

Panorama Econômico

Dezembro de 2020





Panorama de Renda Variável

O ano de 2020 chegou ao fim, marcado por uma das maiores volatilidades na história recente dos mercados, similar apenas aos anos de 1999 e 2008.

O Ibovespa, após sofrer uma queda de aproximadamente 40% no primeiro trimestre, mostrou rápida recuperação de 50% no trimestre seguinte, assistido pelas medidas de auxílio emergencial e estímulos monetários ao redor do mundo. O terceiro trimestre do ano foi relativamente estável, ainda acumulando perdas no ano e sem definições de cenário. No último trimestre, no entanto, sob influência do desenvolvimento das vacinas e recuperação dos ânimos, o índice acumulou retorno de quase 25%. A performance positiva do último trimestre garantiu que o Ibovespa encerrasse 2020 com uma valorização de 2,92%.

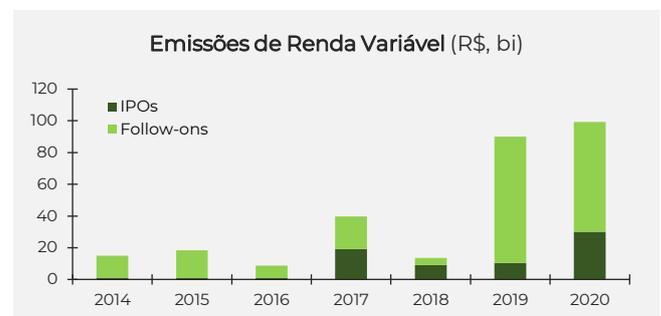
Como perspectivas para 2021, buscamos identificar o que está precificado, entendendo que o valor presente das ações é função da expectativa de crescimento dos lucros e fluxos de caixa, bem como da taxa de desconto e custo de oportunidade dos investidores.

As taxas de desconto, diretamente relacionadas aos prêmios da renda fixa, são um dos principais risco para performance do próximo ano. A principal referência, o juro nominal americano de 10 anos, já está em patamares muito baixos, com pouco espaço para redução. Estes títulos pagam aproximadamente 0,9%, enquanto a inflação esperada nos EUA está em 1,2%. No Brasil, os títulos de

prazo equivalente remuneram ao redor de 7,5% atualmente, sendo que a inflação esperada pelo mercado é de 4,0%. Estamos em um patamar de juros reais baixos quando comparado a nosso histórico, porém ainda com prêmios quando comparamos contra nossos pares. A situação fiscal deve se acentuar no segundo trimestre de 2021 com os grandes volumes de vencimento de dívida federal, quando esperamos reações negativas no mercado de renda fixa.

A única maneira de compensar o impacto dessa crítica situação fiscal é através da continuidade de estímulos monetários por parte dos principais bancos centrais globais. Estimamos que em 2020 o Fed, BoJ, ECB e o PBOC injetaram mais de US\$ 9 trilhões nos mercados. Somados, os balanços de ativos destes bancos centrais já superaram US\$ 28 trilhões, e devem continuar crescendo.

A consequência dessa massiva injeção de dinheiro nos mercados de capitais é clara, e pode ser vista nos volumes das ofertas de ações, que em 2020 tem sido das maiores nos últimos anos.



Dentre os IPOs no Brasil estão, por exemplo, o grupo de hospitais Rede D'Or que já é uma das maiores empresas



brasileiras em valor de mercado, Grupo Mateus (alimentos), Petz (pet shop) e Hidrovias do Brasil (logística).

Porém, nesse ambiente de pandemia e necessidade de readaptação dos negócios algumas empresas podem se destacar e apresentar mais resultados positivos do que outras. É fundamental entender, portanto, quais empresas e setores podem ter esse destaque.

Pelo lado do crescimento esperado, as notícias tendem a ser bem mais positivas, e não dependem de fluxos de estímulos insustentáveis. Precisamos separar o crescimento do PIB brasileiro, concentrado no setor de serviços e com muita participação das pequenas e médias empresas, bem como da informalidade, do crescimento do lucro das empresas listadas na bolsa, líderes, consolidadas e com algumas das melhores gestões do país.

É com esse intuito que exploramos a seguir as perspectivas segmentadas por setores.

Educação

A pandemia impactou o setor de forma generalizada, com aguda redução no número de ingressantes devido à incerteza do ano letivo de 2021 e postergação do ENEM.2020, utilizado por muitos alunos como critério de escolha de universidade ou obtenção de descontos, em conjunto com liminares na justiça a favor das reduções de mensalidade dos alunos do segmento presencial que durante o ano receberam o serviço em ambiente digital, reduzindo o ticket médio do segmento.

Visto o impacto generalizado, grupos menores do setor saem mais enfraquecidos pela menor robustez e capacidade de suportar grandes períodos de stress frente aos líderes de mercado, fato que deve acelerar a consolidação do setor, como já observado em 2020 com YDUQS e Ânima e suas respectivas aquisições do Grupo Laureate e Grupo Athenas, motivada principalmente pelos cursos premium de ticket elevado e vagas de medicina já aprovadas dos grupos, segmentos presenciais naturalmente mais resilientes e escassos.

Para 2021, portanto, esperamos consolidação por parte das líderes de mercado de forma mais acelerada em comparação ao observado nos últimos anos, com grande disputa por ativos premium do mercado e alto CAPEX das companhias direcionado à expansão de suas operações digitais, tanto para o segmento EAD pleno como maior exposição da grade curricular presencial ao ambiente digital quando possível.

Saúde

O setor é principalmente impactado a longo prazo por indicadores macroeconômicos como a deterioração no poder de compra dos beneficiários e taxas de desemprego recordes, visto a grande contribuição dos planos de saúde corporativos a rede setorial como um todo.

Nos laboratórios já observamos durante o 3T20 recuperação aos níveis de demanda comuns tanto no segmento PSC (Atendimento direto ao beneficiário) quanto no segmento Lab-to-Lab



(Diagnóstico de laboratório para laboratório) com contribuição atípica dos exames de identificação do vírus COVID-19, auxiliando dessa forma, a apresentação de números trimestrais recordes de receita, fato que deve perdurar até o 1T21, com perspectiva de normalização dos números à medida do andamento no plano de vacinação por parte do Governo Federal.

Já para as operadoras e administradoras, devemos observar um reajuste de prêmios pagos pelos beneficiários em 2021 consideravelmente inferior à média histórica, reflexo dos menores índices de sinistralidade em 2020, além do enfraquecimento no ingresso de beneficiários visto os índices recordes de desemprego, favorecendo dessa forma o ganho de market share dos players verticalizados do setor com tickets menores e mais acessíveis.

Varejo farmacêutico

Com demanda naturalmente mais resiliente que outros players de varejo, o setor foi principalmente impactado pela paralização de lojas localizadas em shoppings durante 2020.

Referente a 2021, o setor deve persistir na dinâmica de expansão de seus líderes, como Raia Drogasil, Paguemenos e Panvel.

Ponto de atenção será o Projeto de Lei 1774/2019 que ainda tramita pelo Plenário o qual permitirá, caso aprovado, a venda de remédios que dispensam receita médica por supermercados e similares, retirando a exclusividade das farmácias.

Apesar de cedo para julgar, mesmo que aprovado o Projeto de Lei, consideramos complexo o processo de adequação dos varejistas não especializados às normas da ANVISA específicas ao segmento de drogaria, portanto apesar de prejudicial o impacto não deve ser imediato.

Setor Automotivo

O setor automotivo sofreu forte impacto da pandemia, principalmente no segmento de produção de equipamento original (OEM). A forte queda de 28,1% na venda de veículos novos no acumulado até novembro levou as montadoras a diminuir o volume de produção, que registrou queda de 35% no mesmo período.

Com isso, as empresas que integram suas cadeias de suprimentos tiveram redução no volume de vendas. Diversas montadoras e OEMs reduziram seus quadros de pessoal e incentivaram planos de demissão voluntária buscando cortar gastos.

As empresas com maior exposição ao mercado interno e ao mercado latino-americano foram mais duramente afetadas em comparação às exportadoras globais. Levando em conta a expressiva valorização do dólar ao longo de 2020, as companhias com maior diversificação geográfica de receita conseguiram compensar parte das quedas no volume devido ao preço médio maior em reais.

No segmento de reposição (aftermarket), normalmente mais resiliente que o OEM, as quedas de volume foram menores, principalmente em veículos pesados, que



não deixaram de rodar nas estradas mesmo com a pandemia. Para 2021, esperamos uma retomada gradual do mercado automotivo.

