

## Keynes como Investidor<sup>1</sup>

Keynes é sem dúvida um dos economistas mais influentes de todos os tempos e uma enorme quantidade de livros e artigos tem sido publicada sobre ele e sobre suas ideias, desde seu falecimento em 1946. Mais recentemente, com a crise de 2008 e suas similaridades com a Grande Depressão de 1930, e com a injeção de liquidez na economia americana promovida pelo FED (*quantitative easing*), o interesse pelo seu trabalho ressurgiu de forma vigorosa.

Embora seja fácil descobrir o que Keynes pensava a respeito do mercado de ações e seus efeitos sobre a economia (a própria *Teoria Geral*, por exemplo), tarefa mais difícil é a de encontrar referências escritas sobre sua experiência pessoal como investidor<sup>2</sup>. Por estas razões, gostamos muito quando soubemos através de um amigo investidor<sup>3</sup> da edição feita pela *Cambridge University Press* em conjunto com a *Royal Economic Society* das obras completas de Keynes, uma coletânea de livros, artigos e correspondências consolidando sua enorme produção escrita em trinta generosos volumes, alguns dos quais com quase mil páginas. O que nos parece mais interesse foram as suas cartas, escritas de maneira bastante informal, como se fossem os emails de hoje. Algumas dessas cartas revelam inclusive as emoções de Keynes, principalmente sua irritação, quando alguém discordava de suas opiniões.

Os escritos sobre investimento estão contidos nas primeiras 110 páginas do Volume XII. Keynes envolveu-se com finanças e mercados em três diferentes papéis. Primeiro, como investidor individual ativo, que comprou sua primeira ação aos 22 anos de idade. Keynes foi um especulador frequente em diversas classes de ativos, especialmente após 1919, quando deixou o Tesouro. Depois, como Bursar<sup>4</sup> do King's College, em Cambridge e, finalmente, como membro do conselho de companhias seguradoras e *investments trusts* na City.

Embora Keynes tenha eventualmente concluído que o investimento fundamentalista de longo prazo é a melhor

abordagem (falaremos sobre isso mais à frente no texto), ele foi essencialmente o que hoje classificaríamos como gestor de um *macro hedge fund*, um fundo multimercado. Keynes investia e especulava em ações – preferenciais ou ordinárias, na Inglaterra ou nos Estados Unidos -, títulos de dívidas globais, moedas, commodities (seus escritos a respeito cobrem quase 400 páginas do Volume XII), e até em imóveis. Keynes começou a 'operar' nesses mercados de forma consistente em 1919 e permaneceu ativo até praticamente sua morte, embora tivesse reduzido a atividade em seus últimos anos.

Assim como a maioria dos *hedge funds*, Keynes operava frequentemente com uso de alavancagem e, por vezes, em volumes substanciais. Esta é certamente a razão por trás de uma de suas citações mais famosas: "*Os mercados podem permanecer irracionais por mais tempo do que você ou eu podemos ficar solventes*". Naturalmente, isto só faz sentido no contexto de um investidor que opera alavancado.

Por conta desta ousadia e alavancagem, os resultados obtidos na gestão de seu próprio patrimônio apresentam uma volatilidade estonteante. De acordo com suas próprias anotações, Keynes chegou a ter um patrimônio líquido negativo em 1920, resultado de posições equivocadas em moedas, especialmente em marco alemão, lira italiana e franco francês. Neste episódio específico, ele chegou a se recuperar rapidamente. Mas em outros anos de perdas, a recomposição de patrimônio demorou mais tempo, como pode ser visto pela tabela na página 2.

Há vários aspectos interessantes que podemos extrair desta tabela<sup>5</sup>. O período de 26 anos compreende a quebra da Bolsa em 1929, a Grande Depressão, outra recessão importante e uma guerra mundial. Ainda assim, Keynes conseguiu gerar um retorno composto de 13,2%<sup>aa</sup>. Neste mesmo período, os mercados de ações na Inglaterra e nos Estados Unidos renderam apenas 1,8%<sup>aa</sup> e 2,5%<sup>aa</sup>, respectivamente.

