

Caros investidores,

Ao refletirmos sobre o ano de 2021 nos vem a memória o ditado popular “mar calmo nunca fez bom marinheiro”. O ano que passou e seus desdobramentos certamente se enquadram nesse cenário. Os efeitos da pandemia, que até hoje persistem, foram mais prolongados e intensos do que o inicialmente imaginado. No aspecto econômico, eles se deram principalmente através de uma normalização muito mais lenta das cadeias produtivas (tema que discutiremos com mais profundidade na segunda parte desta carta). O desequilíbrio entre uma demanda que voltava de forma acelerada, potencializada pelos significativos estímulos governamentais concedidos, e uma oferta restringida pelos gargalos logísticos agravada pela volta de *lockdowns* ao redor do mundo, acabaram por reacender a chama inflacionária que há muito não se via presente, principalmente entre as nações desenvolvidas. Ato contínuo, a abertura das taxas de juros, não só no Brasil, mas globalmente, acabou por sacramentar a inquietação e desestabilização dos preços dos ativos.

Após um 2020 onde tivemos um desempenho muito acima da média, o ano de 2021 se apresentou bastante duro. Talvez o mais duro de nossa história. Refletimos bastante nesses últimos meses sobre os principais detratores do nosso desempenho. Como sempre, aqui a particularidade de cada história se revela mais apropriada do que se tentar encontrar um padrão entre elas. Times tidos como brilhantes que não se mostraram tão infalíveis assim, negócios com crescimentos exponenciais que desaceleraram a um ritmo ainda mais acentuado e marcas amadas e admiradas que tombaram frente a esse cenário de abrupta mudança macroeconômica.

Como costumamos dizer, acreditamos que a depreciação joga a nosso favor na atividade de investimentos, no sentido de que a experiência adquirida ao longo dos anos nos torna melhores investidores. Estamos certos que o ano de 2021 teve um papel relevante nessa evolução.

Do lado da nossa gestora, fizemos pela primeira vez um investimento em uma empresa privada. Tivemos a oportunidade, após um longo período de interações, de investir no Nubank, que consideramos uma das mais brilhantes histórias empresariais do passado recente. Baseado no tripé (1) custos de aquisição mais baixos com 85% dos clientes adquiridos de forma orgânica (boca a boca), (2) custo de servir o cliente que representa uma fração dos bancos incumbentes e (3) um custo de crédito cerca de 1/3 mais baixo do que o sistema financeiro, diferencial que se expande entre as classes mais baixas, o Nubank vem trilhando uma trajetória de crescimento sem precedentes no mercado brasileiro.

