



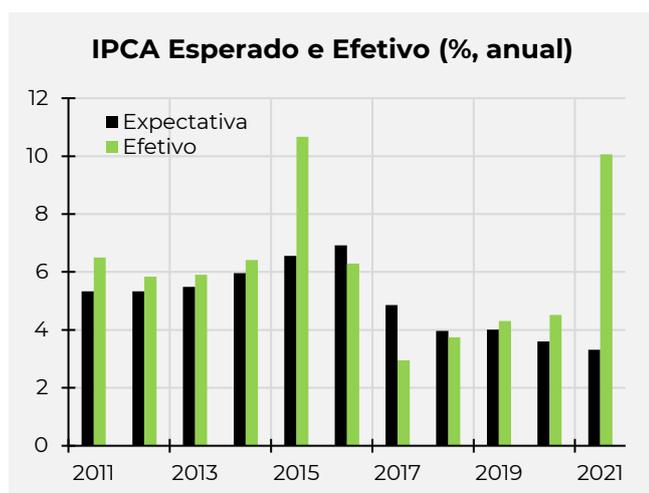
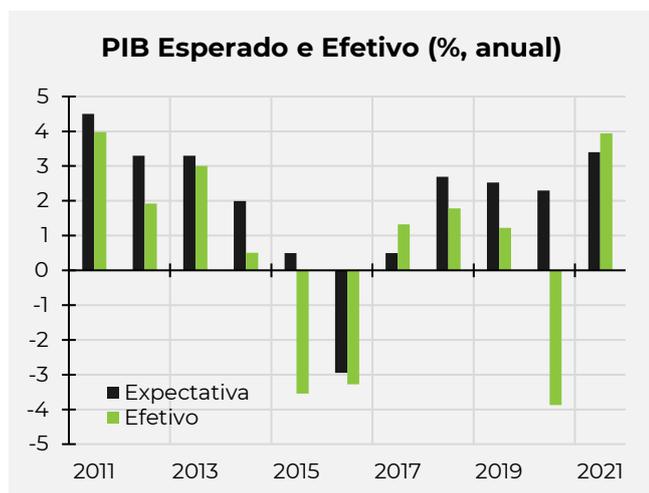
Carta Macroeconômica
Dezembro de 2021





Os desafios de 2022

Podemos dizer, com convicção acima do usual, que o desempenho da economia brasileira no ano de 2021 foi decepcionante. Mesmo para quem, como nós, tinha baixas expectativas. Em nove dos últimos dez anos, o PIB brasileiro apresenta um crescimento aquém do esperado pelo Boletim Focus no início do respectivo ano. Já a inflação, superou as expectativas em sete períodos.



Desde 2011, o PIB brasileiro teve um crescimento efetivo anual médio de 0,6%, extremamente baixo para padrões

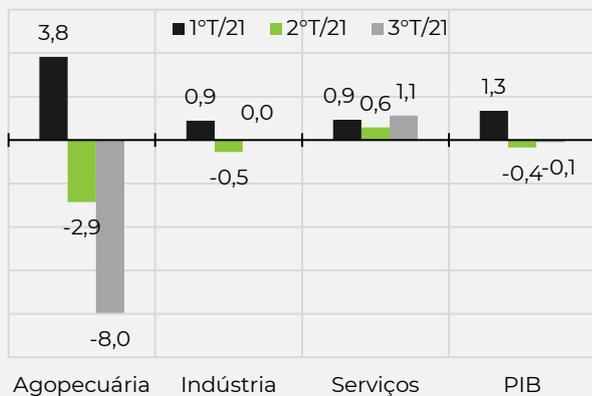
de economias emergentes. Ainda assim, economistas brasileiros estimam um potencial de crescimento do PIB brasileiro acima de 2% para o longo prazo. Investidores internacionais não parecem acreditar tanto, dado o baixo nível de participação do Brasil nas carteiras de investimento estrangeiras.

