

Prezado Sócio,

Tivemos mais um mês forte para os mercados acionários, com a bolsa de tecnologia americana, a Nasdaq, liderando os ganhos. Como podemos suspeitar, os índices foram puxados pelas 5 incríveis: Apple, Amazon, Netflix, Microsoft e Google, que parecem desconhecer limites. A grande vantagem da experiência é que já vimos esse filme antes e sabemos como ele acaba.

O Fed e outros bancos centrais inundaram o mercado de dinheiro para tentar amenizar os impactos da crise – que, diga-se de passagem, teria sido muito menor se eles não tivessem interferido em episódios anteriores (1998, 2000 e 2008).

Para quem só sabe usar um martelo, todo problema parece um prego. O problema agora é de solvência, não de liquidez, mas as autoridades parecem conhecer apenas uma receita. Os governos e bancos centrais têm uma escolha pela frente: continuar a suportar os desempregados e empresas por meio de mais impressão de dinheiro ou encarar o problema que é muito sério e que provavelmente arrastará as economias para uma recessão.

A maneira como eles tratarão esses problemas ditará nossas decisões de investimento, mas suspeitamos que a impressão de dinheiro desenfreada deva continuar – se não aumentar. Até o Banco Central Brasileiro está entrando na dança, com a ideia de imprimir dinheiro para comprar títulos de renda fixa e evitar que os investidores que se viram com necessidade de vender títulos com baixa liquidez e com alto deságio sofram perdas.

Já não é novidade que os lucros das empresas vão cair esse ano e, como os preços das ações não estão refletindo isso, o indicador P/L (preço-lucro) vai disparar, fazendo com que esse seja um dos mercados mais caros da história nessa métrica. Não é de se surpreender que Buffett não esteja comprando nada – aliás, ele está vendendo e, por sinal, sendo duramente criticado por isso.

Os mercados acionários subiram no mundo inteiro, mas o de *bonds* (renda fixa), que normalmente é chave para entender a real economia, vem andando de lado desde o início de março, conforme pode ser visto no gráfico abaixo.



Título de 10 anos do governo americano
Fonte: Bloomberg

Como os preços dos *bonds* continuam altos (baixos yields), o setor bancário é extremamente prejudicado. Observamos isso no Japão nas últimas décadas, na Europa nos últimos anos, e agora estamos vendo nos EUA. Interessante notar que os gráficos dos bancos nos EUA estão muito parecidos com os gráficos de seus pares no Brasil.



ETF setor bancário nos EUA
Fonte: Bloomberg

Os impactos do Covid-19 ainda não foram sentidos em sua totalidade pelo setor bancário, mas o mercado já se deu conta do que está por vir. As taxas de juros artificialmente baixas e a ajuda dos governos fez com que muitos indivíduos e empresas suspendessem pagamentos aos bancos, deixando-os em situação difícil. Acreditamos que os bancos irão apertar a concessão de crédito até que haja certa normalização ou garantia por parte dos bancos centrais, o que afetarà a economia e/ou a nota de crédito do país.

Vimos recentemente o que está em jogo. Há apenas uma semana, o Fed proibiu os bancos americanos de pagar dividendos e de fazer recompras de ações até o fim do terceiro trimestre. Isso nos diz que o Fed sabe que os bancos terão tempos difíceis pela frente e que, por isso, devem manter seu capital para segurar a tormenta que se aproxima.

A situação das empresas não-financeiras também não é nada boa e já escrevemos sobre isso extensamente, mostrando que, graças às taxas de juros artificialmente baixas nos EUA, houve um incentivo enorme para que empresas emitissem dívida e a usasse para comprar ações (recompras, ou *buyback*). Isso pôs uma pressão de alta nas ações por dois motivos: primeiro, foi criado artificialmente um novo e grande comprador de ações, as próprias empresas; segundo, com menos ações em circulação, o lucro por ação (LPA), medida predileta dos algoritmos, tende a subir, fazendo com que as empresas pareçam mais saudáveis e lucrativas do que realmente são. Para quem quiser aprofundar nesse assunto, basta revisitar nossos artigos: [aqui](#) e [aqui](#).

E como as empresas vão pagar as dívidas contraídas nos últimos anos se não há fluxo de caixa para as empresas, só mais dívida? Nos últimos dias, vimos algumas empresas importantes e famosas pedirem falência – Chesapeake, Hertz, GNC, JCPenney, Pizza Hut, Wendy's, Latam e Aeromexico, para listar algumas. Juros baixos não resolvem problema de solvência.

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 coroar 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.

Muita gente está correndo atrás da bolsa, o que é evidenciado pelo aumento extraordinário no número de CPFs cadastrados nos últimos meses, provavelmente por causa do FOMO (*fear of missing out*) que está deixando as pessoas muito entusiasmadas. Com isso, o fluxo de pessoas físicas na bolsa no Brasil já ultrapassa a marca de R\$20 bilhões esse ano. Muita casa de research está afirmando que devemos ter bolsa, porque os juros estão baixos e TINA (*there is no alternative*).

Somos fiduciários e nosso estilo de investimento é o de aproveitar oportunidades. Com isso, consideramos essa uma hora delicada e perigosa para se investir em ações em geral e em renda fixa de longo-prazo. Com exceção de algumas oportunidades que estamos perseguindo (urânio, metais preciosos, *shipping* e petróleo), acreditamos que o mercado esteja caro e deva ficar ainda mais caro, tão longo as empresas comecem a divulgar seus resultados trimestrais. Esse realmente nos parece o início de uma bolha e sabemos bem como essa história acaba, só não podemos precisar quando. Bolhas são perigosas e inspiram cuidado.

