



# **COMENTÁRIOS DO GESTOR**

**+ ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE**

# CARTA MACROECONÔMICA

Apesar de diversos eventos que ocasionaram uma volatilidade relevante nos mercados domésticos e globais, o ano de 2023 se encerra com um resultado líquido positivo para os mercados. Boa parte dessa volatilidade foi provocada pelo ciclo macroeconômico global. Observamos uma resiliência significativa do crescimento das economias avançadas, em especial dos Estados Unidos, que deve terminar 2023 com uma variação do PIB de 2,1%, mesma taxa observada em 2022. Já na Europa, o fôlego foi mais curto. Ao longo do segundo semestre de 2023 observamos um resfriamento do desempenho. Espera-se que o PIB da Zona do Euro varie 1,0% no ano, após ter crescido 3,3% em 2022. Já o Reino Unido cresceu 0,5% em 2023, enquanto o desempenho no ano passado foi de 4,1%. Na contramão, e ainda com uma política monetária expansionista, o Japão cresceu 2,0% durante 2023, após um desempenho de 1,0% em 2022.

Essa onda de crescimento provocou uma continuidade do aperto monetário coordenado que observamos desde 2022. A taxa de juros nos Estados Unidos encerra o ano em 5,50% e, na Zona do Euro, em 4,00%. Por muitas vezes durante o ano, o mercado alterava as expectativas para a política monetária. Ora precificando um ciclo menor devido a um dado mais neutro do que o esperado, ora precificando mais juros devido às declarações dos board dos bancos centrais. Muito dessa dinâmica pode ser explicada pela natural defasagem que a política monetária age sobre os canais de transmissão. Em nossa opinião, a política monetária nos Estados Unidos e na Europa tornou-se contracionista apenas no início de 2023. Era natural esperar que os canais não funcionariam em tempo real.

Dado a conjuntura, a dinâmica pode ser evidenciada nos indicadores de volatilidade implícita do mercado norte-americano. O VIX (S&P 500) encerrará o ano com uma volatilidade de -0,27 desvios-padrão sobre a média histórica. Já o MOVE (futuros dos Fed Funds) terminará o ano com uma volatilidade de 1,12 desvios-padrão sobre a média.

Em termos de expectativas para 2024, permanecemos convictos que o crescimento das economias avançadas abrandará. Já existem evidências que esse processo está ocorrendo. A inflação deve ficar levemente acima da meta em 2024, mas existe a possibilidade de convergência em 2025. A grande consequência disso é que o ciclo de queda de juros globais também deve ser coordenado. Diversos bancos centrais, em especial o Fed e o ECB, iniciarão o afrouxamento monetário no primeiro semestre. Esperamos que a taxa de juros do Fed será de 4,00% para final de 2024 e de 2,50% para 2025. Já o ECB deve levar os juros para 2,75% e 1,50% para 2024 e 2025.

Já no Brasil, muitos assuntos fiscais e monetários foram superados, eliminando parte da incerteza dos mercados. No âmbito fiscal, foi implantado o arcabouço, que apesar de mais permissivo do que o Teto de Gastos, tem pontos positivos. No âmbito monetário, não foi levado para frente a possibilidade de alterar a meta de inflação para os prazos longos. Pelo contrário, o BC fixou a meta de inflação em 3% e alterou o ano-calendário para horizonte móvel, que é uma evolução natural do regime de metas de inflação, visto também em outras economias.

# CARTA MACROECONÔMICA

A resiliência do crescimento brasileiro também foi sentida em 2023. Desde 2013 até 2019, o mercado recorrentemente se frustrou com o crescimento brasileiro. Por outro lado, entre 2021 e 2023 a história foi diferente. No início de 2021, o mercado precificava um crescimento de 3,40%. O dado efetivo foi de 4,99%. Em 2022, o mercado esperou um crescimento de 0,36%. O dado do final do ano foi de 2,90%. Já em 2023, no primeiro Focus do BC, a mediana estava em 0,80%. Até o dado do terceiro trimestre, o PIB variava 3,10%.

Existe uma discussão se essa recorrente surpresa com crescimento é devido a fatores estruturais ou conjunturais. Quem defende a tese de fatores estruturais evocam as reformas de âmbito micro e macroeconômico que foram feitas após o impeachment da ex-presidente Dilma. Embora meritório, ainda não temos evidências robustas para afirmar que as reformas já estão causando algum efeito na economia brasileira. Assim, atribuímos o crescimento devido a fatores conjunturais.