Tendo em vista a elevada capacidade ociosa da indústria automotiva e a crescente tendência do uso do carro como serviço, observamos movimentos das montadoras em direção ao mercado de locação de veículos.

Durante a pandemia, o mercado de locação apresentou bom desempenho, motivado pela preferência do consumidor pelo transporte individual em detrimento do transporte coletivo (tanto no transporte urbano quanto em viagens).

A pressão nos custos para produção de veículos e a escassez gerada pela redução nos estoques levou a um aumento de preços nos veículos novos, o que beneficiou a venda de usados e seminovos em 2020. Em nossa visão, o mercado de locação deve seguir aquecido em 2021.

Construção Civil

A construção civil passou um 2020 turbulento, mas positivo quando comparado aos demais setores. Se olhássemos os dados anuais sem entender o contexto, com o PIB da construção civil acumulando queda de 7,8% nos três primeiros trimestres, e atingindo patamares semelhantes a dez anos atrás, iríamos ignorar a alta perspectiva de crescimento para 2021.

A pandemia obviamente atrasou o volume de lançamentos, que tem apresentado leve queda em relação a

2019, mas é muito contrastado pelo volume de vendas, que foi o maior desde 2014, vendendo mais de 127 mil unidades nos últimos 12 meses.

Não temos dúvida de que o impacto dos juros baixos é o grande responsável por essa demanda, que moveu as taxas do financiamento imobiliário para as mínimas históricas de 7% a 8,5% a.a. nos principais bancos.

Menor taxa significa menor custo total, que resulta em uma parcela menor para o bolso do comprador, o que é uma concorrência direta com o aluguel.

Não temos dúvida que os juros baixos estão revolucionando o setor quando vemos os dados do segmento voltado para a baixa renda, que foi responsável por 75% das unidades vendidas. Se depender das 8 milhões de famílias presentes no déficit habitacional (sendo 40% em virtude de ônus com aluguel), ainda existe muita demanda para ser atendida.

Constatamos que a queda no PIB e os indicadores superficiais escondem muita coisa: geração de 138 mil vagas formais (melhor setor nos 10 meses de 2020), vendas sobre ofertas (que representa a pujança da demanda sobre a oferta) de 23% nos últimos meses, nível só apresentando no último ciclo de alta e com baixíssimo volume de distrato na comparação com a série histórica (23% em relação as vendas, 10 pontos percentuais abaixo de 2014).

Todos esses fundamentos, somados ao fato que o setor ainda está com o nível de atividade muito abaixo dos picos de 2014,



indicam que a construção civil ainda tem muito para entregar em 2021.

Agronegócio

O agronegócio foi um dos únicos setores que passou imune a crise do Corona Vírus. Com crescimento estimado de 4,5% para o ano de 2020, o setor será um dos poucos a fechar o ano de forma positiva. O motivo principal é claramente uma depreciação cambial, aliado à apreciação no preço das commodities no mercado internacional, o que é duplamente benéfico ao produtor brasileiro.

Nos mercados globais, todas as principais commodities agrícolas como soja, algodão e milho atingiram patamares de preço em dólar só vistos no início da década. Com a depreciação do real em relação ao dólar, o produtor brasileiro conseguiu vender seus produtos ao maior nível de preços, em reais, de sua história.

Podemos afirmar, então, que o produtor brasileiro nunca vendeu tanto a preços tão elevados. Isso ajuda a explicar o crescimento do setor. Para 2021, as perspectivas continuam positivas. Mesmo com a colheita da próxima safra se aproximando, o que levaria a uma redução natural dos preços, a tendência é que eles encontrem níveis de suporte.

A demanda por grãos continua bastante elevada em todo o globo e os estoques de passagem estão em suas mínimas, o que deve gerar pouca pressão sobre os preços. Mesmo que o real volte a se apreciar, atingindo patamares abaixo dos R\$5,00/US\$, a rentabilidade do produtor brasileiro deve se manter, dado suas

vantagens comparativas nos custos de produção, e esse nível de preços continuar proporcionando uma competitividade incomparável para o agro brasileiro.

Setor Bancário

O setor bancário foi alvo de dúvidas por parte dos investidores em 2020, estando entre os maiores detratores de rentabilidade do Ibovespa. Os impactos do fechamento da economia por conta da pandemia do COVID-19 afetaram diretamente as perspectivas sobre a principal fonte de receitas dos bancos: o crédito, não por acaso o setor bancário promoveu provisionamentos recordes, esperando que o efeito dos lockdowns acentuassem os níveis de inadimplência.

