



A era da turbulência

Abril de 2026

Caros investidores,

Na madrugada do dia 28 de fevereiro de 2026, os Estados Unidos e Israel lançaram ataques aéreos surpresa contra o Irã e iniciaram uma nova guerra. Nas semanas seguintes, o tema foi o foco das atenções no mercado. Não pela importância econômica do Irã, mas porque o conflito militar danificou parte da infraestrutura de produção de petróleo dos países do golfo pérsico e interrompeu a maior parte do trânsito de navios através do estreito de Ormuz, um canal de 34km de largura por onde passam 15% da produção mundial de petróleo, ~12% de ureia, uma matéria-prima importante para a produção de fertilizantes, e ~30% de hélio, usado em uma série de processos industriais, dentre eles a produção de semicondutores.

Desde o início da guerra, o preço do petróleo subiu ~40% e impactou negativamente custos de uma ampla gama de produtos e serviços em todo o mundo. As projeções de inflação e juros foram por água abaixo, em mais um exemplo de como teses macroeconômicas são frequentemente invalidadas por eventos imprevisíveis. A indústria de petróleo e gás, até então em baixa pela narrativa de migração para fontes de energia renováveis, voltou aos holofotes.

Todos querem saber agora quando a guerra acabará e quanto tempo a oferta do golfo pérsico demorará para voltar ao normal, mas nenhuma análise responderá essa pergunta com precisão suficiente para fundamentar teses de investimentos. Há mais valor em buscar as lições que podem ser tiradas desse e de outros eventos similares.

A fragilidade econômica da globalização

No mundo antigo, a economia era bem mais regionalizada. Cada país consumia predominantemente o que se produzia internamente ou em territórios próximos, devido ao alto custo dos meios de transporte da época. O comércio de longa distância era concentrado em bens de alto valor por unidade de peso e volume: sedas, especiarias, pedras e metais preciosos, bens de luxo etc.

À medida que o transporte marítimo se tornou mais eficiente e seguro, principalmente após a segunda guerra mundial, os países passaram a buscar maior eficiência

econômica se especializando nas indústrias em que eles próprios tivessem vantagens competitivas globalmente. Assim, exportariam seus produtos a preços mais baixos do que outras nações seriam capazes de fabricá-los e, em contrapartida, importariam o que seus parceiros comerciais fossem mais eficientes em produzir. Essa é a lógica fundamental de porque o livre comércio traz maior prosperidade a todos os envolvidos.

Essa organização produtiva tem duas consequências importantes. A primeira é que as economias das nações se tornaram extremamente interdependentes, fazendo com que problemas em um só lugar possam se espalhar para a economia global. A segunda é que a busca por economias de escala levou à construção de complexos industriais gigantescos. Em alguns setores, parte relevante da economia global depende de poucos complexos industriais. Se algo acontece com algum desses complexos e/ou com a rota logística que escoia sua produção, o mundo todo sofre.

Os poços de petróleo e gás do golfo pérsico e o estreito de Ormuz não são os únicos pontos de fragilidade econômica do mundo e sequer os mais críticos deles. Entre os gargalos logísticos, o Estreito de Malacca, que conecta o Oceano Índico ao Pacífico, escoia cerca de um terço do comércio marítimo global. O canal de Suez, que conecta o Mediterrâneo ao Mar Vermelho, escoia ~15% do comércio global. Entre complexos industriais, a maior fábrica da TSMC atualmente produz cerca de 65% do volume global dos semicondutores de ponta (3 e 5nm). Unida às demais fábricas localizadas em Taiwan, a TSMC fabrica mais de 90% dessa categoria de chips e 37% do volume global de chips lógicos (CPUs, GPUs e afins). A economia mundial depende tanto dessas fábricas que o conflito geopolítico entre Estados Unidos e China em relação à independência de Taiwan gira em torno do tema. Se essas fábricas parassem, seria uma catástrofe global.

As principais economias desenvolvidas estão discutindo esses riscos criados pela globalização e buscando maneiras de dar um passo atrás: diversificar suas cadeias produtivas e trazer de volta alguns setores estratégicos para território nacional, mesmo que isso introduza algumas ineficiências econômicas. No entanto, a globalização levou décadas. Não será em alguns anos que os pontos de fragilidade desaparecerão.

Riscos geopolíticos atuais

Em nossa carta de março, explicamos por que esperamos maiores tensões geopolíticas no futuro. A disputa entre Estados Unidos e China pela liderança global é a causa mais clara, mas há vários outros pontos de tensão envolvendo países relevantes para a economia global.

A guerra entre Rússia e Ucrânia continua e faz parte de uma tensão mais profunda em que a Rússia entende que as fronteiras territoriais estabelecidas após a extinção da União Soviética podem ser questionadas por razões históricas ou de segurança nacional, enquanto a Europa deseja conter qualquer expansionismo territorial russo em sua direção.

A guerra do Irã é apenas mais um capítulo de um conflito antigo entre Israel e os demais países do Oriente Médio, motivado por questões históricas e religiosas, sobreposto ao

conflito entre o Irã, que busca independência total de influências externas, e os Estados Unidos, que entende que o Irã está sob um regime problemático e deve ser contido para mitigar riscos maiores no futuro.

Menos em evidência nas notícias, a Índia e o Paquistão há décadas disputam territórios fronteiriços e trocam ameaças. Em maio de 2025, o conflito escalou para ataques aéreos com caças, mísseis e drones, mas um cessar fogo foi rapidamente negociado e a guerra foi evitada. Ainda assim, a tensão permanece entre dois países que têm armamentos nucleares e populações gigantescas.