O ano de 2021 conseguiu entregar um resultado de atividade maior do que a expectativa por uma “sorte estatística”. Com uma base deprimida do PIB de 2020 (quando o PIB recuou 3,9%), a mínima normalização no primeiro trimestre do ano justificou uma alta de aproximadamente 4,5% no PIB para 2021. Os demais trimestres foram marcados por estagnação em quase todos os setores, inclusive no resiliente agronegócio.

A dinâmica industrial, no Brasil muito concentrada nos setores produtores de commodities, observou um primeiro trimestre positivo, mas amargou quedas tanto no segundo quanto no terceiro trimestre. O setor de serviços, que representa aproximadamente 70% do PIB, manteve um patamar de variação positiva, mas abaixo do esperado previamente.



Variação Trimestral dos Setores (%)



A maior surpresa do ano, no entanto, não foi o baixo crescimento. Sequer podemos dizer que foram as novas variantes do Covid-19, que assombam a saúde pública, mas já eram previstas pelos especialistas. Em nossa visão, a maior surpresa foi a inflação e a postura do BCB diante dela.

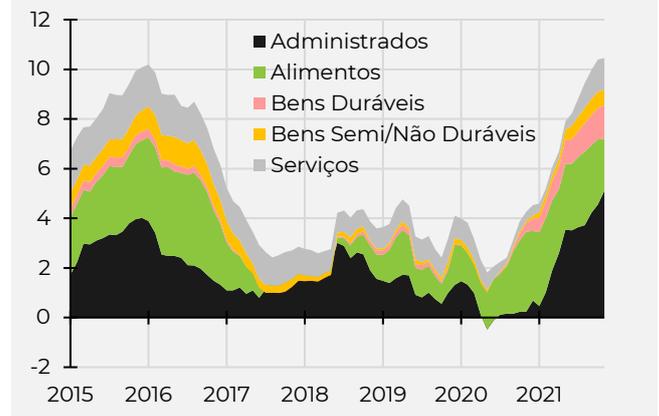
No começo do ano o mercado esperava uma inflação bem controlada, apostando que continuaríamos com baixo nível de renda e acreditando que a inflação alta era um problema superado no Brasil. As projeções do Focus apontavam para IPCA de 3,3% para o ano, que seria, segundo expectativas da época, acompanhado por uma Selic de 3,25%. Em retrospectiva parece que quem as fez estava embriagado.

O IPCA atingiu mais de 10% ao longo do ano e a Selic subiu dos 2,0% de março para 9,25%.

Essa aceleração inesperada na alta de preços pode ser atribuída, principalmente, aos preços de alimentos, energia e commodities. A gasolina subiu 50%, a energia elétrica, em média, 27%, e

o gás de botijão 38%. Segundo IBGE, o custo da alimentação no domicílio subiu 9,2%.

Variação Anual do IPCA (%)



Diante deste cenário inflacionário, que não aconteceu apenas no Brasil, mas também em economias desenvolvidas, os agentes no mercado brasileiro perderam a confiança de que as metas de inflação seriam atingidas no país.