Em 2021, o destaque foi a taxa de investimento das empresas, que contribuiu com 3,2 pontos percentuais para o resultado total. Isso foi reflexo de uma taxa real de juros muito mais baixa do que a pré-pandemia. Em 2022, a resiliência persistiu, e neste período, a principal contribuição foi do consumo privado (1,96 p.p.), reflexo principalmente do dinamismo do mercado de trabalho, com uma redução substancial da taxa de desemprego, do avanço da massa de rendimento real e de uma marginal formalização do mercado de trabalho. Por fim, em 2023, a principal contribuição está sendo das exportações (1,75 p.p.), reflexo da elevação dos termos de troca brasileiros devido a elevação nos preços de

commodities. Com esse cenário posto, acreditamos que o ciclo de surpresas com o crescimento não deve se repetir em 2024. Esperamos que o PIB cresça em linha com a taxa potencial de longo prazo, que em nossa avaliação é próxima de 1,50% por ano.

Devido a isso, após choques de crescimento econômico e choques de preços de commodities, o valor central da meta de inflação não foi atingido em nenhum ano após 2020. Em 2020, a principal contribuição para a inflação agregada (4,25%) foi da categoria de alimentos (2,68 p.p.), reflexo dos choques de preços provocados pela pandemia e pelo isolamento social. Já em 2021, o IPCA variou 10,06%, sendo a principal contribuição da categoria de preços administrados (4,55 p.p.), reflexo especialmente da elevação de preços de combustíveis e energia. Em 2022, após um longo período de crescimento, o IPCA variou 5,78%, com a principal contribuição vindo dos preços de serviços (2,61 p.p.). Em 2023, o IPCA arrefeceu para 4,82% no dado mais recente de outubro. Prospectivamente, o mercado espera que a inflação se situe novamente acima da meta de inflação no fechamento do ano e arrefeça para os próximos, porém se mantendo ainda acima do centro da meta de inflação (3,00%, válido a partir de 2024).

Por fim, diante da conjuntura exposta acima, o Banco Central do Brasil empreendeu um dos maiores ciclos de alta de juros na economia brasileira após a estabilização econômica em 1999. Em 2022, a Taxa Selic estava em 2,00% e elevou-se para 9,25% em 2021 e 13,75% em 2022. Em agosto de 2023, o BCB iniciou o ciclo de queda da Selic, antes de diversos bancos centrais globais, e a Selic encerrou o ano em 11,75%. Esperamos que a Selic ceda para próximo da taxa nominal neutra em 2024, que é de 8,50%.

# ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

## AÇÕES

### 4UM SMALL CAPS FIA



Fechamos o ano de 2023 com excelente performance no 4UM Small Caps FIA, que apresentou rentabilidade de +40,0%, significativamente superior ao Ibovespa (+22,3%) e ao SMLL (+17,1%) no mesmo período.

No ano que marcou os 15 anos de história do fundo, realizamos investimentos importantes em nomes novos como Eztec, Bemobi e Log Commercial Properties, que já trouxeram frutos neste ano e ainda possuem grande potencial no longo prazo, enquanto desinvestimos de teses que já haviam maturado, como Direcional, Panvel e Camil.

A maior contribuição positiva de performance no ano veio de Valid, tese que decidimos manter um nível de concentração elevado na carteira durante o início de 2023 tendo em vista a enorme disparidade entre preço e valor que víamos à época, decisão que se mostrou muito assertiva, tendo em vista a performance de +144% do papel durante o ano. Olhando para o próximo ano, esperamos que a Valid intensifique sua atuação nos negócios digitais voltados à identificação enquanto aproveita a geração de caixa advinda dos negócios legado de cartões.

