

Prezado Sócio,

Os índices acionários dispararam em novembro, com direito a novos recordes históricos. O Dow Jones subiu 12% e teve o seu melhor mês desde 1987 e registrou nova máxima histórica, enquanto o S&P 500 teve alta de 10,8% e o Nasdaq de 11,8%. O Russel 2000, índice de *small caps*, subiu 12% e, com isso, teve o seu melhor mês em 41 anos de história. A bolsa brasileira seguiu a mesma toada mundial e subiu impressionantes 15,9% em reais, ou 23,9% em dólar, reduzindo a queda anual para “apenas” 5,8% em moeda local.

Apesar dos números chamativos, gostaríamos de iniciar a carta falando sobre narrativas.

A narrativa até as eleições americanas era de que haveria uma “*onda azul*”, ou seja, que os Democratas levariam a presidência, o senado e a câmara. Até agora não sabemos oficialmente da presidência, mas os Democratas perderam assentos na câmara, embora ainda tenham a maioria, e é bem provável que também percam o senado.

Isso, segundo analistas, *ex-ante*, era tido como o pior cenário possível, já que vários projetos e estímulos não tramitariam com a velocidade adequada ou seriam bloqueados – razão clara e óbvia para vender bolsa e ativos de risco, segundo os próprios analistas. E o que aconteceu? Bolsas, bonds e criptomoedas dispararam, enquanto o ouro caiu.

Logo em seguida, *ex-post*, a narrativa difundida para explicar o movimento foi de que esse cenário seria, na verdade, favorável, uma vez que os Democratas não conseguiriam expandir muito o déficit fiscal, o que seria positivo para o país. Contribuíram para esse movimento os anúncios da Pfizer e da Moderna de que estudos desmonstraram alta eficácia das vacinas contra o Covid-19. A reação dos mercados foi nada menos que eufórica.

Não vamos nem considerar que a Europa está começando mais um *lockdown*, assim como a Califórnia, ou que os números da economia americana estão vindo bem aquém das expectativas e que vários *insiders* estão vendendo ações a uma velocidade assustadora, mas o fato é que o mercado usa a mesma narrativa para justificar uma alta ou baixa. Não é a primeira vez que isso acontece e, por isso, sugerimos cautela com as narrativas e foco absoluto nos fundamentos.

É como se estivéssemos passando por 2008 novamente, quando as notícias ruins e que mostravam uma desaceleração da economia eram tratadas como *bullish* e justificativa para os mercados subirem ainda mais – e subiram, por um tempo. Do *crash*, que veio logo depois, todos lembramos. Obviamente não estamos sugestionando que haverá um *crash*, ninguém sabe disso e não há como prever, entretanto estamos afirmando que os fundamentos nos impedem, como fiduciários, de tomar mais riscos que o necessário ou que participemos do que entendemos se tratar de uma grande complacência dos agentes.

Esse é, definitivamente, o mercado mais disfuncional que já vimos. Para se ter uma ideia, em novembro, os títulos de 10 anos da Grécia apresentaram rentabilidade inferior a dos títulos similares emitidos pelos EUA. Vejamos isso sob um outro prisma: um país completamente quebrado, sem a menor chance de pagar suas dívidas a não ser brincando de esquema Ponzi e emitindo mais dívida para pagar as anteriores, classificado como BB- pela S&P, está pagando menos por sua dívida que a maior economia que já existiu no planeta, classificada como AAA pela mesma agência.

Soma-se a isso o fato de existirem hoje mais de US\$17 trilhões em bonds com *yields* negativos, ou seja, o credor paga para ter o privilégio de emprestar. A China, que já está com problemas no seu mercado de crédito, conseguiu captar quase US\$5 bilhões na Europa recebendo juros por isso. O que pode dar errado?

Cenário Local

No embalo dos mercados globais, o Ibovespa teve o melhor mês desde 2016 e o melhor novembro desde 1999, após subir 15,9% em moeda local e 23,9% em dólar. Em reais, o índice, que chegou a amargar queda de 45% no auge da crise em março, agora está apenas 5,8% abaixo dos níveis do final de 2019. Com o *risk mode* ativado, os investidores estrangeiros ingressaram mais de R\$30 bilhões na bolsa brasileira e contribuíram para o movimento de alta, marcado por alto volume de giro diário.

Obviamente o Brasil não foi o único beneficiado dessa tomada de risco. Países como Rússia, Turquia e vários outros emergentes receberam influxos de recursos provenientes, principalmente, de fundos passivos.

Diante da menor aversão ao risco e da expectativa de que a ex-presidente do Fed Janet Yellen, de perfil notadamente expansionista, seja a Secretária do Tesouro da administração Biden, a moeda norte-americana perdeu frente aos seus pares e às moedas emergentes. Contra o real não foi diferente e o dólar fechou cotado a R\$5,34, o que representa uma queda de 6,8%. Desde o início do ano, no entanto, acumula apreciação de 33% contra a moeda brasileira.

As preocupações com a questão fiscal do país permanecem, mas ficaram relegadas ao segundo plano e não foram suficientes para conter o otimismo.

A curva de juros encerrou o mês praticamente estável e os as pressões sobre os preços no atacado seguem fortes, com o IGP-M superando as projeções mês após mês.

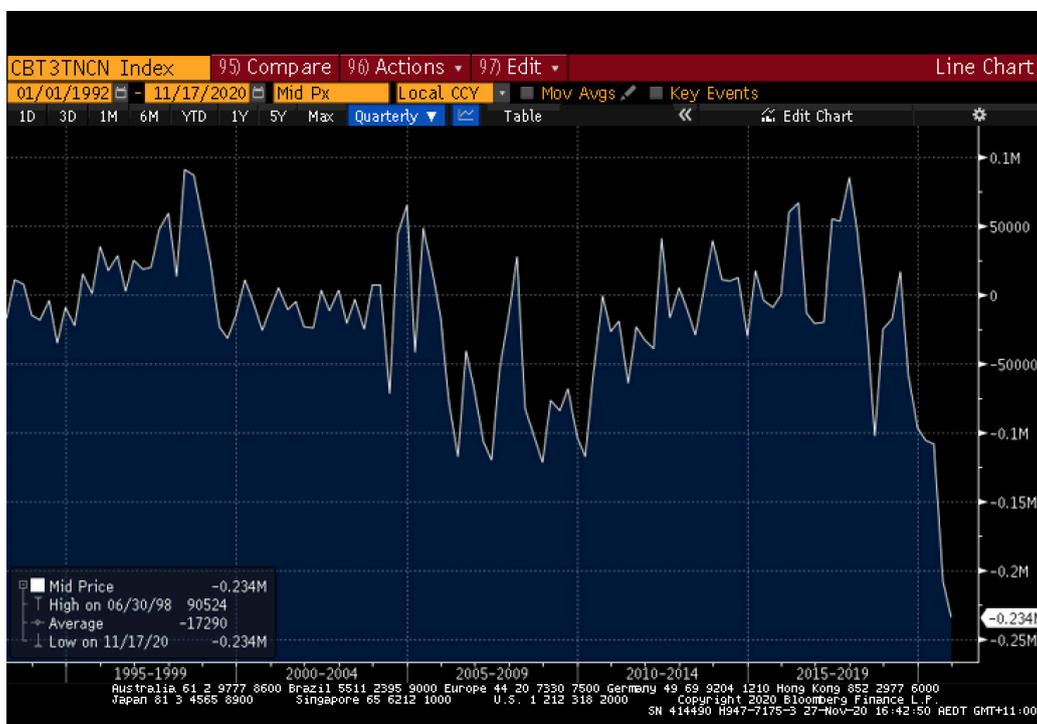
O ouro, diante de tamanha disposição ao risco, sofreu e caiu mais de 5% em dólar e quase 12% em reais.

Mercado

O risco continua a ser desconsiderado no mercado mundial e toda notícia é boa – as que não são, recebem um *spin* positivo pela imprensa e pelo mercado. O desemprego está subindo? Ótimo, vem mais estímulos por aí. O desemprego está caindo? Ótimo, a economia está se recuperando. E por aí vai.

O petróleo subiu fortemente em novembro e a narrativa anterior de que uma alta no petróleo seria ruim para a economia mundial, já que poderia trazer pressão de custos para os empresários, foi totalmente esquecida. O aumento nos preços do petróleo, na realidade, ajudou a impulsionar os mercados a buscarem novas altas. Com isso, o ouro, que é considerado porto seguro, sofreu fortemente.

O mais interessante, contudo, foi ver o volume de *shorts* (vendidos a descoberto) em bonds. Como podemos ver pelo gráfico abaixo, chegamos ao nível mais *bearish* para bonds de que temos notícia. Mas ninguém está falando nisso. Como já falamos várias vezes, quando todos estão no mesmo lado do barco, esse tende a virar.



Fonte: L2 Capital, Bloomberg

O Dollar Index também está fazendo novas mínimas esse ano, com investidores se esquecendo dos fundamentos e ligando o botão de "risco máximo" nas carteiras. Essa é uma situação perigosa e, como já mencionamos em outra carta, o dólar é a casa mais bonita de uma vizinhança feia, ou seja, ele tende a zero, assim como todas as outras moedas fiduciárias, porém ele deve chegar atrasado, o que significa que outras moedas devem chegar a zero antes dele.

L2 Alpha Global FIM CP

Novembro 2020

L2 Alpha Global FIM CP

Nossa própria ETP (*Exchange Traded Product*) de urânio está pronta e já estamos alocando nela. Esse foi um grande passo para podermos melhorar o acesso ao mercado de urânio e às ações que acompanhamos e de que gostamos com um custo menor e mais eficientemente.

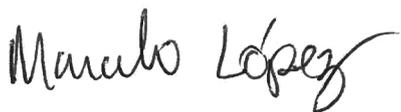
Todas as ETFs de urânio têm uma composição, na nossa visão, bastante inadequada. Grande peso é dado a gigantes como BHP, Rio Tinto ou até mesmo Samsung, empresas essas que têm quase nenhuma correlação com o urânio e pouco se beneficiaram com uma correção dos preços da commodity.

Mês passado avisamos a todos que estávamos investindo em Bitcoin. Fizemos um primeiro investimento em outras moedas virtuais por meio do Fundo, leia-se Ethereum, o que se provou extremamente lucrativo. Após uma alta de cerca de 50% nesse mês, decidimos vender toda a posição em Ethereum e diminuir a exposição a Bitcoin. No entanto, nosso entendimento é que essas moedas são inovadoras e poucas pessoas estão dando a devida atenção e dimensão.

Não estamos falando somente de reserva de valor, mas de uma série de novos produtos sendo desenvolvidos em camadas acima dessas criptomoedas com potencial para revolucionar o mundo financeiro e as relações comerciais. Como já dissemos, esperamos alta volatilidade, porém estamos enxergando uma excelente oportunidade para manter nosso poder de compra no longo-prazo.

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

Cordialmente,



L2 Capital Partners