

Prezado Sócio,

Quase todos os principais índices acionários apresentaram declínio em janeiro, com exceção do Nasdaq, que reúne as empresas de tecnologia. Esse movimento não foi diferente no Brasil, que viu seu principal índice cair 3,3% em reais. O dólar voltou a subir, atingindo R\$5,47 no final do mês.

Normalmente não falamos muito sobre a parte macro, já que essa não é nossa especialidade, contudo gostamos de olhar em volta e ver sob outro prisma o ambiente no qual estamos inseridos, sempre tentando fugir das tendências correntes e pensando de forma independente.

Na nossa carta de agosto do ano passado (leia [aqui](#)), falamos um pouco sobre a parte macro e mencionamos um possível lado da equação no qual ninguém estava prestando atenção: baixa inflação ou até mesmo deflação – que é o que vem acontecendo no mundo desenvolvido. Só que, desde então, essa narrativa de inflação, que na época era um quase-consenso, agora é praticamente uma verdade indiscutível. Isso nos fez revisitar a tese e expor alguns pontos que julgamos importantes.

A narrativa é de que estamos entrando em um período de alta inflação, prova disso seria a alta nas commodities, que aumentaria os custos dos produtos e, conseqüentemente, se refletiria nos índices de preços. Não gostamos de estragar a festa de ninguém, mas vamos voltar ao ano passado para poder entender o que realmente aconteceu e como isso está se desdobrando agora no setor de commodities.

Com o surgimento do Covid-19 e as políticas de *lockdown*, várias minas no mundo inteiro reduziram ou até mesmo suspenderam temporariamente sua produção. Ao contrário da Grande Crise Financeira (GFC) de 2008, não houve destruição de demanda durante o ano, embora tivesse ocorrido durante o primeiro trimestre na China e segundo trimestre no resto do mundo.

Como as pessoas não puderam levar sua vida normal, alguns nem mesmo sair de casa, vários resolveram investir em suas próprias residências, construindo algumas amenidades (escritório em casa, home theater, piscina, etc.). Isso fez com que a demanda por commodities fosse maior que o normal, justamente em um período em que a produção estava em baixa, assim como os estoques.

Esse movimento acarretou uma alta expressiva nos preços das commodities, o que levou vários analistas a afirmar que a inflação já está aí. No entanto, na nossa opinião, isso pode ter sido simplesmente um *one-off*. Ninguém vai construir duas piscinas em casa ou dois escritórios. Isso é uma demanda futura que foi trazida ao presente e pronto. Duvidamos que vá ocorrer novamente nessas proporções, especialmente se observarmos os índices de desemprego no mundo, que ainda estão em níveis muito altos, impactando o poder de compra da população.

L2 Alpha Global FIM CP

Janeiro 2021

Para exemplificar, podemos olhar para o Dr. Cobre, um apelido dado ao metal por ser o indicador dos rumos da economia. Segundo o International Copper Study Group, organização intergovernamental de países produtores e consumidores de cobre, os estoques do metal nas principais bolsas do mundo (SHFE, LME, Comex) começou o ano a 300 kmt, bem abaixo da média de 450 kmt.

Após a suspensão de várias minas no Chile e redução na demanda no mundo ocidental no segundo trimestre, a China se aproveitou disso e refez seus estoques, o que ajudou a puxar o preço do metal a partir daí. Além do mais, com a busca de maior risco por parte dos investidores, o dólar sofreu bastante após forte alta no primeiro trimestre. Isso também ajudou o preço das commodities em geral, que são cotadas em dólar – abaixo o gráfico do dólar (invertido) com o cobre - a correlação impressiona.



Fonte: Bloomberg

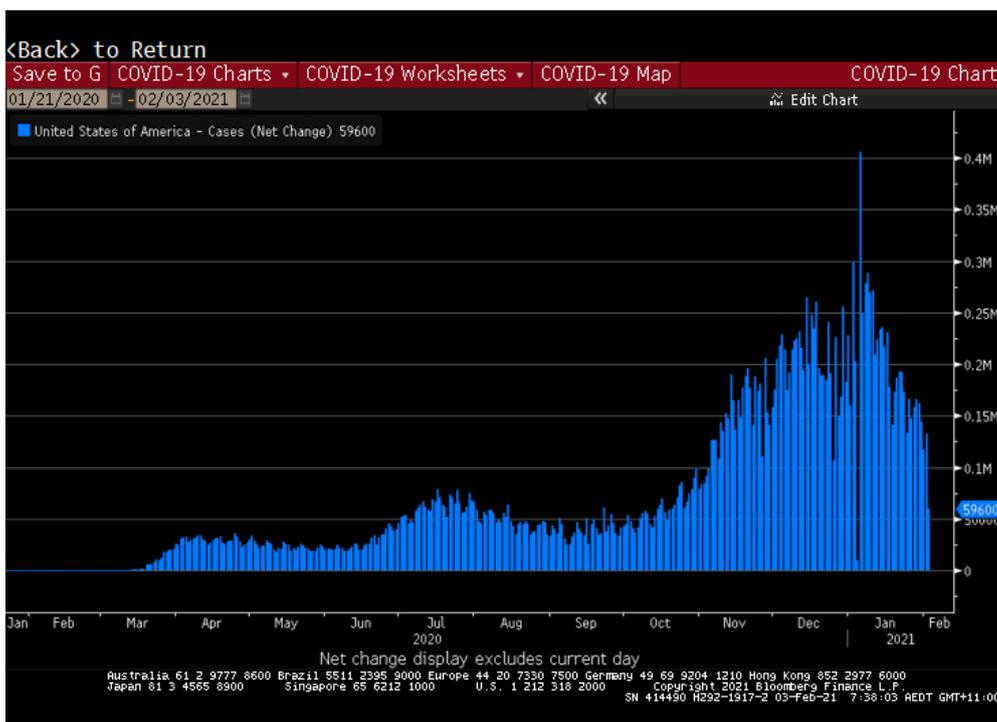
L2 Capital Partners

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

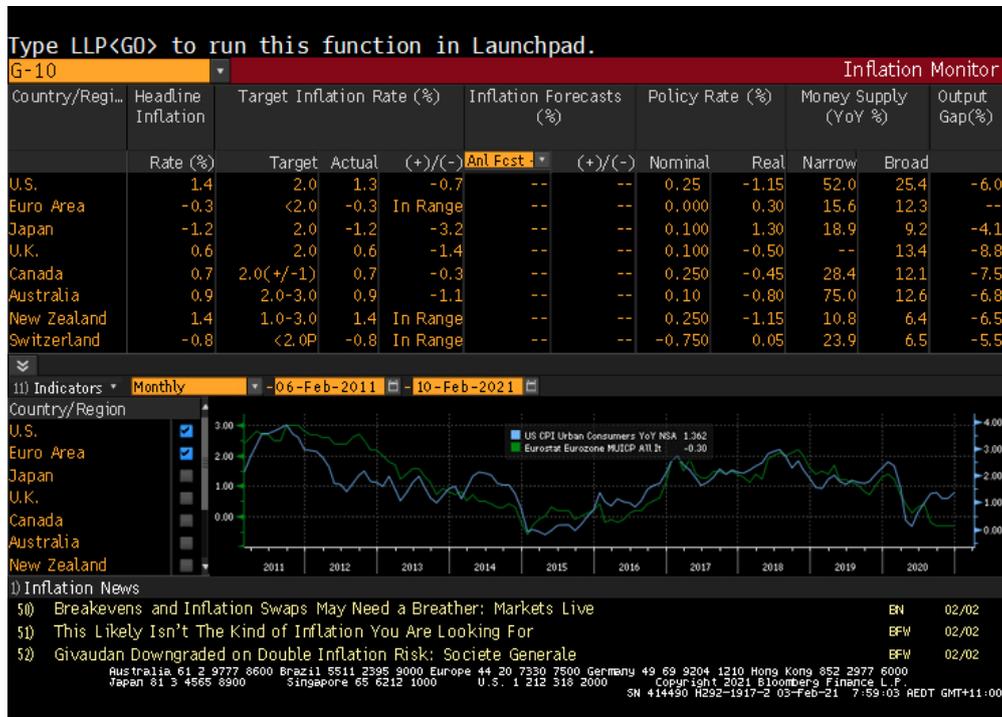
Estamos atentos a programas de governo com gastos enormes no setor de infraestrutura, o que aumentaria a demanda por cobre e outras commodities, mas isso é algo difícil de prever e que levaria tempo. O que provavelmente os governos do mundo inteiro farão novamente são *lockdowns*. A Europa já está passando por mais um e os EUA, cujo novo governo tomou posse há pouco (e ganhou as eleições prometendo ser mais rígido com o Covid-19), não deve ser diferente, especialmente se analisarmos o número de casos lá (vide gráfico abaixo).



