

# L2 Alpha Global FIM CP

Dezembro 2022

## RENTABILIDADE

		JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	Ano	ACUM.
2020	Alpha	-	-	-	-	0,22%	1,84%	1,00%	2,77%	-0,98%	0,05%	-0,04%	8,28%	13,6%	13,6%
	% CDI	-	-	-	-	273	854	513	1.722	-	31	-	5.037	1.058	1.058
2021	Alpha	2,69%	6,77%	0,55%	-1,49%	1,85%	-5,77%	1,62%	3,49%	9,24%	3,23%	-0,34%	-2,00%	20,71%	37,1%
	% CDI	1.797	5.031	278	-	692	-	455	823	2.110	671	-	-	471	647
2022	Alpha	-4,54%	3,26%	4,68%	-5,14%	-7,66%	0,25%	1,22%	3,91%	-1,83%	0,02%	-3,11%	-4,80%	-13,69%	18,35%
	% CDI	-	435	507	-	-	25	118	334	-	2	-	-	-	98

### Prezado Sócio,

Os principais índices acionários americanos tiveram quedas no mês, com o Dow Jones, o S&P 500 e o Nasdaq caindo 3,7%, 5,7% e 8,7%, respectivamente. O Russell 2000, índice que reúne as 2 mil menores empresas do Russell 3000, terminou o período em queda de 7%. O Ibovespa teve uma queda de 2,5% em reais, ou 4,2% em dólar.

### Mercado

2022 foi um ano de mudanças bruscas nos cenários econômico, político e social. Medindo pelo S&P 500, esse foi o pior ano desde 2008. Mais ainda, esse foi o sétimo pior ano desde 1929. Praticamente todos os mercados internacionais sofreram, o MSCI All-Country World Index, que reúne quase 3.000 empresas de 47 países, desenvolvidos e emergentes, registrou uma queda de quase 20%. Foram poucas exceções – o Brasil foi uma delas.

O ouro teve uma leve queda no ano (em dólares), no entanto as commodities energéticas – carvão, petróleo, gás natural e urânio – se destacaram, e fecharam o ano no azul. Não gostamos de fazer previsões, contudo o investimento em commodities energéticas nos parece ter uma relação risco e retorno bem vantajosa, especialmente olhando para o atual cenário mundial.

O grande destaque (negativo) do ano foi a queda das ações de tecnologia e do Bitcoin, que desmoronou mais de 60% em dólar no período. Era impossível prever isso? Acreditamos que não e chegamos a escrever e falar bastante sobre o cenário: <https://www.youtube.com/watch?v=IWbPmxxvTNo>

A grande surpresa em 2022, para alguns, foi ver o preço dos *bonds* cair – não pela queda em si, mas pela magnitude dela. Contudo, depois de 40 anos de taxas de juros caindo, seria difícil vê-las caírem ainda mais. Aliás, várias delas estavam negativas, o que é algo que ninguém poderia ter previsto há poucos anos e escrevemos bastante sobre tamanho absurdo. Como diz o ditado, o que não pode continuar para sempre, um dia acaba. Com exceção do Japão, que é um mistério – por enquanto –, já não existe mais taxa de juros negativa no mundo.

A taxa de juros nos EUA saiu de 0,25% no início desse para 4,5% no final. Isso significa que, quem investiu em *bonds*, perdeu dinheiro – e muito, diga-se de passagem. Abaixo podemos ver o gráfico do TLT, uma ETF que acompanha os *treasuries* de 20 anos ou mais nos EUA, que mostra uma queda assustadora de mais de 32% no ano. *Bonds* simplesmente não se comportam dessa maneira em condições normais. E vários analistas estão esperando ainda mais quedas para 2023.



Fonte: Bloomberg

Muitos investidores apostavam no modelo de investimento popularizado pela Bridgewater, *All Weather Portfolio*, que consiste em investir 40% em ações e 60% em *bonds* (ideal, mas já houve algumas mudanças) como o mais seguro e uma maneira fácil de ganhar consistentemente. E esse modelo realmente funcionou por décadas, até esse ano. O conceito por trás desse modelo é que, se houver um problema grande nos mercados acionários, os investidores correriam para os *bonds*, que subiriam de preço, amenizando as perdas advindas das quedas nos mercados acionários. Assim, um portfólio balanceado com *bonds* e ações, teria um desempenho muito bom ao longo do tempo.

Esse ano o portfólio sofreu com as ações e com os *bonds*. Agora existem variações dele, que também incluem commodities, porém mencionamos o caso acima apenas para ilustrar o tamanho do estrago que 2022 causou.

Isso tudo porque o Fed e outros bancos centrais decidiram aumentar as taxas de juros nos seus respectivos países. Como o preço do dinheiro, a taxa de juros, ficou irracionalmente baixo por um período longo, vários *malinvestments* foram feitos. Empresas que nunca deveriam ter saído do papel estavam recebendo bilhões em aportes, e foi uma competição incrível para vender US\$1 por US\$0,80. E a única forma de competir com isso é levantar ainda mais recursos e vender US\$1 por US\$0,70. E foi isso que vários fizeram.