Do lado negativo, a maior contribuição adveio de RNI, que durante o ano sofreu com o ciclo de baixa do mercado imobiliário e com o seu alto nível de alavancagem. Vemos a empresa negociando próximo de 0,3x seu valor patrimonial, um valor significativamente abaixo do que consideramos justo. Esperamos que 2024 seja um ano melhor para resultados após a venda de imóveis legado que a companhia possuía em balanço.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	8,28%	40,01%	40,00%	25,20%	21,87%	464,85%
Ibovespa	5,38%	22,28%	22,28%	28,89%	12,37%	106,38%

PI médio (12 meses): R\$ 299.187.381,58

Início do fundo: 30/06/2008

# ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

## AÇÕES

### 4UM MARLIM DIVIDENDOS FIA



Fechamos o ano de 2023 com uma performance de +26,1% no 4UM Marlim Dividendos FIA, enquanto o Ibovespa apresentou apenas +22,3% e o IDIV +26,8%.

A principal contribuição positiva de retorno adveio do setor de Utilities, com destaque especial para os nomes ligados a Saneamento, como Sanepar e Copasa, que negociavam com um desconto relevante sobre sua base de ativos no início do ano e vêm passando por um bom momento de resultados. A boa performance do setor reflete um movimento mais benigno de fechamento da curva de juros ao longo do ano, além de também refletir eventos corporativos positivos de alguns nomes da carteira durante o ano, como o ocorrido em EDP Brasil e Copel.

Do lado negativo, as únicas contribuições foram dos setores de Saúde e Petroquímico. No caso de Saúde, composto apenas por Qualicorp, realizamos o desinvestimento no início do ano após ver pouco potencial de pagamento de dividendos para os próximos períodos. No caso do setor Petroquímico, composto apenas por Unipar, a companhia passou por um ano de queda nos preços de Soda Cáustica e PVC, duas de suas principais commodities, levando o nível de resultados a normalizar após recordes históricos nos anos anteriores.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	7,45%	26,07%	26,06%	32,74%	28,35%	342,03%
Ibovespa	5,38%	22,28%	22,28%	28,89%	12,37%	106,38%

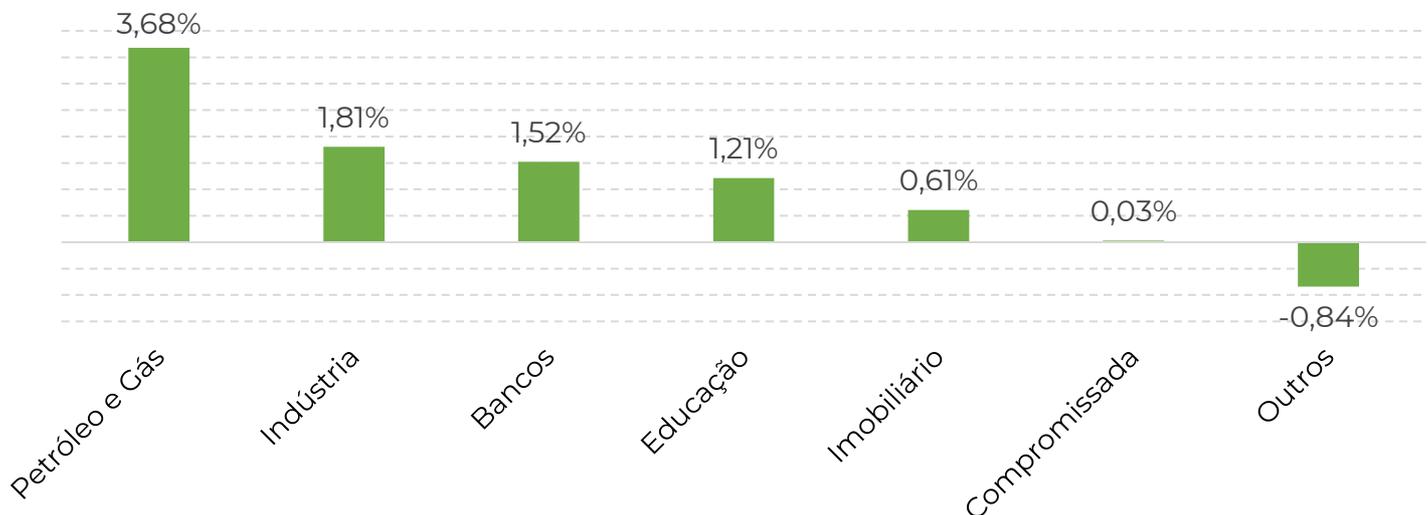
PI médio (12 meses): R\$ 219.796.573,48

Início do fundo: 30/06/2008

# ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

## AÇÕES

### 4UM VALOR INSTITUCIONAL FIA



Fechamos o ano de 2023 com excelente performance no 4UM Valor Institucional FIA, que apresentou rentabilidade de +37,2%, significativamente superior ao Ibovespa (+22,3%) no mesmo período.

O ano de 2023 foi marcado por diversas movimentações que nos possibilitaram atingir este resultado. Durante esse período realizamos investimentos importantes em nomes novos como Eztec, Vibra, Banco ABC e Allos, que já trouxeram frutos neste ano e ainda possuem grande potencial no longo prazo, enquanto desinvestimos de teses que estavam menos atrativas de forma relativa com o resto do portfólio, como Qualicorp, Direcional, Panvel e Camil, enquanto EDP Brasil teve seu capital fechado na metade do ano.

A maior contribuição positiva de performance no ano veio do Banco do Brasil, que iniciou o ano com um valuation muito deteriorado por conta das eleições do ano anterior. Ao longo do ano, o mercado reconheceu que qualquer possível mudança na direção da estratégia do banco, caso realmente acontecesse, levaria muito mais tempo para mudar a dinâmica de resultados do banco, diminuindo a percepção de risco do case e fazendo com que a performance das ações chegasse a +76% no ano.

Do lado negativo, a maior contribuição adveio de Qualicorp, que deixou de fazer parte da nossa carteira em fevereiro, principalmente por conta do impacto que a pandemia trouxe para o setor de saúde, com efeitos mais duradouros do que o esperado.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	8,02%	37,18%	37,11%	31,92%	-	19,04%
Ibovespa	5,38%	22,28%	22,28%	28,89%	-	12,90%

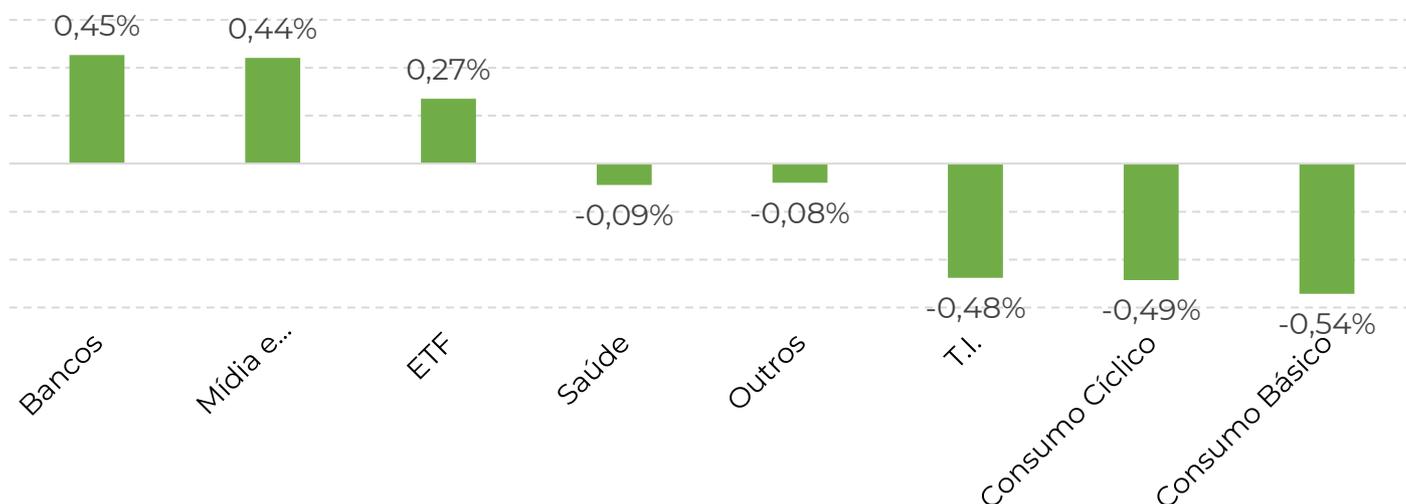
PI médio (12 meses): R\$ 20.328.727,60

Início do fundo: 04/01/2021

# ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

## AÇÕES

### 4UM FIA BDR NÍVEL I



Fechamos o ano de 2023 com uma performance de +5,1% no 4UM FIA BDR Nível I, enquanto o S&P500 (em reais) apresentou retorno de +15,3%.

