa e erro quando eu era operador “local” (ou independente) na bolsa de títulos de Chicago (ganhei grande parte do dinheiro para minha na faculdade escrevendo e depois vendendo o