

COMENTÁRIOS DO GESTOR
+ ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

CARTA MACROECONÔMICA

Os dados advindos do mercado de trabalho norte-americano não refletem os yields atuais do mercado de juros. Quantitativamente, observamos um arrefecimento gradual da economia, refletindo-se nos dados. A estimativa de sobre-demanda por mão de obra continua convergindo para o nível de equilíbrio, dado que a estimativa de oferta (força de trabalho) está em torno de 168,0 milhões de pessoas e a estimativa de demanda (população empregada + vagas em aberto) está em torno de 169,6 milhões. Ou seja, um gap de 1,6 milhões. No final de 2022 e 2023, esse hiato estava em 5,3 e 2,6 milhões, respectivamente. A continuidade da convergência desse indicador continuará reduzindo as pressões de salários, e como consequência o arrefecimento da inflação cíclica.

Além dessa informação, podemos citar também a redução na relação entre vagas em aberto e nível de desemprego. Em 2022 para cada 1 pessoa desempregada existia aproximadamente 2 vagas em aberto no mercado. Em 2023 essa relação recuou para 1,4 e atualmente está em 1,2. Além disso, a taxa de desemprego voluntário vem recuando (especialmente devido a menor probabilidade de alterações entre postos de trabalho) e a taxa de desemprego efetiva marginalmente vem crescendo e atualmente está em 3,9%.

A consequência é parcialmente refletida na inflação, o núcleo do PCE está atualmente em 2,7%, depois de encerrar 2022 e 2023 em 4,9% e 3,0%. Esses dados fizeram com que as taxas de 2 e 10 anos recuassem em torno de 18 e 15 pontos-bases em maio, encerrando o mês próximo de 4,5% e 4,9%, respectivamente. A taxa real de 5 anos pouco se moveu, atualmente está em 2,1%. Porém, ainda acreditamos que o ambiente de arrefecimento nos dados do mercado de trabalho não está totalmente precificado pelo mercado. O mercado de juros espera atualmente 2 quedas de 25 pontos-bases em 2024: uma em setembro e outra em dezembro, encerrando o ano em 5,0% e caindo para 4,5% em 2025.

Quais os impactos de uma taxa real tão elevada para o ciclo econômico? Existem n canais de transmissão e é especialmente desafiador entender completamente cada um. Uma percepção mais simples é: uma empresa norte-americana de porte médio (receitas anuais entre \$38,5 milhões e \$1 bilhão) tem capacidade de gerar sobre o ativo total um retorno acima da taxa livre de risco acrescido o prêmio de crédito? Se sim, não deveria haver maiores problemas de refinanciamento, porque na média as empresas teriam capacidade de pagar o principal e os juros das dívidas (sejam elas mobiliárias ou bancárias). Se não, é preciso investigar.

Antes disso, vale destacar que nos últimos 10 anos, uma empresa média nos EUA se financiou a uma taxa de fed funds rate + 200 pontos-bases. Atualmente, o spread médio de crédito está em 111 pontos-bases, menor patamar desde 2007. Com o spread, é possível calcular implicitamente qual é a taxa de default implícito nos preços. Atualmente a expectativa é de 1,8%. Na pandemia de Covid-19 essa expectativa de default era de 6,6% e na crise financeira de 2008 a taxa foi de 13,1%. Ou seja, o mercado não precifica nenhum problema no mercado de crédito no horizonte.

CARTA MACROECONÔMICA

Voltando à pergunta principal, as empresas gerarão um retorno sobre o ativo superior à 4,1% (taxa real de 5 anos acrescido ao prêmio médio de crédito de 200 pontos-bases)? O passado diz que é improvável. Analisando as contas financeiras do sistema corporativo não-bancário norte-americano, o return on assets médio real dos últimos 25 anos foi de 2,7% (ou PIB + 0,5% ao ano). Partindo da base atual (com os ativos e o lucro líquido crescendo apenas o PIB potencial), o retorno sobre o ativo estimado para os próximos 5 anos é 2,8% a cada ano.

