



COMENTÁRIOS DO GESTOR

+ ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

Economia Norte-Americana

Ao longo dos últimos anos, especialmente após a pandemia de Covid-19, o Federal Reserve promove uma relevante agenda de desregulamentação bancária, revertendo parte do processo de aperto regulatório pós-crise financeira de 2008. As reformas visam principalmente liberar a capacidade de empréstimos bancários, afrouxando muitas das restrições que determinam quanto capital eles precisam alocar para aumentar os empréstimos.

O Fed já aprovou algumas das reformas, como a flexibilização do chamado índice de alavancagem suplementar, que define quanto capital não ajustado ao risco os maiores bancos dos EUA precisam ter em proporção aos seus ativos totais. O plano reduzirá a proporção de pelo menos 5% para entre 3,5% e 4,25%. Autoridades estimam que isso liberará US\$ 13 bilhões em capital no nível das holdings dos oito maiores bancos dos EUA e US\$ 210 bilhões em suas subsidiárias de captação de depósitos.

A taxa de capital nível 1 (patrimônio líquido + reservas de lucro acumulado) do sistema bancário americano passou de 9,5% do ativo total bancário no início de 2020 para 9,1% no fechamento do terceiro trimestre de 2025. Após as reformas é provável que essa taxa recue ainda mais.

Porém esse movimento ainda não mudou o tamanho da dívida corporativa e familiar como proporção do produto interno bruto (PIB). A relação dívida/PIB corporativa está no menor patamar desde 2015 e a dívida das famílias no menor patamar desde o início de 2000. Essa liberação de liquidez pode alavancar a dívida privada e o crescimento conjuntural da economia. Ainda há um espaço relevante para este aumento nos próximos anos.

O motor do crescimento do PIB dos EUA, no curto prazo, tem sido a resiliência do consumo privado em meio a um cenário de desaceleração do mercado de trabalho. A taxa de desemprego subiu de 4,1% para 4,4% entre dezembro de 2024 e setembro de 2025. Essa variação de 0,3 p.p. é explicada em parte pelo aumento na demissão das empresas (0,1 p.p.) e pela maior procura por trabalho de pessoas que estavam fora do mercado de trabalho (0,2 p.p.). Continuamos antecipando que haverá um recuo na expansão do PIB nos próximos trimestres, em linha com o arrefecimento do mercado de trabalho.

Ainda sem dados do PIB do terceiro trimestre de 2025, as projeções do Fed para o desempenho são de uma variação trimestral anualizada de 3,9%, crescimento ainda sólido.

Na outra ponta, os mercados acionários e de dívida corporativa continuam precificando um cenário muito benigno. As avaliações do mercado acionário estão nos maiores patamares desde 2001 (ainda que houve uma certa acomodação nas últimas semanas), e os spreads de crédito, nos menores patamares desde 2007.

Na situação tarifária, houve atualizações com a redução das tarifas para bens chineses, com um acordo comercial sendo costurado para, de um lado, os EUA reduzirem as tarifas e, de outro, a China não bloquear as exportações de terras raras. Ainda ocorrem negociações com Brasil e México. As estimativas atuais são de que a taxa média de importação esteja em 18%.

Devido ao choque de tarifas de importação e à elevação nos preços de energia, a variação do índice de preços ao consumidor vem aumentando. Após estar em 2,3% em abril deste ano, a inflação avançou para 3,0% em setembro. Houve uma melhora marginal na inflação de serviços. As expectativas continuam na linha de uma elevação adicional nas taxas anuais nos próximos meses. A inflação implícita de 5 anos dos EUA permanece em torno de 2,4%, acima da meta do Federal Reserve, mas abaixo das expectativas do início de 2025.