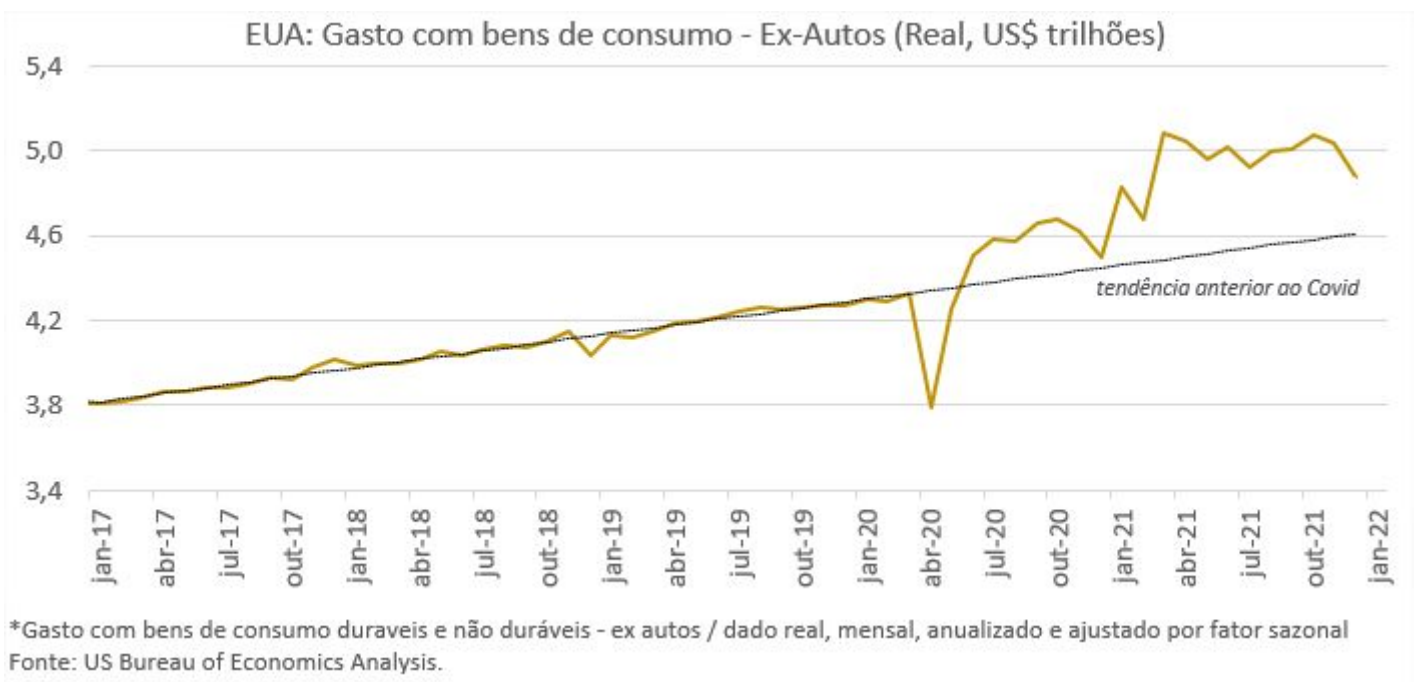
Realizamos esse investimento em um veículo próprio para esse fim e devemos ao longo dos próximos anos realizar outros com perfil semelhante. Nosso intuito aqui é que isso seja sempre complementar ao nosso processo de análise em companhias listadas, nossa atividade principal. O que acabamos percebendo é que ao longo do nosso processo de investimento em empresas públicas, eventualmente nos deparamos com alguma empresa privada onde gostaríamos de participar de sua história antes que ela venha a se tornar pública. Vemos uma sinergia grande entre essas atividades, mas temos muito claro o que é o nosso expertise e atividade principal: o investimento de longo prazo em ações listadas.

Além disso, continuamos nossa expansão do escritório de Greenwich, Connecticut e recentemente abrimos o nosso fundo global para os primeiros aportes de investidores externos.

A NORMALIZAÇÃO QUE NÃO OCORREU:

O ano de 2021 começou com uma elevada dose de otimismo. Os bons resultados das vacinas existentes e a promissora disponibilidade dos inoculantes pareciam indicar um cenário de gradual remoção das restrições de mobilidade, aumento do consumo por serviços e início da normalização das cadeias produtivas das mais diversas indústrias.

No entanto, conforme a pandemia foi se mostrando mais persistente e medidas de *lockdown* se prolongaram por várias geografias, a materialização desse cenário foi sendo questionada. A manutenção de um ambiente com políticas de governo altamente estimulativas, especialmente em países desenvolvidos, teve como consequência a persistência da elevada demanda por bens, gerando impactos inflacionários bem mais agudos do que imaginávamos. A volta da inflação numa escala global foi no nosso entendimento o principal fator para a desestabilização e inquietação em determinados mercados.



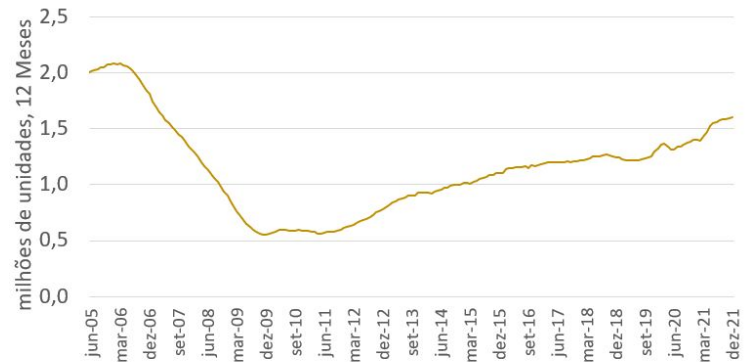
Por sua vez, refletindo esse cenário, certas mudanças de hábitos e alterações de padrões do nosso cotidiano também começaram a mostrar um caráter mais duradouro. Como exemplo, com a continuidade de medidas de *lockdown*, empresas e indivíduos passaram a ver o ambiente de trabalho remoto como algo mais perene, o que gerou uma maior propensão a investimentos tanto nas residências (ex. eletroeletrônicos, móveis e materiais de construção) quanto em novos imóveis. Esse último efeito foi potencializado pelo quadro de contínuo estímulo financeiro associado a um ambiente de juros reais historicamente baixos. Como consequência, presenciamos um enorme aumento no ritmo de vendas e nos lançamentos de imóveis, levando esses indicadores para patamares nunca vistos no Brasil e só vistos nos EUA no período anterior à crise de 2008.