Mas foi uma travessia acidentada. Keynes teve cinco quedas anuais superiores a 30% (em oito anos de resultados negativos). Em 1929, seus ativos líquidos representavam menos da metade de quando ele começou dez anos antes.

1 Esta Carta é a tradução para o português do *Dynamo Fund Report May 2013*, escrita pela equipe da *Dynamo* de Londres. As citações no original são traduções livres. Naturalmente, quaisquer imprecisões ("tradução, tração") são de nossa responsabilidade.

2 Há um texto abrangente sobre este assunto: "Keynes as a stock market investor", escrito em setembro de 2011 por David Chambers e Elroy Dimson.

3 Somos muito gratos a Gary Channon do *Phoenix Asset Management Partners Limited* por nos ter apontado esta direção.

4 Bursar é o responsável por gerir os negócios financeiros de uma universidade.

5 A fonte desta informação é a tabela 8, página 113, do mesmo volume XII.

	Valores Mobiliários	Outros Ativos	Empréstimos	Ativos Líquidos	Resultados Anuais	Acumulado desde 1919
<b>1919</b>	14.453	17.360	15.498	16.315		100
<b>1920</b>	19.000	-00	20.837	-1.837	-111%	-11
<b>1922</b>	14.288	10.050	2.720	21.618	n.m.	133
<b>1923</b>	26.839	8.725	1.200	34.364	59%	211
<b>1924</b>	56.976	8.021	1.200	63.797	86%	391
<b>1925</b>	26.507	18.303	1.200	43.610	-32%	267
<b>1926</b>	27.550	15.450	2.200	40.800	-6%	250
<b>1927</b>	78.500	12.400	46.900	44.000	8%	270
<b>1928</b>	35.480	3.370	25.790	13.060	-70%	80
<b>1929</b>	18.165	3.650	14.000	7.815	-40%	48
<b>1930</b>	20.565	56.960	65.000	12.525	60%	77
<b>1931</b>	19.488	7.575	11.965	15.098	21%	93
<b>1932</b>	23.994	17.552	19.774	21.772	44%	133
<b>1933</b>	78.925	55.156	78.859	55.222	154%	338
<b>1934</b>	299.363	11.987	165.343	146.007	164%	895
<b>1935</b>	377.450	31.440	188.271	220.619	51%	1.352
<b>1936</b>	692.059	113.950	299.347	506.662	130%	3.105
<b>1937</b>	346.697	58.582	190.035	215.244	-58%	1.319
<b>1938</b>	250.285	37.752	106.470	181.567	-16%	1.113
<b>1939</b>	267.605	41.026	109.136	199.495	10%	1.223
<b>1940</b>	188.353	43.392	60.655	171.090	-14%	1.049
<b>1941</b>	193.992	40.042	28.753	205.281	20%	1.258
<b>1942</b>	243.057	30.736	19.720	254.073	24%	1.557
<b>1943</b>	308.058	36.956	31.643	313.371	23%	1.921
<b>1944</b>	365.864	35.613	46.167	355.310	13%	2.178
<b>1945</b>	436.194	13.930	38.886	411.238	16%	2.521

Fonte: *The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume XII, ed. Donald Moggridge, Cambridge University Press.*

Do pico em 1924 até o chão em 1929, ele caiu 88% e só voltou à sua maior marca d'água em 1934.

Por outro lado, Keynes obteve retornos superiores a 30% em oito anos, dos quais três foram acima de 100%. De forma consistente, ganhos excepcionais foram obtidos durante o período de cinco anos entre 1932 e 1936, quando ele conseguiu compor um retorno de 102%<sup>aa</sup> (na sequência, perdeu 58% em 1937). De fato, Keynes faleceu sem conseguir levar seu patrimônio de volta à maior marca d'água de 1936.

Ajustado pela inflação, o patrimônio de Keynes de £ 411.238 em 1945 seria equivalente a algo em torno de £ 14 milhões hoje. Se usarmos o PIB per capita como fator de ajuste<sup>6</sup>, este montante aumentaria para cerca de £ 48 milhões.