Nesta conjuntura de crescimento arrefecendo e inflação subindo, o Federal Reserve continua julgando que o balanço está assimétrico para o risco do crescimento. Com isso em mente, em outubro houve a segunda queda de juros de 2025, para 4,0%. Porém, na comunicação, Jerome Powell afirmou que não há certeza de um novo corte de juros em 2025. Essa argumentação baseia-se na percepção de que o shutdown deixou o Federal Reserve no escuro em relação aos dados macroeconômicos. Nossa avaliação é que haverá possibilidade de queda de juros em 2025 e no início de 2026. O mercado precifica que a taxa de juros do final do ciclo será de 3,25%. Atualmente, o Fed indica que a taxa nominal neutra de juros nos EUA está em torno de 2,8%.

Os mercados de juros continuaram reduzindo as taxas nominais de 2 anos para 3,5%. Já a taxa nominal de 10 anos recuou para 4,0%. Na deliberação, o Federal Reserve afirmou ainda na decisão anterior que o aperto quantitativo de liquidez acabou. O formulador de política monetária disse que não mais venderá ativos no mercado. Atualmente, o balanço de ativos do Fed equivale a 22% do PIB dos EUA, frente a 36% no pico da pandemia de Covid-19. A ação do Fed foi uma resposta à piora na liquidez dos mercados monetários dos EUA. Nos últimos dias, a taxa SOFR (derivada dos Fed Funds, equivalente à nossa taxa CDI) estava acima do teto dos Fed Funds, evidenciando uma clara falta de liquidez no mercado interbancário. Ainda não estamos convencidos de que essa medida será suficiente. Por fim, no mês de novembro, o dólar teve uma leve apreciação frente às principais moedas globais.

Economias Europeias

Atravessando o Atlântico Norte, desembarcamos numa Europa em guerra no Leste, polarizada e com múltiplos desafios econômicos. O mais evidente no curto prazo é que os governos não conseguem apontar caminhos para solucionar os problemas fiscais do continente, embora o assunto represente uma séria ameaça à estabilidade financeira do bloco. Recentemente os mercados do Reino Unido permaneceram voláteis na medida em que aguardavam as propostas fiscais para equacionar o déficit público inglês.

No curto prazo, espera-se que as economias europeias se expandam num ritmo aquém do esperado, com as principais crescendo abaixo ou em torno de 1%. Assim como no cenário dos EUA, os mercados acionários e de dívida corporativa continuam precificando um cenário benigno. As avaliações do mercado acionário estão nos maiores patamares desde 2021, e os spreads de crédito, nos menores patamares desde 2007. No âmbito da inflação, na Zona do Euro a inflação agregada permanece em torno de 2,2%, enquanto no Reino Unido está subindo para 4,1%. Os mercados esperam que o European Central Bank tenha chegado ao final do ciclo de queda de juros no patamar de 2,0%, permanecendo nesse nível até meados de 2028. Já o Bank of England poderá cortar uma última vez na próxima reunião e encerrar o ciclo de queda de juros em 3,75%. As moedas dos mercados europeus sofreram leve depreciação no último mês.

Economias Asiáticas

Sanae Takaichi, primeira-ministra japonesa, divulgou recentemente um pacote de expansão fiscal de 3,5% do PIB. Nele estará contido corte de impostos e aumento de despesas públicas. Diante disso, o Bank of Japan forneceu claros sinais de que o próximo movimento será de um aumento nas taxas de juros, atualmente em 0,5%. Esse fator motivou uma elevação significativa dos juros de mercado e uma queda relevante da moeda japonesa, movimento esperado com o desmonte de operações de carry-trade na moeda japonesa.

Economias Emergentes

Afastando cenários pessimistas do início de 2025, a performance macroeconômica das economias emergentes será satisfatória. Não haverá recessão nas principais economias, enquanto os problemas inflacionários serão concentrados em Turquia, Argentina e Egito. As demais terão inflação abaixo de 10%, com média em torno de 5%.

Na China, informações privadas advindas de bens e serviços mostram um cenário significativamente deflacionário, com bens duráveis e serviços variando entre -20% e -10% nos últimos 12 meses. Os dados oficiais mostram um cenário diferente, com a inflação levemente positiva em 12 meses. Já o cenário prospectivo é de um contínuo arrefecimento do crescimento da economia, com uma taxa de expansão esperada de 4% entre de 2025 e 2026.