A nosso ver, está sendo travada uma briga incrível entre inflação e deflação no momento e não estamos convictos quanto a qual direção rumaremos. Há bons argumentos para ambos os lados. Com relação à inflação, o mais óbvio é a impressão de dinheiro sem precedentes na história. Do lado da deflação, podemos citar o caso japonês, que vem imprimindo dinheiro e controlando as taxas de juros há anos sem sinal aparente de inflação. Aliás, esse é o pior cenário possível, no qual empresas zumbis continuam se arrastando, comprometendo a produtividade, criatividade, a alocação de recursos e o desenvolvimento dos países. O custo dessa brincadeira é incalculável.

Historicamente, quando há uma crise, várias empresas vão à bancarrota e dívidas não são pagas, o que leva à destruição de capital, impactando os balanços dos bancos e de outros credores, sendo por isso, de natureza deflacionária. Além do que, pessoas perdem seu emprego ou têm a renda comprometida, reduzindo a propensão ao consumo. Estamos prestando atenção no mercado de *bonds* e acreditamos que ele vá nos indicar o provável vencedor dessa disputa.

Mercado

Na primeira metade de junho, predominou uma onda de otimismo com as notícias de reabertura de diversas economias pelo mundo, mas que foi parcialmente amortecida, em certa medida, pela reversão de algumas dessas medidas de relaxamento, reacendendo o temor de ampliação do contágio.

O S&P 500 teve alta de 1,8% e fechou na marca dos 3.100 pontos. Dow Jones, na mesma toada, subiu 1,7%, e o destaque, mais uma vez, ficou para o Nasdaq, que, avançou 6% e lidera com folga entre os índices mundiais com alta acumulada em 2020 de mais de 11%.

O VIX, índice que mede a volatilidade dos componentes do S&P 500, continua alto, próximo de 30, e chegou a superar os 40 no pico da tensão.

O Ibovespa registrou alta de 8,8% e encerrou o mês a 95.055 pontos. No ano, o índice está 17% abaixo do fechamento de 2019 em moeda local e 39% em dólar.

A moeda norte-americana fechou o mês cotada a R\$5,46, com uma alta de 2,4% em relação a maio, com direito a muita oscilação, chegando nas mínimas a ser negociada na casa dos R\$4,82.

Em meados do mês, o COPOM decidiu cortar novamente a taxa básica de juros em 75 bps e levá-la a 2,25% a.a., nova mínima história, e deixou aberta a possibilidade de mais um corte de magnitude menor, possivelmente de 25 bps, na próxima reunião do conselho no dia 31/07, quando o ciclo de cortes poderia se encerrar. Não há, no entanto, um consenso claro quanto ao caminho a ser adotado pela autoridade monetária. Alguns agentes apostam em mais uma série de pequenos cortes, apoiados em análises que apontam para inflação abaixo da meta nos próximos anos, e prevalece, de certa maneira, a visão de que não devem haver apertos monetários antes de 2022.

A prévia de inflação para junho, IPCA-15, teve leve alta de 0,02%, influenciada por alimentos, mas os demais núcleos apontam para deflação. Nos últimos 12 meses, o acumulado é de 1,92%, bem abaixo da meta do Banco Central.

A curva de juros recuou timidamente e praticamente de forma uniforme ao longo de toda sua extensão.

L2 Alpha Global FIM CP

Seguindo nossa filosofia de aproveitar barganhas e proteger o capital, investimos parte significativa dos recursos do fundo em ouro aproveitando um momento de alta do real em relação ao dólar, a queda do ouro no mercado internacional e um desconto do ouro na BM&F em relação ao preço no mercado local.

Defendemos o investimento em ouro há anos como uma forma de proteção contra a insanidade dos bancos centrais, que parece ter atingido um nível além do imaginável. Como mencionamos na nossa carta do mês passado, todas as moedas do mundo estão perdendo valor com relação ao ouro, inclusive o dólar americano. Como já era de se esperar, o real sai na frente e perde mais nessas horas, ou seja, o investimento em ouro está protegendo nosso capital.

Estamos aproveitando momentos de força na moeda brasileira para aumentar a alocação no exterior, onde temos mais chances de conseguir melhores retornos no momento. Parte dos recursos foram alocados em urânio, que é nossa principal tese de investimento. O tempo está a nosso favor nessa tese e acreditamos que vamos colher bons frutos.

No mês passado falamos sobre um novo investimento que estávamos fazendo no setor de *dry bulk*, e mostramos o gráfico abaixo:



Baltic Dry Index
Fonte: Bloomberg

Agora, com a alta espetacular de mais de 200% no índice em apenas um mês, estamos reduzindo a exposição e devemos liquidá-la completamente em breve:



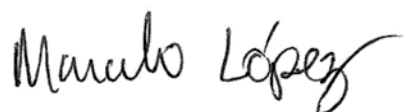
Baltic Dry Index
Fonte: Bloomberg

L2 Alpha Global FIM CP

Junho 2020

Também alocamos parte dos recursos em debêntures de curto e médio prazos, com taxas que julgamos bem atrativas, deixando grande parte do capital livre para aproveitarmos barganhas que possam aparecer.

Agradecemos a você mais uma vez pela confiança e prestígio.
Cordialmente,



L2 Capital Partners