L2 Alpha Global FIM CP

Maio 2020

Prezado Sócio,

O velho adágio "*sell in May and go away*" dessa vez não fez jus à sua fama. Incentivos de autoridades, perspectiva de uma vacina num horizonte mais curto que o antecipado e notícias de reabertura gradual de economias mundo afora deram ânimo aos mercados. O principal índice acionário do mundo, o S&P 500, teve alta de 4,53% e superou a marca dos 3.000 pontos. Dow Jones seguiu caminho similar, com alta de 4,26%, mas o grande destaque ficou para o Nasdaq, que, impulsionado pelas empresas de tecnologia que o compõem, avançou 6,57% e se tornou o único índice acionário relevante a ficar em território positivo no ano, com alta de 5,76% em 2020.

O VIX, índice que mede a volatilidade dos componentes do S&P 500, seguiu em níveis historicamente elevados, próximo de 30.

O dólar americano perdeu contra a maioria das moedas, embora ainda siga forte no ano e avance contra praticamente todas as principais moedas, fora o franco suíço e o iene japonês, ambas, por alguma razão, consideradas porto seguro.

O petróleo, que dividiu o centro das atenções com o Covid-19 no mês passado, subiu forte e o contrato mais líquido do *WTI* encerrou acima dos US$35, uma alta de 85% em relação aos US$19 do mês anterior. Apesar da recuperação, a queda no ano ainda é de 42%.

No Brasil, o Ibovespa registrou alta de 8,57% e encerrou o mês a 87.402 pontos. A despeito da alta, a volatilidade se fez presente e o índice subiu em 10 dos 21 pregões no período e teve queda nos outros 11. A alta tampouco foi homogênea e dos 75 componentes, 56 avançaram, enquanto 19 tiveram retração.

No ano, o agregado amarga uma perda de 24% em moeda local e 43% em dólar.

O dólar fechou o mês cotado a R$5,33, ou 2,73% abaixo do fechamento de abril, embora tenha flertado com patamares bem superiores e registrado um novo recorde nominal em meados do mês, quando terminou o dia a R$5,88, com direito a bater R$5,97 no intraday. Mesmo com a recuperação da moeda brasileira, ela ainda lidera as perdas entre todas as moedas no ano, com exceção do bolívar venezuelano, que é completamente disfuncional.

No início do mês, seguindo a toada mundial, o COPOM decidiu cortar a taxa básica de juros em 75 bps e levá-la a 3% a.a., menor nível da história, e pavimentou o caminho para mais um corte na próxima reunião do conselho no dia 17/06. A curva de juros cedeu ao longo de toda sua extensão e já embute deflação implicitamente em diferentes vértices. O IPCA de abril, por sinal, foi de -0,31%, e a prévia de maio, IPCA-15, foi a menor em toda era do real, com queda de 0,59%, reflexo de uma repressão da demanda no contexto das medidas de isolamento e distanciamento social. O IGP-M, por outro lado, segue em alta.

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

L2 Alpha Global FIM CP

Maio 2020

Os impactos da paralisação econômica chegaram, como esperado, ao PIB, que recuou 1,5% no primeiro trimestre em relação ao trimestre anterior e 0,3% em relação mesmo período do ano passado, já computando os efeitos deletérios da pandemia, que começou a afetar o cotidiano do país em março. O destaque ficou para o consumo privado, que teve queda acentuada, a maior desde 2001. A expectativa é de que a leitura do segundo trimestre seja pior e oficialize uma recessão técnica.

No *front* político nacional, as divergências entre os três poderes continuam adicionando doses de incerteza no cenário já desafiador para os agentes econômicos. Assim como nos demais países, os esforços das autoridades seguem a receita do expansionismo fiscal e monetário para remediar uma crise de liquidez e solvência causada por uma crise de saúde pública. Com isso, a saúde do Estado e a estabilidade da moeda ficam relegadas ao segundo plano.