Alguns mercados começaram a sentir alguns efeitos recentemente. Aparentemente o mercado de commercial mortgage-backed securities, ou CMBS (pool securitizado de títulos garantidos por hipotecas comerciais). A emissão destes títulos caiu de 270 bilhões de dólares em 2021 para 130 bilhões em 2023. Em 2024, a emissão até maio está em 15 bilhões. Entre 2022 e 2024 houve mais de 2 mil downgrades de títulos de CMBS. A inadimplência já chega no patamar de 5%.

Em resumo, mantemos nossa percepção de que é improvável que o ciclo econômico nos Estados Unidos seja marcado por taxas de juros reais e nominais elevadas (acima dos níveis considerados neutros) sem causar algum impacto no ciclo de negócios. Acreditamos que haverá 3 cortes de juros de 25 pontos-base neste ano, indo para o patamar de 4,75% e para 2025, uma queda mais consistente, para em torno de 3,5%.

A desalavancagem do setor imobiliário continua ocorrendo, apesar do PIB permanecer crescendo acima de 5%. A formação bruta de capital fixo do segmento imobiliário que cresceu de 4% do PIB em 2004 para 15% em 2021, está atualmente em 10%. O setor comercial e residencial permanece em franca queda enquanto o segmento de escritórios mostra sinais de estabilização. Os preços médios de venda estão recuando 6% nos últimos 12 meses, enquanto o preço médio de aluguel varia 0% na mesma base de comparação.

Um estudo recente do FMI demonstra que esse ciclo de desalavancagem pode demorar para dar indícios de estabilidade. Estruturalmente, a população da China começará a crescer a taxas negativas em 2025, depois de ficar estagnada nos últimos 6 anos (2019-2024). Devido a isso, a demanda por imóveis residenciais tende a permanecer baixa. A estimativa do FMI é que entre 2012 e 2021 houve demanda por 1,7 bilhão de metros quadrados de áreas residenciais a cada ano.

No cenário otimista, essa demanda cairá para 1,2 bilhão nos próximos 10 anos na média. No cenário pessimista a demanda cairá para 0,9 bilhão. A principal diferença dos cenários é a premissa de qual será o tamanho médio de uma família chinesa. Como reflexo, a formação bruta de capital fixo continuará caindo até meados de 2026. A partir disso se estabilizará em torno de 8% do PIB a cada ano. Em resumo, permanece o ceticismo sobre a sustentabilidade do crescimento da economia chinesa no longo prazo.