Escrevemos sobre esse movimento no final de 2019, quando a *Business Week* trouxe na sua capa a pergunta: a inflação está morta? <https://www.l2capital.com.br/en/a-inflacao-esta-morta/> Nesse artigo, também mencionamos a falácia da “morte” da inflação e como os juros baixos, na verdade, estavam colaborando para isso.

Ainda não vimos o impacto nos fundos de *private equity*, contudo, como investidores, preferimos ficar bem longe deles. Temos algumas dúvidas sobre como alguns ativos são precificados e o impacto que isso tem na rentabilidade dos fundos. Mas isso não é assunto para essa carta.

Enfim, muitos analistas estão com medo de uma possível recessão nos EUA em 2023. O mercado imobiliário está sofrendo com os sucessivos aumentos da taxa de juros e, como mencionamos acima, várias empresas que nunca deveriam ter existido estão sofrendo as consequências agora – e provavelmente vários empregos serão perdidos nesse processo. Isso, sem dúvida, afetará a economia.

Também é importante mencionar a China, segunda maior economia do mundo. Vale a pena lembrar que a China Evergrande – e algumas outras empresas no setor imobiliário – teve suas ações suspensas após uma queda de mais de 90% em pouco mais de um ano. Vários chineses que investiram nas ações perderam suas economias e outros tantos, que investiram nos imóveis da empresa, também. Isso causou descontentamento na população, que foi às ruas protestar. Coincidentemente, o governo chinês impôs *lockdowns* severos logo em seguida.

Estamos observando o fim das restrições ao Covid-19 no país, que começaram a ocorrer no final do ano. Obviamente o número de infecções está disparando e está trazendo dúvidas sobre o aumento na demanda por commodities, movimento esse que era esperado por vários analistas do setor. Já podemos dizer que esse processo de reabertura não deverá ser tão tranquilo assim, mas certamente trará oportunidades para um setor que é nosso velho conhecido: o de transporte marítimo.

Uma reabertura chinesa certamente impactará o preço do petróleo. O ouro negro teve uma alta de pouco mais de 16% em 2022. Continuamos vendo uma boa oportunidade nas commodities energéticas em geral. Com o crescimento no número de restrições às empresas produtoras e contínuo aumento na demanda, a situação pode levar a uma alta expressiva no preço do petróleo nos próximos anos, desde que o mundo não seja assolado por uma recessão muito forte.

No Reino Unido tivemos o fim do reinado da rainha Elizabeth, o mais longo da história. Ela deixará saudades. Também tivemos 3 primeiros-ministros e provavelmente teremos uma recessão em 2023, segundo vários analistas. Aliás, alguns deles dizem que já estamos vivendo em uma recessão, graças ao aumento desproporcional do preço da energia.

Interessante notar que, em 2005, a grande maioria das hipotecas no Reino Unido era atrelada à taxa de juros. Agora, somente 14% delas estão atreladas à taxa de juros, o que provavelmente deve diminuir o tamanho do problema para aqueles que investiram em propriedade nos últimos anos.

Na Europa, deveremos assistir a uma continuação de alta de juros, o que provavelmente levará o velho continente a uma recessão. Assim como no Reino Unido, o aumento no custo da energia cobrará seu preço.

Por causa do conflito na Ucrânia, a Europa já cortou grande parte da importação de petróleo russo e cerca de 25% da importação de gás. É muito óbvio que os europeus estão pagando – e muito caro – por essa guerra.

Se alguém está perdendo, alguém tem que estar ganhando nessa equação. Além da Rússia, que viu o rublo se desvalorizar para quase RUB140/USD logo no início do conflito, somente para vê-lo voltar a patamares pré-conflito, de RUB73/USD, outros países estão se beneficiando das sanções impostas, como é o caso da Índia, que importa petróleo

e gás russos somente para exportá-los para a Europa, com um significativo aumento de preço.

É importante ressaltar que, apesar do que escutamos na imprensa todos os dias, a maior parte do mundo não está impondo sanções à Rússia.

No Brasil, tivemos uma eleição disputada, com a vitória de Lula. Como brasileiros, estamos bem decepcionados com o resultado e torceremos para que muito do progresso que o governo anterior conseguiu atingir não seja desfeito.

Como o banco central brasileiro começou o ciclo de alta da taxa de juros há algum tempo, o país não foi tão adversamente afetado pela escalada de juros no resto do mundo. Aliás, o PIB brasileiro vem subindo, a moeda está estável – com pequena desvalorização de 7% (e acreditamos que vá deixar saudades), contas equilibradas e uma bolsa em leve alta no ano passado (+4,7%).

Falando agora um pouco mais sobre nossas teses de investimento, temos que mencionar que o maior evento para nós em dezembro não veio dos bancos centrais e sim de políticos americanos. O Senado, de maioria Democrata, não conseguiu aprovar a legislação conhecida como SAFE Banking, e fez com que o setor de cannabis visitasse as mínimas históricas, com a ETF MSOS caindo mais de 40% no mês – isso após estar em alta de mais de 20% logo no início de dezembro, quando havia a expectativa de aprovação.

Ainda pior para retornos no curto-prazo, foi o fato de a falha em passar a legislação ocorrer em dezembro, mês em que vários investidores aproveitam para vender ações que estão abaixo do seu custo para poder realizar prejuízos e usá-los para abater nos lucros obtidos em outras posições e, assim, pagar menos impostos.

Essa foi a sétima vez que a lei passa na Câmara e não é posta em votação no Senado, apesar de o líder da maioria, Chuck Schumer, ter dito que se esforçaria ao máximo (de novo). Os americanos estão descobrindo o que nós brasileiros já sabemos há anos: realmente não devemos confiar cegamente nos políticos.

Se o SAFE fosse aprovado, teríamos uma aceleração no que acreditamos ser um caminho sem volta: a legalização da cannabis nos EUA e uma consequente reprecificação dos ativos do setor. Muitos entraram no setor na expectativa de aprovação do SAFE e acabaram vendendo as ações quando ficou claro que não haveria votação. Isso fez com que as ações do setor desmoronassem e atingissem nova mínimas históricas.

Enxergamos o movimento como muito exagerado – essa foi a pior queda do setor na história. Com ou sem SAFE, O Ministro da Saúde (HHS) dos EUA está estudando o *rescheduling* (ou *descheduling*) da cannabis, e isso vai impactar o mercado de uma forma muito maior. Acreditamos que o prazo para que isso aconteça deva ser de até 2 anos, podendo ocorrer antes. Contudo, como todos sabemos, o mercado antecipa e poderemos ver um *rally* nas ações do setor bem antes disso.

Lembrando que esse setor está crescendo – e deve continuar – a dois dígitos e as ações estão nas mínimas históricas. A queda absurda que aconteceu em dezembro, para nós, significa uma ainda melhor oportunidade de investimento para quem tem estômago para aguentar as oscilações negativas e temporárias e está de olho nos retornos maiores no longo-prazo.

Com relação ao urânio, tivemos mais um bom ano, com o preço da commodity subindo de US\$42/lb para US\$47,60/lb em 2022, ou pouco mais de 13% em dólar. Apesar disso, o preço das ações no setor caiu 12%, usando a ETF como *proxy*, muito em função do efeito que a queda nos mercados em geral traz para o a classe de ativos de *equity*.



Continuamos vendo um descompasso muito grande entre a oferta e demanda do urânio, com contratos de longo-prazo sendo assinados a preços superiores ao que o mercado *spot* está mostrando, indicando para nós que esse processo de alta no preço da commodity deve continuar.

## L2 Alpha Global FIM CP

Nosso fundo teve um desempenho fraco em dezembro, caindo 4,8%. Isso se deveu basicamente à queda forte que aconteceu no mercado de cannabis. Amenizamos parte da queda com uma posição *short* no Russell 2000, como todos sabem, e nosso posicionamento em urânio físico.

Vamos continuar com o nosso modelo de investimento: buscar teses de investimento assimétricas e focar nelas, sem nos preocuparmos com a direção dos mercados que, na grande maioria das vezes, é imprevisível.

Esse tipo de posicionamento aumenta significativamente a volatilidade do portfólio, porém acreditamos apresentar uma melhor relação risco x retorno para quem tem visão de longo-prazo. Lembrando que risco é a chance de um resultado de adverso, ou seja, de perder dinheiro no longo-prazo, e que volatilidade não é sinônimo de risco, ao contrário do que muitos dizem por aí. Volatilidade pode ser um fator de risco apenas se o horizonte do investidor for curto e houver necessidade de capital no curto-prazo.

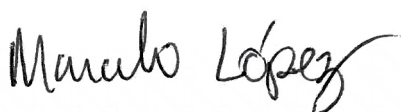
Esse foi um ano bem complicado, com o fim da maioria das restrições do Covid-19 em várias partes do mundo, uma guerra, vários conflitos, instabilidades na península coreana e em Taiwan, rearmamento de alguns países, dólar mais forte, juros subindo pela primeira vez em décadas e vários outros fatos marcantes.

Gostaríamos de agradecer a você, nosso sócio, pelo apoio e compreensão esse ano. Tivemos um ano ruim, o primeiro na nossa história, e sabemos que não é fácil aguentar a baixa, que acreditamos ser temporária. Em parte, o que diferencia um bom investidor é o sangue frio e a capacidade psicológica e emocional de suportar adversidades para tirar proveito delas.

É importante ressaltar que, **em função de uma maior alocação em teses de investimento que consideramos assimétricas, esperamos que nosso Fundo se torne mais volátil.**

Mais uma vez, gostaríamos de agradecer a você pela confiança e pelo prestígio.

Cordialmente,



L2 Capital Partners