Economia Brasileira

No Brasil, o atual ministro da Fazenda mostra sinais de que deixará o cargo em abril do próximo ano. A dúvida atual é quem será o substituto para a reta final desta administração. Isso significa que um plano de contenção fiscal ficará para a próxima administração. Em 2025, a despesa total do governo central permanece em torno de 18,7% do PIB, maior do que a média histórica. Já a receita líquida permanece em torno de 18,4%. Um plano de ajuste fiscal necessariamente deverá passar por (i) ajuste na previdência, seja via aumento de idade mínima de aposentadoria ou desindexação do salário-mínimo do benefício; (ii) reforma do “RH do Estado”, melhorando a eficiência, estimulando a inovação e combatendo privilégios de diversas carreiras do setor público.

Os dados do mercado de trabalho continuam apontando para um arrefecimento da criação de empregos, seja via pesquisa do Caged (Ministério do Trabalho, apenas empregos formais) ou da Pnad-C (Instituto Nacional de Geografia e Estatística, empregos formais e informais). Pela Pnad-C, no dado ajustado sazonalmente, a criação de empregos em 12 meses está em 1,4 milhão, frente ao crescimento de 2,3 milhões no fechamento de 2024. Por outro lado, a taxa de desemprego permanece estagnada em torno de 5,6% desde o início do segundo trimestre. Porém, o que “ajudou” o desemprego a ficar parado foi a queda da taxa de participação desde o início do segundo trimestre, atualmente em 62,2%. Ou seja, menos pessoas estão voltando ao mercado em busca de uma nova colocação.

Continua chamando nossa atenção o fato de que o ciclo de endividamento das famílias voltou a subir nos últimos meses, após leve moderação no início de 2025. Atualmente, o saldo de crédito ampliado das famílias está em 37,1% do PIB, maior patamar da série histórica. Com isso, a taxa de juros das modalidades para pessoa física continua subindo e está atualmente em torno de 58% ao ano; conseqüentemente, a inadimplência disparou, passando de 3,5% no final de 2024 para 4,8% em setembro de 2025.

No cenário de crédito corporativo, a dívida interna das empresas permanece crescendo marginalmente, para o patamar de 37,9% do PIB. A fonte desse financiamento permanece se alterando, do mercado bancário para o mercado de capitais. Já os spreads corporativos mostram sinais dicotômicos: enquanto spreads triple-A apresentam recuo, spreads com ratings mais baixos estão estáveis, com leve tendência de elevação. No mercado acionário, apesar de os índices terem avançado nos últimos meses, os valuations permanecem em torno da média de 2022 a 2025, ainda abaixo das médias de longo prazo.

CARTA MACROECONÔMICA

Por fim, o PIB brasileiro está crescendo 3,2% em 12 meses. Nossas expectativas são de que o crescimento começará a abrandar no segundo semestre de 2025 e ao longo de 2026. Atualmente, o Banco Central do Brasil (BCB) projeta um crescimento de 1,8% para 2025 e 1,5% para 2026. Se confirmado, serão dois anos de crescimento abaixo do potencial de longo prazo.

No âmbito do cenário da inflação, no mês de novembro, o IPCA-15 variou 0,20% e alcançou o patamar de 4,50% em 12 meses.

Houve a sexta deflação consecutiva na categoria de alimentos no mês (-0,15%), enquanto a variação anual foi de 3,61%. A conjuntura favorável dos preços pode ser explicada pelo choque de oferta do início do ano e pela apreciação do real no ano. Na categoria de preços monitorados houve deflação de 0,01% no mês e marcou 4,49% em 12 meses.

Na categoria de bens industriais, os preços tiveram a segunda deflação mensal de 0,06% no mês e aumentam 2,79% em 12 meses. A conjuntura positiva destes preços é explicada pela apreciação do real e pelo arrefecimento do mercado de crédito às famílias.

