

Caros clientes e amigos,

O objetivo dessa carta é discorrer sobre eventos passados em busca de sinais que podem nos ajudar a entender o mundo atual e possíveis caminhos para o futuro, em especial sobre o tema da integração econômica internacional, processo que conhecemos como Globalização.

Benefícios da cooperação global

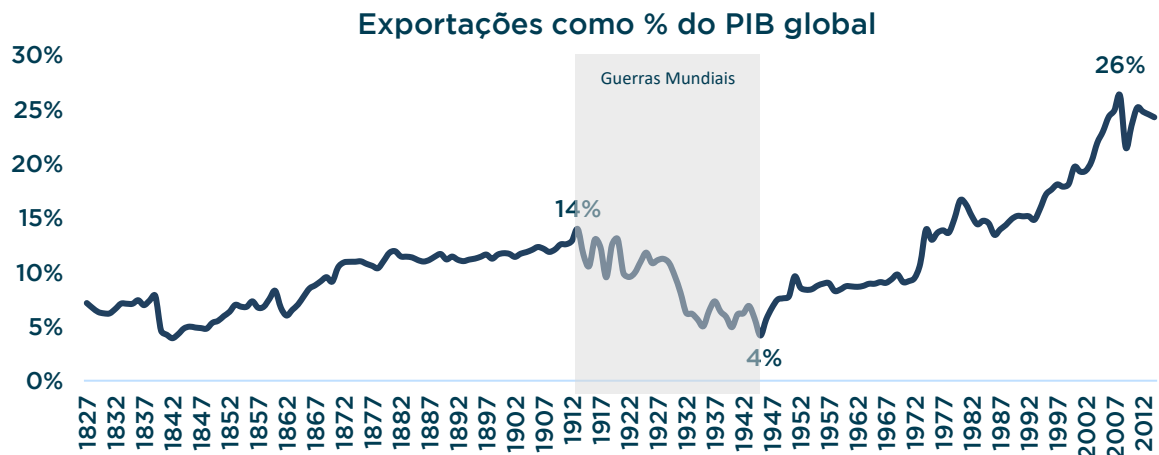
O primeiro exemplo em grande escala dos benefícios da cooperação global foram as Rotas da Seda que tiveram início no século II A.C., incentivando o desenvolvimento econômico, cultural e político de diversas civilizações desde o extremo oriente até o Mediterrâneo durante os cerca de 1500 anos de sua existência. Tiveram seu fim em 1453 com a queda de Constantinopla e a ascensão do império Otomano.

Liderada por exploradores marítimos Portugueses e Espanhóis, a chamada Era dos Descobrimentos criou novas rotas de comércio entre a Europa e as “Índias” por meio dos oceanos. Esse foi mais um período de grande integração global, desta vez diminuindo significativamente as distâncias intercontinentais pelas rotas marítimas.

Um terceiro exemplo dos benefícios da integração global ocorreu durante a Revolução Industrial nos séculos XVIII e XIX que, com o advento do motor a vapor, possibilitou a troca eficiente e em larga escala de bens demandados nos quatro cantos do mundo. Também tivemos a invenção do telégrafo, que fez com que a distância territorial não mais impedisse a comunicação quase que instantânea entre as pessoas.

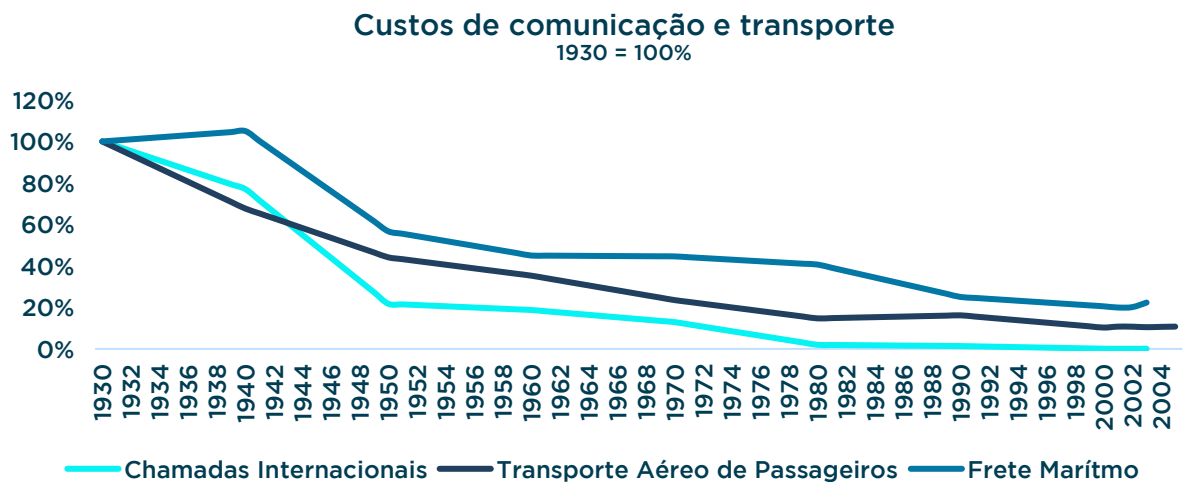
Às vésperas da Primeira Guerra Mundial, as exportações como percentual do PIB global saltaram de 6% para 14%. Foi um período de pleno desenvolvimento, onde as novidades tecnológicas chegavam rapidamente em todos os continentes. Nações de todo o mundo se beneficiaram, passando a exportar produtos em que tinham vantagem competitiva e produção abundante e importando tecnologias que aumentavam a produtividade de sua economia. Notadamente no Brasil tivemos o Ciclo da Borracha (1879-1912) como principal exemplo do período.

Esse período de grande crescimento do comércio internacional teve seu fim com as grandes guerras. O mundo neste momento já estava interconectado o suficiente para que, dali em diante, as guerras que se iniciaram na Europa se tornassem um problema mundial. As economias se fecharam e se concentraram em defender seus próprios interesses. Ao final da Segunda Guerra, as exportações como percentual do PIB global haviam caído para apenas 4%, o menor nível em mais de 100 anos.



Fonte: Fouquin & Hugot (CEPII 2016)

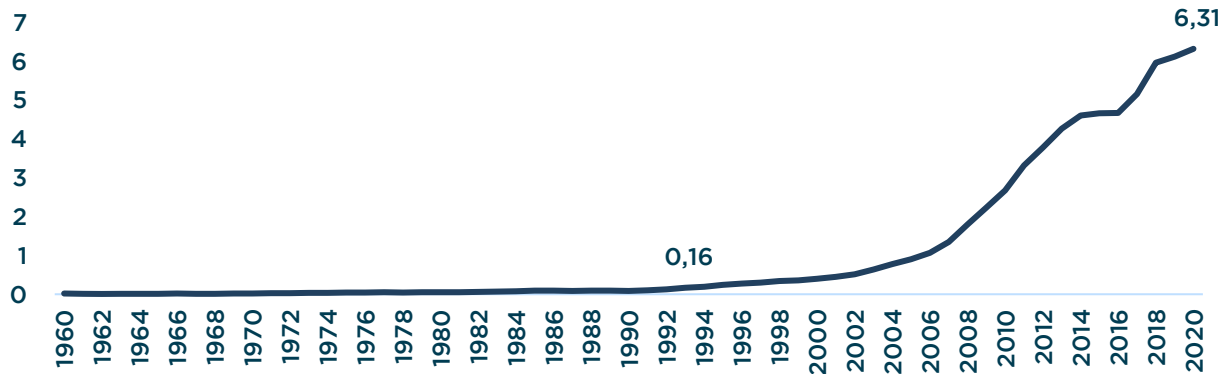
Os avanços tecnológicos trazidos pelas guerras fizeram com que os custos de comunicação e transporte caíssem de forma abrupta ao longo dos anos seguintes, possibilitando que uma maior quantidade de bens e serviços fossem transacionados globalmente. A integração internacional ganhou ainda mais força com o fim da Guerra Fria e a consequente queda do muro de Berlim, tornando o Ocidente e seus aliados hegemônicos no cenário econômico. Com o crescimento exponencial da Internet nos anos 1990, as nações se conectaram de forma inédita na história humana, fazendo com que as exportações como percentual do PIB global atingissem um pico de 26% em 2008.



Fonte: OECD Economic Outlook (2007)

A China foi uma das nações que mais se beneficiou desse desenvolvimento. Liderada nos anos 1990 por Jiang Zemin, o país abriu suas fronteiras com o objetivo de se tornar o produtor de baixo custo para empresas multinacionais. A formação bruta de capital fixo no país saiu de 16 bilhões de dólares em 1993, para mais de 6 trilhões de dólares em 2020, uma evolução de mais de 320 vezes.

Formação Bruta de Capital Fixo na China (em trilhões de dólares)



Fonte: World Bank (2020)

A humanidade aprendeu a trabalhar de maneira integrada e as cadeias produtivas se tornaram globais. A busca incessante pela diminuição dos custos de produção, principalmente de mão de obra pouco qualificada, fez com que diversas indústrias e manufaturas fossem fechadas nos países mais desenvolvidos, terceirizando a produção para pares chineses, onde o custo do trabalho era sensivelmente menor.

Com um ambiente geopolítico relativamente estável, os países passaram a ter maior nível de interdependência, e as empresas multinacionais focaram em opções de menor custo, sem a preocupação com possíveis quebras no suprimento de peças, componentes e produtos acabados. A queda dos preços dos fretes intercontinentais nesse período reforçou tais decisões.

O consumidor global foi um grande beneficiado deste processo, possibilitando o consumo de bens e serviços a preços historicamente baixos. Somam-se a isso outras tendências deflacionárias, como avanços tecnológicos e a demografia, permitindo vivenciarmos uma era de inflação e juros muito baixos - em alguns casos até negativos.

Nova mudança de paradigma?

Tal qual observou Thomas Kuhn em sua obra *Estrutura das Revoluções Científicas*, o fim de um regime é marcado por um choque que muda a forma como o mundo é enxergado até aquele momento. Chamou-se a isso uma “mudança de paradigma”. Howard Marks, fundador e gestor da Oaktree Capital, acredita na “ciclicidade” e faz a analogia de um pêndulo, que hora está para um lado, hora para o outro, passando pouco tempo no centro. Já Ray Dalio, fundador da Bridgewater Associates, acredita que de tempos em tempos, uma nova ordem mundial entra em voga, com uma nação liderando a cada nova ordem.

Desde o início de 2020, a globalização tem passado por desafios. A pandemia causada pela Covid-19 trouxe a necessidade de medidas de isolamento por governos de todo o mundo. Os campos de extração de matéria-prima, as fábricas e os portos foram fechados, tiveram rotinas alteradas ou permitiram um menor nível de atividade do que o observado anteriormente.

Assim o tempo para a entrega de diversos componentes aumentou de forma significativa, a capacidade de embarque de mercadorias foi diminuída e houve falta de produto em várias

partes do mundo. Foi um choque de oferta de livro-texto e os preços dispararam por conta de um desequilíbrio entre oferta e demanda.

Um caso clássico foi o dos semicondutores, componentes presentes em todos os dispositivos eletrônicos e em automóveis. Essas peças são fabricadas majoritariamente em países asiáticos, como Taiwan e Coreia do Sul, que são responsáveis por 81% da produção. Com o início da pandemia, políticas de isolamento diminuíram a capacidade de produção das fábricas e atrasaram as movimentações nos portos. Ao mesmo tempo, houve um crescimento muito forte da demanda por eletrônicos, influenciado pela repentina mudança para o mundo digital que tivemos. Com isso, o tempo de entrega dos chips, que girava em torno de 12 a 15 semanas, ultrapassou 25 semanas. Isso gerou uma disfuncionalidade em vários mercados. Os automóveis, que historicamente perdem valor com o tempo, apresentaram alta de preço ao redor do mundo.

No início de 2022 outro evento colocou ainda mais pressão sobre o mundo globalizado. Com a invasão da Ucrânia pela Rússia, o suprimento global de matérias-primas foi posto em xeque. Os dois países envolvidos são grandes exportadores de *commodities* agrícolas para o resto do mundo, notadamente o trigo, e o abastecimento ficou comprometido com a escalada do conflito. Além disso, a Rússia é um dos maiores produtores do mundo de petróleo e gás natural, duas importantes fontes de energia que abastecem a Europa.

O problema é que, com a invasão, diversos países do ocidente impuseram sanções ao país de Putin, que, por sua vez, tem ameaçado cortar o suprimento de energia para o velho continente. A Europa importa mais de 57% da energia que consome, sendo que 24% vem da Rússia, seu principal fornecedor. Novamente, a decisão de deixar o suprimento de uma necessidade tão importante nas mãos de um vizinho não-alinhado se mostrou arriscada. O preço das principais *commodities* no mundo deu um salto desde o início da guerra, e a Europa vive atualmente um momento de muitas incertezas.

Tais acontecimentos trouxeram de volta para a população algo que passou as últimas décadas sem ser visto como um problema: a inflação. Os perdedores óbvios de um mundo mais inflacionário são as pessoas de baixa renda, severamente atingidas pelo aumento de custos, justamente por terem boa parte do seu orçamento já comprometido com itens básicos de sobrevivência, como alimentação e energia.

Provavelmente teremos uma mudança no posicionamento das empresas em prol de fornecedores mais seguros e confiáveis, mesmo que isso ocasione em custos maiores e lucros menores. As inovações tecnológicas tendem a desacelerar, dado que haverá menor cooperação científica entre os países, causando efeitos adversos no longo prazo sobre produtividade e crescimento potencial.

O caso recente da empresa norte-americana Intel ilustra bem essa mudança de valores. A empresa anunciou recentemente que irá investir 88 bilhões de dólares nos próximos 10 anos para desenvolver fábricas de semicondutores na Europa, para não ficar dependente apenas da produção asiática. No entanto, a vantagem comparativa para a produção dos chips está no sudeste da Ásia e realizar o desenvolvimento fora dessa região irá incorrer em maiores custos, que provavelmente serão repassados para os consumidores.

Conclusão

Acreditamos em três cenários alternativos, com probabilidades distintas entre eles.

O primeiro é onde os acontecimentos recentes foram apenas um ponto fora da curva e voltaremos à dinâmica de cooperação e integração anterior. Para que isso aconteça, a guerra deve terminar em um futuro próximo, provavelmente com a consequente deposição de Putin como líder russo. As sanções também precisariam ser retiradas de forma rápida, assim o impacto nos preços das *commodities* seria temporário e a inflação voltaria aos baixos níveis da década passada. *Atribuimos a esse cenário uma baixa probabilidade.*

Um segundo cenário é o desenvolvimento de um maior controle das cadeias de produção pelos diferentes blocos econômicos, principalmente as cadeias que são ligadas a itens essenciais para sobrevivência, como alimentação e energia. Nesse cenário a China manteria o pragmatismo e o *status quo* com o Ocidente que, por sua vez, tem se mostrado um grupo coeso e disposto à mútua coordenação. As sanções à Rússia continuariam em vigor, mas os impactos da guerra seriam mais localizados, apesar de uma inflação um pouco mais persistente no curto e médio prazo. *Acreditamos que esse seja o cenário mais provável e que está sendo precificado pelo mercado no momento.*

Por último, temos um cenário de maior ruptura global que chamamos de “desglobalização”, com inflação e juros estruturalmente mais altos. Esse é o cenário mais complexo e apresenta uma mudança estrutural no sistema político-econômico em voga. A guerra perduraria por mais tempo, e seus efeitos seriam permanentes. A China se afastaria de forma mais contundente do Ocidente e observaríamos uma verdadeira mudança de paradigma. Podemos inclusive testemunhar tanto um questionamento maior por parte dos Bancos Centrais em relação ao real valor das suas reservas em dólar, quanto da sociedade civil em relação às moedas sem lastro (*fiat*). O patamar de juros seria estruturalmente mais alto do que o atual, o que colocaria em risco empresas com alta alavancagem. O alto custo dos fretes tornaria as cadeias produtivas globais mais custosas, e a inflação seria um problema persistente para os governantes. *É um cenário de probabilidade baixa, mas crescente.*

Com cenários tão distintos entre si, nosso dever sempre será procurar entender as consequências destes caminhos e buscar oportunidades de gerar melhores retornos ajustados ao risco para nossos investidores. É uma tarefa desafiadora, especialmente neste momento geopolítico sem precedentes.

Agradecemos pela confiança.

Equipe Oby Capital