Lançamentos Imobiliários: Região Metropolitana de SP



Fonte: Secovi

Lançamentos Imobiliários: Estados Unidos

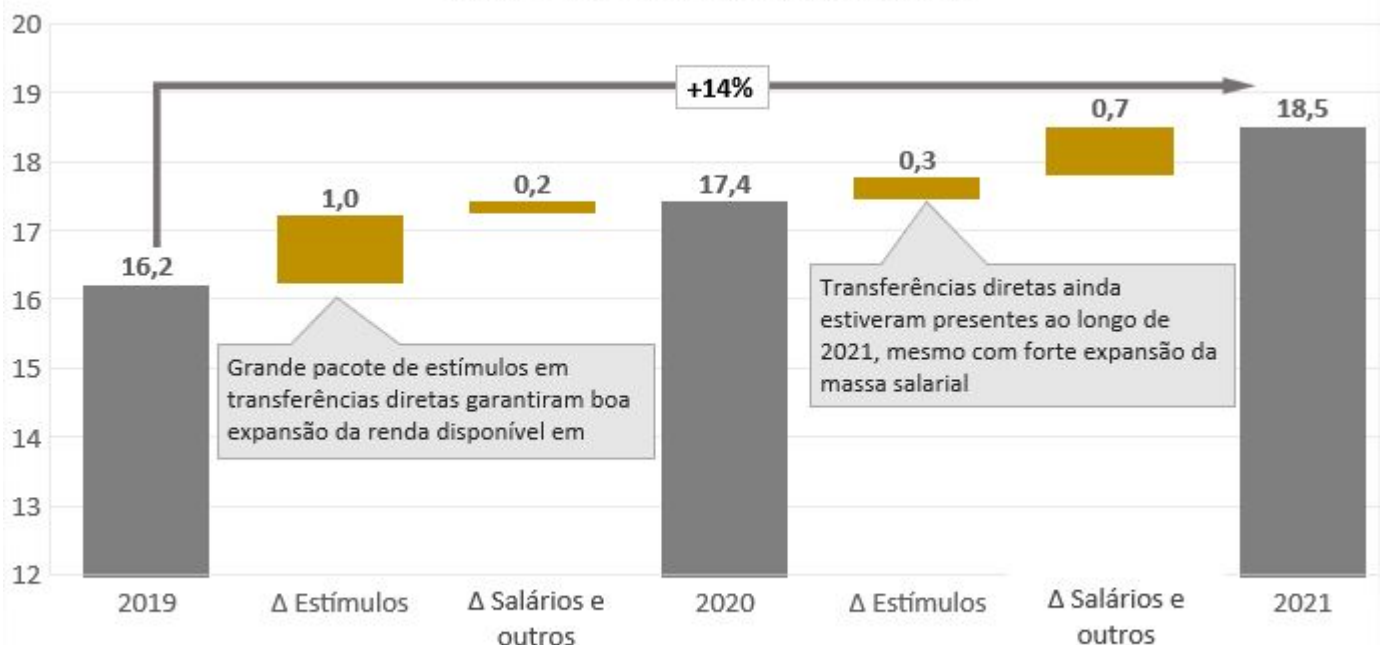


Fonte: Bloomberg

Aliado a isso, a falta de visibilidade do quando se daria a normalização da vida cotidiana, causada pela intermitência das reaberturas, acabaram por postergar a esperada retomada do setor de serviços. Seja pelas restrições governamentais ou pela cautela das famílias em se expor ao vírus, os gastos com viagens, restaurantes, educação e oportunidades de socialização continuaram restritos, potencializando ainda mais a demanda por aquisição de bens.

Por fim, vale salientar que os estímulos governamentais acima mencionados e que se estenderam ao longo de 2021 foram feitos diretamente ao consumidor, diferente de outras crises (ex. 2008), onde a injeção de recursos se deu através do sistema financeiro. Ao invés da utilização dos bancos como intermediários para o provimento de liquidez, os estímulos se deram através de cheques e vouchers recebidos diretamente pelos indivíduos. Segundo a Goldman Sachs, entre 2019 e 2021, a renda disponível nos EUA cresceu 14%. Este aumento de renda foi ainda maior para estratos menos favorecidos da sociedade, que tem propensão a consumir muito acima da média.