CARTA MACROECONÔMICA

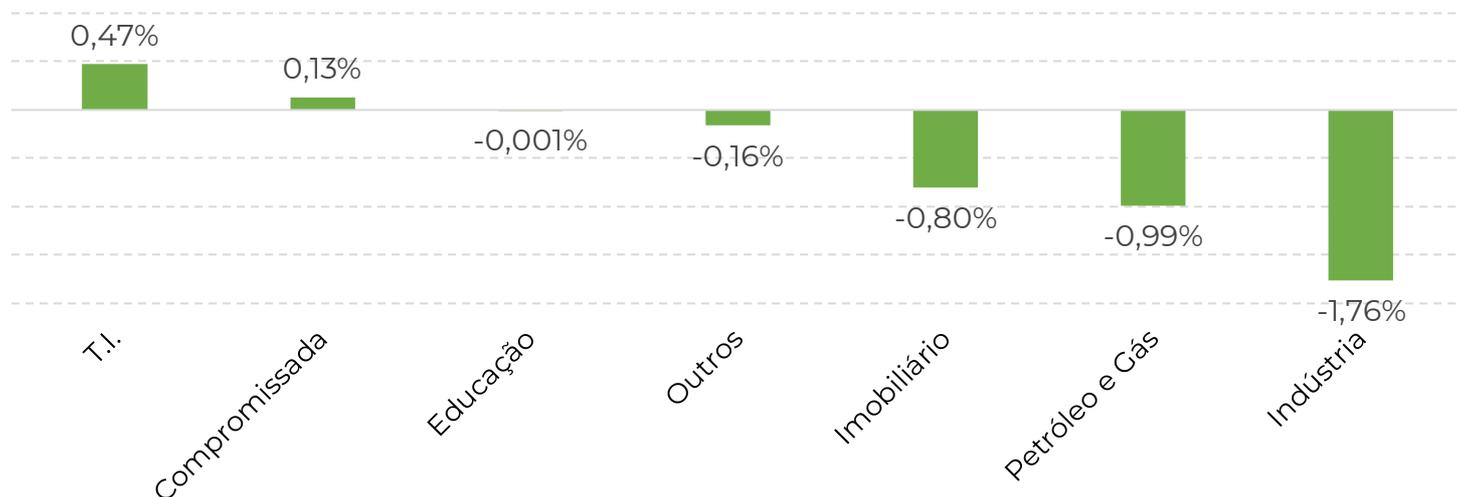
Um dos assuntos mais debatidos ao longo do mês de abril/maio no cenário do mercado brasileiro foi a desancoragem de expectativas de inflação (demonstrado pelo Boletim Focus) e a possibilidade de pausa na queda da Selic na reunião de 18 e 19 de junho. Após sucessivas comunicações atravessadas por parte de membros do Comitê de Política Monetária do BCB (Roberto Campos, em Washington no dia 14/04; Gabriel Galípolo, em evento privado no dia 24/04; Paulo Picchetti, para a Bloomberg News no dia 15/05), a volatilidade do mercado de juros aumentou exponencialmente. Entre janeiro e março deste ano, a volatilidade anualizada da taxa nominal de juros de 2 anos estava em torno de 1,7% na média. Após a comunicação dos membros do Copom, a volatilidade aumentou para 3,2%, recuando para 3,0% no final de maio. A ferramenta do forward guidance, que na teoria era para reduzir a volatilidade do mercado, acabou adicionando ainda mais após o comunicado do Copom no dia 08/05, reduzindo a Taxa Selic em 25 pontos-base, para 10,5%. Na decisão 5 membros votaram para cortar em 25 pontos e 4 para cortar 50 pontos na reunião. Na ata, divulgada uma semana depois, ficou claro que os membros que votaram pelo corte de 50 pontos, fizeram para não quebrar o guidance. Em nossa percepção, essa não deveria ser a discussão principal do BCB. Os dados quantitativos de inflação continuam vindo muito bons. O IPCA anual recua de 4,6% em dezembro de 2023 para 3,7% em abril de 2024. Os núcleos também cederam (preços de serviços de 6,2% para 4,6% e bens industriais de 1,1 para 0,3%, respectivamente). Outro fato é que a projeção de preços livres (alimentos, serviços e bens industriais) do Copom para 2025 atualmente está na meta de inflação (essa conta é feita implicitamente, assumindo que o IPCA total será de 3,3% e os preços administrados de 4,0%). Se os modelos do BC apontam para uma inflação de 3% no horizonte e os dados quantitativos estão bons, faz sentido o Copom segurar o juro real acima de 7% ou 8%? Em nossa percepção, não. Curioso notar que no comunicado e na ata, pouco é discutido sobre a conjuntura inflacionária.