A Coreia do Sul e a Coreia do Norte também se mantêm em constante tensão. A rivalidade existe desde a divisão da península coreana entre um território socialista e um capitalista após a segunda guerra mundial, nos mesmos moldes da divisão da Alemanha. Hoje, a Coreia do Norte está sob um regime ditatorial socialista, altamente militarizado e com arsenais nucleares, enquanto a Coreia do Sul é uma economia desenvolvida e fortemente integrada ao comércio global, com quase metade de seu produto interno bruto vindo de exportações.

Até então o Japão estava praticamente desmilitarizado, sob o acordo de que os Estados Unidos garantiriam a segurança nacional japonesa, mas Trump vem incentivando que seus aliados desenvolvam capacidades de defesa próprias e o Japão passou a aumentar de forma clara e deliberada sua capacidade militar. Os demais países da região enxergam o movimento com grande desconfiança, reacendendo a memória das invasões japonesas que sofreram no século passado.

Não queremos parecer pessimistas, mas é fato que há muitas possibilidades de conflitos futuros. Qual será o próximo ponto de atrito é impossível de prever, mas existe uma chance considerável de algum novo embate surgir e causar impactos econômicos negativos que reverberem mundo afora.

Essa conclusão genérica tem utilidade limitada para evitar problemas específicos. Ainda assim, a consciência de que o futuro será turbulento aumenta nosso ceticismo com projeções muito elaboradas que, inevitavelmente, tomam como ponto de partida o cenário atual e analisam o impacto de uma ou outra alteração que seu autor espera que aconteça. Previsões assim tendem a cair por terra devido a eventos inesperados na época que foram feitas.

A questão pertinente para os investidores é como adequar a estratégia diante desse cenário enevado.

Investimentos em indústrias críticas

É quase imediata a ideia de investir nesses setores dos quais a economia mundial depende, mas há alguns pontos de atenção importantes. O primeiro é que obviedades raramente ficam mal precificadas por muito tempo. Todos sabem da qualidade e relevância da TSMC, então as ações dela se mantêm em um patamar de preço elevado. O segundo ponto é que, geralmente, há esforços para desconstruir esses gargalos econômicos, então sua existência de longo prazo é incerta. Os Estados Unidos dedicaram U\$ 53 bilhões em subsídios para desenvolver empresas de semicondutores

em território nacional. Difícil dizer o quanto a TSMC ainda dominará o setor daqui a 10 anos. O terceiro ponto é que atuar em atividades críticas, por si só, não garante alta rentabilidade. Vamos explorar o porquê.

Várias indústrias produtoras de commodities críticas para a economia apresentam retornos médios medíocres: siderúrgias, cimenteiras, petroquímicas, fertilizantes. O que explica esse fato é a dinâmica competitiva do setor. Quando muitas empresas oferecem os mesmos produtos sem diferenciação relevante, o principal meio de conquistar clientes é oferecer preços melhores que os concorrentes. A disputa reduz os preços até o patamar que rentabiliza minimamente o capital empregado nas operações. Esse é o ponto de equilíbrio da indústria. A rentabilidade pode aumentar temporariamente devido a um aumento súbito da demanda ou queda brusca da oferta de concorrentes, mas o inverso também pode acontecer e derrubar os lucros para o campo negativo. Ou seja, setores assim geram retornos voláteis e, em média, pouco atrativos.

Em um curioso contraste, há empresas extremamente rentáveis no segmento de bens de luxo, como joias, roupas e acessórios. Nada demais aconteceria com a economia mundial se essas empresas desaparecessem da noite para o dia, mas seus acionistas enriqueceram mais do que muitos empresários que trabalham pela literal sobrevivência da humanidade.

Pode ser contraintuitivo, mas a rentabilidade de um negócio depende menos do quão útil ele é para a humanidade e mais do nível de controle que ele tem sobre a oferta de algo demandado pelo mercado, seja por capricho ou por necessidade. O melhor posicionamento é dominar a produção de algo vital para o mundo. O segundo melhor é dominar a oferta de um produto qualquer com demanda perene.

Nossa abordagem

Temos recorrido a um artifício comum entre os matemáticos e ecoado por Charlie Munger em sua recomendação: “inverta, sempre inverta”. Ao invés de analisar o que deve mudar no futuro, temos mantido foco naquilo que não deve mudar. Quais demandas se mantêm inalteradas em diversos cenários geopolíticos? Quais empresas têm operações menos dependentes de fatores externos e, portanto, resistem melhor aos choques que os conflitos podem causar?

Essa abordagem mais prudente nos parece adequada em um momento que sabemos que haverá problemas diversos no futuro. Temos privilegiado negócios robustos ao selecionar ações para compor nossos portfólios. Queremos ter investimentos em empresas que atendam demandas previsíveis, com o maior domínio possível sobre seu segmento de mercado, com processos produtivos pouco expostos a cadeias de suprimentos globais de alta complexidade e estrutura de capital sólida, para suportar eventuais choques negativos.

Apesar desse viés mais defensivo, continuamos otimistas com as expectativas de retorno para nossos fundos. Quando há turbulências no mercado, por vezes as ações defensivas caem tanto quanto as demais. Com isso, temos encontrado oportunidades

de comprar empresas sólidas a preços bastante descontados. Os resultados delas tendem a se manter saudáveis e fazer com que o preço se recupere a médio prazo.

Turbulências podem causar apreensão, mas toda crise gera oportunidades para os investidores que se mantêm atentos, interpretam os fatos com realismo e adaptam sua estratégia adequadamente.