Por fim, os preços de serviços variaram 0,66%, marcando inflação de 5,96% em 12 meses. Ainda existe uma pressão sobre esses preços devido especialmente à resiliência do mercado de trabalho, em termos de geração de emprego e renda média.

A Anbima projeta uma inflação de 0,20% para o ciclo de 15-nov a 15-dez, enquanto a expectativa para o ciclo de 15-dez a 15-jan é uma inflação de 0,44%. Esperamos uma inflação de 4,4% em 2025 e 4,0% em 2026.

No âmbito monetário, o BCB continua mantendo a taxa de juros em 15,0%. A comunicação dos diretores do formulador de política monetária ainda vai na direção de conservadorismo na possível queda de juros à frente. Por conta da situação de juros nos EUA, o mercado, após muito tempo, reverteu a perspectiva de queda de juros para janeiro de 2026. Atualmente, o mercado projeta uma queda de 25 pontos em março e uma queda contínua até o patamar de 13,25% no final de 2026 e de 12,25% no final de 2027. Nossa avaliação é que o BCB terá capacidade de cortar juros já no início de 2026 e ainda acreditamos que a queda será marginalmente maior do que o mercado precifica atualmente, ainda que existam incertezas no âmbito fiscal e político para 2026.

O mês de novembro foi marcado por sinais muito positivos para as curvas de juros domésticas.

Toda a curva nominal de juros teve um fechamento relevante, em especial os vencimentos intermediários e longos (2 anos a 10 anos). Já as taxas reais tiveram comportamento semelhante, com um fechamento disseminado, especialmente entre os vencimentos de 5 anos a 20 anos. As taxas nominais de juros de 2, 5 e 10 anos estão atualmente em 12,9%, 13,2% e 13,4%, respectivamente. Já os juros reais de mesmos vencimentos estão em 8,3%, 7,6% e 7,3%, respectivamente. Por fim, o real teve leve depreciação frente ao dólar no mês.

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE RENDA FIXA

4UM INFLAÇÃO IMA-B 5 FIF RF LP RL

Em novembro de 2025, o fundo 4UM Inflação IMA-B 5 FIF RF LP RL apresentou um retorno nominal de 1,10%. O seu benchmark, o IMA-B 5, ficou em 1,08%. No acumulado de 2025, o fundo obtém retorno de 10,91%, enquanto seu benchmark valoriza 10,60%. O resultado anual do fundo equivale à IPCA + 6,61% (ou IPCA + 7,23% anualizado). A volatilidade no ano do fundo foi de 2,05%.

As estatísticas da carteira do fundo e do benchmark no final de novembro de 2025 eram as seguintes: a taxa real de carregamento acima da inflação era de 8,57% para o fundo e de 8,59% para o benchmark, ambos anualizados. Em relação à duration, o fundo tinha uma estatística de 2,39 anos, enquanto o benchmark tinha uma duration de 2,24 anos.

No mês houve mudanças no portfólio. Reduzimos a exposição no vencimento de 2030 para alocar no vencimento de 2027, com o intuito de reduzir marginalmente a duration do portfólio. Assim, a carteira do fundo estava da seguinte forma no fechamento de novembro: 15,62% em 2026, 7,01% em 2027, 40,46% em 2028, 6,03% em 2029, 24,39% em 2030 e 6,49% em caixa.

No âmbito do cenário da inflação, no mês de novembro, o IPCA-15 variou 0,20% e alcançou o patamar de 4,50% em 12 meses.

Houve a sexta deflação consecutiva na categoria de alimentos no mês (-0,15%), enquanto a variação anual foi de 3,61%. A conjuntura favorável dos preços pode ser explicada pelo choque de oferta do início do ano e pela apreciação do real no ano. Na categoria de preços monitorados houve deflação de 0,01% no mês e marcou 4,49% em 12 meses.

Na categoria de bens industriais, os preços tiveram a segunda deflação mensal de 0,06% no mês e aumentam 2,79% em 12 meses. A conjuntura positiva destes preços é explicada pela apreciação do real e pelo arrefecimento do mercado de crédito às famílias.