A principal contribuição positiva de resultados do ano adveio de Alphabet. A companhia iniciou o 2023 com um valuation bastante descontado por conta de um pessimismo do mercado com o negócio de buscas do Google, esperando perda rápida de market-share por conta da competição vinda de empresas focadas em inteligência artificial. O Google trouxe a público suas próprias soluções de AI, mostrando que possui capacidade para competir com empresas insurgentes nesse universo.

A principal contribuição negativa adveio de Johnson&Johnson. O ano de 2023 foi de uma transformação para a companhia após o spin-off do negócio de Consumer Health, batizado de Kenvue e atualmente fora da estrutura da JnJ, cujos negócios hoje se concentram na indústria farmacêutica e em dispositivos médicos. Seguimos otimistas com a tese no longo prazo, contando com a resiliência e inovação que esta companhia secular mostrou no passado em seu negócio de saúde.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	-0,52%	5,10%	5,08%	-17,93%	-	2,72%
S&P 500	2,43%	15,27%	14,98%	-14,91%	-	7,42%

PI médio (12 meses): R\$ 8.144.827,47

Início do fundo: 30/06/2021

# INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

## AÇÕES

	<b>Aplicação Inicial</b>	<b>Movimentação Mínima</b>	<b>Saldo Mínimo</b>
4UM Small Caps FIA	R\$ 500,00	R\$ 100,00	R\$ 500,00
4UM Marlim Dividendos FIA	R\$ 500,00	R\$ 100,00	R\$ 500,00
4UM Valor Institucional FIA	R\$ 500,00	R\$ 100,00	R\$ 500,00
4UM FIA BDR Nível I	R\$ 500,00	R\$ 100,00	R\$ 500,00

	<b>Horário Limite (movimentações)</b>	<b>Liquidez</b>	<b>Código ANBIMA</b>
4UM Small Caps FIA	14h30	D+20 úteis	213691
4UM Marlim Dividendos FIA	14h30	D+4 úteis	213705
4UM Valor Institucional FIA	14h30	D+4 úteis	570117
4UM FIA BDR Nível I	14h30	D+19 úteis	596361

	<b>Administrador</b>	<b>Gestor</b>	<b>Custodiante</b>
4UM Small Caps FIA	BEM DTVM	4UM GR	Bradesco
4UM Marlim Dividendos FIA	BEM DTVM	4UM GR	Bradesco
4UM Valor Institucional FIA	BEM DTVM	4UM GR	Bradesco
4UM FIA BDR Nível I	BEM DTVM	4UM GR	Bradesco

### **Taxa de Administração/Performance**

4UM Small Caps FIA	2,00% a.a. / 20% sobre o que exceder o Ibovespa
4UM Marlim Dividendos FIA	2,00% a.a. / 20% sobre o que exceder o Ibovespa
4UM Valor Institucional FIA	2,00% a.a. / 20% sobre o que exceder o Ibovespa
4UM FIA BDR Nível I	1,00% a.a. / 20% sobre o que exceder o S&P 500

## DTVM

4UM Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.  
CNPJ: 76.621.457/0001-85  
Rua Visconde do Rio Branco, 1488, 4º andar  
Curitiba – Paraná  
CEP: 80420-210  
Telefone: (41) 3351-9966  
atendimento@4um.com.br  
www.4um.com.br

Ouvidoria: 0800 645 6094

## GESTÃO

4UM Gestão de Recursos Ltda.  
CNPJ: 03.983.856/0001-12  
Rua Visconde do Rio Branco, 1488, 4º andar  
Curitiba – Paraná  
CEP: 80420-210  
Telefone: (41) 3351-9966  
atendimento@4um.com.br  
www.4um.com.br

Ouvidoria: 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](http://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. Principais fatores de risco: Risco de Crédito, caracterizado pela possibilidade de que os emissores de títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO ou as contrapartes do FUNDO nas operações realizadas com seus títulos e valores mobiliários não cumpram suas obrigações; Risco de Mercado, caracterizado pela possibilidade de variação do preço ou rendimento dos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO, em função de alterações nos fatores de mercado que os determinam; Risco de Liquidez, caracterizado pela possibilidade de haver pouca ou nenhuma demanda pelos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO nos mercados em que são negociados, devido a condições específicas desses títulos e valores mobiliários ou dos mercados em que são negociados. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

Signatory of:

