

## ... e Convexo

Na Carta anterior, reunimos entendimentos sobre o vírus e a doença, bem como aspectos de seus mecanismos de transmissão. Agora tratamos das repercussões em dimensões mais próximas ao nosso dia a dia. Iniciamos tecendo considerações sobre a natureza da economia e como as restrições impostas pelo distanciamento social podem afetá-la. Em seguida, registramos os efeitos da crise nos mercados de capitais e aproveitamos para descrever como a Dynamo tem organizado seu trabalho de análise e de gestão do Fundo nestes momentos atípicos e particularmente desafiadores. Por fim, concluímos com um punhado de reflexões mais “livres”, licenças filosóficas em tempos incomuns de confinamento.

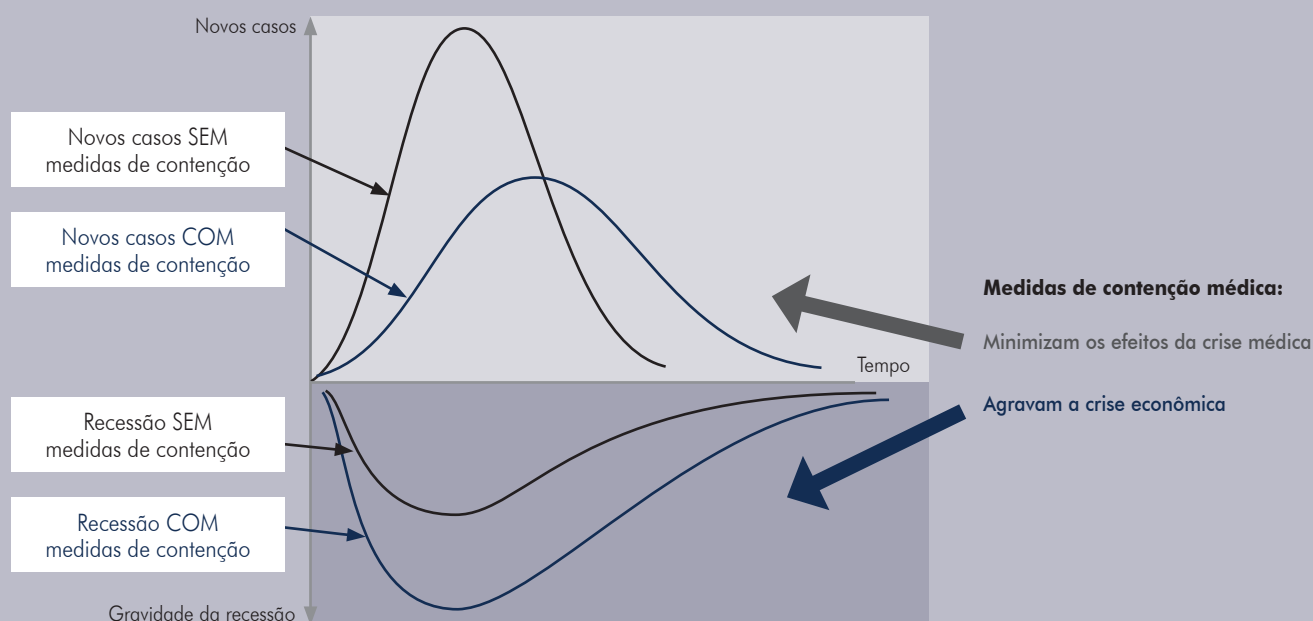
### Economia

Diante da ameaça e da realidade do aumento do contágio, formuladores de políticas públicas mundo afora

logo decidiram adotar medidas de restrição de deslocamentos e de contenção da população. A opção pelo confinamento social traz profundas repercussões na economia.

Tal qual os vírus, a atividade econômica se sustenta através de conexões. Tal qual a dinâmica epidemiológica do vírus, a economia pode ser entendida como um sistema adaptativo complexo. Os mesmos mecanismos sociais que permitem a transmissão dos vírus estabelecem as relações econômicas. Consequência não intencional de parar o vírus é estacionar a economia. A dinâmica é a mesma, mas com sinais contrários. E o mais perverso é que ao achatar a curva de contágio do vírus, a curva da recessão da economia torna-se ainda mais inclinada. A curva côncava da epidemiologia não está sozinha. Como no espelho mágico de Escher, sob a superfície do lago, ela enxerga seu reflexo, a curva convexa da economia. O gráfico abaixo (Figura 1) descreve a síntese mais reveladora dos dilemas que experimentamos.

Figura 1 - Medidas de contenção provocam o achatamento da curva médica mas acentuam a curva da recessão



Além de se situarem em quadrantes opostos, as duas dinâmicas – saúde e economia – interagem. Ninguém sabe ao certo onde se encontra a fronteira eficiente deste gráfico, onde reside o ponto ótimo do distanciamento social que minimiza os efeitos da recessão ao mesmo tempo em que evita o próximo óbito. Não existem modelos completos que lidam com todas as variáveis epidemiológicas, econômicas e financeiras. Nosso instrumental analítico está atrasado. Epidemiologistas e economistas precisam conversar.

Na trilha dos vírus, a economia se comporta como ser vivo. Vida é um conceito enigmático que navega entre diversas disciplinas, comportando inúmeras definições. Algumas bastante elegantes, como a teoria conhecida por “autopoiesis”<sup>1</sup>. Neste entendimento, a principal característica de um ser vivo seria sua capacidade de se manter por si só, por meio de seu sistema químico dotado de uma rede complexa de reações que continuamente se auto fabrica dentro de suas próprias fronteiras. Característica peculiar deste processo reside no fato de que embora inúmeras transformações estejam ocorrendo continuamente entre os diversos componentes do metabolismo, a célula se automantém, conservando sua individualidade. Como corolário, morte se descreve como a desintegração da organização autopoietica que caracteriza a vida. Se a essência da vida é integração, a conexão entre os diversos componentes, células e órgãos, então quando estas ligações mútuas desaparecem, o sistema já não constitui uma unidade integrada e ocorre o óbito.