Mercado Internacional

O melhor desempenho dos índices acionários americanos chama a atenção e, por isso, convém uma análise mais cautelosa do que está acontecendo. O S&P 500 fechou maio a 3.044 pontos, com alta de 35% desde as mínimas registradas em março. Porém, se retirarmos o efeito das 5 empresas com melhor desempenho, as gigantes Microsoft, Apple, Google, Facebook e Amazon, o S&P estaria hoje bem abaixo dos 3.000 pontos, ou seja, o melhor retorno se deu em razão de apenas um número pequeno de ações que dispararam. O *breadth* do mercado fica cada vez mais preocupante e um número menor de empresas é responsável por conduzir os índices a patamares mais altos – dificilmente um ponto para nos tranquilizar.

Além disso, ao olharmos os últimos *crashes* importantes do mercado, como os de 1929, 1989 no Japão, 2000 e 2008, vemos recuperações de até 50% nos índices acionários logo após o primeiro movimento de baixa, antes da retomada do movimento de queda. Porém, dessa vez, o S&P 500 já recuperou 70% das perdas incorridas até o final de março.

O número de desempregados nos EUA passou dos 30 milhões e julgamos difícil uma retomada total da economia, apesar da impressão de dinheiro sem precedentes na história por parte do Fed. Aliás, acreditamos que dessa vez a impressão de dinheiro não deva funcionar como das últimas, dado que essa crise é essencialmente de solvência, não tanto de liquidez. Os governos continuam afirmando que a economia voltará aos trilhos rapidamente e esse discurso é repetido pelos bancos centrais. Gostamos de citar uma excelente frase do humorista americano Groucho Marx: "Afinal, você vai acreditar em mim ou nos seus próprios olhos?".

As pessoas estão recebendo cheques em casa e os receberão pelos próximos 3 meses (2 agora), mas e a partir daí? Nem todos voltarão à economia e/ou aos seus empregos anteriores. E o que o governo fará? Ele pode imprimir mais dinheiro e continuar a prover a essas pessoas (haja déficit) ou pode deixar que a economia volte ao seu ritmo, sob risco de instabilidade social. Qualquer uma das opções trará repercussões importantes e vamos monitorar atentamente.

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

Além disso, após os bons resultados dos fundos de ações americanos, estamos assistindo novamente a uma volta do criticismo ao investidor Warren Buffett, por não ter aproveitado o *crash* e comprado ações. Aliás, Buffett está vendendo ações agora, como as de empresas aéreas e bancos, ao contrário do que fez na última crise de 2008. Temos apenas duas coisas para dizer com relação a esse criticismo: I) o mesmo foi dito de Buffett há pouco mais de 20 anos, quando ele não "aproveitou" e surfou a onda da internet, participando da bolha – pouco tempo depois, houve o crash das ações da internet e o megainvestidor de Omaha conseguiu comprar ações de empresas boas a preços módicos, seguindo o seu modus operandi; II) as ações estão caras e uma queda de 25% não as fará mais baratas, apenas menos caras. Uma queda de 25% as levou a níveis em que estavam há 3 anos, ou a níveis em que estavam há pouco mais de um ano, quando Buffett tampouco estava comprando.

Estamos vendo um mercado disfuncional, em que a análise fundamentalista está perdendo sua importância, em um mundo crescentemente dominado pelos investimentos passivos e orientados por algoritmos, que são impulsionados pelo aumento na liquidez produzido pelo Fed e por outros BCs. Além da enorme liquidez, o maior *driver* da alta nos últimos anos foram as recompras de ações, que devem diminuir de agora em diante. Como não há como competir com essa nova maneira de se fazer negócios e não gostamos de comprar algo caro na expectativa de vendê-lo ainda mais caro no futuro, estamos concentrando nossas atenções em teses de investimento assimétricas e fora do radar, que têm funcionado muito bem.

Brasil

A bolsa brasileira teve um maio muito forte, com alta expressiva, apesar da enorme queda no ano. Muitas pessoas se perguntam por que as bolsas emergentes não tiveram o mesmo desempenho que as bolsas americanas e a verdade é que existem duas razões principais. Primeiro, o banco central americano é muito mais forte e atuante do que os outros e a importância das bolsas nos EUA é muito maior que em outros países, já que a maioria dos americanos têm algum tipo de exposição a ações e sofre diretamente quando essas caem. Segundo, como mencionamos acima, a alta dos índices americanos não é ampla, muito pelo contrário, é bastante estreita (*narrow*) e restrita a alguns nomes, colossais, no entanto.

Com relação à moeda, continuamos achando que o dólar tem seu lugar nos portfólios dos brasileiros. Evidentemente, temos uma opinião convicta de que todas as moedas estão seguindo pela mesma estrada, que termina em um abismo, mas acreditamos que o dólar esteja indo a uma velocidade menor que a do real brasileiro que, por sua vez, está a uma velocidade menor que a do peso argentino. Fazendo um exercício simples, com a taxa de juros a 3% a.a., descontando a inflação esperada para o fim do ano e os impostos, um brasileiro que investe em CDI está perdendo dinheiro. Sim, o mesmo pode ser dito do dólar americano, mas entre perder dinheiro em um mercado emergente com os riscos e as idiossincrasias que o Brasil tem, e perder dinheiro em dólar, com as oportunidades que os EUA têm, a decisão de alocar parte dos recursos fora do país faz sentido.

Além do mais, o Brasil representa apenas 1% do mercado financeiro mundial, com baixíssima diversidade de ativos. Por exemplo, não há como ter exposição a nenhuma das teses de investimento que temos hoje lá fora, como metais preciosos, urânio e transporte marítimo (*shipping*). Por fim, há uma demanda natural grande, quase inexorável, por dólares, já que é a moeda responsável por cerca de 80% do comércio mundial – fora do Brasil, praticamente não há demanda por reais.

Urânio

Houve várias novidades nessa tese de investimento, que consideramos uma das melhores já vistas, possivelmente a melhor. O urânio continuou seu movimento de alta e já sobe quase 50% em 2020 – por sinal, é a única commodity que não sofreu durante o *crash* e, na verdade, subiu enquanto tudo estava caindo e serviu como hedge perfeito para seus investidores.

O que era bom ficou melhor. Depois da divulgação do relatório final do NFWG (*Nuclear Fuel Working Group*) em abril, da escalada recente das tensões entre Rússia e EUA, dos inúmeros adiamentos de descomissionamento de reatores que vêm acontecendo desde o ano passado, do anúncio da construção de mais 6 novos reatores esse ano, dos avanços da NuScale com relação aos SMRs (*Small Modular Reactors*) e do renascimento do setor de energia atômica, a alta do metal parece não ter limites e ainda o consideramos muito barato. Isso tudo sem falar que os principais compradores, as *utilities*, ainda não assinaram contratos de longo-prazo, o devem fazer a partir do final do ano.