Até o final de 2020 a inadimplência não apresentou elevação condizente com o patamar de provisionamentos, porém acreditamos que ela deverá vir em 2021, ainda assim vemos que os provisionamentos já realizados serão cobertura suficiente e assim os bancos voltarão a apresentar retornos atrativos aos seu acionistas como nos períodos anteriores a pandemia.

Outra medida que corrobora com a tese, é a queda ao final de 2020 da restrição ao pagamento de dividendos, sendo provável que o setor bancário esteja estre os com maior dividend yield em 2021. Nos mantemos positivos quando ao posicionamento neste setor em nossos fundos.

Setor Elétrico

O setor elétrico continua se recuperando de um ano bastante conturbado. A



demanda por energia e os níveis de inadimplência das distribuidoras já se encontram quase normalizados após meses de Covid-19, enquanto, em paralelo, as companhias buscam com o regulador algum ressarcimento tarifário por conta dos efeitos da pandemia.

No ano de 2021 devemos ver uma diminuição no prêmio de risco do setor, em linha com a recuperação de volumes das distribuidoras e com um maior sentimento de segurança jurídica e regulatória. O segmento de transmissão de energia deve continuar com sua grande solidez financeira e regulatória, sem grandes surpresas, mostrando poucas oportunidades atrativas de projetos greenfield devido à elevada concorrência nos leilões regulados. Por fim, para o segmento de geração de energia deve enfrentar mais um ano de hidrologia atípica, com a presença do fenômeno La Niña causando uma diminuição nos níveis de geração hídrica nos principais submercados do país, fato que deve obrigar as empresas a manterem uma gestão ativa de seu portfólio de geração para se proteger desses efeitos adversos.

Saneamento

O setor teve um ano muito importante para sua história com a aprovação do novo marco regulatório do setor, que deve aumentar significativamente a presença do setor privado no negócio de saneamento básico e diminuir a deficiência existente hoje no Brasil.

Os primeiros leilões de concessões realizados após a aprovação do novo marco tiveram enorme sucesso, com a

presença dos principais players do país e com grande concorrência de preços. A única pendência que infelizmente continua para o próximo ano é a análise por parte do Congresso Nacional do veto presidencial à renovação dos contratos de programa, fato que continuará gerando insegurança jurídica para o setor enquanto não for resolvido.

Para as empresas estatais, o próximo ano tem enorme importância por conta dos processos de revisão tarifária de algumas das principais companhias do país, o que deve colocar em prova os marcos regulatórios estaduais e a independência de seus órgãos reguladores.

Petróleo & Gás

Após um ano completamente atípico, com os preços de petróleo chegando a bater níveis historicamente baixos, o setor começa a dar alguns sinais de que a oferta e demanda por petróleo se encontram balanceadas.

Além do histórico acordo de cortes de produção dos membros da OPEC+, os baixos preços da commodity acabaram tirando do negócio diversos produtores globais que operavam com alavancagem alta e possuíam custos de produção mais elevados, ajudando a diminuir a sobreoferta vista no início da pandemia.

Para 2021, do lado da demanda, o andamento dos planos de vacinação mundo afora deve ditar o rumo da recuperação do consumo energético. Do lado da oferta, a OPEC+ continua com o desafio de manter em linha seu plano de redução de cortes de produção enquanto o Irã (membro) planeja



retomar integralmente sua produção com a expectativa de que as sanções americanas contra o país sejam revistas.

No âmbito brasileiro, o mercado de petróleo continuará contando cada vez mais com a presença de novos players independentes, na medida em que a

Petrobras siga com seu plano de desinvestimentos em campos maduros de petróleo. Além disso, a venda de algumas refinarias da companhia deve se concretizar em 2021, aumentando a competição do setor e abrindo novas frentes de negócios para algumas empresas tradicionais listadas em bolsa.

Projeções

Indicador	2021		2022	
Crescimento do PIB (% a.a.)	3,9	▼	2,3	=
IPCA (% , fim do período)	3,7	▼	3,5	=
Taxa Selic (% , fim do período)	4,5	▲	6,0	=
CDI (% , acumulado no ano)	3,2	=	5,3	=
Desemprego (% , fim do período)	12,7	▼	10,0	=



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 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.

