

## Juros Negativos 101

Desde 2009 nossos cotistas vêm recebendo em separado o texto do *Nosso Desempenho* ao final de cada trimestre. Ali, destacamos as questões mais cotidianas dos investimentos e da gestão da carteira do Fundo. Com isso, ganhamos graus de liberdade para tratar temas mais abertos nas Cartas. Atingida a marca das cem edições, seguimos no mesmo propósito de manter a frequência de comunicação de quatro Cartas anuais. Iniciamos nesta uma sequência de publicações onde pretendemos apresentar textos mais leves e mais curtos. A modo de anotações, serão como que reflexões compartilhadas. A essa altura, acumulamos mais dúvidas do que respostas e nossa intenção é dividi-las com os nossos leitores, mantendo a tradição deste diálogo tão importante e fecundo para nós.

A fim de inaugurar a nova fase, começamos por um enigma dos tempos atuais: a realidade de juros negativos em boa parte do mundo ocidental. Vamos deixar de lado o rigor acadêmico — até porque tem muita gente boa e preparada que não consegue decifrar esta esfinge. Trata-se de um experimento em andamento cujas repercussões ainda em formação não nos autorizam avançar para conclusões definitivas. Opiniões distintas percorrem um extremo a outro do debate e mesmo aqui na *Dynamo* não formamos consenso sobre o assunto. Ainda assim, achamos válido publicar o rascunho destes apontamentos dispersos<sup>1</sup>.

### Os fatos

---

Em julho de 2012, o Banco Nacional da Dinamarca (em inglês, DNB) determinou que a taxa de juros nos

certificados de depósitos bancários seria reduzida para -0,20%. Fato inédito em seus duzentos anos de existência, as contrapartes do DNB começariam a pagar para terem seus recursos depositados na instituição. Em junho de 2014, o Banco Central Europeu (ECB) estabeleceu taxa de -0,10%. Ainda no mesmo ano, foi a vez do Banco Nacional da Suíça (SNB) com -0,25%, seguido em 2015 pelo Riskbank Sueco e pelo Banco do Japão em 2016 com os mesmos -0,10% e pelo Banco Nacional da Hungria com -0,05%.

Hoje, estima-se que cerca de 20% dos títulos soberanos do mundo, cerca de US\$ 12,5 trilhões, “rendem” juros nominais negativos. E não se trata de fenômeno circunscrito aos depósitos de curtíssimo prazo. Já vemos juros negativos nos títulos de dez anos em vários países da zona do euro e no trinta-anos suíço! Situações de juros reais negativos já ocorreram no passado, geralmente em momentos de recrudescimento inflacionário. Mas juros nominais negativos tão difundidos não encontram precedentes na história.

O prodígio já alcançou os títulos corporativos. A Louis Vuitton (LVMH), por exemplo, emitiu no primeiro trimestre notas de dois anos rendendo -0,17%<sup>aa</sup>. A demanda foi seis vezes maior do que a emissão. Ou seja, cinco em seis investidores saíram frustrados por não terem conseguido pagar para emprestar recursos para a companhia. Um verdadeiro luxo.<sup>2</sup> E mais. Enquanto escrevemos essas linhas, o *bond* da Petrobras em euro com vencimento em 2021 tocou o território negativo. Em 2016, este mesmo título negociava com um *yield* de 14%.

---

<sup>1</sup> Dada a densidade do tema, buscamos subsídios em textos especializados, alguns dos quais mencionados na Carta. Como de costume, as referências completas podem ser encontradas em nosso site: [www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br) no menu/*biblioteca*.

---

<sup>2</sup> Para ser justo, essas notas hoje negociam a uma taxa ligeiramente mais negativa. Com isso, os investidores que subscreveram a emissão estariam ganhando dinheiro. Sinal dos tempos.

## O básico dos juros

---

Juro é um conceito nuclear em economia. Fenômeno complexo, exaustivamente debatido, admite inúmeras interpretações (custo de produção, valor do dinheiro, preço do tempo, recompensa pela renúncia de liquidez) – e adquire diferentes morfologias (taxa natural, neutra, de mercado, de equilíbrio, real, nominal, de curto ou de longo prazo, e por aí vamos). Mas nenhuma definição é mais persuasiva e intuitiva do que o entendimento do juro como a taxa de preferência temporal. Juro é o prêmio financeiro para abrir mão do consumo presente, é a remuneração da parcimônia, o holerite da paciência. Na outra ponta, juro é o preço pago pela antecipação do consumo, o custo da necessidade, o desconto da impaciência.