6 Pode-se argumentar que ajustar valores históricos de riqueza pela inflação não

O desempenho de Keynes como gestor dos investimentos no King's College também foi muito bom. Os investimentos lá eram separados em diferentes carteiras, sendo que a mais relevante para nossa análise era a chamada *The Chest*, já que na prática não era tão limitada em termos de ativos elegíveis. Neste mesmo período de 26 anos em que analisamos a performance de seu portfólio pessoal, o retorno composto da *The Chest* foi de 9,8%<sup>aa7</sup>, muito superior ao retorno do mercado de ações no período. Um resultado bastante respeitável considerando que Keynes não tinha o mesmo grau de liberdade de sua carteira privada e, sendo assim, provavelmente não teria usado tanta alavancagem.

Keynes recebia críticas de seus contemporâneos no King's College. Ele foi um vendedor pesado de ativos imobiliários nos anos 1920's e início de 1930's e seus críticos não aprovavam o fato dele usar os recursos obtidos com essas vendas para "especular" no mercado de ações. Numa análise *post mortem*, preparada para um comitê da universidade em maio de 1938, Keynes assim respondia aos seus oponentes:

*"Alguns Bursars teriam sem receio investimentos em imóveis sem preço e sem valor de mercado. Mas se eles tivessem que avaliar esses ativos pelo preço de venda disponível no mercado a cada balanço, seus cabelos ficariam brancos rapidamente. O fato de você não saber o real valor de mercado do ativo não torna seu investimento mais seguro, como se supõe comumente... Mas é verdade, infelizmente, que a organização moderna do mercado de capitais exige do detentor de ações em bolsa muito mais nervo, paciência e fibra do que do detentor de outras formas de riqueza. Todavia, é mais seguro ser*

*reflete o aumento no verdadeiro poder de compra ao longo do tempo. Alguns economistas prefeririam o PIB como fator de ajuste, como melhor medida do poder econômico desta riqueza. Entretanto, se o que se quer é ajustar o preço de um bem, melhor seria usar uma medida de inflação ou de salário. Para aqueles interessados no assunto, recomendamos gastar algum tempo em [www.measuringworth.com](http://www.measuringworth.com)*

7 Embora o retorno do *The Chest* tenha sido inferior ao de seu portfólio particular, isso deve ser dito, ele também foi menos volátil. O maior drawdown do fundo, de 1927 a 1931 foi de 50%, comparado à queda de 82% em suas finanças pessoais, entre 1927 e 1929.

*um especulador do que um investidor, no sentido da definição que uma vez eu dei ao Comitê, de que o especulador é aquele que toma riscos sobre os quais tem consciência e o investidor toma riscos sobre os quais não tem consciência”.*

Enquanto Keynes tinha quase total discricionariedade como Bursar no King’s, sua experiência como conselheiro de diversas instituições em Londres foi completamente diferente. Mesmo com sua reputação e poder de persuasão, era difícil para Keynes convencer quem não tinha seu nível de convicção, nem tampouco sua estamina, para lidar com *drawdowns* severos, evitando sair do mercado nos momentos errados. Mas foi no contexto destas discussões que ele teve oportunidade de expor algumas de suas ideias mais interessantes.

Por diversas ocasiões, Keynes defendeu sua posição de que seria melhor ter um portfólio concentrado ao invés de um muito disperso. Em 1940, F. C. Scott, membro do conselho da Provincial, queria reduzir o tamanho da posição em Electric Power & Lighting e em United Gas, duas companhias que Keynes conhecia bem e gostava. Após um pouco da história destas duas posições, Keynes escreveu: *“Você não vai acreditar em mim, eu sei. Mas é a partir destas poucas e grandes posições com as quais nos sentimos bem é que se fazem todos os lucros... Da cesta ordinária de investimentos não se ganha nada”.*

A seguir, em janeiro de 1942, Keynes escreveu novamente para o mesmo Scott, claramente num tom de frustração desculpando-se por ter adquirido uma posição grande numa ação específica: *“Peço desculpas por ter assumido posição tão grande na Elder Dempster... Estava novamente padecendo de minha ilusão crônica acreditando que uma ação boa é mais segura dos que dez ruins, e estou sempre esquecendo que praticamente ninguém mais comunga desta particular ilusão”.*