Fonte: Bloomberg

Assim, o período de recuperação em “V” das economias parece estar chegando ao fim, pelo menos por enquanto.

Vamos entrar em um período de alta inflação? Realmente não é isso que estamos vendo no mundo desenvolvido. Os índices de inflação continuam baixos na China e EUA, apesar de todos os esforços e narrativas, sendo que no Japão e na Zona do Euro está havendo deflação, conforme gráfico abaixo.



Fonte: Bloomberg

Se no auge da crise em março do ano passado alguém tivesse dito que chegaríamos ao final do ano com bolsas no mundo inteiro batendo recordes, commodities nas máximas de anos, o dólar em baixa e o mercado imobiliário na estratosfera apesar do forte desemprego, seria taxado de louco. Pois foi exatamente isso que aconteceu.

Na nossa carta de maio do ano passado, escrevemos:

“O bull market que vivemos desde o crash de 2008 até janeiro desse ano foi liderado por fundos de risk-parity, fundos de pensão – que se viram compelidos a comprar ações diante das baixíssimas taxas de juros –, fundos de investimentos passivos e por buybacks. Agora temos um fator novo e que acreditamos ser o que faltava para coroarmos esse mercado como uma bolha: a participação do varejo e o feel good factor.

Esse era o ingrediente que faltava e que esteve presente em todas as bolhas na história. Agora não falta mais. São cada vez mais frequentes os relatos de pessoas que nunca operaram com bolsa ou com qualquer outro tipo de investimento começando a investir e se dando bem – muito bem, por sinal.”

Pois essa bolha, que identificamos em meados do ano passado, inflou ainda mais. Prever quando uma bolha vai estourar é um jogo perigoso e praticamente impossível de se acertar – se alguém o faz com precisão, entendemos que seja mais sorte que talento. Assim, não vamos tentar achar o ponto exato, porém estamos vendo discrepâncias nesse mercado que chamam a atenção e a relação risco e retorno não nos parece mais interessante.

As economias do mundo inteiro estão sofrendo brutalmente os efeitos das políticas de distanciamento social e *lockdown*, o número de desempregados está nas alturas, as dívidas corporativas e de países está na estratosfera e a especulação está fora de órbita, com vários IPOs e SPACs sendo listados a cada dia. Isso acompanhado de máximas históricas nas bolsas do mundo inteiro.

Muita gente fala da *put* do Fed, que evitará o pior, mas essa *put* não fez efeito em 2000, em 2008, em 2018 e ano passado. Duvido que ela faça efeito novamente.

Empresas como a Tesla, que nem deveriam existir, estão chegando a quase US\$1 trilhão de *market cap*. Várias outras empresas, que nunca deram lucro e nem têm pretensão de dar, estão batendo recordes, sem que ninguém veja nada de errado com isso.

A própria Gamestop, empresa até então praticamente desconhecida no mercado, atingiu níveis jamais imaginados – parte, entretanto, foi devido a um *short squeeze* merecido (aliás, seria interessantíssimo conhecer o *risk manager* desses fundos que deixaram a posição *short* atingir mais de 140% do *float*).

Além do mais, o *yield* dos títulos do tesouro norte-americano estão subindo e ninguém está prestando atenção nisso. A ideia disseminada seria de que, agora que a inflação vai aparecer, já que o Fed está imprimindo dinheiro, não vale a pena ter renda fixa, que se desvalorizará. Já discutimos isso anteriormente em outra carta, mas é bom revisitar o caso brevemente.

Em primeiro lugar, o Fed não está imprimindo dinheiro, ele está criando reservas, o que é potencialmente inflacionário, mas que não é por si só. Basta ver os outros vários QEs que o Fed fez e nenhum deles gerou inflação – por que esse geraria? Parece até a proverbial “mulher de malandro” – dessa vez será diferente. *Spoiler alert*: não vai ser.

Em segundo lugar, o volume de *shorts* em títulos do tesouro americano está batendo recordes e é assustador. Lembre-se que, quando estão todos do mesmo lado do barco, esse tende a virar. E quem está do outro lado? O Fed, comprando mais de US\$700 bilhões em títulos do governo – e não deve parar por aí.

Por fim, gostaríamos de mencionar a fraqueza recente do dólar americano com relação a várias outras moedas. Estão todos no mesmo trade, *shortear* dólar e comprar ações, afinal, a inflação nos EUA vai vir. E se ela não aparecer? Esse nos parece ser o trade de consenso mais perigoso do ano e olha que estamos em janeiro.

Aqui na L2 Capital somos fiduciários e temos um compromisso com nossos clientes. Assim, estamos tirando o pé do acelerador (ainda não estamos freando) e achamos essa medida prudente. Temos plena convicção de que vamos perder a fase mais divertida da bolha, que é quando os preços sobem de forma exponencial, mas não estamos aqui para comprar algo caro e tentar vender mais caro no futuro. Temos um controle de risco sério e acreditamos que vamos defender o patrimônio no longo-prazo, que é o que realmente importa e o que faz a diferença no final das contas.

Tendo dito isso, não queremos tentar adivinhar o que acontecerá com o mercado. Somos humildes e concentramos nossas atenções em teses de investimento assimétricas e fora do radar, o que tem se mostrado bem lucrativo.

Warren Buffett, autor de várias das melhores frases do mercado financeiro, disse uma vez que o melhor sedativo para a racionalidade são doses enormes de dinheiro fácil. Nós concordamos com ele e acreditamos que essa bolha terá o mesmo fim das outras. A hora de sair da festa é quando a música ainda está tocando.

Cenário Local

Seguindo o tom dos mercados internacionais, o Ibovespa encerrou o primeiro mês do ano com queda de 3,3%, contudo chegou a registrar máxima histórica nominal ao ultrapassar a marca de 125.000 pontos.

Se por um lado o início dos programas de imunização em massa da população em vários países, inclusive no Brasil, trouxe otimismo aos mercados, por outro, os dados de atividade econômica impactados pela permanência de medidas restritivas, a instauração de novos *lockdowns* na Europa e o número crescente de casos contiveram os ânimos dos participantes

No *front* político, as eleições dos presidentes da Câmara e do Senado tomaram protagonismo e motivaram embates de lideranças políticas, enquanto especula-se sobre o avanço das reformas estruturantes e busca do equilíbrio fiscal num cenário com novos líderes no poder legislativo.

Tudo isso, somado à possibilidade de atraso no programa de estímulos da administração Biden nos EUA, pesou sobre a moeda brasileira, que viu o dólar americano se valorizar mais de 5%.

A curva de juros DI registrou uma leve abertura e a mediana das expectativas do mercado para a taxa básica de juros aponta para uma alta que a levaria a 3,50%, já refletindo a entonação da ata da autoridade monetária.

L2 Alpha Global FIM CP

Como é sabido por todos, usamos de oportunismo para efetuar compras e aproveitamos a queda brusca que houve nas ações da Eletrobrás na segunda metade do mês para montar uma posição e vender opções de compra.

L2 Alpha Global FIM CP

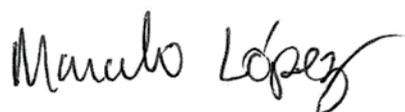
Janeiro 2021

Além disso, aumentamos um pouco nossa exposição ao dólar americano através de NDFs.

Fora isso, continuamos com a nossa exposição ao urânio, que achamos mais interessante a cada dia. Em janeiro mais uma mina foi fechada, Ranger, na Austrália, responsável pela produção de quase 4 milhões de libras de urânio por ano. Por outro lado, mais países estão entrando na "onda verde" da energia nuclear. Estados Unidos e Japão já disseram que querem ser *carbon-neutral* até 2050, enquanto a China quer atingir essa meta até 2060. Isso implica em mais usinas nucleares que, só na China, deve ter um crescimento de quase 400% nesse período.

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

Cordialmente,



L2 Capital Partners