Vida não é a célula em si, mas uma propriedade emergente deste complexo circuito de reações químicas ordenadas. De mesma forma, economia é propriedade emergente do vastíssimo emaranhado de trocas instantâneas. A economia também se transforma, se auto-organiza e se automantém através das reações químicas que são as transações cotidianas. Da mesma forma, a privação destas conexões por muito tempo pode levar ao pior. O experimento de se propor interromper as trocas econômicas paralisando a oferta e decretando toque de recolher da demanda é inédito. Não sabemos ao certo como o organismo irá se comportar durante, como saíra depois e nem mesmo quando começa a perder os sinais vitais. Certo apenas é que o experimento não pode durar muito.

Nos últimos vinte anos se acentuou o processo de desregulamentação, especialização e globalização das economias. Estamos muito mais conectados

e dependentes, interna e externamente. As modernas economias hoje são uma complexa rede de partes interconectadas. Empresas, colaboradores, fornecedores, consumidores, intermediários financeiros, todos os agentes desempenham mais de um papel. Ora estão em uma ponta, ora em outra. Cada um é funcionário, cliente ou credor do outro, e vice-versa. Um curto-circuito em uma destas conexões pode acionar eventos em cascata, e uma decisão racional no âmbito individual pode se transformar em catástrofe coletiva.

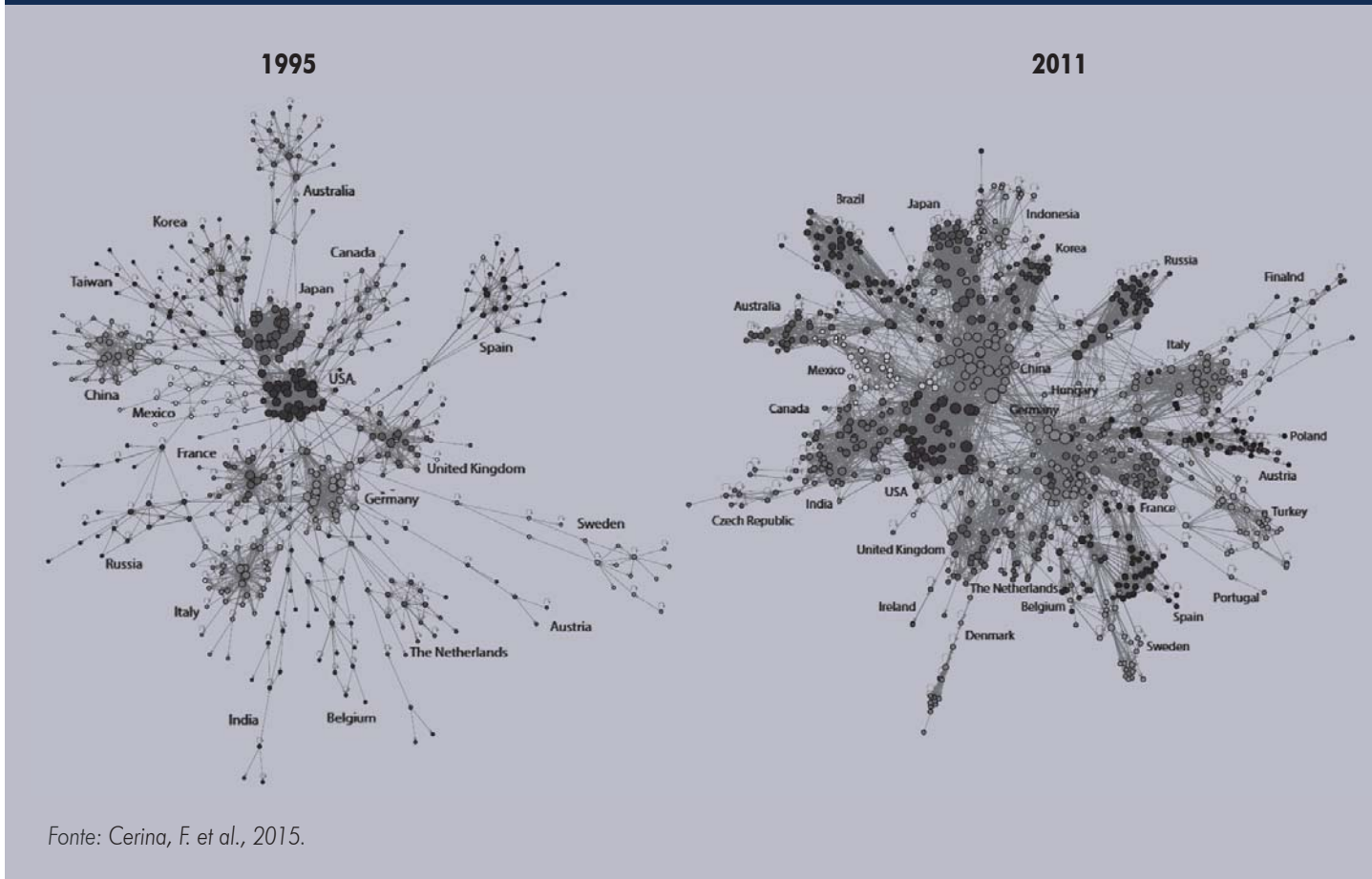
As unidades de produção estão mais “lean”, as cadeias de suprimento mais justas e os mercados consumidores mais acessíveis. *Upload, outsourcing, offshoring*. Os prefixos revelam a trajetória. O mundo se desloca continuamente, e o movimento tem sido de dentro para fora. A tecnologia inundou as empresas permeando todos seus vértices de relações. Sistemas de gestão integrados permitiram sincronizar numerosas camadas de fornecedores e encurtar enormemente o *lead time* da produção e do desenvolvimento do produto até a venda final. Estoques e partes sobressalentes se transformaram em sinônimo de ineficiência e anacronismo. Isto ocorre em todos os setores sem exceção, inclusive na saúde, cujos desdobramentos perversos estamos sentindo. Como se diz na engenharia, o mundo ficou em regime de *tight coupling* – quando os componentes de um processo são criticamente dependentes, conectados de forma tal que não há espaço para erro, nem tempo hábil para correções. Os anglicismos parecem inevitáveis, já que as línguas vernáculas não conseguem acompanhar a velocidade de inventividade dos negócios.