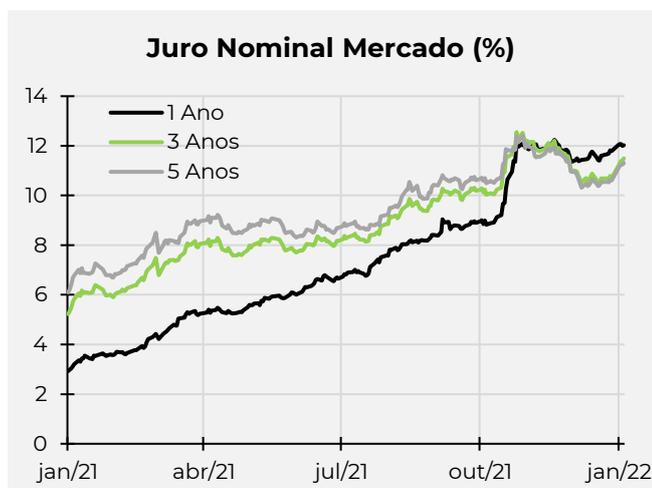
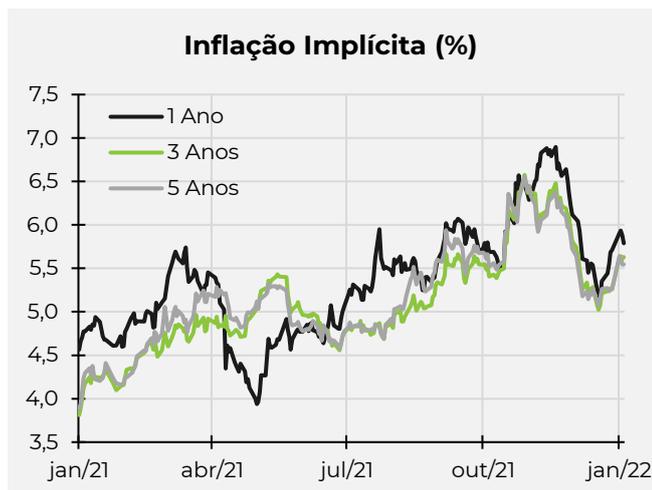
Para resgatar sua credibilidade, o Banco Central Brasileiro entrou de modo agressivo no aumento da taxa Selic. Ao acelerar imediatamente a velocidade do ajuste, o BCB tentou “estancar” a deterioração de expectativas e controlar as projeções de médio e longo prazo do mercado. Essa postura, que não traz impacto algum sobre a inflação corrente, visava passar uma mensagem ao mercado de que a autoridade monetária seria impiedosa com a inflação. Não funcionou. O mercado incorporou essa nova velocidade de ajuste nas suas expectativas sem melhoras significativas nas projeções de inflação.

O BCB agora pode ser obrigado a seguir o rumo de alta violenta na Selic ao longo

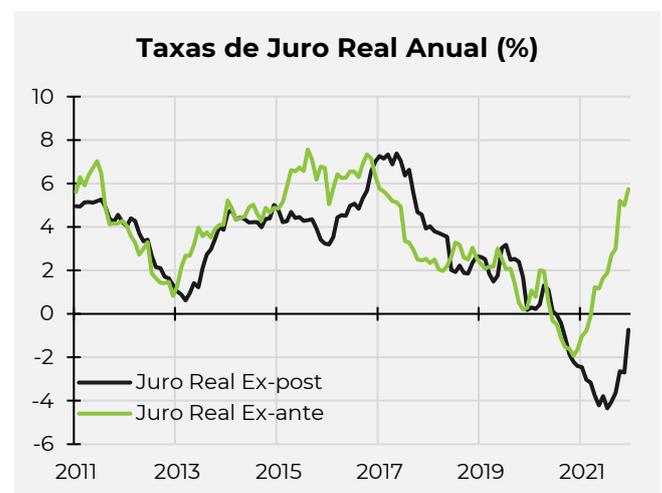


de 2022, sob o risco de decepcionar caso assumira uma postura menos dura. O custo disso será sentido na atividade de 2022.

Os mercados ainda precificam uma inflação implícita acima da meta em todos os horizontes. Atualmente o nível de inflação esperado para os vencimentos de 1, 3 e 5 anos são de 5,8%, 5,6% e 5,5%, respectivamente. Vale ressaltar que a meta de inflação do BC de longo prazo é de 3,0% ao ano, com um desvio permissível de 1,5 ponto percentual.



Com um choque de juro real, que em doze meses deve sair de -1% para +5%, qualquer aposta de uma recuperação consistente do consumo interno ao longo de 2022 fica debilitada. Esperamos um baixo crescimento da indústria e do consumo. A renda não deve se recompor, com alto desemprego e inflação corroendo o poder de compra da população.



O ano de eleição nos aproxima ainda de possíveis medidas populistas, que podem ajudar no curtíssimo prazo na manutenção de renda, porém deterioram a já frágil situação fiscal do país.