Além disso, houve também as revisões das metas contidas no atual arcabouço fiscal. Na divulgação do projeto orçamentário para 2025, o ministério da Fazenda reduziu a meta fiscal de 2025 e 2026 e fixou a meta de 2027 e 2028. Para 2024, a meta primária permanece em 0% do PIB, já a meta de 2025 e 2026 será agora de 0% e 0,25% (ante 0,5% e 1,0%). Para 2027 e 2028 a meta será de 0,5% e 1,0%. Essa conjunção de fatores fez com que os juros de mercado apresentassem uma elevação. A taxa nominal de 2 e 10 anos avançou para 11,0% e 11,9% no fechamento de maio, ante 10,8% e 11,8% em abril e 9,7% e 10,4% no fechamento de 2023. O mercado de juros projeta atualmente que a taxa Selic não cairá mais em 2024 e encerra 2025 em 11,25%. Nossa avaliação permanece a mesma: o mercado de juros está superestimando o ciclo de Selic. Esperamos uma queda para 9,25% no fechamento de 2024 e 8,5% no fechamento de 2025, com a inflação rodando próximo de 3,5% no horizonte relevante.

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

AÇÕES

4UM SMALL CAPS FIA



Não tivemos alterações significativas na carteira do 4UM Small Caps FIA durante o mês de maio, com o fundo apresentando uma rentabilidade de -3,1%, frente a -3,0% do Ibovespa e -3,4% do SMLL. No ano, o fundo segue com -12,2% de queda enquanto o Ibovespa cai -9,0% e o SMLL cai -14,5%. Com captações positivas e preços cada vez mais atrativos, aproveitamos as quedas para comprar mais ações das empresas do portfólio atual.

A principal contribuição positiva de maio veio da Bemobi. Após quedas relevantes nos meses anteriores, aproveitamos o valuation deteriorado das ações para aumentar ainda mais nossa posição, de forma que a companhia passou a ser nossa posição mais relevante dentro do portfólio. Seguimos otimistas tanto com as perspectivas de curto prazo, como o ramp-up da operação de pagamentos de Telecom e Utilities, quanto com as perspectivas de médio e longo prazo, como a entrada de clientes de novos setores na solução de pagamentos, como Educação e Saúde, além da expansão internacional das soluções já oferecidas pela companhia no Brasil.

A principal contribuição negativa do mês foi Tupy, que divulgou resultados trimestrais afetados pelo cenário mais desafiador de demanda por veículos pesados na América do Norte, fato que deve começar a se reverter a partir do próximo ano com o início do movimento de compras antecipadas por conta da mudança de padrão de motores para o Euro 7. Seguimos otimistas com a tese, tendo em vista sinergias resultantes de aquisições realizadas nos últimos anos que ainda devem ser capturadas pela Tupy, além da sua promissora entrada no mercado de geradores movidos a biometano.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	-3,11%	-12,23%	14,97%	16,92%	-0,33%	395,79%
Ibovespa	-3,04%	-9,01%	12,70%	9,65%	-3,26%	87,79%