A Figura 2 representa um esforço de construção de uma matriz global de insumo-produto expressa em termos de estrutura de redes. Os nódulos representam as indústrias individuais em diferentes países. As conexões traduzem o fluxo monetário dos bens entre as indústrias. As duas fotografias em 1995 e 2011 revelam de forma inequívoca o aumento significativo da densidade de relações nas cadeias produtivas na economia global. Planisférios contendo a evolução da distribuição de cabos submarinos de redes óticas, rotas de voos internacionais ou de navios cargueiros transoceânicos mostram evoluções semelhantes, indicando o expressivo crescimento no fluxo de informação, passageiros e de bens pelo mundo nos últimos vinte e cinco anos.

Dado que alguns comparam as repercussões deste choque da Covid-19 na economia aos efeitos provocados por catástrofes naturais, vale trazeremos um episódio como ilustração. Em março de 2011, o Japão foi assolado pelo terremoto Tohoku, que registrou intensidade de 9.0 na escala Richter, provocando graves prejuízos no litoral

---

1 Proposta pelos cientistas chilenos da chamada “Escola de Santiago”, Humberto Maturana e Francisco Varela.



e no interior do país. Uma das inúmeras companhias atingidas foi a Renesas Eletronics, que detinha na época 44% de participação na fabricação global de unidades de microcontroladores (MCUs), um dos inúmeros integrantes dos sistemas de automação utilizados na produção de veículos automotivos. Embora o conteúdo eletrônico dos carros só aumente e se empregue cerca de cinquenta MCUs em cada veículo regular, o custo deste componente na fabricação de uma unidade automotiva é relativamente baixo. Pois bem, Matsuo (2015) documenta que por conta da enorme granularidade da cadeia de suprimento automobilística, a ruptura na produção de um pequeno componente provocou quedas expressivas de mais de 50% na produção dos principais fabricantes automotivos japoneses por até quatro meses! Um prejuízo expressivo em gigantes como Toyota, Nissan, Honda, Mitsubishi, entre outras, literalmente na conta de um micro componente.

O exemplo ilustra o enorme desafio de coordenação que cadeias de suprimento interligadas e extensas sugerem. Estamos falando da indústria automotiva japonesa, referência mundial como sistema de produção pela sua eficiência e efetividade. O desligamento de um pequeno circuito nesta complexa engrenagem pode comprometer toda uma indústria por tempo prolongado.

O Banco Central do Brasil (BCB) recentemente (abr20) publicou um novo volume do Relatório de Estabilidade Financeira que traz um exercício interessante visando medir os impactos da Covid-19 sobre a economia brasileira. O BCB utilizou uma metodologia de redes de interconexões a fim de estimar a intensidade do choque em diversos setores, através de um detalhado mapeamento dos fluxos de pagamentos levando em consideração o grau de dependência entre milhares de companhias. O objetivo final do BCB consistiu em estimar a magnitude do aumento potencial de provisionamento das instituições financeiras, bem como a necessidade de capital regulamentar decorrente. Para tanto, o BCB identificou setores vulneráveis e o impacto de primeira ordem nas companhias afetadas diretamente pelo choque. Estimou também as repercussões de segundo e terceiro grau, ou seja, os efeitos em empregados diretos destas empresas, na cadeia de fornecedores, nos empregados dos fornecedores, até chegar aos impactos dos elos de contágio por exposições financeiras. A necessidade de provisionamento total estimado para fazer frente aos eventuais *defaults* e *downgrades* seria de R\$ 395 bilhões. Mais interessante para o nosso argumento, foi o resultado da divisão entre o impacto de primeira ordem nas empresas diretamente afetadas, no montante de R\$ 207,3 bilhões, e o somatório

dos efeitos propagados pelas interconexões das cadeias produtivas de R\$ 187,7 bilhões. Ou seja, quase metade da perturbação total seria sentida como reverberações na rede de transações, o que ilustra mais uma vez a enorme importância destas engrenagens capilares, silenciosas e menos visíveis, que sustentam a vida econômica.

O leitor pode lembrar que os governos estão a par do problema. Tanto é que se mobilizaram rapidamente para anunciar pacotes fiscais inéditos visando precisamente preservar as economias enquanto os sistemas de saúde se municiam, ao mesmo tempo em que se aplaca o ímpeto do vírus com o distanciamento social. De fato, a iniciativa é providencial e já foi comparada na saúde aos respiradores das unidades de UTI, permitindo neste caso a sobrevivência da economia. Ou seja, aqui também estaríamos achatando a curva, só que agora a curva convexa da recessão econômica. São oferecidas transferências a fundo perdido, facilidades de capital de giro e linhas de crédito sem juros, antecipação de benefícios e até postergação de impostos. Trata-se de um brutal esforço fiscal para que as empresas não demitam, para que desempregados/informais possam receber algum sustento e para que o sistema financeiro possa se manter líquido e solvente.

Diante da gravidade da situação, com um inimigo externo comum, sem um grupo de interesse identificado como culpado, os planos de resgates com recursos públicos foram facilmente acolhidos pela sociedade civil. A memória mais próxima da última crise de 2007/2008 pode ter ajudado também. Lá, os governos demoraram um pouco para agir, até porque tiveram que enfrentar resistências de uma parte do eleitorado/contribuintes. Mas quando o fizeram, foram competentes para conter o contágio. A atuação deu-se no âmbito mais restrito do setor bancário, onde o controle, a regulação e o número de participantes são mais reduzidos. Agora, a resposta veio mais rápida, sem questionamentos, mas o escopo de atuação é mais aberto. No setor de saúde, pela sua natureza, os agentes participantes são mais dispersos e diversificados. Os órgãos regulatórios costumam dividir responsabilidades em áreas especializadas de atuação. A execução é local, capilar. Mesmo no Brasil, que contamos com uma estrutura mais centralizada do SUS (Sistema Único de Saúde), há diversas instâncias participantes em níveis federal, estadual e municipal. Os recursos são centralizados na União, mas a execução é local, onde entidades privadas também contribuem para o atendimento. Ou seja, as camadas de complexidade são mais numerosas. Aproveitando o paralelo e a memória mais recente, entre a corrida bancária da crise financeira de 2008 e a corrida hospitalar desta crise, os desafios de

coordenação e de eficácia da agenda pública parecem aumentados.