Scott, que também escrevia muito bem, respondeu numa longa carta após quase duas semanas: *“... Sinto-me inclinado a desafiar sua premissa de que no caso das informações que tínhamos disponíveis sobre a Elder Dempster, você se acha no direito de dizer que selecionou uma ação vencedora, ou que dez outros investimentos escolhidos de forma cuidadosa não teriam se provado uma escolha mais robusta. Você sabe perfeitamente que, de forma astuta, você deturpou a questão pela maneira como você a colocou. No final das contas, se eu tivesse dado £ 20,000 em suas mãos para você investir, eu certamente me sentiria mais confortável se soubesse que você espalharia esse montante em quatro investimentos, ao invés de um apenas”.*

Apesar de dizer no primeiro parágrafo de sua resposta que se limitaria a alguns breves pontos, Keynes acabou escrevendo uma longa carta na qual destaca que os aspectos pertinentes para a questão da concentração seriam os seguintes:

*“... (1) Confesso que comprei demais desta ação em particular e que teria me saído melhor se tivesse comprado menos.*

*(2) Quando dizia que teria preferido comprar uma ação boa ao invés de dez ruins, é claro, como você disse, eu estava distorcendo a questão. Deveria ter dito que preferia um investimento sobre o qual tenho informação suficiente para formar um julgamento, ao invés de dez outros sobre os quais tenho pouca ou nenhuma informação...”.*

Numa análise dos retornos obtidos nos nove anos terminados em dezembro de 1937, Keynes argumentou que a performance superior do King’s College foi resultado de um portfólio mais concentrado, com 130 investimentos ao invés de 325 do Provincial: *“Estou convencido de que os bons resultados mostrados pelo King’s se devem principalmente à maior proporção de ativos em menos do que 50 posições preferidas. Colocar os ovos num maior número de cestas, quando não se tem tempo ou oportunidade para descobrir quantos buracos têm no fundo das cestas, é o jeito mais certo de aumentar risco e perda”.*

Em outra ocasião, em 1934, Keynes escreveu para Scott a fim de sustentar sua posição em relação a outro investimento do portfólio. Seu último parágrafo era claramente uma defesa de sua forte preferência por poucas posições grandes, embora reconhecesse limitações nesta abordagem: *“... é um erro pensar que alguém limita risco distribuindo a carteira demasiadamente em companhias sobre as quais se sabe pouco e não se tem razões para especial confiança. Obviamente, este princípio não deve ser levado muito longe. No entanto, na minha experiência, a real limitação desta aplicação na prática é o pequeno número de companhias sobre as quais podemos ter este tipo de sentimento em determinado momento”.*

Keynes claramente gostava da ideia de ser um investidor *contrarian*, mas tinha que enfrentar as reações dos pensadores mais convencionais. Em 1944, ele sugeriu ao Bursar de Eton, uma escola onde ele já tinha sido assessor, que comprasse títulos da dívida Australiana. Um banqueiro londrino chamado Jasper Ridley, que também já tinha assessorado o Bursar, era contra a ideia. Aliás, Ridley costumava se opor à maioria das sugestões heterodoxas de Keynes. Após uma discussão acirrada por telefone, Keynes escreveu para Ridley:

*Peço desculpas por ter sido irascível ao telefone. Meu princípio central de investimento é o de ir contra a opinião geral, no pressuposto de que, se todos concordam com seus méritos, o investimento torna-se inevitavelmente muito desajustado e, por conseguinte, pouco atraente. Agora, obviamente, não poderia ser diferente – o ponto central do investimento é que a maioria das pessoas não concorda com isso...”*

Outra questão notável presente no debate entre Keynes e Scott (da Provincial) era a respeito do objetivo de investimento da companhia seguradora. Na mesma correspondência sobre o excesso de concentração e o investimento na Elder Dempster, Scott argumentou que sua principal obrigação era *“... a de investir nossos fundos, que são a garantia que oferecemos aos nossos segurados para o cumprimento dos nossos contratos, de forma que a confiança pública nunca*

fique debilitada. Nossa segunda tarefa é a de assegurar que a maior parte destes recursos esteja numa forma semi-líquida, e a terceira é a de obter uma taxa de retorno razoável". Scott continua dizendo que os ganhos de capital não deveriam ser uma preocupação e que eles deveriam trabalhar para reduzir a volatilidade dos retornos ("... reduzir ao mínimo o balanço do pêndulo entre as cotações altas e baixas do mercado").

Em sua longa resposta, Keynes meio que se esquivou do ponto central do Scott. Àquela altura da vida (1942), Keynes desprezava tanto as flutuações de curto prazo do mercado, que não conseguia compreender como outros podiam ser tão impactados por ela. Seu argumento central contra Scott era que ele (Keynes) estava comprando títulos "... onde estou satisfeito com os ativos, com seu poder de geração de lucros e onde os preços de mercado pareçam baratos em relação a esses aspectos". Se ele estivesse certo a respeito destas considerações, ele teria atingido ambos os critérios de sucesso de investimento: "segurança em primeiro lugar" (sua interpretação da primeira obrigação mencionada por Scott) e ganhos de capital (ou lucros do capital, como ele se referia). Já que os mercados tendem a oscilar violentamente, uma política efetiva de segurança-em-primeiro-lugar praticamente levaria aos ganhos de capital.

Keynes também fez distinção entre perdas temporárias derivadas de marcação a mercado e perdas permanentes de capital. Ao defender o investimento na Elder Dempster, Keynes dizia: "Não tenho nenhuma expectativa em particular de apreciação desta ação num prazo curto. Eu a selecionei porque me pareceu excessivamente segura e, fora flutuações de curto-prazo, não acredito que ela vá cair nos anos à frente". Exatamente o que muitos *value investors* diriam hoje em dia.

Outro argumento recorrente em sua carta sobre os objetivos de uma política de investimentos para uma companhia seguradora dizia respeito ao benefício da concentração. Keynes desenvolveu o argumento um pouco além, comparando novamente os retornos do Provincial e do King's nos 20 anos anteriores. Sua conclusão foi a de que o King's obteve um desempenho desproporcionalmente melhor graças à concentração de posições maiores em relação ao total de ativos e a um portfólio menos diversificado. Keynes conseguiu restringir o portfólio do King's a um grupo de companhias que ele conhecia melhor (ele certamente tinha mais poder discricionário no King's do que no Provincial) e isso o levou a praticamente nenhuma perda importante e vários resultados positivos: "Tem havido muitas flutuações nos preços de mercado. Mas dentre os principais investimentos, não houve um sequer que não tenha se mostrado acertado. Desta forma, contra os lucros que inevitavelmente se acumulam, ocorreram comparativamente algumas poucas perdas compensatórias. Virtualmente, todas as nossas principais posições mostraram-se acertadas. Isto é o que eu chamo de uma política de segurança-em-primeiro-lugar, julgada a partir dos resultados".

Do nosso ponto de vista, a lição mais interessante a ser aprendida de Keynes foi como sua visão dos impactos do ambiente macroeconômico sobre os investimentos evoluiu ao longo dos anos. Em 1924, Keynes era um dos diretores da *The Independent Investment Company*, um veículo de investimento que levantou dinheiro público. O prospecto da IIC assim enunciava sua estratégia de investimento:

"...buscando obter um retorno sobre o capital investido maior do que aquele que estaria acessível ao investidor individual, e ainda guardando especial atenção para determinados princípios de investimento que agora são bem reconhecidos, mas que até então agiram com alcance limitado. Hoje se sabe que as flutuações nos valores relativos nos títulos de renda fixa longos e curtos, além das ações ordinárias, são todos afetados por um ciclo de crédito intermitente. Mudanças nas taxas de juros de curto prazo afetam o valor dos títulos longos num grau maior do que se poderia esperar, com o resultado de que lucros consideráveis podem ser obtidos migrando-se de uma classe de ativos para outra nas fases adequadas do ciclo de crédito... O resultado da experiência acumulada nessas matérias deixa claro que o curso dos eventos é suficientemente regular para permitir que aqueles que estejam em contato próximo e constante com a situação financeira, em certas instâncias, antecipem mudanças iminentes no curso do ciclo de crédito".

Mais fácil dizer do que fazer. A IIC não foi um empreendimento de sucesso já que, apesar do descrito no prospecto, seus diretores não conseguiram antecipar a forte queda do mercado ocorrida ao final da década. Keynes teve um momento particularmente difícil com O. T. Falk, outro diretor da IIC com quem ele teve um primeiro contato nos tempos do Tesouro e depois tornaram-se amigos. Suas discordâncias com Falk se intensificaram durante a queda acentuada dos mercados e a empresa ficou paralisada por algum tempo, pois o terceiro diretor se recusava a tomar posição em algum dos lados. Keynes se distanciou da IIC após este evento e ainda mais após sua doença em 1937.

Apenas 14 anos após o prospecto da IIC ser produzido, a opinião de Keynes a respeito de investimentos mudou completamente. Em maio de 1938, ele preparou uma análise *post mortem* tanto para a Provincial quanto para o Comitê do King's College, ao qual já aludimos anteriormente. Em ambos, ele deixa claro que, apesar ter sido o principal inventor do investimento do ciclo de crédito, ele jamais viu este conceito ser bem sucedido. Abaixo, um resumo curioso e simplista das suas ideias sobre *market timing* contidas numa carta de apresentação que acompanhava sua análise do desempenho na Provincial: "A coisa toda está resumida em algo que eu mencionei na versão original do meu memorando. É uma maneira muito mais segura e fácil no longo prazo fazer lucros nos investimentos comprando notas de £ 1 por 15s do que vendendo notas de £ 1 por 15s na esperança de

poder comprá-la a 12s 6d<sup>8</sup>". Ele ainda fez o ponto de que sempre haverá notas de £ 1 à venda por 15s precisamente porque muitos acreditam que elas podem cair para 12s 6d em seguida.

A análise *post mortem* para o King's College foi mais precisa em descrever o que Keynes via na época como uma abordagem de investimento bem sucedida. Keynes iniciou a seção II da sua análise com um *mea culpa*: "De fato, a lição principal que eu tiro dos resultados acima é oposta àquela que procurava mostrar quando, há quase 20 anos atrás, tentei persuadir pela primeira vez o College a investir em ações. Naquela altura, acreditava que o lucro poderia ser obtido pelo que chamei de uma política de ciclo de crédito, que se enunciava como manter essas ações nos momentos de queda e realizá-las nos momentos de alta..."

Em seguida, Keynes prossegue, explicando com clareza e precisão seus três princípios de investimento:

"Acredito agora que investir de forma bem sucedida depende de três princípios:

- 1 - Uma seleção cuidadosa de alguns poucos investimentos (ou alguns poucos tipos de investimento) considerando seu desconto em relação ao potencial valor intrínseco anos à frente, e em relação às alternativas de investimento da época;
- 2 - Uma firme manutenção destes investimentos em posições grandes nos tempos bons ou ruins, talvez por vários anos, até que eles tenham realizado seu potencial ou até que se torne evidente que foram adquiridos de forma equivocada;
- 3 - Uma posição de investimento balanceada, isto é, com diversidade de riscos, apesar de posições individuais grandes e, se possível, assumindo riscos opostos (por exemplo, uma posição em ações de ouro entre outras ações, já que as duas tendem a se mover em direções opostas quando há flutuações gerais)".

Keynes foi talvez o melhor economista da sua época. Era também extremamente bem informado. Tinha influência e mantinha contatos com importantes formuladores de políticas do Reino Unido e, até certo ponto, dos Estados Unidos e da Europa. Seu entendimento acerca dos meandros de vários diferentes mercados era impressionante. Ele vivia numa época em que a informação não era tão disseminada, nem imediatamente disponível e o escrutínio em relação ao *insider trading* era muito menor. Ele inventou o *market timing*, como nós chamaríamos hoje, ou o 'investimento do ciclo de crédito', como ele denominou. Se houvesse alguém, em algum momento no tempo, que realmente estivesse bem posicionado para ter sucesso consistente como um investidor macro, Keynes seria essa pessoa.

8 Até 15 de fevereiro de 1971 (dia-decimal ou dia-D), as unidades monetárias no Reino Unido eram expressas em libras (pounds £), que equivaliam a 20 xelins (shillings "s"), que por sua vez valiam 12 centavos (pences "d"). Sendo assim, uma libra equivaliam 240 centavos.

Ainda assim, encontramos um Keynes falando a respeito de valor intrínseco, concentração e horizonte de longo prazo ("através dos tempos bons e ruins") em seus três princípios. É isso que mais nos impressiona.

De fato, Keynes e Buffett não são muito diferentes. Ambos são fãs de probabilidade, se envolveram com seguros (a quintessência da indústria probabilística) e ambos investem de forma alavancada (embora, para ser justo com Buffett, sua alavancagem, o *float* de suas companhias seguradoras, não são obrigações passíveis de serem exercidas por terceiros, 'callable'). Embora Keynes conhecesse e tenha interagido com Ben Graham, não há indicações de que ele tenha lido o *Security Analysis*, publicado pela primeira vez em 1934. Mas o livro bem que poderia ter sido sua fonte de inspiração para os comentários sobre valor intrínseco.

Não obstante, existe uma diferença considerável entre Keynes e Buffett. Aparentemente, Keynes dedicava apenas 30 minutos por dia, de forma regular, para suas atividades de investimento, e ele assim o fazia quando ainda estava na cama, após despertar pela manhã. Esse era o período em que Keynes ligava para seus corretores, lia as páginas financeiras dos jornais e examinava os documentos das companhias. Os resultados de seus investimentos ganham uma perspectiva diferente quando realizamos quão pouco tempo ele efetivamente dedicava ao assunto.

Pedimos desculpas pelo uso excessivo de citações nesta Carta. Mas achamos justificável por acreditar na relevância de olharmos para as palavras do próprio Keynes, assim como para a construção de suas sentenças, suas ênfases, etc. Esperamos que vocês tenham gostado da leitura de seus escritos tanto quanto nós gostamos.

Rio de Janeiro, 29 de outubro de 2013.

## DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até setembro de 2013

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
60 meses	159,7%	10,5%	5,7%
36 meses	46,8%	-2,6%	-24,6%
24 meses	44,2%	18,1%	0,0%
12 meses	9,8%	1,5%	-11,5%
No ano	3,8%	-3,2%	-14,1%

Valor da cota em 30/09/2013 = R\$ 418,701958355

## DYNAMO COUGAR x FGV-100 x IBOVESPA (Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*		FGV-100**		IBOVESPA***	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	9,1%	9,1%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	165,3%	189,3%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-35,1%	87,9%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	6,6%	100,3%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	-4,1%	92,0%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-31,5%	31,5%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	116,5%	184,7%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-2,6%	177,2%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-8,8%	152,7%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-24,2%	91,7%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	145,2%	369,9%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	45,0%	581,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	30,8%	790,7%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	43,2%	1.175,8%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	68,4%	2.048,7%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-50,1%	973,3%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	151,9%	2.603,3%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	15,2%	3.013,2%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-20,6%	2.373,0%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	11,8%	2.664,3%	-1,4%	914,5%

2013	DYNAMO COUGAR*		FGV-100**		IBOVESPA***	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	1,7%	1,7%	3,3%	3,3%	0,8%	0,8%
FEV	1,7%	3,4%	-2,7%	0,5%	-3,3%	-2,5%
MAR	-0,9%	2,4%	-5,6%	-5,2%	-3,7%	-6,2%
ABR	0,8%	3,3%	-1,4%	-6,5%	-0,2%	-6,4%
MAI	-4,7%	-1,6%	-11,0%	-16,8%	-10,1%	-15,9%
JUN	-8,2%	-9,7%	-9,5%	-24,7%	-14,7%	-28,2%
JUL	-0,5%	-10,1%	-0,5%	-25,0%	-1,7%	-29,4%
AGO	-2,5%	-12,4%	0,1%	-25,0%	0,1%	-29,3%
SET	8,6%	-4,9%	9,8%	-17,6%	11,3%	-21,3%

**Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 1.998.264.619**

(\*) 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. (\*\*) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (\*\*\*) Ibovespa Fechamento.

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