A notícia positiva que podemos ter deste conjunto é que, ao menos, teremos um abrandamento da inflação do país. Os preços internacionais de commodities devem se estabilizar ao longo do ano, e finalmente as chuvas recompuseram os níveis de reservatórios de energia e favorecem as safras de alimentos.

Para além das nossas fronteiras uma outra situação delicada se aproxima. No final de 2021 o FED deixou claro o recado



que irá aumentar suas taxas e reduzirá a liquidez que por mais de uma década foi injetada na economia. O mercado já precifica aumentos de juros nos EUA a partir do mês de março/22.

Provavelmente o banco central norte-americano já percebeu há muito tempo que uma política monetária expansionista seria insustentável a longo prazo. Agora encontrou a oportunidade de justificar a mudança de postura, com um mercado de trabalho aquecido e inflação aumentando. Felizmente sua comunicação já vinha sendo construída e absorvida pelo mercado por meses, evitando um choque muito abrupto nos preços de ativos.

Mesmo assim, o impacto dessa notícia ainda pode ser sentido nos preços de ativos de risco, que dia após dia vem sofrendo ajustes. Diante deste cenário, revisitamos nossas projeções de retorno para as principais classes de ativos.

Estas projeções são baseadas em algumas premissas e modelos, que dependem (i) dos resultados históricos das classes de ativos, (ii) arcabouços teóricos econômicos e financeiros para modelagem de ativos, (iii) indicadores e pesquisas amplas de mercado e (iv) visões discricionárias nossas.

Abaixo destacamos estas projeções atualizadas. Na tabela podemos ver o retorno anualizado das classes de ativos nos últimos 10 anos, o retorno esperado de 1 e 5 anos e a volatilidade anualizada dos últimos 10 anos. O destaque evidentemente é o aumento do retorno esperado para as classes de renda fixa soberana e de crédito privado, após 3 anos de retorno abaixo da média histórica. Por outro lado, dado o prêmio livre de risco maior, há uma expectativa de que o Ibovespa também performe acima da média histórica no ano de 2022, após encerrar 2021 com uma performance de -12%.

Indicador	Retorno Histórico	Retorno Esperado CP	Retorno Esperado LP	Volatilidade
Renda Fixa Selic	8,6%	11,7%	10,5%	0,3%
Renda Fixa Inflação	12,5%	11,3%	10,9%	8,2%
Crédito Privado CDI	9,6%	13,1%	12,3%	1,0%
Crédito Privado IPCA	12,6%	13,1%	12,3%	4,7%
Renda Variável	9,1%	15,6%	18,2%	26,6%



As oportunidades de 2022

Mesmo diante deste cenário ruim macroeconômico, com custo de capital mais alto e disputas eleitorais pouco animadoras para o mercado, vemos uma janela de oportunidade atrativa.

Ao longo do último ano os juros nominais de longo prazo subiram mais de 300bps, impactando todos os principais ativos de risco, mas especialmente as ações listadas. O Ibovespa acumulou queda de mais de 20% no segundo semestre. Algumas empresas amargam quedas ainda maiores.

A generalização desse movimento é nossa oportunidade. Mesmo ajustando o custo de capital mais elevado, perceberemos empresas em setores resilientes e negócios sólidos sendo oferecidas por preços muito baixos.

Talvez os participantes do mercado estejam pessimistas. Talvez tenham cansado de apostar no Brasil, ou até mesmo os estrangeiros tenham realocado capital para outras economias. Talvez o emocional se sobreponha à racionalidade, impedindo que os vendedores avaliem os preços em contextos de longo prazo. De qualquer forma, vemos oportunidades de comprar excelentes negócios com retornos atraentes.

As próprias companhias listadas perceberam isto. Muitas estão recomprando suas próprias ações,

quando não promovendo expansões comprando concorrentes e novas marcas. Quando se planeja para décadas, e não meses, é fácil decidir pela expansão de negócios hoje, e não pela venda de ativos.

