

No início do ano, o sentimento predominante nos mercados era de pessimismo, com amplo consenso da iminência de uma recessão nos Estados Unidos – a discussão era se seria um *“hard landing”* ou *“soft landing”*. Economistas proeminentes, estrategistas renomados e diversos investidores compartilhavam dessa perspectiva.

Surpreendentemente, ao contrário do que alguém poderia esperar em um período assim, índices como o S&P 500 e o Nasdaq registraram ganhos de cerca de 20% e 40%, respectivamente. Com exceção da China, os mercados acionários globais estão exibindo fortes altas ao longo do ano.

Agora, ao nos aproximarmos do final do ano, a ideia de recessão foi deixada de lado e o novo consenso é que haverá um pequeno crescimento na economia dos EUA.

Talvez muitos não se recordem, mas era extremamente raro encontrar alguém (não conseguimos nos lembrar de nenhum caso) que não estivesse apostando contra os mercados acionários em 2023, especialmente após um desempenho fraco em 2022, combinado com a súbita e forte elevação nas taxas de juros nos países desenvolvidos.

Vale destacar, em particular, a commodity mais importante e essencial globalmente, o petróleo, que, segundo os especialistas, deveria ultrapassar significativamente a cotação de US\$100 por barril. Inúmeros profissionais na área compartilhavam dessa previsão e todos a fundamentam em argumentos semelhantes: (I) os Estados Unidos precisariam interromper as vendas das reservas estratégicas e retomar as compras para reabastecê-las; (II) a Rússia estava sob sanções no Ocidente; (III) a OPEP reduziu a produção mais de uma vez no ano; (IV) havia uma escassez significativa de investimentos no setor, e várias petrolíferas estavam reduzindo o CAPEX para contribuir com a redução de emissões de carbono na atmosfera.

Apesar de todas essas considerações, o petróleo seguiu o caminho contrário e teve um desempenho abaixo das expectativas, com o WTI e o Brent, os mais negociados, apresentando quedas de dois dígitos.

Este é o principal motivo pelo qual optamos por não fazer previsões sobre os mercados, muito menos previsões de curto prazo: há inúmeras variáveis em jogo, que interagem entre si e tornam a probabilidade de acerto extremamente diminuta. Naturalmente, alguém eventualmente acertará uma dessas previsões e será aclamado como guru dos mercados, passando a ser seguido por todos no ano seguinte, contudo a probabilidade de um acerto subsequente se confirmar é ainda menor.

Em vez disso, preferimos dedicar nosso tempo à busca de teses de investimento assimétricas, que operem independentemente de variáveis de natureza macroeconômica, como crescimento populacional, PIB, taxa de juros, inflação e câmbio. As mais óbvias, para nós, são as que envolvem oferta e demanda.

Como todos sabem, temos duas teses favoritas no momento: urânio e cannabis nos EUA. Ambas têm se mostrado não somente resilientes, como também altamente lucrativas. Falaremos sobre elas em maior minúcia para nossos investidores, que receberão, como sempre, uma carta mais detalhada sobre cada uma das teses.

Sempre atentos a oportunidades, atualmente, estamos explorando algumas teses de investimento muito interessantes, tendo uma delas sido mencionada anteriormente: o setor petrolífero. Contudo, nosso foco não reside apenas na commodity em si, apesar de percebermos uma desconexão nos preços, mas sim nas empresas que prestam serviços às petrolíferas, especialmente àquelas voltadas às operações offshore.

Além disso, dirigimos nossa atenção para o mercado de carvão, que iniciou o ano cotado acima de US\$400 por tonelada e está encerrando abaixo de US\$150, mesmo com a demanda se mantendo estável. As empresas do setor enfrentam desafios na captação de capital para impulsionarem seus projetos, o que retarda a produção e, por conseguinte, pode contribuir para a elevação nos preços.

Observamos com otimismo o mercado de transporte marítimo. Eventos como disputas políticas, sanções e conflitos, embora evidentemente negativos para a população, causam consequências de segunda ordem, que podem impactar positivamente os valores dos fretes. Atualmente, existem problemas no Canal do Panamá, por onde passam 3% do comércio global, e no Canal de Suez, por onde transita 12% (ambas as estatísticas em termos de valores em USD). A ocorrência simultânea de problemas nesses dois canais, algo inédito em nossa memória histórica, certamente terá efeitos significativos nos fretes marítimos.

Outro setor que nos atrai são os Metais do Grupo da Platina (PGMs), que tiveram quedas acentuadas nos últimos dois anos. Os dois maiores produtores mundiais, África do Sul e Rússia, enfrentam desafios, e a demanda pelos metais pode aumentar, especialmente em virtude da utilização da platina como catalisador em células de hidrogênio, uma forma de energia considerada limpa e em ascensão.

Curiosamente, ao considerarmos a relação risco-retorno, estamos também analisando atentamente as propriedades comerciais e residenciais na América do Norte. Para ilustrar, recentemente, um edifício comercial em Chicago adquirido por US\$44 milhões em 2017, foi vendido por apenas US\$17 milhões, uma queda superior a 60%.

Um ponto adicional de destaque foi a declaração do renomado short seller Carson Block, da Muddy Waters, informando que está apostando contra as ações da Blackstone Mortgage Trust, empresa que fornece financiamento para o mercado imobiliário comercial. Como esse mercado pode se deteriorar ainda mais rapidamente, estamos conduzindo nossas análises de maneira ágil para aproveitar quaisquer oportunidades que possam disso emergir.

Como é de conhecimento de quem nos acompanha, discordamos da abordagem amplamente adotada para tratamento do conceito de risco, que é reduzido simplisticamente a uma medida estatística de volatilidade. Não faz sentido para um investidor de longo prazo perceber mais risco em adquirir um dólar por cinquenta centavos com alta volatilidade do que um dólar por US\$1,10 com baixa volatilidade.

A rigor, risco é chance de se ter um resultado adverso, o que no mundo dos investimentos se traduz como a probabilidade de perder dinheiro. No curto prazo, volatilidade pode ser um fator de risco, mas não é, de forma alguma, sinônimo de risco, ao contrário do que a relação metonímica possa sugerir aos mais desavisados. O curto prazo é dominado por aleatoriedades, fluxos e variáveis que desafiam o poder preditivo de qualquer um. Assim, um investidor com horizonte de longo prazo não tem na volatilidade um fator de risco relevante.

Dado que estamos praticamente isolados nesse entendimento, conseguimos identificar oportunidades de barganha mais facilmente do que muitos de nossos pares, aprisionados aos conceitos deturpados de gestão de risco. Preferimos o jeito clássico e comprovado de se aumentar a margem de segurança: comprar barato.

Recordemos a situação dos bancos médios nos EUA ou até mesmo do Credit Suisse. Todos pareciam praticamente livres de risco, ao se usar volatilidade dos seus títulos como métrica, até que, de repente, foram à bancarrota.

Ou mais recente, vejamos o caso da Grécia. Atualmente, seus títulos de 5 anos remuneram uma taxa 3,5% a.a., enquanto os EUA pagam 4,2%. Isso significa que a limitada economia helênica pode ser considerada menos arriscada do que a maior potência econômica mundial?

O mundo apresenta diversas variáveis importantes, como conflitos regionais, mudanças de governos, taxas de juros relativamente elevadas, endividamento significativo, eleições polarizadas nos EUA, vulnerabilidades na cadeia de transporte (Canais de Suez e Panamá), potenciais pandemias, ciberataques, terrorismo, riscos ambientais e climáticos (apesar de sermos céticos com relação a isso, risco climático é um fator importante na percepção de vários participantes do mercado).

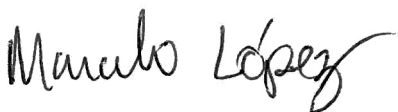
Optamos por não tentar prever esses eventos, mantendo ceticismo em relação aos autodenominados especialistas. Em vez disso, concentramos nosso foco e energia em oportunidades de investimento com retorno potencial superior a 100%, baixo risco e pouca ou nenhuma concorrência.

Analisando nosso histórico com o urânio, percebemos que, ao iniciar nossa tese, a maioria das notícias negativas já estava refletida nos preços. Consequentemente, à medida que o tempo passava, a pressão vendedora sobre as ações diminuía, e as novas notícias tendiam a ser positivas, fazendo com que o preço das empresas disparasse.

A mesma abordagem se aplica à nossa tese sobre cannabis. Atualmente, enfrentamos pouca concorrência na aquisição de ações dessas empresas, uma vez que grandes instituições financeiras não têm autorização para comprá-las ou custodiá-las. Além disso, as ações já sofreram uma queda de cerca de 80% em relação ao pico atingido há alguns anos. Embora as circunstâncias em vigor sejam desfavoráveis e o cenário desafiador, vemos isso como o tipo de investimento que preferimos.

Por fim, desejamos a todos um Natal feliz e abençoado, assim como um ano novo próspero, repleto de conquistas, saúde e alegrias.

Cordialmente,



L2 Capital Partners