Mesmo que na prancheta tudo possa parecer seguir o script de uma clássica operação de resgate (*bailout*), na prática, infelizmente, ainda assim não será suficiente. Primeiro porque o esforço fiscal é finito por definição. Nenhum governo aguenta por muito tempo. Segundo e principalmente, porque trata-se de um expediente imperfeito, que apenas emula a substituição monetária das trocas econômicas. Por mais eficiente que possam ser os mecanismos de distribuição de recursos – e este certamente não é o caso do Brasil – as transferências atingem agentes e segmentos diversos em momentos distintos. Nada garante que a teia complexa de reações químicas das trocas econômicas será preservada. Nada garante que todos os inúmeros micro circuitos das unidades produtivas manterão corrente. Nada garante que os pequenos desligamentos eventualmente não provocarão reação em cadeia. Nada garante que ao serem religados não estejam danificados. O silencioso sistema de informações que está por trás do ajuste fino da coordenação das cadeias produtivas é muito mais sofisticado do que parece. Governos bem intencionados despejando dinheiro na economia podem até parecer a única alternativa de política pública a ser perseguida neste momento, mas ainda assim trata-se de um experimento paliativo e de uma simulação apenas imperfeita. O risco de ruptura na sintonia fina dos elos altamente conectados da engrenagem produtiva permanece elevado, assim como a ameaça de acionamento de efeitos em cadeia que poderiam levar ao colapso do sistema econômico.

Situações complexas exigem intervenções complexas. Não podemos colapsar todas as dimensões de causalidades elegendo um único fato gerador como responsável exclusivo por tudo o que ocorre, nem acreditar que a solução passa por uma prescrição que alcança apenas uma espessura da realidade. Nos fenômenos complexos, condições precedentes amplificam os problemas, assim como efeitos de segunda e terceira ordens geralmente se propagam de forma muitas vezes imperceptível.

O inimigo é oportunista. Se aproveita dos nossos equipamentos biológicos e das nossas instalações sociais para seu próprio benefício expansionista. Precisamos desenvolver resiliência bioquímica, social e econômica. E isto só será feito se tivermos uma compreensão integrada da ameaça. Não temos tempo nem espaço para disputar ambiguidades. No momento, a defesa da vida é prioridade indiscutível. Evitar o colapso econômico também é fundamental para preservar tragédias sociais agudas e prolongadas mais à frente.

A agenda multidimensional envolve, além da mobilização emergencial dos recursos públicos e privados para a capacitação crítica do sistema de saúde, inteligência na gestão coordenada entre os vários órgãos e instâncias de governo, ciência séria e ética, tecnologia universalizada, consciência civil e solidariedade. Testagem maciça com kits de comprovada sensibilidade alinhada ao rastreamento social abrangente permitido pela profundidade da penetração do uso de aparelhos celulares e smartphones determinarão a duração e o grau de isolamento social. Onde a vulnerabilidade e a prevalência forem elevadas, o isolamento deverá ser mais restritivo. Onde o  $R_t$  estiver domesticado, a vulnerabilidade for menor e os testes indicarem maior imunidade, estratégias de saída poderiam gradualmente ser conduzidas, iniciando-se pelos setores essenciais. Sob esta visão mais sistêmica, as arestas da ambivalência se desintegram e devemos avançar de forma mais consistente encontrando sintonia nas silhuetas do côncavo e do convexo.

## Mercado de Capitais e Gestão do Fundo

Vivemos tempos extraordinários. Mergulhados em uma incerteza crônica que confirma um único prognóstico: cada crise surge diferente da anterior. Em 31 de dezembro celebrávamos um ano de resultados auspiciosos no mercado de capitais no Brasil, refletindo uma temporada de conquistas importantes como a queda histórica dos juros, inflação domesticada, *crowd in* do setor privado, além de uma pauta de reformas promissoras, incluindo projetos para melhorar o ambiente de negócios no país há muito castigado. O mundo ocidental dava sinais de desaceleração, mas a projeção de crescimento do PIB global ainda era razoável, da ordem de 2%, com a locomotiva chinesa apontando para algo em torno de 6%. O consenso dos prognósticos para o mercado de capitais era o de mais um ano de apreciação, engordando os generosos retornos embutidos no prêmio de risco em ações. Acostumados com o “prêmio”, investidores costumam se esquecer que o mercado vez por outra vem cobrar o sinistro.

É fato que alguns alertas eram emitidos por vezes mais cautelosas. Inquietações sobre o experimento inédito das taxas de juros em territórios tão estranhos, investidores complacentes aceitando determinados riscos assimétricos, incertezas em relação às eleições americanas, dúvidas sobre a sustentação do crescimento chinês, riscos geopolíticos salteando aqui e acolá. Mas eram desconfianças dentro do *playbook* de um mapa de risco convencional, não calibrado para perceber a aproximação do tsunami microscópico que se avizinhava. Ninguém imaginava que no subterrâneo desta aparente

paisagem benigna, parasitas intracelulares conspiravam para desferir um golpe duríssimo em seus eminentes hospedeiros.

Desde então, o que vemos? Mais de quatro milhões de indivíduos infectados, registros acima de trezentos mil mortos em mais de duzentos países. Governos decretam estado de calamidade pública, proíbem deslocamentos, congelam cidades e economias, param indústrias, comércio e serviços. Um choque de oferta sem precedentes combinado a um inédito toque de recolher da demanda. Recordes para todos os lados: a maior contração esperada para um PIB trimestral – já se fala em dois dígitos em diversos países –, o maior pacote de incentivo fiscal de todos os tempos, 20% da força de trabalho americana reivindicando auxílio-desemprego, derrocadas históricas nas Bolsas. Se tomarmos o S&P 500, por exemplo, presenciemos a terceira maior queda em um dia (-11,98%, 16.mar), a pior semana deste outubro de 2008 (16-20.mar, -14,98%), acionamento de quatro *circuit breakers* em menos de dez dias (9, 12, 16 e 18.mar), o pior primeiro pregão de um trimestre (01.abr, -4,44%). Se os retornos no mercado de ações fossem distribuídos por meio de uma curva normal – sabemos que não os são – a queda de 19,6% do S&P 500 acumulada no trimestre seria um evento 6-sigma, acontecimento estatisticamente esperado para algumas dezenas de milhões de anos. Um cisne negro de olhos azuis e bico amarelo talvez.

Mercados de capitais funcionam como termômetros da economia e espelhos da psicologia. Capturam a sensação térmica dos agentes e refletem comportamentos individuais e coletivos. Nas crises, os indivíduos são tomados pelo medo. Nas crises agudas, pelo pânico. Naquelas, predominam comportamentos defensivos, nestas, irracionais. Assim como o medo acelera batimentos cardíacos e a respiração, no pânico os indivíduos correm. Correm para estocar mantimentos e combustíveis, máscaras e álcool gel, correm para sacar dinheiro dos bancos, correm para vender títulos mobiliários e fazer caixa.

Nas crises anteriores, geralmente a incerteza era econômico-financeira. Problemas de liquidez ou solvência, excesso de alavancagem, desequilíbrios macroeconômicos, bolhas em determinadas classes de ativos. Crises econômico-financeiras destroem patrimônio, renda e emprego, causando ansiedade. A crise agora é de saúde, e o que eventualmente pode estar em risco é a própria vida. Naquela há muito a perder, nesta há tudo a perder. A dimensão da incerteza psicológica é outra. A intensidade dos efeitos é majorada. A velocidade aguda da queda sem precedentes dos mercados reflete a sensação de perplexidade diante de um cenário tão desconhecido.

Estudos da neurociência relatam tipicamente três situações que sinalizam alerta e acionam massiva resposta de estresse psicológico. Elas são caracterizadas por: novidade, incerteza e ausência de controle. Poderíamos encontrar expressões mais adequadas para definir o que enfrentamos hoje em dia?

A crise tem se mostrado tão inédita e inóspita que também já fez história do outro lado do pêndulo: na velocidade de recuperação parcial dos mercados. Em pouco menos de dois meses desde o ponto mínimo (23.mar), o S&P500 registra uma apreciação de 28,0% (em dólar), o Ibovespa de 24,5% e o Dynamo Cougar de 34,2%, ambos em Reais nominais. Enquanto economistas discutem se o formato da curva de retomada da economia será em L, em V ou em W, enquanto *value investors* tentam formar opinião a respeito da duração do confinamento, da efetividade das estratégias de saída, ou se enfrentaremos ondas secundárias de infecção, o “senhor mercado” decidiu creditar-se algumas centenas – ou milhares – de pontos. A dúvida geral neste momento reside sobre qual a melhor explicação para o movimento de recuperação também incomum em tão curto espaço de tempo. Seria: i) uma volta “técnica”, simplesmente ajustando uma reação demasiado negativa no primeiro momento; ii) uma volta fundamentalista, a partir do entendimento de que a crise será circunscrita no tempo e sob uma visão de longo prazo já se enxerga valor sobre a mesa; iii) uma volta essencialmente especulativa, onde investidores procuram antecipar a psicologia dos demais comprando na frente. A partir destas perspectivas, a recuperação parcial dos mercados terá sido adequada, tímida ou excessiva? Trata-se da pergunta do dia, que todos se fazem, mas ninguém consegue responder. Muita gente experiente ainda insegura. Mais um vestígio destes tempos de incerteza radical.

Uma crise com contornos tão atípicos – específica na origem e inédita nas prescrições – traz preocupações e desafios incomuns para gestores de recursos e investidores. Como a Economia foi para o banco do carona e quem pilota ainda é a Saúde, reunimos esforços coletivos para tentar construir algum entendimento sobre o principal “indicador de tendência” desta crise: o vírus e sua dinâmica, a epidemiologia. Na Carta anterior, tentamos sintetizar esta jornada – muito afastada da nossa zona de competência diga-se de passagem.

Tivemos oportunidade de descrever em um espaço mais reservado aos nossos cotistas detalhes da nossa gestão específica do portfólio, bem como uma auto análise crítica sobre o desempenho do Fundo até o presente. Reconhecemos que o interesse aqui é o de um público mais geral e disperso. Ainda assim, achamos por bem

expor de forma sucinta a maneira pela qual desenhemos as prioridades do trabalho de análise nestes dias, compartilhando algumas reflexões que situam as repercussões da crise no ambiente mais granular de alguns negócios e companhias.

Desde que percebemos a gravidade da situação, estivemos imersos em uma força-tarefa de análise que pode ser decomposta em três grandes vetores. Numa primeira iniciativa, esmiuçamos as necessidades de saída de caixa das companhias do portfólio, observando não apenas os compromissos financeiros, mas ampliando o escopo para incluir as obrigações em geral. Com essas informações, passamos imediatamente à segunda etapa do trabalho, onde debruçamo-nos sobre as atividades operacionais, em contato diário com as companhias, submetendo-as a cenários de estresse, tentando fatorar o impacto de curto prazo nos resultados deste ano-calendário principalmente. Aqui, vale registrar, encontramos invariavelmente interlocutores sempre solícitos, mostrando agilidade, transparência e competência para atender nossas demandas em tempos de reconhecidas limitações operativas. Esta ajuda inestimável tem sido fundamental para a consecução dos nossos propósitos. Finalmente, na terceira dimensão do nosso empenho coletivo de análise, seguimos buscando inferir as repercussões de longo prazo desta crise, cuja dinâmica peculiar poderá trazer repercussões relevantes e definitivas em diversos segmentos e modelos de negócios.

A primeira tarefa constitui trabalho mais bruto, um esforço de levantamento de informações mais quantitativas, que exigiu algum grau de disciplina e foco para confeccionarmos um mapa de riscos o mais rápido e fidedigno quanto possível. Vestimos o chapéu do analista de crédito obcecado: investigamos cada uma das linhas de crédito e de capital de giro, contratos e emissões de dívidas, observando suas composições, maturidades, *covenants*, subordinações e conversibilidades, construindo um mapa detalhado da situação de liquidez de cada investimento. Para usar a metáfora do dia, neste primeiro momento submetemos todos as companhias do portfólio e um rigoroso teste padrão-ouro de extração de genoma tipo RT-PCR, a fim de detectar com a maior sensibilidade possível a presença do antígeno, caracterizando a existência de viremia. Bem sabem os nossos cotistas, que mesmo nos momentos em que os *valuations* no mercado de capitais no país pareciam mais esticados, mantivemos disciplina e jamais dialogamos com proposições de investimento duvidosas. Ou seja, mantivemos uma política histórica “bairrista” que estabelece que o nosso portfólio seja frequentado invariavelmente por companhias de boa

qualidade. Nestes momentos de ambiguidade, o rigor na cancela de entrada do clube funcionou: não encontramos qualquer risco material de solvência, nem problemas importantes de liquidez. As companhias mais alavancadas da carteira – o “grupo de risco” – possuem boa situação de caixa, perfil de dívidas alongadas e são ricas em ativos monetizáveis.

A segunda tarefa já exige um conhecimento mais idiossincrático sobre a realidade específica de cada empresa, tendo por finalidade compreender e traduzir os efeitos da crise em variações quantitativas das diversas rubricas de desempenho operacional. São os conhecidos testes de estresse. Quanto mais granular for o entendimento do time de análise sobre a companhia e seu segmento de atuação, mais apurado será o exercício de sensibilidade. Em função das diversas possibilidades de tempo de duração do confinamento, do período de relaxamento gradual, da intermitência ou não da doença, da resposta particular de cada segmento de negócio, nos indagamos sobre quais os impactos em termos de receita e resultados operacionais em cada um dos nossos investimentos. Infelizmente, pelo que vimos acima, ainda temos inúmeras questões em aberto a respeito das dinâmicas próprias bem como da interação entre as duas enigmáticas curvas. Ainda assim, a partir das conversas com as próprias companhias, das nossas análises proprietárias – onde também consideramos os eventuais impactos das medidas emergenciais propostas pelo governo –, e das primeiras evidências dos países à frente do Brasil que começam a experimentar uma saída gradual, conseguimos desenhar um cenário de impacto provável para este exercício. Ou seja, usando novamente a metáfora, nesta segunda etapa submetemos todas as empresas do portfólio a um teste sensível que visa detectar a presença de anticorpos, tanto de resposta imune rápida (IgA/IgM), quanto mais definitiva (IgG).

Aqui verificamos uma razoável amplitude no grau de “imunidade” de curto prazo na carteira. Companhias mais conectadas com a entrega física de bens e serviços na ponta final – consumo (Natura), varejo (Renner) e shopping centers (BrMalls) – terão um ano mais difícil. Outras sofrerão menos, seja pela sua posição competitiva privilegiada (B3), pelo perfil de longo prazo de seus contratos (Eneva), pela qualidade de seus ativos estratégicos (Vale), pela matriz diversificada de seus segmentos de atuação (Cosan), pela capacidade de ocupar espaços deixados pela concorrência mais fragilizada (Localiza), pela proposta de valor diferenciada para seus clientes (XP), ou pelo seu ecossistema de negócios, preparado para capturar os benefícios das transformações que vimos assistindo (Mercado Livre).

Se num primeiro momento da crise, as ações sofreram com intensidades parecidas, nesta segunda fase, investidores se tornam mais seletivos. Já vemos disparidade na dinâmica de recuperação de alguns preços, embora as oscilações diárias continuem amplificadas. Isto nos traz oportunidade para ajustar a carteira. Fizemos um razoável *rotation* do portfólio: reduzimos/zeramos algumas posições e aumentamos outras.

A terceira vertente do nosso esforço tem sido na direção de tentar acessar os efeitos de alcance mais definitivos desta crise sobre os modelos de negócios de cada companhia. Privilégio dos investidores de longo prazo é o de se permitir tirar os olhos do chão neste momento e calibrar a visão mais à frente. De fato, a crise pode acelerar tendências e catalisar padrões de comportamento. Algumas reflexões rápidas, a título de ilustração:

- No *home office*, estamos experimentando maciçamente as conferências virtuais. Como será o padrão futuro de deslocamento para compromissos profissionais? Faz algum sentido toda esta perda de tempo e desgaste cotidiano em centros urbanos com trânsitos caóticos? É sabido que parte importante do resultado das companhias aéreas no Brasil advém de rotas como a ponte Rio-São Paulo, onde predominam passageiros a trabalho.
- Voltaremos a fazer mais refeições em casa? Como ficam bares e restaurantes? Academias ou exercícios nas áreas públicas, em casa, no condomínio? Compras em lojas físicas, venda direta ou online? Como será o padrão de frequências dos shoppings centers? E das agências bancárias?
- As operadoras de serviços de saúde têm experimentado uma queda significativa nas solicitações de consultas e exames, dado o receio de contágio em clínicas e hospitais. Aparentemente, boa notícia no curto prazo. No entanto, sabe-se que o maior custo dos sinistros são cirurgias e internações. Teme-se que passada a epidemia, a demanda reprimida volte concentrada e ainda encontre um grupo razoável de pacientes com sequelas pós-Covid que exigirão cuidados especiais. Ainda neste segmento de cuidados de saúde, o quanto será acelerada a telemedicina?
- Educação é outro setor no epicentro de transformações. O quanto este experimento forçado de aulas online atingindo até as crianças do curso elementar terá diluído a conhecida resistência ao ensino à distância?