Poupar ou consumir consiste em um *trade off* intertemporal. Da mesma forma, a produção ocorre no tempo. As taxas de juros determinam o quanto devemos consumir hoje ou o quanto tempo o processo produtivo deve durar. Quanto maior nossa opção pelo presente, mais elevados devem ser os juros. No limite, um indivíduo com necessidades básicas ainda não satisfeitas não pode se dar ao luxo de abrir mão do consumo presente. Sobrevivência já, juros infinitos, talvez. Dito de outra forma, quanto maior os juros, mais se desconta o futuro, menor o valor presente do que ocorre lá na frente. Por outro lado, em um ambiente de prosperidade, o consumo pode ser mais facilmente postergado sem que se exijam pesadas contrapartidas. Juros baixos, ok. Quanto menores os juros, menor o peso relativo do agora, maior o valor presente do futuro.

Juro é o componente econômico do fenômeno mais amplo das trocas intertemporais que permeiam diversas realidades da vida. Onde quer que alguma renúncia presente seja exigida para obtenção de um benefício posterior há um intercâmbio no tempo envolvendo termos de troca **positivos**. De tão sedimentado este conceito, poupança e investimento viraram sinônimos de virtude. Saúde física e mental, instrução e sabedoria, patrimônio afetivo e financeiro, tudo são construções longas assentadas invariavelmente em trocas temporais pacientes. Até para objetivos mais prosaicos: no jogo de xadrez, gambito é o nome dado à estratégia onde se sacrifica uma peça, digamos um peão, para se obter alguma vantagem mais à frente, de posição ou de conquista de outra peça de maior valor, um cavalo por exemplo. O delta de valor do

cavalo sobre o peão seria o juro do gambito no tabuleiro, mérito do enxadrista paciente.

Em instâncias diversas da realidade humana, trocas temporais positivas assinam progressos consistentes. Na pedagogia, diversos estudos empíricos sugerem a eficácia dos exercícios de gratificação postergada na infância. Bebês, crianças e adolescentes impacientes apresentam maiores chances de tornarem-se adultos ansiosos. Na economia, períodos de desenvolvimento são geralmente precedidos de acumulação de capital e/ou de conhecimento (progresso tecnológico). Na biologia evolutiva, diz-se que a transição do homem de Neandertal para o *homo sapiens* deu-se pela expansão do cérebro, notadamente do córtex pré-frontal, região responsável entre outras funções pelo comportamento paciente (Haldane, 2015).

## Juros negativos, justificativa

---

No ambiente de juros negativo, inverte-se a preferência temporal. A poupança passa a ser penalizada. Abrir mão do consumo presente torna-se mau negócio. O futuro colapsa no presente, o incentivo é agir como se não houvesse amanhã. A paciência foi desidratada. Como conciliar tamanha bizarrice? Por que bancos centrais de países ditos desenvolvidos passaram a perseguir essa lógica tão contraintuitiva, desafiando uma premissa robusta do ordenamento cognitivo e talvez um pilar do progresso da civilização?

Bancos centrais são os guardiões da moeda. Têm como objetivos primários assegurar a estabilidade de preços e promover um ambiente financeiro seguro. Na prática, também estão convencidos de que receberam da sociedade o propósito de cuidar do emprego e evitar recessão. A fim de perseguir objetivos tão nobres, têm em mãos poucos instrumentos, entre os quais o principal é a política monetária, cujos limites vêm sendo testados à exaustão. Taxas de juros negativas surgem neste contexto de escassez de opções no cardápio das autoridades monetárias.

Bancos centrais enxergam a realidade econômica sob a ótica macro. Importam-se com o comportamento do produto, do emprego, da inflação. Anseios, preferências, propósitos e comportamentos individuais não merecem investigação isolada, já que se expressam de forma agrupada. Sob esta visão sistêmica, os agregados são sínteses confiáveis, passíveis de serem examinados e manipulados através dos exercícios econométricos.

Juros que refletem percepções subjetivas e preferências psicológicas individuais pouco importam. A taxa de juros é uma ferramenta de política pública que através dos “mecanismos de transmissão” vai movimentar os agregados na direção pretendida. Daí que praticamente não se encontram nos documentos oficiais dos bancos centrais referências à expressão “preferência temporal”. A ideia de empurrar os juros básicos para o território negativo é uma forma de encorajar o sistema bancário a emprestar mais e a direcionar reservas para investimentos, movimentando a economia, eventualmente tirando-a de uma trajetória recessiva e evitando a deflação de preços. Em alguns casos, como o NationalBank da Dinamarca e o Riskbank da Suécia a argumentação revela objetivos ainda mais circunscritos: as taxas tornaram-se negativas como forma de manter o regime de câmbio fixo e assim evitar a ameaça de valorização das respectivas moedas contra o euro... (Jorgensen e Risbjerg, 2012).

De forma resumida, as principais justificativas apontadas para os bancos centrais e pelo FMI para avançar sobre o quadrante negativo dos juros nominais são: (i) declínio contínuo no crescimento e no dispêndio globais; (ii) queda na taxa de crescimento da população mundial e tendência ao envelhecimento reduzindo ainda mais os gastos e comprimindo investimento; (iii) crescimento da desigualdade, que implica em um aumento da poupança global, já que os mais ricos poupam mais e os mais pobres não conseguem investir o suficiente em educação, levando a uma menor acumulação de capital humano; (iv) aumento na oferta total de poupança (*savings glut*), especialmente nos países emergentes, liderados pela China<sup>3</sup>; (v) redução da relação investimento/PIB nos países desenvolvidos devido à queda na rentabilidade dos investimentos e a um crescimento menor do investimento público.

Neste contexto, a política de taxa de juros negativa (em inglês NIRP) surge como um desdobramento quase que inevitável da tendência “secular” de queda dos juros

explicada pelos elementos listados acima. Acontece que ao romper o limite abaixo de zero, preservar valor em papel moeda começa a fazer sentido econômico. O bom e velho colchão passa a competir com os bancos centrais e torna-se objeto de preocupação dos defensores mais ferrenhos da NIRP. A questão do entesouramento ganhou surpreendente relevância nas discussões técnicas. O assunto ficou tão sério que em 2016 o ECB decidiu não mais imprimir notas de 500 euros. O pretexto oficial foi o de combater terrorismo e fraude fiscal. Nas entrelinhas, todos sabiam que a verdadeira razão era a de reduzir a competitividade do popular *pé-de-meia*. Não por acaso, as vendas de cofres explodiram na Suíça, a exemplo do que já havia ocorrido no Japão. A investida dos bancos centrais acusa o golpe. Evidências empíricas mostram que os canais tradicionais de transmissão da política monetária não funcionam da mesma forma no ambiente negativo (Eggertsson et al, 2019).

## Resultados

---

Uma análise até aqui dos resultados da política de juros negativos sugere que o afrouxamento monetário não trouxe a desejada recuperação no crescimento. Ainda que alguns defendam que se “evitou o pior”, uma recessão mais dura ou até depressão, trata-se de uma proposição contrafactual. A realidade é que as economias não reagiram ou quando muito reagiram apenas anemicamente. Por outro lado, a fim de compensar o menor prêmio de risco, os agentes de uma maneira geral têm assumido maiores riscos (ECB, 2018). Verifica-se um aumento no risco de *duration*, risco de crédito, risco de liquidez e maior exposição a ativos mais arriscados (JPMorgan, 2018). Se por um lado, a adoção crescente de política de juros negativos não provocou colapso nos mercados, há evidências de que a rentabilidade média dos bancos na zona do euro vem caindo e a saúde das instituições financeiras é um foco de preocupação. Também não há notícias de repiques inflacionários importantes e portanto a preocupação quanto à tendência de deflação nos níveis gerais de preços ainda não pode ser afastada.

O impacto sobre as instituições financeiras não bancárias também vem merecendo atenção. Parte relevante das apólices de seguro de vida na zona do euro oferece algum tipo de garantia não atrelada ao mercado de juros. Por outro lado, os ativos das seguradoras estão lastreados em títulos de renda fixa grau de investimento, ligados às taxas básicas de juros em território negativo.

---

3 Como observação empírica, lembramos também a tendência nas últimas duas décadas de sofisticação na gestão desta poupança, com o surgimento e/ou disseminação dos fundos soberanos, empresas de gestão de patrimônio, endowments, family offices, além da maior diversidade de fundos de investimento e classes de ativos. Esta maior organização institucional orientada para a busca de retornos superiores acaba contribuindo para aumentar ainda mais o estoque de poupança disponível, para cada nível de taxa de juros.

Ou as seguradoras terão que se reinventar, partir para uma nova onda de consolidação ou terão que aumentar a exposição a ativos mais arriscados.

O setor público aproveitou juros baixos para alongar o prazo médio de maturidade da dívida, o que é boa notícia. Por outro lado, levanta a questão do *moral hazard* em relação aos governos perdulários. Diante da conhecida resistência política que as reformas fiscais contracionistas costumam enfrentar a redução do custo da dívida pode levar a uma acomodação no esforço fiscal. Além do que, juros negativos impõem uma transferência de renda forçada do setor privado poupador para setor público devedor, piorando a alocação média do capital nas economias. É curioso que alguns *officers* dos bancos centrais manifestem preocupação com a enorme quantidade de dívida do setor público, cuja criação eles mesmo estimularam e agora se veem reféns desta situação, dado que não podem subir juros, o que inviabilizaria o serviço dessa dívida colossal.

Os resultados anêmicos em termos de crescimento do produto tendo em vista a extensão sem precedentes do estímulo monetário são eloquentes. Enquanto os bancos centrais tentam decifrar o *conundrum*, os efeitos parecem menos surpreendentes para quem prefere calibrar as lentes de análise no microcosmo do processo de decisão das empresas e dos indivíduos.

Imaginemos Klaus, cidadão alemão com 50 anos – faixa que por sinal concentra o maior estrato da população do país na pirâmide etária. Klaus trabalha desde os 25 e faz planos para trabalhar mais 15. A partir de então, segundo a expectativa de vida corrente no país, terá mais 17 anos para curtir as netas e netos. Conhecedor das teorias do ciclo de vida, Klaus vinha calibrando seus gastos contando com uma remuneração média histórica de juros de cerca de 1,75% sobre seu estoque de poupança. Os tempos mudaram e daqui em diante o Bundesbank cobrará 0,25% para que o banco onde Klaus é correntista tenha o privilégio de custodiar sua poupança nos cofres seguros da autoridade alemã. Qual o efeito? Matemática simples, dependendo de premissas razoáveis, no final do dia, Klaus deverá contar com uma redução entre 20-25% dos seus gastos anuais durante os 17 anos de aposentadoria. Se ele não se conformar e decidir manter o mesmo patamar de dispêndio na nova realidade de juros negativos, só terá recursos para 13 anos. Nos quatro anos finais de sua vida, Klaus deverá contar com favores da família, da sociedade ou quem sabe do governo. Neste contexto,

ao compreender os efeitos da nova realidade dos juros negativos sobre a trajetória temporal de sua existência, quem em sã consciência assumiria que Klaus vá correr para a loja da Hugo Boss ou para uma concessionária da BMW? A mensagem emitida pelo Bundesbank é clara: “Klaus, o mundo ficou mais incerto para você. Ainda assim, estamos torcendo para você ir às compras, movimentar a economia e tirar a responsabilidade de uma recessão severa das nossas costas”.

## Efeitos colaterais

---

A visão da economia como uma realidade complexa não é uma simples metáfora ou uma formulação de apelo intelectual. É um entendimento respaldado por muita reflexão, evidência empírica e experiência. Neste contexto, decisões e iniciativas ao transitarem pelo tecido social acionam novas conexões e estabelecem padrões de interações insuspeitos. Como resultante, produzem efeitos não intencionais a médio/longo prazo. O dilema Bundesbank-Klaus é um exemplo. O propósito de usar as alavancas macro para injetar recursos e movimentar a economia ao transitar pelo filtro da psicologia individual produz comportamentos contrários àqueles inicialmente desejados. Mapear todas repercussões dos experimentos sociais parece pretencioso. Agarrar-se a uma visão de mundo específica, acreditar na potência de um único ferramental analítico é o melhor caminho para surpresas futuras. Na economia e nos mercados, as infinitas possibilidades de interações e respostas independentes dos agentes abrem caminho para uma dinâmica não-linear que produz resultados não-antecipados.

Em 2004 o então membro do conselho de governadores do FED, Ben Bernanke fez um famoso discurso sob o título: “*A Grande Moderação*”. A expressão fora criada dois anos antes e refletia o convencimento de que os ciclos econômicos haviam sido de certa forma domesticados pelo *mainstream* macroeconômico. Bernanke assim começava sua fala: “*Um dos aspectos mais impressionantes da paisagem econômica dos últimos vinte anos ou mais têm sido o substancial declínio da volatilidade macroeconômica*”. E em seguida passa e descrever as razões pelas quais esta importante conquista foi possível, com destaque para a melhor qualidade da política monetária. Três anos e pouco depois estourava uma crise financeira global sem precedentes, impondo uma queda de produto em praticamente todos os países da OCDE. Sob a aparente calma dos agregados

macro formavam-se distorções micro acentuadas, que se manifestariam com intensidade *tsunâmica*.

Bernanke teve o cuidado no discurso de atribuir alguma responsabilidade pelo sucesso da Moderação à “boa sorte”, refletida na ausência de choques adversos de maior magnitude no período. Reconhecia assim algum papel para o imponderável. Após a crise, os bancos centrais coordenaram uma resposta rápida a fim de evitar um colapso ainda mais prolongado das economias. A sensação geral foi a de que a ação foi bem sucedida. Desde então, optou-se por perpetuar uma política emergencial através de uma sucessão de ondas de *quantitative easing* até chegarmos ao território dos juros negativos. O que parece refletir um novo capítulo da confiança dos *policy makers* testando limites improváveis dos instrumentos da política monetária. Estaríamos fadados a depender novamente da “boa sorte”? Onde está o reconhecimento de que estamos lidando com paisagens instáveis, interações não-lineares, fenômenos complexos, auto-organizados de forma crítica, próprios para a produção de efeitos colaterais não antecipados?

## Como tudo isso nos afeta?

Não há dúvidas de que estamos diante de um cenário onde investidores estão sendo compelidos a tomar mais risco. Sendo pressionados nos títulos livre de risco, vão ter que procurar renda em outras classes de ativos mais arriscados. Ações são candidatos naturais. Além do que, taxas de juros menores comprimem as taxas de desconto, abaixando o sarrafo do retorno mínimo dos projetos de investimentos e ainda reduzem o custo de dívida das empresas. Ou seja, movimentam fundamentos que ajudam a justificar preços mais elevados. Como sempre acontece nesses momentos, vamos assistir à chegada de “turistas” no mercado. Gente que não é do *métier*, de passagem, geralmente otimistas distraídos. Bolhas poderão se formar. Padrões atípicos emergirão. Credores pagando para emprestar dinheiro, *startups* levantando recursos sem restrições, livros de ofertas várias vezes cobertos, indicadores de risco inertes, crescimento vertiginoso nos volumes de trading, brokers atualizando recomendações, investidores insensíveis aos resultados trimestrais ou escalando freneticamente as rubricas dos demonstrativos financeiros a fim de acomodar múltiplos “razoáveis” no *valuation*: do lucro caixa, subindo pelo ebitda até chegar à receita bruta.

Alguns afirmam que os *value investors* estão na berlinda. Perdendo a cancha para a turma do *growth*. A onda é crescimento, não valor. Para nós não há dicotomia. Desde que haja valor no crescimento. Sabemos reconhecer a dinâmica de crescimento nos negócios de retornos crescentes, efeitos de rede e vencedor leva tudo. Talvez um ambiente de juros mais elevados tivesse tornado a vida das companhias *tech growth* um pouco mais difícil. Mas elas estariam aí de qualquer forma. A dinâmica do novo paradigma é tão virtuosa que não seria intimidada pelo custo do dinheiro mais alto. Continuaremos confiando no valor como lastro dos nossos investimentos. Mesmo em companhias que crescem rápido, investem muito e trocam lucro hoje por posicionamento lá na frente. Estamos confortáveis com estratégias de gambitos se reconhecemos uma troca vantajosa nos vários lances futuros.