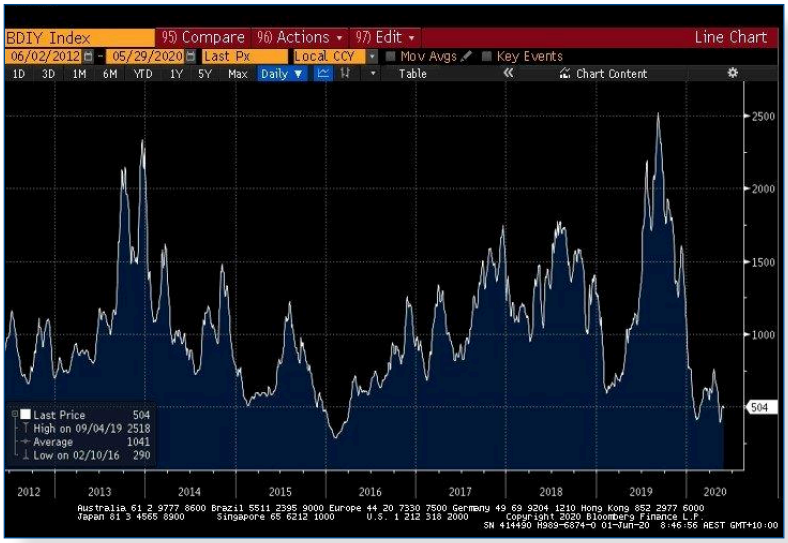
Shipping

O setor de transporte marítimo, no qual enxergamos outra oportunidade assimétrica, também tem boas novidades. Como já escrevemos antes, temos uma predileção pelos subsetores de *tankers* e *dirty tankers*, e estamos investindo em alguns nomes que pagam gordos dividendos (até 30% esse ano), possuem baixa alavancagem, estão apresentando números fortes e assinando novos contratos, além de estarem sendo negociados abaixo do NAV, ou seja, estamos sendo (bem) pagos e correndo um baixo risco, enquanto aguardamos uma alta nas ações.

Estamos também atentos ao subsetor de *dry bulk*, responsável pelo transporte de minério de ferro e carvão, duas commodities muito importantes para a China. Ele historicamente tem comportamento sazonal e vai bem (altos fretes) no final do ano e mal no primeiro trimestre, devido ao ano novo chinês. Esse ano, o período ruim foi agravado pela pandemia, mas acreditamos que deva retornar com força, já que os números reportados pela Mysteel Global mostram que os níveis de minério de ferro nos portos chineses caíram para 107,9 milhões de toneladas e, aparentemente, o pior do *lockdown* no Brasil já passou. Lembrando que a rota Brasil-China de minério de ferro é a mais longa do mundo, com influência direta no índice de *dry bulk*, que, como pode ser observado abaixo no gráfico, está em níveis extremamente baixos.

L2 Alpha Global FIM CP

Maio 2020



Baltic Dry Index
Source: Bloomberg

L2 Alpha Global FIM CP

Nossa intenção com o fundo multimercado é continuar com nossa tese de investimento global, ou seja, nosso foco serão as oportunidades. Além do investimento que já fizemos no fundo, que é representativo para nós, nos comprometemos ainda a reinvestir boa parte da performance fee líquida juntamente com você, nosso sócio, no próprio fundo e nas mesmas condições. Com isso, estamos reforçando nossa política de alinhamento de interesses com você, sócio-investidor, e mostrando nosso compromisso em fazer desse um fundo extraordinário.

Adotamos uma postura de investimentos ímpar, segundo a qual direcionamos nossos esforços para encontrar barganhas e usar de oportunismo para atingir melhores resultados.

Não enxergamos ou definimos risco apenas como uma medida estatística de volatilidade, costumeiramente desvio-padrão. Nos dias atuais, modelar risco por desvio-padrão é arriscado. Vivemos tempos de repressão financeira, como diria nosso admirado James Grant, nos quais os bancos centrais tentam manipular e manter a volatilidade baixa, mas nem por isso os riscos são desprezíveis. Muito pelo contrário, acreditamos que eles estejam sendo perigosamente negligenciados.

Preferimos uma abordagem mais prática e entendemos que o risco de um investimento seja inerentemente a chance de se perder dinheiro no longo-prazo. Essa forma pragmática de enxergar, ou filosofia ao investir, nos permite aproveitar momentos de queda em alguns setores ou ativos para alcançar retornos robustos.

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

Somos muito gratos a você pela confiança e prestígio. Acreditamos muito nesse modelo de negócio e sabemos que sem você ele não seria possível.

Esse foi o primeiro passo de sucesso dentre muitos que ainda virão.

Cordialmente,

Marcelo López

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