Apenas uma curta amostra do nosso desafio. Estas e muitas outras questões já estavam e estarão presentes de

forma mais aguda em nosso cotidiano de análise daqui em diante. O mundo sairá diferente deste episódio da Covid-19. Tendências que se desenhavam devem se acelerar. Três delas já parecem se definir: um ambiente com mais dívida, menos globalizado e mais digital. Quando a paisagem competitiva sofre abalos sísmicos, a capacidade de adaptação das companhias é testada. Precisamos selecionar os investimentos que terão condições de navegar neste ecossistema diferente. Continuando a metáfora, o desafio passa a ser o de identificar quais empresas estão no caminho de desenvolver imunidade duradoura (IgG acima do *cut off*).

Não há soluções fáceis e nem receitas pré-formatadas. No entanto, temos alguma convicção de que uma boa dica para identificarmos quem irá sair bem do outro lado do rio está na qualidade do *management*. Ativos diferenciados são importantes, mas capacidade de adaptação é fundamental. A história do planeta ensina que após os grandes cataclismas naturais, ondas de “*inovação*” se seguiram, selecionando as espécies que tinham em seu DNA habilidades mais generalistas, que as permitiram se adaptar e não depender de um nicho específico, mais vulnerável a sofrer devastação. *Management* de qualidade representa precisamente esse equipamento genético generalista. Companhias com executivos inspiradores, que pensam estrategicamente e fora da caixa, que se antecedem às tendências, que tomam riscos quando têm que ser tomados, invariavelmente aproveitam estes momentos de solavancos para saltarem adiante. Num país como o nosso, com alguns setores oligopolizados e protegidos, e outros ainda fragmentados com participantes pouco sofisticados e fragilizados, os *payoffs* podem ser consideráveis.

Quem conseguir preservar minimamente a cadeia de produção, estiver com uma posição financeira sólida e tiver agilidade para se movimentar no pós-crise poderá capturar ótimas oportunidades. O diferencial competitivo das companhias de qualidade deve aumentar. Se, como vimos acima, o segredo do mistério da vida reside na capacidade de preservar o sistema de ligações químicas, da mesma forma, um indicador de saúde das companhias está na habilidade de preservar sua rede de trocas vitais. Já observamos profundas diferenças nas reações das empresas nestes momentos de particular desafio. Algumas, no reflexo de sobrevivência, cancelaram contratos, acionaram cláusulas de força maior e abandonaram fornecedores. Talvez não tenham tido alternativa. Ou não: talvez tenham se precipitado correndo na direção errada, indo ao encontro do epicentro do tornado. No outro extremo, temos conhecimento de companhias que estão se valendo de sua vantagem competitiva de liderança em seus mercados e

de seus balanços robustos para reforçarem os elos estratégicos com fornecedores e clientes. Não temos dúvidas de que a retomada para este conjunto privilegiado de companhias será virtuosa.

Ainda nestas avaliações de médio-longo prazo, considerações sobre o ambiente macroeconômico também serão pertinentes. E aqui, algumas preocupações começam a aparecer. Aquelas conquistas do passado recente, mencionadas mais acima, sobre as quais justificadamente o mercado apoiava boas expectativas, já não seriam tão óbvias. O expressivo empenho fiscal para lidar com a paralização da economia em regime de confinamento representa uma guinada radical na orientação das políticas de governo e pode inaugurar uma temporada de apreensões: trajetória dívida/pib voltando a subir, liquidez no sistema com choque de oferta podendo trazer inflação, e com ela necessidade de aumento dos juros, sem falar na recaída do Congresso, de onde já se volta a ouvir propostas populistas e nostalgias assistencialistas. O câmbio, ao que tudo indica, deve encontrar seu equilíbrio em um patamar acima do que pensávamos no passado. As companhias expostas precisam fazer um esforço adicional para se ajustar. Mais recentemente, distúrbios de governança em Brasília provocando um *turn over* acintoso no primeiro escalão do Executivo contribuem para aumentar as incertezas no momento em que o país mais precisa de estabilidade institucional e concertação política. Como sempre dissemos, o aspecto macro é subsidiário em nosso processo de investimento, onde o foco central se dá nas companhias e seus negócios. Mas um eventual recuo nestas conquistas certamente retardaria a recuperação econômica, trazendo impacto relevante para a nossa carteira.

O momento é de particular desafio. Estamos enfrentando realidades novas que trazem elevado nível de incertezas. Mas não estamos tateando no escuro. Temos confiança em nosso ferramental analítico e nos princípios que nos guiarão através da espessa neblina. Disciplina, foco, dedicação, humildade, diligência, integridade, serenidade, honestidade intelectual, perspectiva de longo prazo. Não vamos dialogar com experimentos ou falsos oportunismos. Estamos calibrando os instrumentos para incorporarmos aprendizados enquanto navegamos. Temos convicção que ao fim desta turbulência teremos um portfólio ainda mais robusto com companhias de qualidade prontas para se beneficiar de um horizonte de oportunidades.