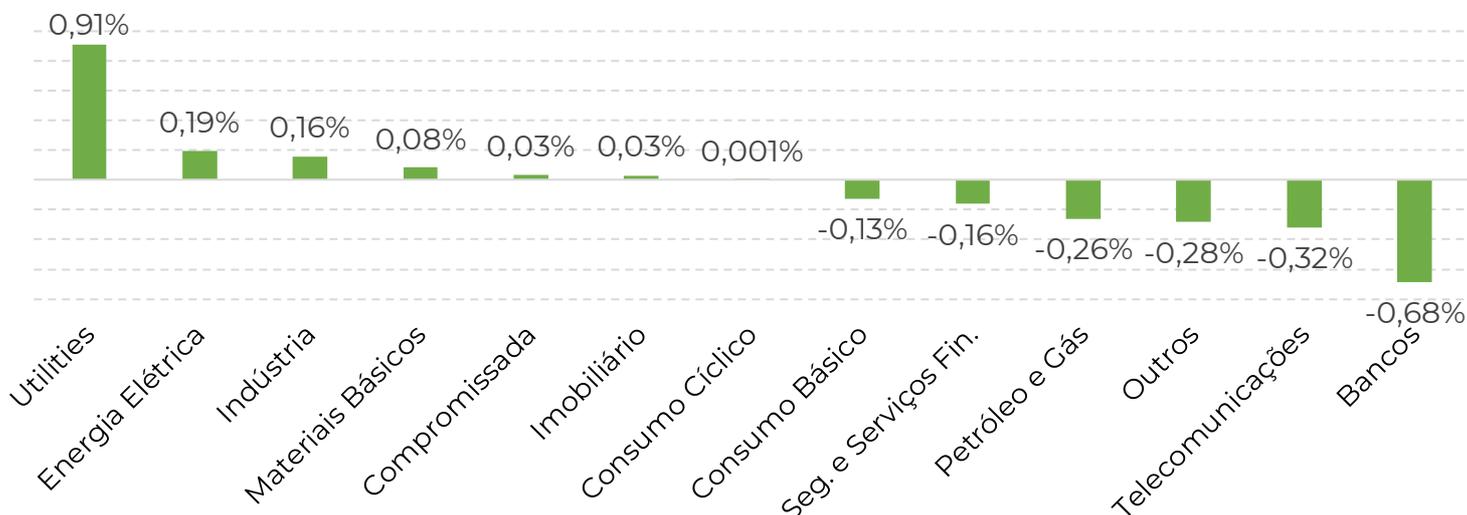
PI médio (12 meses): R\$ 327.531.521,20

Início do fundo: 30/06/2008

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

AÇÕES

4UM MARLIM DIVIDENDOS FIA



Não tivemos alterações significativas na carteira do 4UM Marlim Dividendos FIA durante o mês de maio, com o fundo apresentando uma rentabilidade de -0,4%, frente a -3,0% do Ibovespa e -1,0% do IDIV. No ano, o fundo segue com -6,8% de queda enquanto o Ibovespa cai -9,2% e o IDIV cai -5,3%.

A principal contribuição positiva adveio do setor de Utilities, em especial Engie e CPFL, que divulgaram resultados trimestrais positivos. No caso de Engie, a companhia reportou um ganho não recorrente pela venda de participação na TAG, enquanto mantém uma tendência saudável de resultados recorrentes. No caso de CPFL, a companhia surpreendeu positivamente nos números de distribuição, mostrando forte demanda por energia nos seus principais mercados. Como ponto de atenção para os próximos resultados, seguimos avaliando o tamanho impactos que a CPFL deve apresentar por conta das inundações ocorridas durante maio no Rio Grande do Sul, um de seus principais mercados de distribuição.

Do lado negativo tivemos a contribuição do setor de Bancos, em especial ABC Brasil e Bradesco, que divulgaram resultados trimestrais abaixo das expectativas do mercado. No caso de ABC Brasil, o banco desapontou na frente de crescimento de carteira de crédito, trazendo algum receio do mercado com relação ao cumprimento do guidance para o ano. No caso de Bradesco, avaliamos que o banco já demonstrou evolução frente aos números dos últimos trimestres, porém reconhecemos que ele ainda possui um grande dever de casa a ser realizado para voltar a apresentar retornos acima do custo de capital. Seguimos otimistas com ambas as teses, que seguem negociando abaixo do seu valor patrimonial.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	-0,43%	-6,78%	13,64%	16,97%	12,36%	312,06%
Ibovespa	-3,04%	-9,01%	12,70%	9,65%	-3,26%	87,79%