EUA: Renda Disponível (US\$ trilhões)

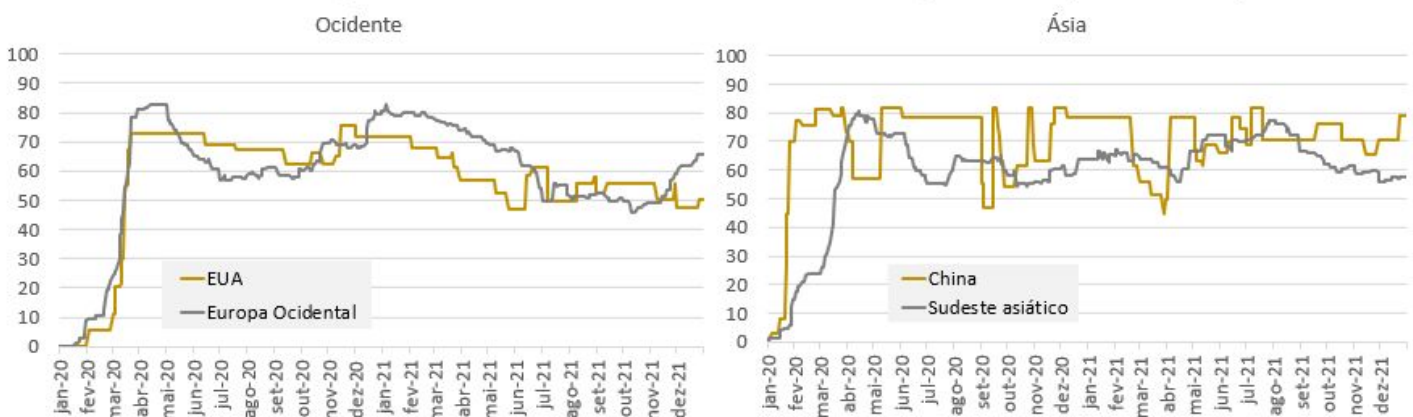


Fonte: US Bureau of Economics Analysis, Goldman Sachs Global Investment Research.

Esta “inovação” na forma de se estabilizar a economia se mostrou bem-sucedida no início da crise, onde o objetivo era manter as pessoas em casa a fim de reduzir o custo social da transmissão do vírus. Porém, a manutenção dessa política por um período prolongado acabou por gerar uma combinação de demanda sobreaquecida por bens, desestímulo ao retorno da mão de obra e consequente desequilíbrio em cadeias produtivas, gerando diversos impactos como detalharemos à frente.

De maneira geral, essa forte demanda encontrou uma capacidade de oferta com pouca folga e uma cadeia de suprimentos que se mostrou pouco resiliente aos vários choques que se seguiram. Como exemplo, ao longo de 2021, tivemos a chegada da variante delta, que trouxe uma nova onda de *lockdowns* e desorganizou ainda mais as cadeias em um momento em que essas já operavam em situação de *stress*. Isto foi especialmente grave na China e no sudeste asiático, regiões-chave para a produção manufatureira global e que se mostraram muito pouco tolerantes ao risco de contágio do vírus. O Índice de Rigidez do Distanciamento Social de Oxford, que mede o rigor com que cada sociedade trata a mobilidade em função da pandemia, mostra que em alguns casos as restrições em 2021 foram tão fortes quanto em 2020.

Índice de Rigidez de Distanciamento Social de Oxford (100=restrição máxima)



*Índice de Rigidez de Distanciamento de Oxford é uma ferramenta de monitoramento dos níveis de restrições em cada país, possuindo valores de 0 (menor rigidez) a 100 (maior rigidez). Ele é baseado em 9 indicadores: fechamento de escolas, locais de trabalho, cancelamento de eventos públicos, aglomerações, restrição em transportes de massa, medidas de confinamento, campanhas públicas sobre o tema e restrições de viagens

** Europa ocidental: Espanha, Reino Unido, Alemanha, França e Itália / Sudeste asiático: Indonésia, Vietnam, Malásia e Tailândia

Fonte: Oxford.

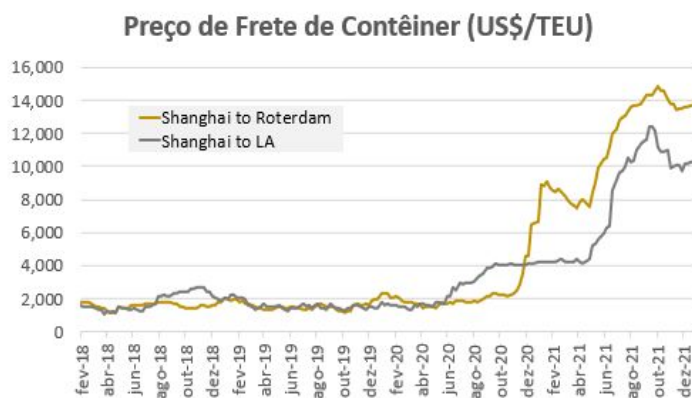
Este rigor nas medidas de contenção do vírus em um momento em que a demanda por bens estava muito aquecida levou a uma proliferação de gargalos logísticos, algo que já vinha aparecendo desde o início da pandemia, e se acentuou durante parte do ano de 2021. Depois de anos de aumento de eficiência das cadeias globais, maior *outsourcing* e maior globalização, passamos a ter que lidar com o outro lado dessa moeda: os efeitos maléficos da concentração geográfica na fabricação de determinados componentes industriais. Durante nossos processos de análise esbarramos com esses gargalos múltiplas vezes, em diferentes cadeias e geografias. Selecionamos alguns exemplos a seguir:

- [Set/20 - Valor Econômico: Retomada em “V” leva à falta de insumos: Descolamento entre oferta e demanda gera desabastecimento temporário na cadeia industrial do país](#)
- [Dez/20 - Folha de SP: Heineken sofre com falta de garrafas de vidro para cerveja em algumas regiões](#)
- [Dez/20 - Sea Intelligence: Empty container shortages in Asia to persist into January](#)
- [Mar/21 - Valor Econômico: Construtoras recorrem ao aço turco importado: Cooperativa compra vergalhão da Turquia para regularizar abastecimento](#)
- [Abr/21 - BrazilJournal: No verão americano, vai faltar cloro](#)
- [Jul/21 - FT - Nike/Adidas: no Yeezy way out of Vietnam](#)
- [Set/21 - Bloomberg - China’s coal shortage means higher prices for the whole world](#)
- [Set/21 - The Independent: Shoppers face empty shelves at Christmas without urgent solution to labor shortage, government warned](#)

Na medida em que uma atividade se constrange e perde produtividade, restringe também as cadeias dependentes destes componentes. Dois casos específicos nos parecem de especial importância dado sua relevância para a economia global: o transporte de contêineres e a produção de chips para a indústria automotiva.

O Transporte de Contêineres

O aumento da demanda por bens fez com que o fluxo de contêineres cheios da Ásia para os EUA aumentasse em 20% em relação ao período anterior a pandemia. Isso acarretou um aumento da utilização de embarcações, canais e terminais portuários. Como consequência, imprevistos e acidentes tornaram-se mais frequentes. Temos como exemplo o ocorrido no Canal de Suez, com o encalhamento do navio Ever Given por 6 dias que gerou uma fila de 200 navios com o equivalente a US\$9,6 bilhões em mercadorias de acordo com a seguradora Lloyds¹. Problemas como este se acumularam e a resultante de toda essa dinâmica foi uma abrupta elevação nos preços do frete, bem como um aumento significativo no tempo das entregas. Como exemplo, um contêiner que custava US\$3 mil para ser enviado de Hong Kong para Los Angeles levando 6 semanas para a entrega passou a custar US\$15 mil com o prazo de entrega sendo estendido para 3 meses². Esta desarticulação continua a ter grandes impactos não só em custos, mas em especial na capacidade de planejamento de empresas que dependem destas cargas. O índice de confiabilidade no cronograma de rotas marítimas da consultoria do setor Sea Intelligence caiu do nível de 70% pré-pandemia para os níveis atuais de 30%.



Fonte: Drewry.



Fonte: Sea Intelligence.

Produção de Chips para a Indústria Automotiva

Já virou clichê a frase de que carros modernos são computadores ambulantes. Um automóvel de passeio tem hoje aproximadamente 100 sistemas eletrônicos que representam cerca de 40% do custo total do automóvel e chegam a conter 3,000 chips. Esta importância tende a continuar crescendo na medida em que novos sistemas de direção autônoma e eficiência energética são adicionados.

A dependência que o setor automotivo tem do setor de semicondutores, no entanto, não é recíproca. A indústria automotiva é um segmento razoavelmente pouco representativo e pouco rentável para as produtoras de semicondutores. Como exemplo, a taiwanesa TSMC, além de ser a maior produtora de chips global, é uma das principais fornecedoras de chip para o setor automotivo. No entanto, o setor representa apenas 3% de suas vendas, enquanto o segmento de smartphones representa acima de 50%³. Além disso, o setor automotivo demanda chips mais antigos, com tecnologia mais disseminada e, portanto, menos rentáveis. Dessa forma, com o forte aumento da demanda por eletroeletrônicos, que não foi acompanhado por uma elevação na oferta de mesma magnitude, a indústria automobilística passou a ser preterida em relação aos setores acima mencionados.

Essa falta de chips levou a uma queda acentuada na produção global de automóveis. Em janeiro de 2021 esperava-se⁴ uma produção global de 90 milhões de veículos, e acabamos fechando o ano com uma produção de 76 milhões. Estima-se⁵ que a produção automotiva represente 3% do PIB global, logo uma perda desta ordem impactou o crescimento global em aproximadamente 0,5%.

Os impactos desses gargalos de produção puderam ser sentidos não apenas na menor atividade, mas também nos preços dos veículos novos e usados. O índice Manheim, que reflete o preço de carros usados nos EUA, subiu 1,5% a.a. entre 1995 e 2019, taxa bastante abaixo dos 2,2% de inflação anual média no mesmo período. Desde o início da pandemia, no entanto, os preços dos carros usados americanos, segundo este mesmo índice, subiram 68%. Esse efeito, junto com os preços mais altos dos carros novos, contribuiu em 1,8% de um total de 7,0% do CPI norte-americano de 2021 de acordo com o CEA⁶.



Fonte: Bloomberg, Manheim.

¹ <https://www.thejournal.ie/egypt-suez-canal-seized-ship-5408806-Apr2021/>

² <https://www.ft.com/content/33046396-15ec-460f-9724-faf6443c80b8>

³ <https://www.nytimes.com/2021/04/23/business/auto-semiconductors-general-motors-mercedes.html>

⁴ Consultoria IHS Markit

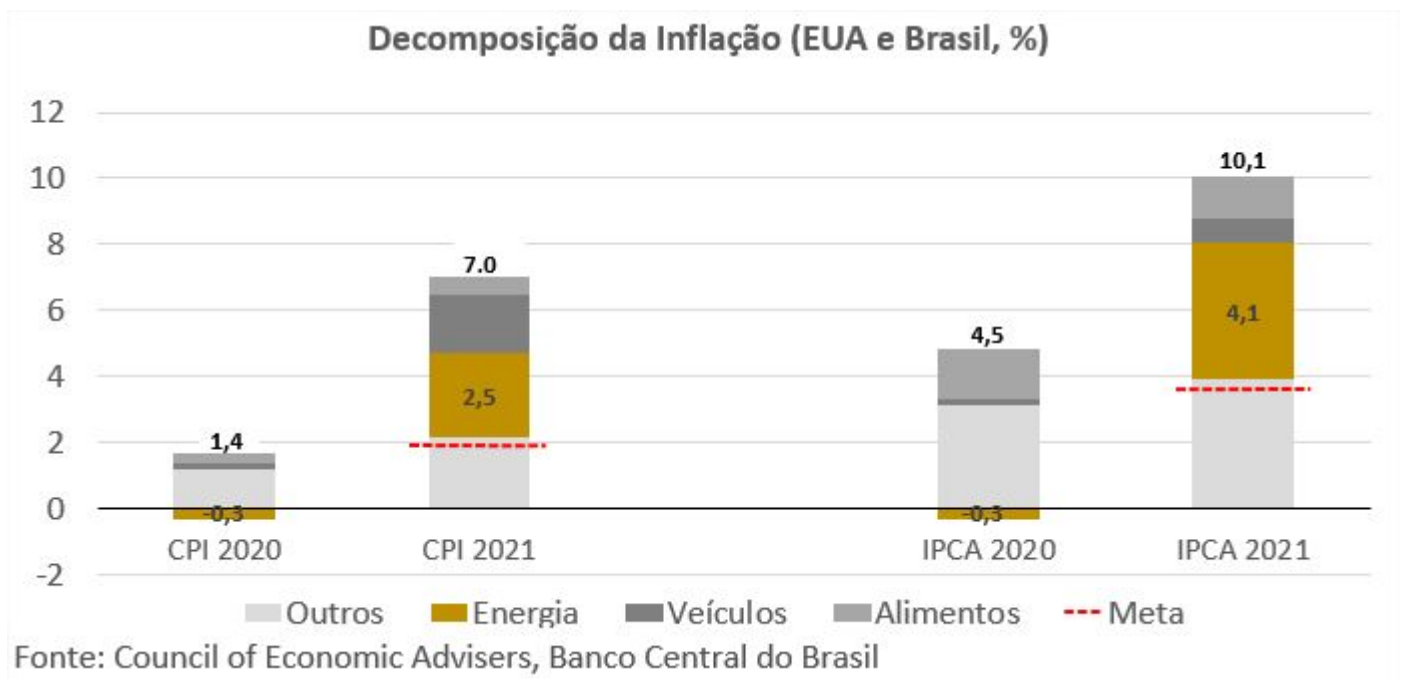
⁵ <https://www.nytimes.com/2021/11/02/business/car-shortage-global-economy.html>