## Introspecções

Com o avanço das descobertas nas áreas da psicologia cognitiva e social nos últimos cinquenta anos, hoje temos uma compreensão muito mais profunda dos processos de julgamento e de tomada de decisão. Sabemos que os indivíduos tendem a automatizar tarefas rotineiras a fim de liberar recursos cognitivos escassos para as atividades que exigem maior capacidade de deliberação e raciocínio. Trata-se da contínua divisão de especializações entre os Sistemas 1 e 2, classicamente descrita por Daniel Kahneman. De forma coletiva, as sociedades também avançam incorporando atalhos cognitivos, economizando recursos mentais escassos e assumindo que muitas variáveis cotidianas são tratadas como dados que não merecem ser submetidos a questionamentos recorrentes (crf. Krakauer, 2020). De fato, estas heurísticas e regras de bolso costumam funcionar com razoável acurácia, em condições normais de temperatura e pressão, ou seja, admitindo certa estabilidade no ecossistema. Quando o ambiente muda, estes julgamentos e seus comportamentos/hábitos derivados podem eventualmente mostrar-se mal-adaptados. Talvez estejamos experimentando um destes momentos transformacionais que demandam um “reset” em nosso sistema operacional, a fim de repensarmos novas maneiras de navegação diante de interfaces distintas. São fases de transição que poderão exigir uma boa dose de esforço adaptativo de todos. Indivíduos, empresas, governos e sociedade civil. Tais circunstâncias costumam acelerar o processo de “destruição criativa”, além de engendrar um salto no quantum de inovação das sociedades.

Sabe-se que a medicina tradicional chinesa incorpora uma visão holística das doenças, associando as patologias a estados da alma. Trata-se de uma abordagem com base filosófica, não-científica para os padrões ocidentais, profundamente enraizada em uma prática terapêutica milenar. Pois bem, neste contexto, prevalece o entendimento de que as doenças somatizadas nos pulmões têm sua origem no estado emocional da tristeza. Sob esta visão, o mundo acometido pela Covid-19 estaria doente porque triste, triste porque doente. A doença na tradição oriental é a expressão de que algo precisa mudar. A forma de restaurar o equilíbrio da energia vital é um processo que requer mudanças em ambientes, pensamentos, hábitos e costumes.

Pensar o mundo de uma forma mais sistêmica é uma das transformações que vinha se desenhando. Como vimos, nos tornamos mais conectados, aproveitando as especializações de cada recanto. Benefícios significativos

foram colhidos como os milhões de desfavorecidos que ultrapassaram a linha da pobreza. Por outro lado, externalidades negativas e consequências não intencionais surgiram, e estas ninguém reivindica autoria. Benefícios intramuros, custos porta para fora. E assim, as questões ambientais se tornaram mais sensíveis. Diz-se que em algumas regiões da China, com o desligamento completo de indústrias, a queda no número de óbitos esperados por questões respiratórias ligadas à poluição foi maior do que o aumento de mortes provocado pela Covid. Quando o desastre “salva” vidas é sinal de que atingimos um limiar insustentável. Excessos à parte, era de se imaginar que com a pandemia, os temas ambientais cujos impactos se sentem mais diluídos no tempo, pudessem ficar para segundo plano. Não parece ter sido o caso.

Uma evidência tem sido o comportamento dos investimentos ESG ao longo deste ano. ESG é um acrônimo inglês usado para caracterizar ativos que observam critérios ambientais, sociais e de governança diferenciados, estando associados a padrões que classificam os investimentos como sustentáveis, responsáveis e éticos. Nestes dias de pandemia, a classe de ativos ESG apresenta desempenho superior à maioria das demais, registrando influxo positivo de recursos. Trata-se de uma mensagem clara: o entendimento por parte dos investidores de que problemas graves e inesperados terão de forma crescente origem no ambiente externo, e que companhias que tenham formado cultura, incorporado vivência e desenvolvido mentalidade respeitando cada um destes aspectos estariam melhor preparadas para enfrentar tais desafios.

### *Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até abril de 2020*

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
<b>60 meses</b>	94,9%	47,1%	43,2%
<b>36 meses</b>	49,0%	25,8%	23,1%
<b>24 meses</b>	29,4%	-4,1%	-6,5%
<b>12 meses</b>	6,2%	-15,1%	-16,5%
<b>No ano (2020)</b>	-23,9%	-30,1%	-30,4%

Valor da cota em 30/04/2020 = R\$ 1.012,562469600

# 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	53,2%	31.570,4%	26,5%	875,9%

2020	DYNAMO COUGAR*		IBOVESPA**	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	-0,1%	-0,1%	-7,1%	-7,1%
FEV	-13,0%	-13,0%	-13,1%	-19,3%
MAR	-41,2%	-48,9%	-39,3%	-51,0%
ABR	10,6%	-43,5%	5,6%	-48,3%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 4.076.547.460

(\*) 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.

A tragédia em tempo real mobiliza a país. O vírus avança, fazendo-nos correr desesperados contra o tempo. E o tempo colapsou as mazelas históricas da nossa sociedade disfuncional. Neste caso, recrutamos força emergencial e seguimos tentando evitar o pior. Acontece que o país ainda convive com estatísticas brutais: cerca de cinquenta mil homicídios-ano, trinta mil mortes em acidentes de trânsito-ano, a grande maioria por imprudência e ou negligência, onze mil óbitos por ano atribuídos à falta de condições sanitárias básicas. Para fins das ações de planejamento no âmbito do SUS, a Secretaria de Vigilância trabalha com o conceito de “mortes evitáveis”, definidas como aqueles óbitos que seriam “preveníveis, total ou parcialmente, por ações efetivas dos serviços de saúde que estejam acessíveis em um determinado local e época”. Na última estatística consolidada para o país, calcula-se que as “mortes evitáveis” em 2017 seriam da ordem de seiscentas mil! Ou seja, experimentamos todos os anos múltiplas Cvids que passam despercebidas pelo véu da nossa incompetência social e indiferença pessoal. O Brasil vem desprezando a vida como *default*.

O momento de profunda consternação precisa deixar legado mais permanente. Os antigos diziam que o homem essencialmente é um ser que esquece. Trata-se de um alerta fundamental. Precisamos construir mecanismos para lidar com os enguiços da nossa natureza. Envolvimento coletivo parece ser o caminho. Solidariedade vem do latim sólido, inteiro, firme, completo. Exercer a solidariedade implica comprometer-se com algo superior, buscando solidificar, consolidar. Que possamos traduzir a dor aguda do presente em propósito solidário para um futuro duradouro.

Rio de Janeiro, 18 de maio de 2020.

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