Por fim, os preços de serviços variaram 0,66%, marcando inflação de 5,96% em 12 meses. Ainda existe uma pressão sobre esses preços devido especialmente à resiliência do mercado de trabalho, em termos de geração de emprego e renda média.

A Anbima projeta uma inflação de 0,20% para o ciclo de 15-nov a 15-dez, enquanto a expectativa para o ciclo de 15-dez a 15-jan é uma inflação de 0,44%. Esperamos uma inflação de 4,4% em 2025 e 4,0% em 2026.

O mês de novembro foi marcado por sinais muito positivos para as curvas de juros domésticas.

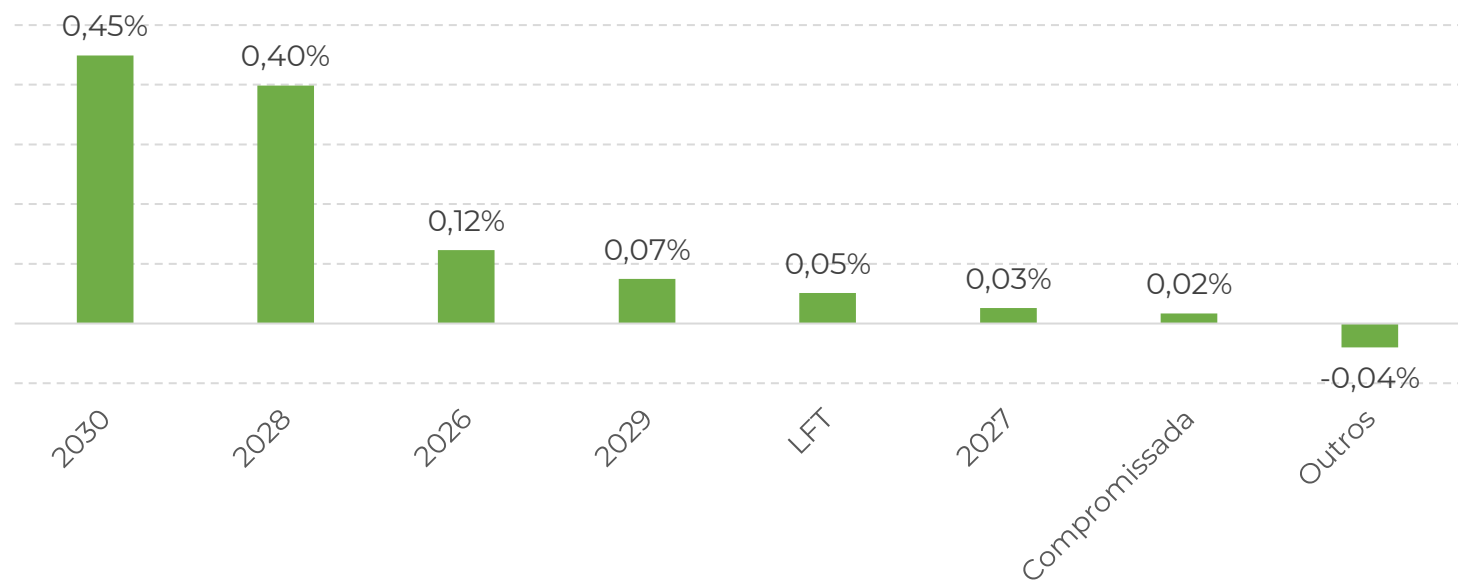
Toda a curva nominal de juros teve um fechamento relevante, em especial os vencimentos intermediários e longos (2 anos a 10 anos). Já as taxas reais tiveram comportamento semelhante, com um fechamento disseminado, especialmente entre os vencimentos de 5 anos a 20 anos.

O comportamento superior ao benchmark no mês é explicado especialmente devido à redução mais intensa das taxas da NTN-B 2028 e 2030, comparativamente às mais curtas.

Prospectivamente, os principais temas para os mercados de juros serão: (i) pesquisas de opinião sobre o ciclo eleitoral em 2026, (ii) intensidade da queda de juros nos Estados Unidos, (iii) comportamento da inflação doméstica e (iv) discrepância de desempenho entre o mercado de crédito e o mercado de trabalho brasileiro.

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE RENDA FIXA

4UM INFLAÇÃO IMA-B 5 FIF RF LP RL



	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	1,10%	10,91%	10,04%	17,25%	29,90%	66,51%
IMA-B 5	1,08%	10,60%	10,29%	19,13%	32,89%	81,89%

PI médio (12 meses): R\$ 38.299.734,25

Início do fundo: 13/02/2019

Aplicação Inicial	Movimentação Mínima	Saldo Mínimo
R\$ 500,00	R\$ 100,00	R\$ 500,00
Horário Limite (movimentações)	Liquidez	Código ANBIMA
15h00	D+1 útil	489905
Administrador	Gestor	Custodiante
BEM DTVM	4UM GR	Bradesco

Taxa de Administração/Performance
0,40% a.a. / 10% sobre o que exceder o IMA-B 5

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE **RENTA FIXA**

4UM FIF RF CRÉDITO PRIVADO LP RL

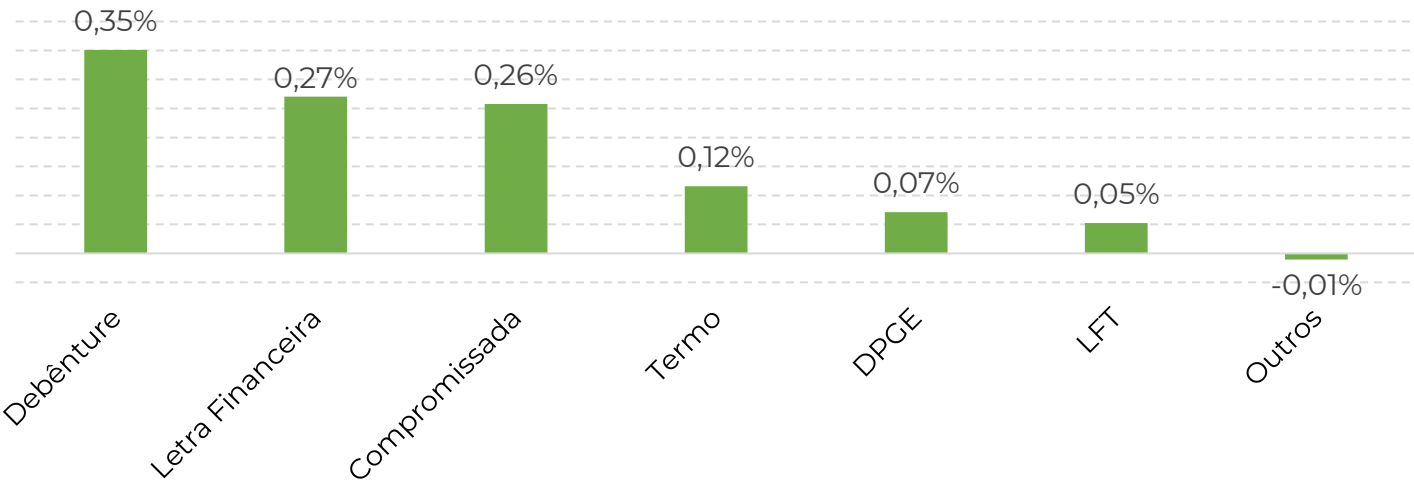
No mês de novembro de 2025, o 4UM FIF RF Crédito Privado LP RL apresentou rentabilidade de 1,11%, equivalente a 105,1% do CDI. Em relação às classes de ativos, terminamos o mês com 58,3% do PL do fundo alocados em Crédito Privado, estando distribuída entre Debêntures (29,7%) e ativos de Instituições Financeiras (28,6%). A parcela de caixa encerrou o mês representado 32,4% do PL. Por último, a parcela de Operações de Termo foi responsável pelo restante dos 9,3% da alocação. O spread da carteira de crédito encerrou o mês com carregamento médio ponderado de CDI+0,71%, breve abertura de spread (1 ponto base) frente ao mês anterior. Essa pequena abertura é explicada, basicamente, por ativos de duration mais longa, que passam por um momento de correção dos seus prêmios no mercado secundário. Apesar do breve impacto causado, o movimento era esperado e, na nossa opinião, saudável para o mercado, que observa curva de spreads “flat” em relação ao vencimento dos ativos.

No mês, o número de novas operações a termo no 4UM FIF RF Crédito Privado LP RL foi de 87, com financeiro médio próximo a R\$220.0 mil e prazo médio de 47 dias. Ao todo, foram liquidadas 90 operações, sendo que 32,2% destas foram de maneira antecipada. O resultado das operações liquidadas foi de 113% do CDI. O resultado da estratégia de termo foi levemente abaixo do nosso histórico. Apesar da manutenção de um nível satisfatório de antecipações o prazo de vencimento curto das operações liquidadas impactou o resultado.

O mês foi neutro para o crédito privado local. Após outubro com maior volatilidade no geral, novembro apresentou menor movimentação nos spreads. Para aqueles emissores que, por algum motivo, apresentam problemas de qualidade de crédito, seus prêmios seguem elevados. Ao exemplo de CSN, que não compõe o fundo 4UM Crédito Privado, todavia é um emissor de boa presença no mercado e tem dinâmicas setoriais que atualmente prejudicam sua avaliação. Ademais, pequenas variações são observadas, sem nenhum movimento abrupto ou direcional. Entendemos que as perspectivas para o crédito privado de alta qualidade são desafiadoras, mais do que nunca a gestão vem executando avaliações sobre a relação risco x retorno dos ativos alocados. A duration do fundo está momentaneamente abaixo de 1,5 anos, demonstrando o conservadorismo que a gestão vem atuando no atual mercado.

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE RENDA FIXA

4UM FIF RF CRÉDITO PRIVADO LP RL



	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	1,11%	13,73%	14,69%	28,74%	47,25%	86,38%
% CDI	105,05%	106,15%	105,03%	109,09%	109,52%	109,85%

PI médio (12 meses): R\$ 279.240.211,79

Início do fundo: 14/03/2019

Aplicação Inicial	Movimentação Mínima	Saldo Mínimo
R\$ 500,00	R\$ 100,00	R\$ 500,00
Horário Limite (movimentações)	Liquidez	Código ANBIMA
15h00	D+20 úteis	491322
Administrador	Gestor	Custodiante
BEM DTVM	4UM GR	Bradesco

Taxa de Administração/Performance
0,00% a.a. / 20% sobre o que exceder 104% do CDI

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

RENTA FIJA

	Aplicação Inicial	Movimentação Mínima	Saldo Mínimo
4UM Inflação IMA-B 5 FIF RF LP RL	R\$ 500,00	R\$ 100,00	R\$ 500,00
4UM FIF RF Crédito Privado LP RL	R\$500,00	R\$100,00	R\$500,00

	Horário Limite (movimentações)	Liquidez	Código ANBIMA
4UM Inflação IMA-B 5 FIF RF LP RL	14h30	D+1 útil	489905
4UM FIF RF Crédito Privado LP RL	14h30	D+20 úteis	491322

	Administrador	Gestor	Custodiante
4UM Inflação IMA-B 5 FIF RF LP RL	BEM DTVM	4UM GR	Bradesco
4UM FIF RF Crédito Privado LP RL	BEM DTVM	4UM GR	Bradesco

	Taxa de Administração/Performance
4UM Inflação IMA-B 5 FIF RF LP RL	0,40% a.a. / 10% sobre o que exceder o IMA-B 5
4UM FIF RF Crédito Privado LP RL	0,00% a.a. / 20% sobre o que exceder 104% do CDI

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:



4um.com.br



4um-investimentos