

## Prezado Sócio,

Puxadas pela já conhecida TINA (*there is no alternative* – não há alternativa) e pelo FOMO (*fear of missing out* – medo de ficar de fora), as bolsas continuaram seu movimento de alta, mas com um breadth cada vez mais estreito. Em alguns dias de agosto, mais de 70% das ações do S&P 500 caíram, enquanto o índice fechava em alta. Isso é fácil de se entender, já que as maiores empresas têm peso maior no índice, porém o aviso é o mesmo: cuidado!

Já vimos esse filme algumas vezes na história e ele não tem um final feliz. O mercado começa a justificar o injustificável para fazer as ações subirem, mas achamos que estamos bem perto de um topo.

Na década de 20, o investimento mais certo era em ações de crescimento (*growth*), como rádio. Em 1929, os papéis da Radio Corporation of America, então queridinha do mercado, chegaram a ser negociados a US\$114. Em 1932, eles eram negociadas a apenas US\$2,50, apesar de o rádio ter crescido enormemente no período. O mesmo se deu com as companhias aéreas.

No início da década de 70 eram as Nifty Fifty, grandes empresas que eram consideradas “*buy and hold*”, ou seja, compre e as mantenha por um longo período de tempo. Não havia discussão, quem não as comprasse era considerado louco. O final, todos conhecemos.

No final da década de 90, foi a vez das ações da internet, considerada a nova economia. E, de fato, era, contudo, mais uma vez, descobrimos que não vale a pena pagar múltiplos exorbitantes por um possível ganho no futuro. Não vou mencionar a quase totalidade das empresas na época que não existem mais, entretanto vale a pena falar da Cisco.

Todos tinham ações da Cisco em 2000, era um “*must have*”. Com a internet crescendo rapidamente, ter ações de uma empresa que fornecia equipamentos para as outras era um “*no brainer*”. Apesar de o P/L (relação entre preço e lucro) da companhia estar acima de 120, não havia um analista recomendando vender ou até mesmo segurar as ações – todos eram uníssonos em recomendar “compra” ou “compra forte”.

Especulava-se na época que ela seria a primeira a atingir a famosa marca de US\$1 trilhão de valor de mercado. O então analista do Credit Suisse, Paul Weinstein, era um dos tietes da empresa que acreditava nesse *valuation* e chegou a prever, em um dos seus relatórios, que a Cisco atingiria essa cifra em menos de 3 anos. Mas ele não precisou esperar muito – pouco mais de um ano após seu famigerado relatório, as ações da já haviam caído 90%. E a Cisco se deu relativamente bem, já que ações como as da Sun Microsystems e da Nortel chegaram a cair mais de 96%.

Em 2007, novo time de campeões havia sido eleito, chamado de “*Four Horsemen*”, composto por Apple, Research in Motion, Google e Amazon. Interessante que quando o mercado começou a cair em 2007, muita gente correu para esses nomes. Google e Amazon chegaram a fazer novas altas ainda com o S&P 500 em baixa, porém, ao final do *bear market*, elas haviam caído 63% e 62%, respectivamente.

A tendência dos participantes de correr atrás desses grandes nomes no final de um *bull market* e perto de um topo de mercado não cansa de nos surpreender.

Hoje é a vez das FAANGs (Facebook, Amazon, Apple, Netflix e Google), que estão sendo negociadas a múltiplos ridículos, sem, contudo, parecer que alguém se incomode. As pessoas continuam comprando essas ações, como se realmente não houvesse alternativa, nem amanhã. O passado pode até não se repetir, mas rima.

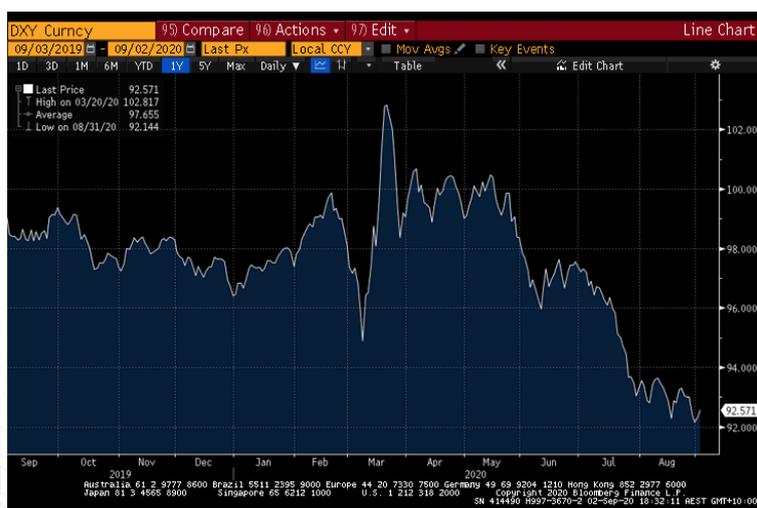
## Considerações Macro

Começamos essa análise macro com um *disclaimer* importante: não somos gestores macro, buscamos oportunidades e não tentamos prever o que julgamos ser imprevisível, como taxa de câmbio, crescimento do PIB, bolsa de valores e afins.

Com esse aviso em mente, vamos tentar discutir aqui um pouco sobre o mercado. Normalmente não fazemos isso, todavia estamos vendo uma concentração muito grande em uma só direção, o que nos convida a olhar para o outro lado. Como gostamos de dizer com frequência, quando todos estão do mesmo lado do barco, esse tende a virar.

O entendimento comum hoje é de que estamos indo para um período de forte inflação no mundo inteiro, capitaneado pelos EUA e um dólar mais fraco. Esse argumento é fácil de se fazer com base em dois pontos: o mar de dinheiro que foi e está sendo impresso recentemente e a baixa taxa de juros.

Começando com o dólar. Após o fechamento de várias cidades nos EUA por causa da pandemia, inúmeros trabalhadores foram agraciados com um cheque do governo federal. Um estudo publicado pelos economistas da University of Chicago concluiu que 68% dos recipientes desses cheques receberam mais quando não estavam trabalhando do que antes e 20% receberam o dobro. Com menos opções de onde gastar esse dinheiro, a demanda por dólares caiu, fazendo com que a impressão de dinheiro inundasse os mercados temporariamente e com que o dólar se enfraquecesse frente a outras moedas, como mostra o *Dollar Index* no gráfico abaixo.



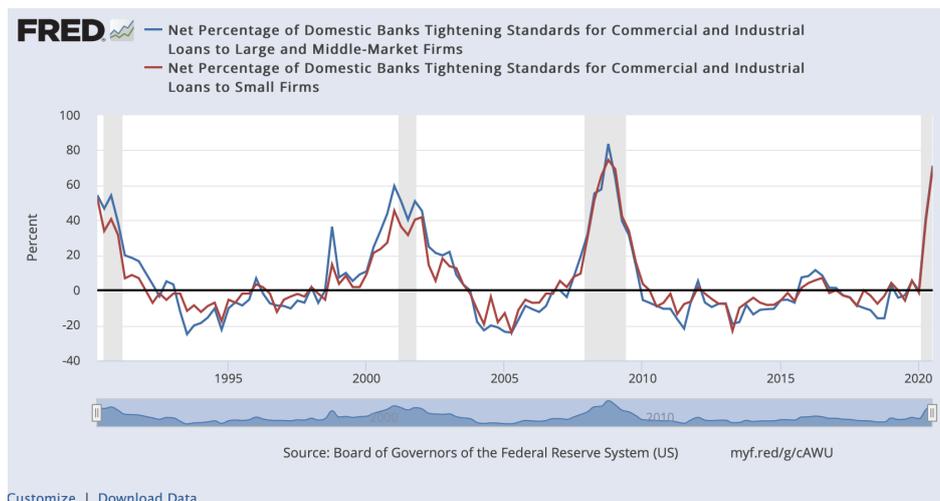
Fonte: Bloomberg

Como a partir de agora haverá uma redução no auxílio governamental, provavelmente a demanda por dólares deve aumentar, assim como sua força. Lembrando que há uma demanda natural enorme por dólares no mundo, por ser essa a moeda de reserva. O Fed, banco central americano, fez vários contratos de swaps com outros bancos centrais para amenizar o problema no começo do ano, que devem ser pagos ou renovados.

Além disso, se o comércio mundial for retomado, mesmo que parcialmente, o que é uma hipótese bem plausível, a demanda por dólares também deve aumentar, uma vez que a maior parte do comércio entre países é feito em dólares americanos.

O segundo ponto é mais polêmico, que é a baixa taxa de juros. Tendemos a acreditar que ela seja deflacionária em casos de países endividados. Vimos esse exemplo no Japão, na Europa e agora deveremos ver nos EUA. Achar que haverá inflação tão somente em razão da impressão de dinheiro não condiz com o que observamos num passado recente. Para se ter realmente inflação, esse dinheiro tem que se multiplicar por meio dos bancos comerciais e a velocidade da moeda deve aumentar. Não estamos vendo nenhuma dessas duas coisas acontecerem.

Muito pelo contrário, os bancos estão segurando crédito para empresas e indústrias, o que pode ser o maior risco para os mercados no momento. Note pelo gráfico abaixo que nos momentos em que os bancos seguram o crédito, costuma haver um *crash* na bolsa de valores e recessão na economia. Foi assim em 2000 e 2008. É isso que acontece em uma economia a base de crédito.



Fonte: FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis

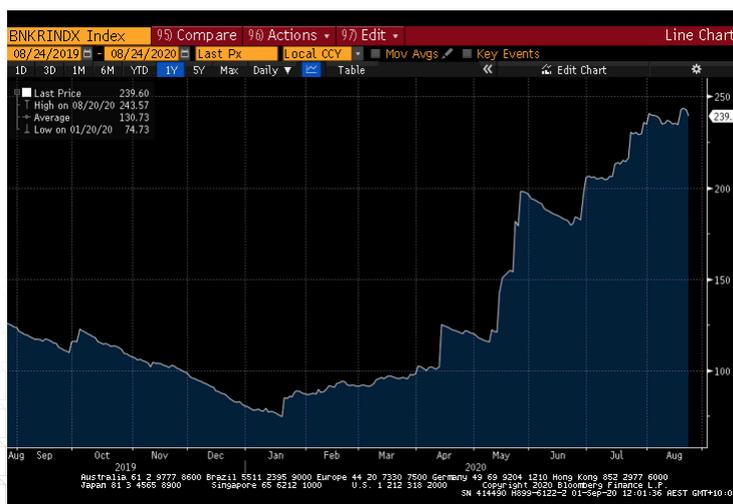
Esse fenômeno não se restringe, contudo, apenas aos EUA. Conforme pode ser visto no gráfico abaixo, que compara o índice EURO STOXX50 com a pesquisa do Banco Central Europeu (ECB) sobre mudanças no padrão de empréstimo, a atividade de crédito bancária funciona como um indicador antecedente (*leading indicator*) para os mercados e, no velho continente, onde os juros nominais negativos já são uma realidade há tempos, os bancos não estão concedendo empréstimos com muito vigor e, por conseguinte, a base monetária não está se multiplicando tanto.



Fonte: Bloomberg

Muitas empresas e indivíduos ganharam mais tempo para pagar suas dívidas e hipotecas por causa do Covid-19 e do auxílio do governo. Isso faz com que os bancos fiquem ainda mais criteriosos na concessão de empréstimo, já que se tornou ainda mais incerto como seus portfólios de crédito serão afetados. É importante lembrar que vários bancos americanos não passaram no último *stress test* do Fed há alguns meses e não poderão pagar dividendos ou fazer recompras de ações.

Além disso, com o número de falências só aumentando, como retratado no gráfico abaixo pelo Índice Bloomberg de Falências Corporativas nos EUA, várias empresas deixarão de pagar empregados, fornecedores e os bancos. Isso, por si só, é de natureza deflacionária, mas, no caso do não pagamento aos bancos, o efeito na economia é ainda mais relevante, dado que o efeito multiplicador das reservas fracionárias funciona ao contrário quando um empréstimo é cancelado, seja por ter sido pago de volta ao banco ou por se tratar de calote.



Fonte: Bloomberg

Para quem realmente sabe como funciona um banco central, é interessante observar como está sendo conduzida a compra de títulos pelo Fed. Na verdade, esse dinheiro não vai diretamente para os bancos, ele fica no próprio Fed, em nome do banco vendedor. Assim, os bancos comerciais não dispõem desses recursos diretamente para continuar o milagre do efeito multiplicador das reservas fracionárias, uma vez que os bancos agora têm menos reservas disponíveis para emprestar.

Imprimir dinheiro só por imprimir não significa muito, o que num primeiro momento pode parecer contraintuitivo. Devemos prestar atenção no que está sendo feito com ele. Se a velocidade da moeda, que é a frequência média com a qual uma unidade de moeda é gasta em um período específico de tempo, estiver caindo, significa que há menos demanda por ela, ou seja, menos produtos e serviços sendo consumidos e, conseqüentemente, menos inflação de preços. No gráfico abaixo, vemos que a velocidade da moeda caiu praticamente em linha reta esse ano.



Fonte: Bloomberg

As baixas taxas de juros significam para os detentores de poupança um menor retorno real de seus investimentos. Isso traz duas conseqüências imediatas. A primeira é a busca por ativos com maior expectativa de retorno e, claro, mais risco, o que ajuda a explicar o desempenho dos mercados acionários. A segunda é uma menor propensão ao consumo. Sem confiança de que os ativos proverão o rendimento inicialmente idealizado ou de que a economia continuará pujante, os agentes buscam uma forma de acumular mais capital e, para tanto, renunciam ao consumo imediato, o que constitui outra pressão deflacionária. Isso é particularmente visível no Japão, dono da maior poupança do mundo e líder em endividamento público [dívida/PIB], que convive com deflação há décadas.

Para adicionar uma camada de complexidade a isso tudo, há ainda o sistema *eurodollar*, que é pouco explorado por analistas, apesar do enorme impacto na dinâmica monetária mundial. Como existem depósitos em dólar fora do controle do sistema do Federal Reserve, na Europa, por exemplo, a multiplicação e contração de volume de dinheiro na economia mundial ganha contornos mais imprevisíveis e menos diretamente relacionadas à simples injeção de liquidez.

Ainda não estamos completamente convencidos de que o mundo entrará em uma fase de alta inflação, embora esse seja o pensamento vigente e dominante entre os agentes. Vamos provavelmente ver um aumento na inflação no curto-prazo, mas esse movimento talvez seja efêmero e monitoraremos o desenrolar disso.

O pensamento corrente e predominante faz com que investidores corram para a bolsa de valores, comprem commodities, invistam em empresas altamente endividadas e vendam títulos do tesouro americano, o que é justamente o contrário do que deveríamos fazer em um cenário de deflação. De uma coisa, no entanto, estamos convencidos: o mercado está muito caro e é importante ter cautela.

## Mercado

No simpósio de Jackson Hole, o presidente do BC americano, Jerome Powell, comunicou ao mercado uma alteração histórica na forma como o Fed atuará diante da inflação, confirmando uma postura acomodatória que tolerará níveis de inflação acima da meta de 2% ao ano e afirmando que não elevará os juros de forma preventiva. Embora ainda esteja sendo digerido pelos analistas, o comunicado deu força para os mercados que já vinham em viés de alta.

O S&P 500 bateu recorde histórico e fechou o mês a 3.500 pontos, com 7% de alta. O Nasdaq não ficou para trás e continua liderando entre os índices globais, com novo recorde histórico e alta de 11% no mês e de 33% ano.

Um componente importante de ambos os índices merece especial atenção, a Apple. A empresa foi a primeira a atingir US\$1 trilhão de valor de mercado em 2018. No dia 20 de agosto, ela atingiu a marca de US\$2 trilhões, ou seja, dobrou de valor em apenas 2 anos. Para se ter uma ideia da magnitude disso, a capitalização bursátil da Apple hoje é maior que o PIB brasileiro e com esse valor seria possível comprar todas as empresas listadas na B3, duas vezes, e ainda sobraria dinheiro para comprar a Berkshire Hathaway, do lendário investidor Warren Buffett.

A gigante de tecnologia, no entanto, não parou por aí e adicionou mais US\$250 bilhões em valor de mercado em pouco mais de uma semana, o que equivale ao valor das seis maiores empresas da bolsa brasileira juntas.

Na esfera fiscal americana, republicanos e democratas tentam chegar a um consenso quanto ao pacote de estímulo adicional que deve ficar entre US\$1 e US\$2 trilhões.

No *front* geopolítico, foram mistos os sinais advindos das tensas relações sino-americanas, que se acirram na luta por território em diferentes frentes.

No Brasil, a questão fiscal ocupou o cerne de muitas discussões e rumores acerca de uma eventual saída de Paulo Guedes do comando da pasta da economia fizeram com o que os ativos locais sofressem com elevada volatilidade.

O Ibovespa teve queda de 3,4% no mês e no ano acumula perdas de 14% em moeda local. O dólar fechou o mês com alta de mais de 5% frente ao real e, em 2020, sobe quase 37%. Mais do que a desvalorização, a grande oscilação da moeda brasileira suscitou discussões quanto a funcionalidade da mesma no contexto da economia real. A curva de juros brasileira oscilou de forma significativa ao longo do mês, refletindo as incertezas quanto ao futuro fiscal do país.

# L2 Alpha Global FIM CP

Agosto 2020

O ouro fechou perto da estabilidade em comparação ao mês anterior, mas chegou a registrar nova máxima nominal histórica ao flertar com patamares próximos aos US\$2.100/oz. O metal ganhou destaque no noticiário financeiro com a divulgação de que a empresa de Buffett, a Berkshire Hathaway, havia adicionado uma posição em ações de uma grande mineradora da *commodity* ao seu portfólio.

## L2 Alpha Global FIM CP

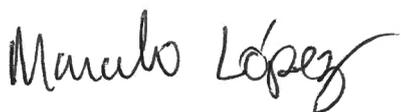
Seguimos aumentando nossa exposição ao urânio, um *call* que acreditamos ser o mais sólido e promissor dos últimos anos. Nosso Hedge Fund, o L2 International Opportunites Fund, focado na tese de urânio, já está subindo quase 50% esse ano – em dólar. E acreditamos que isso seja apenas o começo.

O L2 Alpha Global pode investir até 20% na tese de urânio e estamos fazendo isso em etapas, sendo que hoje já temos uma alocação superior a 10%.

Também estamos aumentando nossa exposição ao dólar americano, moeda de reserva mundial, reduzindo a *duration* do portfólio, fazendo algumas *covered calls* bem dentro do dinheiro e comprando *puts* curtas.

Agradecemos a você mais uma vez pela confiança e prestígio.

Cordialmente,



L2 Capital Partners