⁶ Comitê de assessores econômicos da Casa Branca: <https://twitter.com/WhiteHouseCEA/status/1491781787504283652?s=20&t=HTTvS621rYsZPJ7iJP7p9w>

Completando a tempestade perfeita, tivemos em 2021 um cenário de escassez energética que nos fez lembrar os piores momentos da década de 80. Após uma década de baixo investimento na indústria de óleo e gás em função tanto dos baixos retornos obtidos no último grande ciclo de investimentos como do aumento da pressão dos *stakeholders* dessas empresas por uma menor exposição a combustíveis fósseis, o mundo se mostra perigosamente dependente da OPEC - o único produtor com capacidade de aumentar a oferta de forma significativa. Adicionalmente, os reflexos das políticas de transição energética ainda estão há alguns anos de gerar impacto significativo na redução da demanda por combustíveis fósseis.

Por fim, fatores climáticos impactaram a geração de fontes de energia renováveis. Tivemos uma baixa geração hídrica no Brasil e na China ocasionada por falta de chuvas e uma menor geração eólica nos EUA e Reino Unido pela falta de ventos. O inevitável aumento do peso de geração renovável deixou clara a necessidade de maiores investimentos na resiliência e segurança dos sistemas. Tais eventos explicitam o quão desafiador e inflacionário será o processo de transição energética.

Os “choques” de energia mencionados nos parágrafos acima fizeram com que a inflação global ficasse muito acima das metas perseguidas pelos bancos centrais. Como exemplo, o item energia adicionou 2,5% ao CPI americano e 4,1% ao IPCA brasileiro, sendo um dos principais responsáveis pelos desvios da inflação em relação às respectivas metas.



Impacto Inflacionário nas Empresas

Os efeitos mais imediatos dessa desorganização nas cadeias de suprimento foram os consecutivos e acentuados aumentos de preço dos mais variados insumos, impactando de forma significativa a cadeia de valor em diversas indústrias. Como consequência, essa pressão de custos levou a uma compressão de margens nas empresas, que na grande maioria dos casos não pode ser integralmente compensada por aumentos de preço em função da corrosão de renda dos consumidores, por sua vez também oriunda do processo inflacionário.

No entanto, conforme pontuamos com frequência, empresas líderes, bem posicionadas em seus setores, com estrutura de capital adequada e benefícios de escala são aquelas que tendem a avançar ainda mais na consolidação de seus mercados em momentos desafiadores como o que estamos atravessando. Isso ocorre de forma ainda mais acentuada em setores mais fragmentados, com poucas empresas bem estruturadas e capazes de se posicionar de forma eficiente diante dos desafios citados acima.

Nesse aspecto, continuamos convictos que as empresas que reúnem essas características irão sobressair mais uma vez, fortalecendo seus negócios e aumentando suas vantagens competitivas, a exemplo do que já observamos em crises passadas. Vemos o atual momento de compressão dos *valuations* como uma oportunidade de adquirir ativos irreplicáveis com grandes oportunidades de crescimento rentável a múltiplos significativamente abaixo do histórico e do que consideramos justos.