Como exemplos claros, só no último ano, a Direcional Engenharia concluiu um programa de recompra de 8 milhões de ações, equivalente a 5% do capital social, e anunciou a abertura de mais um programa de tamanho equivalente no final de 2021.

Outro exemplo vem por parte da Camil Alimentos, que realizou uma recompra de 4 milhões de ações ao longo do ano, equivalente a 1,1% do seu capital social total, e realizou quatro aquisições importantes durante o ano, entrado em novas geografias e nos segmentos de massas e cafés, que devem trazer bons frutos no futuro.

Adicionalmente, devemos separar a percepção sobre ambiente macroeconômico da percepção sobre saúde financeira das empresas listadas. Ao longo de 2021 grande parte das empresas foi capaz de manter níveis adequados de alavancagem, reduzir despesas administrativas e realizar transformações digitais de forma acelerada.

Empresas como a Valid e a Fras-le, que apresentavam níveis maiores de alavancagem no início da pandemia, vêm mostrando melhoras contínuas na



geração de caixa, reduzindo alavancagem e permitindo novos investimentos e remunerações extraordinárias aos acionistas.

A Valid reduziu sua alavancagem de 3,5x dívida líquida/EBITDA no 1T21 para 2,3x no 3T21. A demanda represada no segmento de emissão de documentos deve contribuir ainda mais para uma expansão de margens nos próximos trimestres.

Já a Fras-le foi de uma alavancagem de 2,5x dívida líquida/EBITDA no 3T20 para 1,3x no 3T20, tendência que deve continuar em 2022 e possibilita que a empresa siga executando sua estratégia de expansão via aquisições.

Empresas relacionadas a *commodities*, como Enauta e Camil, também mostraram disciplina neste quesito, se aproveitando do ciclo de alta de preços do petróleo e dos alimentos, mostrando melhora generalizada de resultados.

No caso dos bancos, vemos o avanço no uso da tecnologia para redução de despesas com agências, por exemplo. Os canais digitais têm ganhado relevância, potencializando retornos sobre o capital investido. O Itaú, por exemplo, tinha 80% da originação de crédito de forma presencial antes da pandemia. Hoje em dia menos da metade dos novos créditos são feitos em agência, sendo a maioria oriunda do atendimento online.

Outro exemplo icônico deste movimento é a Panvel. Após captar recursos através da oferta de 16 milhões de novas ações em julho de 2020 a R\$ 30 por ação, a companhia aproveitou a queda subsequente no preço de suas ações e aprovou a recompra de 4 milhões de ações, que atualmente negociam ao redor de R\$ 12. Desde então o grupo avançou em suas metas de desenvolvimento anunciadas durante o aumento de capital, como a busca pelas melhores práticas de governança corporativa. Além disso, a companhia atingiu recorde de aberturas de lojas em 2021, bem como manteve uma posição de caixa líquido mesmo com um elevado nível de investimentos e, paralelamente, segue seus planos de aumentar a penetração da sua plataforma digital.

É comum associar a volatilidade das ações a um risco, como algo necessariamente negativo para o investimento. Nós preferimos enxergar essa volatilidade como oportunidades de investimento em companhias de altíssima qualidade por preços atrativos.

Inauguramos 2022 com novas teses na carteira e alocação relevante dos saldos de caixa em ações, com grandes expectativas pelos futuros resultados dessas novas empresas.



Para informações:

(41) 3351 9966
contato@4um.com.br
www.4UM.com.br
Rua Visconde do Rio Branco, 1488 – 4º andar
Curitiba | PR

Ouvidoria-Reclamações: 0800 645 6094

Este é um material de divulgação com fins informativos e não deve servir como única base para tomada de decisões de investimento, nem deve ser considerada uma oferta para aquisição de cotas. Leia a lâmina de informações essenciais, o regulamento e o material técnico denominado como "Informativo Mensal" antes de investir, os quais podem ser obtidos no site do administrador/gestor, 4UM Investimentos, bem como os selos ANBIMA em www.4um.com.br. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