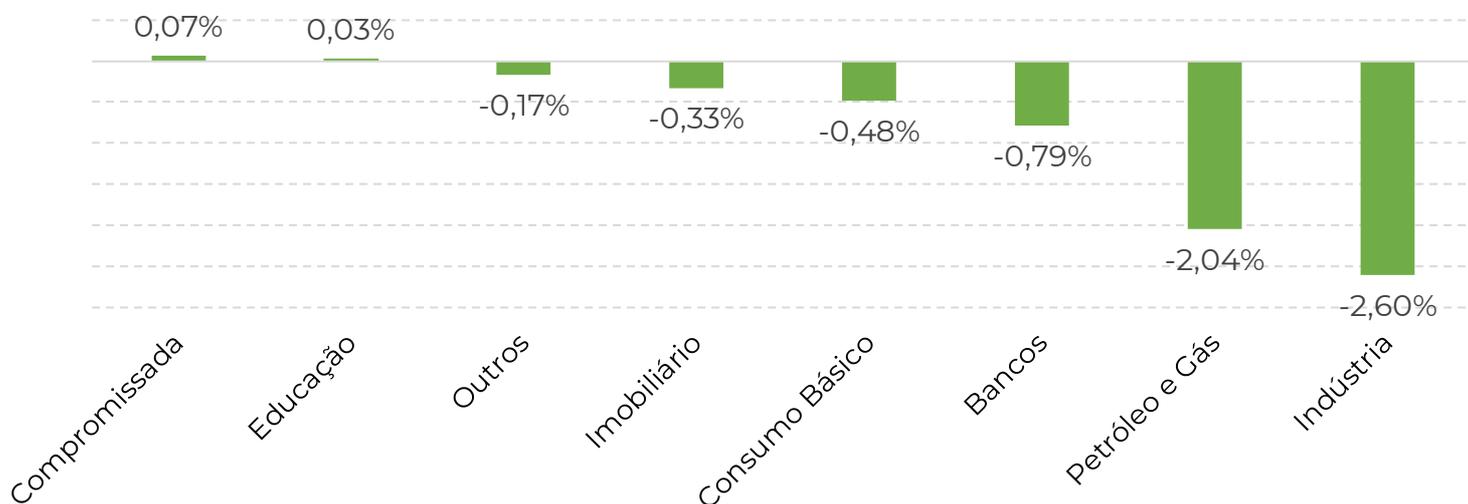
PI médio (12 meses): R\$ 250.687.714,17

Início do fundo: 30/06/2008

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

AÇÕES

4UM VALOR INSTITUCIONAL FIA



Não tivemos alterações significativas na carteira do 4UM Valor Institucional FIA durante o mês de maio, com o fundo apresentando uma rentabilidade de -6,3%, frente a -3,0% do Ibovespa. No ano, o fundo segue com -15,3% de retorno enquanto o Ibovespa cai -9,0%.

A principal contribuição positiva do mês adveio de Allos, recuperando parte das quedas que vimos nos últimos meses causadas pela divulgação de possíveis impactos negativos para o setor de Shoppings por conta da reforma tributária. Vemos com otimismo o anúncio do seu plano de desinvestimentos de R\$ 1 bilhão em ativos não alinhados com a estratégia, bem como o seu novo programa de recompra de ações neste momento de valuation deteriorado, mostrando boa disciplina de alocação de capital.

Do lado negativo, a maior contribuição adveio de Enauta, cuja performance das ações segue atrelada à performance da 3R, tendo em vista o avanço da fusão entre as companhias. A Enauta segue divulgando entregas importantes no seu projeto de Atlanta, tendo o novo FPSO já sido entregue no campo no último mês, dando grandes indícios de que o cronograma da empresa de entregar o primeiro óleo em agosto deste ano deve ser cumprido.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	-6,31%	-15,32%	13,32%	5,11%	-2,02%	0,80%
Ibovespa	-3,04%	-9,01%	12,70%	9,65%	-3,36%	2,73%

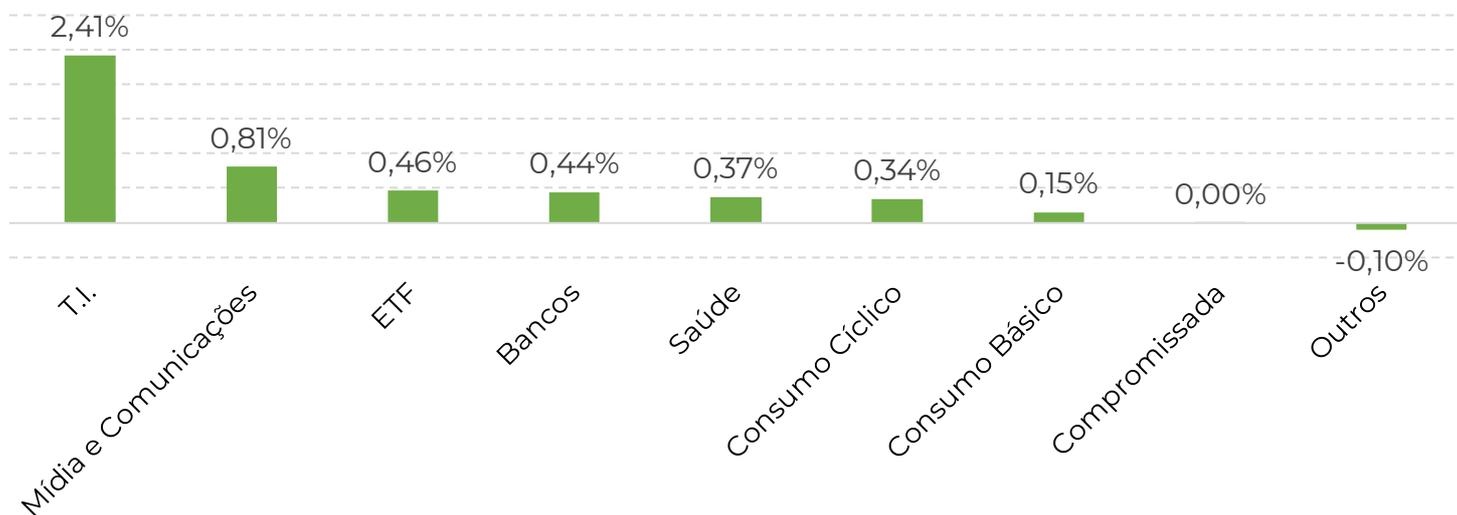
PI médio (12 meses): R\$ 22.661.297,17

Início do fundo: 04/01/2021

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

AÇÕES

4UM FIA BDR NÍVEL I



Não tivemos alterações significativas na carteira do 4UM FIA BDR Nível I durante o mês de maio, com o fundo apresentando uma rentabilidade de +4,9%, enquanto o S&P500 (em reais) apresentou retorno de +6,2%.

No último mês tivemos contribuição positiva em todos os nomes da carteira. A maior contribuição adveio de Microsoft, que segue sendo nossa principal contribuição para o retorno durante o ano. As ações da Microsoft e outras big-techs seguem ainda altamente correlacionadas com o avanço das narrativas na temática de Inteligência Artificial. Tendo em vista essa relevância, vemos a Microsoft e a Alphabet (nossa outra investida) como grandes vencedoras na frente de soluções de software “AI-powered”, cujo tamanho de mercado ainda parece ser de difícil mensuração.

A menor contribuição adveio de P&G, cujas ações são menos sensíveis a movimentos bruscos de mercado como o observado no último mês, tendo em vista sua atuação no mercado de bens de consumo básico. A companhia segue como uma das principais contribuições para o retorno no ano, tendo mostrado avanços significativos na recuperação de margens após o fim da pandemia, período no qual a companhia teve limitações para repasse de preços nos seus produtos.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	4,88%	15,28%	25,25%	26,08%	-	18,42%
S&P 500	6,22%	19,79%	29,87%	41,57%	-	28,68%

PI médio (12 meses): R\$ 7.611.365,68

Início do fundo: 30/06/2021

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

AÇÕES

	Aplicação Inicial	Movimentação Mínima	Saldo Mínimo
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

	Horário Limite (movimentações)	Liquidez	Código ANBIMA
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

	Administrador	Gestor	Custodiante
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. 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.

Signatory of:

