

Prezado Sócio,

Os índices acionários voltaram a subir em dezembro, com direito a novos recordes históricos. O Dow Jones subiu 3,2%, enquanto o S&P 500 teve alta de 3,7% e o Nasdaq de 5%. A bolsa brasileira seguiu o movimento das bolsas internacionais e subiu 9,3% em reais, o que reverteu a queda anual para uma alta de 2,9% em moeda local. Em dólares, o Ibovespa teve um resultado significativamente pior, já que o dólar subiu quase 30% frente ao real.

Como essa é a última carta do ano, faremos uma breve retrospectiva dos principais acontecimentos de 2020, um ano bastante atípico, para dizer o mínimo.

No início do ano, todas as projeções indicavam um ano bastante robusto para a economia brasileira. Não vamos nos ater a nenhum relatório de alguma instituição em específico, mas sim ao último boletim focus de 2019, que nos sugeria um crescimento do PIB em 2,30%, taxa Selic em 4,5% e o dólar terminando o ano a R\$4,08. Sabemos bem como esses números se comportaram.

Claro, ninguém contava com o Covid-19, que fez com que governos do mundo inteiro praticassem políticas de *lockdowns* e de distanciamento social, que criaram ambiente para um *crash* nos mercados acionários em março. Aliás, houve um *crash* em praticamente todos os mercados e em todas as modalidades de investimento. Vários negócios sofreram as consequências, enquanto outros se beneficiaram enormemente.

Não vamos entrar na discussão se os *lockdowns* foram justificados ou não, mas o fato é que eles ocorreram (e ainda estão ocorrendo) e isso fez com que testemunhássemos o *crash* mais rápido da história. Em meio à tormenta, os bancos centrais fizeram a única coisa que sabem: criaram mais reservas e reduziram as taxas de juros. Além disso, vários governos apelaram para o expansionismo fiscal para socorrerem com pacotes de ajuda os mais impactados. A reação das autoridades fez com que houvesse a recuperação mais rápida da história nos índices acionários.

Essa recuperação merece ser estudada. As bolsas realmente subiram, contudo é importante notar que 5 empresas, Microsoft, Apple, Google, Facebook e Amazon foram responsáveis pela maior parte dos ganhos, ou seja, a concentração (ou *breadth*) do mercado é assustadora. Cada vez mais, um número menor de empresas é responsável por conduzir os índices a patamares mais altos.

Com mais de 20 milhões de americanos desempregados, a inércia é muito grande e acreditamos ser difícil uma retomada total da economia. Mas enfim, com a taxa de juros no chão e com a indicação de que será mantida assim por mais alguns anos, o apetite por risco voltou com força total. Obviamente, taxas de juros artificialmente baixas causam uma grande instabilidade financeira, mas não queremos estragar a festa (ainda).

Como escrevemos em uma de nossas cartas, acreditamos estar em um período de bolha, onde existem boas narrativas para justificar o injustificável. A métrica preferida pelo mercado atualmente é a chamada TAM – *total addressable market*, ou mercado total potencial. Assim, um Uber ou Lyft dizem que o TAM deles é transportes. Com isso, seu valuation passa a ser justificado pelo pequeno percentual que eles representam desse enorme mercado de transportes. O lucro fica pra depois. A mesma coisa se aplica à Peloton, Tesla e Virgin Galactic, por exemplo. Isso, para nós, é um convite a voltar no tempo e lembrar da métrica preferida em 1999, *eyeballs*.

Outra coisa que chamou a atenção foi o desempenho das ações de crescimento (*growth*) sobre as de valor (*value*). As de crescimento vem tendo um desempenho muito melhor que as de valor há alguns anos, mas o que aconteceu esse ano foi uma anomalia. Usamos as ETFs da Vanguard no gráfico abaixo, já que elas representam bem o setor e são líquidas, para ilustrar esse ponto. Para aqueles que gostam de um *call contrarian*, esse pode ser um bom lugar para começar a buscar oportunidades.



Fonte: Bloomberg

Em um ano completamente atípico, outra coisa chamou a atenção: o preço negativo dos contratos de petróleo WTI em abril. Ao contrário do Brent, cuja liquidação é exclusivamente financeira, o contrato de petróleo WTI prevê liquidação física. Escrevemos sobre esse fenômeno [aqui](#), para quem quiser mais detalhes.

Em agosto, tivemos uma alta muito forte das ações de tecnologia, lideradas pela compra sem precedentes de *call options* (opções de compra) pelo varejo e pelo SoftBank. Isso fez com que vários vendedores dessas *calls* fossem obrigados a comprar as ações no mercado para se *hedgear*, o que impulsionou os índices acionários ainda mais.

Tivemos um recorde número de IPOs em 2020, assim como um recorde no número de empresas zumbis, que são aquelas cujos lucros operacionais não são suficientes para cobrir o serviço da dívida, ou seja, empresas que precisam emitir novas dívidas para honrarem as antigas. Qualquer semelhança com um esquema Ponzi não é mera coincidência.

Apesar da abundância de recordes e acontecimentos extremos, a empresa que mais chamou a atenção em 2020, pelo menos na nossa perspectiva, foi a Tesla. A fabricante de veículos elétricos, que nunca conseguiu entregar lucro operacional (ano passado ela conseguiu registrar lucro vendendo créditos "verdes"), subiu quase 9x esse ano, apesar de ter vendido menos carros e de a competição ter se tornado mais acirrada. No final do ano, a empresa tornou-se um componente do índice S&P 500 e, diga-se de passagem, foi a maior em capitalização de mercado a entrar no índice desde a sua criação.

Para coroar a "era das fraudes", como disse Jim Chanos, tivemos também um grande apetite por SPACs (*Special Purpose Acquisition Company*), empresas que são listadas em bolsa por meio de um IPO, que captam volumes altos de recursos e tentam comprar outras empresas já operacionais.

Além disso, assistimos ao renascimento do interesse pelo bitcoin, a criptomoeda mais famosa do mundo, que subiu mais de 200% esse ano, impulsionada pela criação desenfreada de reservas por parte dos bancos centrais. Como o bitcoin não pode ser inflacionado, já que existirão apenas 21 milhões de unidades quando todas tiverem sido mineradas, seu preço respondeu bem.

Por fim, houve as eleições para presidente nos EUA, disputadas acirradamente por Joe Biden e Donald Trump, sendo que, aparentemente, o primeiro foi eleito. Teremos que aguardar mais um pouco para ter o resultado final.

No mercado de urânio, aquele em que focamos grande parte do nosso tempo e energia, muitas coisas aconteceram. A primeira delas foi que, em razão da pandemia, algumas minas suspenderam temporariamente a produção em 2020. Como não se pode desligar um reator nuclear da noite para o dia, eles continuaram operando e consumindo urânio, enquanto a produção do insumo era interrompida.

Isso fez com que o preço da commodity subisse. Não só isso, até durante os períodos mais críticos da crise em março, quando até o ouro, considerado porto-seguro, caiu, o urânio se manteve incólume ou até subiu um pouco. Ele está se provando um hedge perfeito para vários fundos.

No nosso caso, que temos ações de empresas mineradoras, recebemos uma grata surpresa, com uma performance sem igual de todas as empresas nas quais investimos. Continuamos achando que esse é o melhor *setup* de investimento que já vimos, considerando a relação risco e retorno.

Outro movimento importante no setor foi a resolução e divulgação do relatório da NFWG (*Nuclear Fuel Working Group*), que trouxe como recomendações a compra pelo governo americano de US\$150 milhões por ano de urânio pelos próximos 10 anos, a sugestão de postergamento do RSA (*Russian Suspension Agreement*), e uma regulamentação mais eficiente da produção de urânio nos EUA, dentre outras.

Com relação ao *Russian Suspension Agreement*, esse relatório foi, de fato, seguido à risca. Os EUA e a Rússia chegaram a um acordo formal com relação ao RSA, que foi postergado por mais 20 anos e restringiu ainda mais a entrada de material russo no território americano, o que beneficiou diretamente as mineradoras americanas e “aliadas”, além de ter fomentado a conversão e o enriquecimento de urânio no país.

As *utilities*, que até então estavam esperando a resolução do NFWG para poderem voltar à mesa e assinarem novos contratos de longo-prazo, que são o padrão no setor, acabaram tendo que postergar ainda mais as negociações. Isso em razão do RSA, que só foi concluído no quarto trimestre, e que causou mais incertezas no setor, além do Covid-19, que trouxe uma miríade de complicações, especialmente no que tange à dinâmica da troca de combustível nuclear dentro dos reatores e às medidas de distanciamento social.

Assim, as *utilities* se viram obrigadas a usar ainda mais o estoque que tinham e tentar acessar o mercado *spot*, que teve um recorde de negociações esse ano. Na nossa opinião, um dos impactos mais marcantes da pandemia no setor foi justamente a redução dos estoques, que agora são de cerca de 2 anos para as *utilities* americanas e 2,5 anos para as europeias.

É importante salientar que o ciclo do urânio, que tem início no momento em que ele sai de uma mina até entrar em um reator nuclear, dura cerca de dois anos. No processo, o urânio é convertido em gás, enriquecido, transformado em pastilhas, posto em *fuel rods*, para somente depois entrar em um reator. Esse processo é demorado, uma vez que ele pode ocorrer em partes diferentes do mundo, ou seja, o urânio pode ser minerado na Austrália, convertido em gás no Canadá, enriquecido no Reino Unido e fabricado na Suécia para entrar num reator em Angra, por exemplo.

Assim, ter um estoque de urânio de 2 anos é praticamente trabalhar com o famoso (e particularmente arriscado) sistema *just-in-time*. E ninguém quer operar um reator que custa bilhões de dólares e leva vários anos para ser construído e com o risco de não ter o combustível necessário para poder gerar energia limpa. Portanto, uma das consequências do Covid-19 foi justamente a antecipação da tese de investimento em urânio para até 2023, que originalmente deveria ocorrer no mais tardar até 2024, quando a maior parte dos contratos de longo-prazo vence.

Além disso, a grande notícia (2 vezes até) esse ano foi a suspensão da produção de Cigar Lake, segunda maior mina de urânio do mundo e maior em operação hoje, já que a produção de McArthur River, a maior do mundo, está suspensa há 2 anos. Essa notícia impactou os preços, juntamente com a suspensão da produção por pelo menos 3 meses no Cazaquistão, maior produtor mundial, responsável por uma fatia de cerca de 40% do mercado.

Esse é um mercado tão disfuncional, que as duas maiores produtoras mundiais, Kazatomprom e Cameco, se tornaram compradoras da *commodity*. Imagina isso, um mercado onde os maiores produtores são os maiores compradores – não faz sentido algum.

Em meio a tudo isso, nossas posições subiram bem, com mineradoras subindo algo entre 50% a 400% esse ano. O gráfico abaixo da Paladin mostra o comportamento do preço da ação no último *bull market*, em azul, em contraste com o ponto em que estamos agora, em branco, e nos permite ilustrar o potencial “explosivo” de alta desse mercado. Como podemos notar, a empresa já mais que dobrou de preço, mas nada que se compare aos mais de 50.000% de alta que ela alcançou no período retratado abaixo. Do começo ao final do *bull market*, a ação subiu quase 90.000%. Obviamente a empresa hoje é diferente do que era então, está endividada e isso não é, de forma alguma, uma recomendação de investimento.



Fonte: Bloomberg

Esperamos um forte 2021 para as empresas do setor e estamos bem posicionados para participar desse movimento.

Cenário Local

O noticiário local ficou esvaziado e seguiu o tom ditado pelos mercados internacionais. O início da vacinação em dezenas de países, a aprovação do pacote de estímulos pelo presidente Trump, a aparente resolução das eleições norte-americanas e a definição do Brexit foram suficientes para encorajar os agentes. Com isso, o principal índice acionário brasileiro teve forte alta e fechou o ano com uma modesta alta de 2,9%, com direito a bater recorde histórico no intraday.

L2 Alpha Global FIM CP

Dezembro 2020

O apetite por risco também teve efeito no dólar, que caiu 2,5% frente ao real em dezembro, mas ainda assim encerrou cotado a R\$5,19, o que representa uma alta de quase 29% no acumulado de 2020.

Na última reunião do COPOM, decidiu-se pela manutenção da taxa básica de juros em 2% a.a. e a curva de juros teve um fechamento em praticamente todos os vértices.

L2 Alpha Global FIM CP

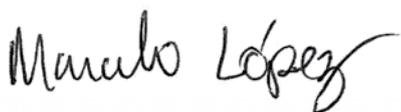
Nossa própria ETP (*Exchange Traded Product*) de urânio, na qual investimos por meio do Fundo, subiu impressionantes 53% em dezembro. Graças a ela, conseguimos ter acesso às empresas que consideramos melhores no setor.

Como já escrevemos antes, queríamos criar nossa própria ETP, porque entendemos que as ETFs nesse setor não selecionam as melhores empresas ou as empresas com maior potencial. Basta olhar o desempenho das mais famosas, que subiram entre 35% e 65%, enquanto nosso hedge fund internacional, focado nessa tese de investimento, subiu mais de 140% em dólar no mesmo período.

Também voltamos a aumentar nossa exposição ao bitcoin. Acreditamos que, assim como o urânio, haverá bastante volatilidade, porém com gordos retornos à frente. Estamos vendo um fluxo muito grande de compra de participantes institucionais, que parece só aumentar, com notícias de novos fundos investindo na criptomoeda a cada semana. É quase certo que, por causa dos ganhos extraordinários que obtivemos com o bitcoin num curto espaço de tempo, uma realização é esperada. Tendo dito isso, é bom frisar que não estamos vendendo. Isso, porque não fazemos *market timing* e consideramos que vale a pena participar de todo o movimento, inclusive com a volatilidade que ele entrega.

Como sempre, gostaríamos de agradecer a você mais uma vez pela confiança e pelo prestígio.

Cordialmente,



L2 Capital Partners

L2 Capital Partners

Rua da Paisagem, 480 / 807 | Vila da Serra - Nova Lima - MG | CEP: 34.006-059
t/f. + 55 31 2555 4780 | + 55 31 2531 4790

L2capital
partners