O ambiente mais insensível ao risco é próprio para a proliferação de armadilhas psicológicas, que podem vir disfarçadas de diversas formas: (i) falsas justificativas: “desta vez é diferente”; (ii) o imperativo do mandato “ter que jogar o jogo”; ou (iii) a pretensão oportunística “surfear e sair logo ali”. Também é comum surgir alguma transigência com premissas incertas ou com o expediente dos “ajustes” indiscriminados a fim de acomodar *valuations* mais esticados. Manter a disciplina, o foco na profundidade da análise, a preocupação com proteção patrimonial, respeitando o conceito de margem de segurança costuma ser um antídoto eficaz, ainda que amargo num primeiro momento já que provavelmente poderemos

## Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até julho de 2019

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
60 meses	143,4%	86,2%	82,4%
36 meses	70,1%	79,6%	77,7%
24 meses	54,4%	55,7%	54,5%
12 meses	42,3%	30,9%	28,5%
No ano (2019)	31,2%	16,9%	15,8%

Valor da cota em 31/07/2019 = R\$ 1.094,406629100

# DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	-1,4%	914,5%
2013	-7,3%	17.456,8%	-26,3%	647,9%
2014	-6,0%	16.401,5%	-14,4%	540,4%
2015	-23,3%	12.560,8%	-41,0%	277,6%
2016	42,4%	17.926,4%	66,5%	528,6%
2017	25,8%	22.574,0%	25,0%	685,6%
2018	-8,9%	20.567,8%	-1,8%	671,5%

2019	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	17,2%	17,2%	17,6%	17,6%
FEV	-1,7%	15,2%	-4,1%	12,7%
MAR	-3,1%	11,7%	-4,2%	8,0%
ABR	0,5%	12,2%	-0,3%	7,7%
MAI	4,3%	17,0%	0,8%	8,6%
JUN	7,8%	26,1%	7,0%	16,2%
JUL	7,1%	35,0%	2,6%	19,2%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 3.337.387.720

(\*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver.  
 (\*\*) Ibovespa Fechamento.

ser deslocados neste mercado mais animado. Paciência – olha ela aqui novamente.

Ao mesmo tempo, não há como não reconhecer que diferentemente das principais economias lá fora onde um longo período de políticas expansionistas vem suscitando crescentes apreensões em relação ao potencial de crescimento sustentável, por aqui, acabamos de experimentar o pior quadriênio de crescimento do PIB da nossa história republicana, efeito de um longo período de políticas públicas disfuncionais. A expectativa de uma agenda doméstica reformista em um contexto de excesso de capacidade generalizado e alto desemprego sustenta fundamentos para uma re-precificação de ativos. Além do quê, o espaço para redução dos juros reais para patamares civilizados é fato inédito no país. Ou seja, neste momento, as duas forças do substrato macro – fundamento e fluxo – parecem convergir, desenhando um ambiente mais benigno para o investidor em ações. Reconhecemos que os bons ventos podem ajudar na propulsão de várias companhias do nosso portfólio, bem posicionadas que estão para capturar oportunidades caso a melhoria no ambiente de negócios de fato se verifique.

No momento em que o país decide enfrentar seus fantasmas, distorções no cenário externo sugerem apreensões. À luz da última grande crise financeira, os excessos monetários dão sinais de *dejá vu*. Preferência temporal positiva é um atributo da psicologia humana e ingrediente do progresso da civilização. Juros negativos por muito tempo não nos parece um experimento adequado.

O que o gestor de recursos prudente não pode é perder a musculatura no manejo das velas por acreditar que os ventos fortes soprados pela conjuntura que descrevemos sempre fortes serão. Não serão.

Rio de Janeiro, 28 de agosto de 2019.

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

[www.dynamo.com.br](http://www.dynamo.com.br)

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

**DYNAMO**

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.**

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720