



# **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

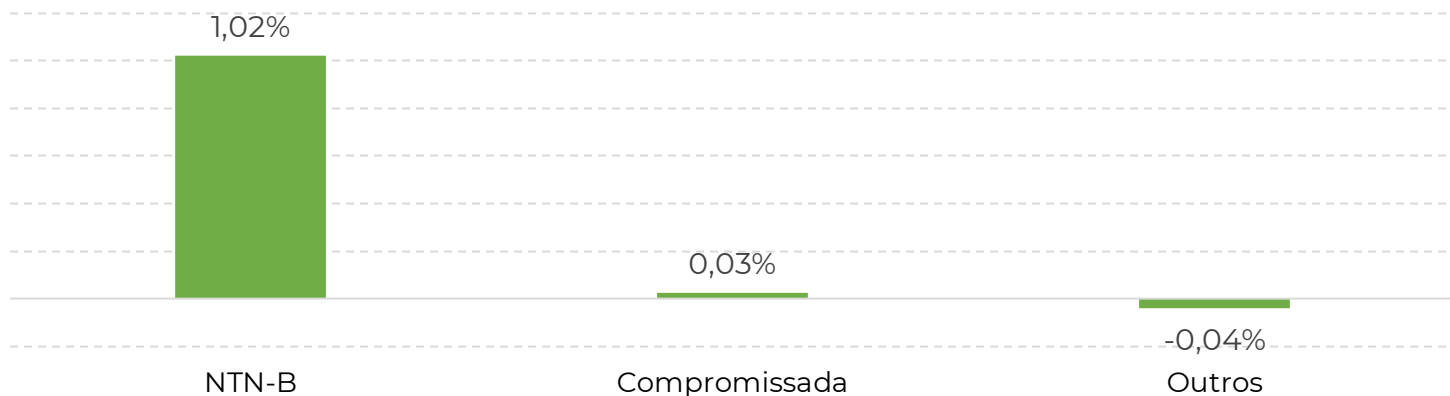
Um dos assuntos mais debatidos ao longo do mês de abril/maio no cenário do mercado brasileiro foi a desancoragem de expectativas de inflação (demonstrado pelo Boletim Focus) e a possibilidade de pausa na queda da Selic na reunião de 18 e 19 de junho. Após sucessivas comunicações atravessadas por parte 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

## RENDA FIXA

### 4UM INFLAÇÃO IMA-B 5 RF LP



Em maio de 2024, o fundo 4UM Inflação IMA-B 5 FIRF apresentou um retorno nominal de 1,01%. O seu benchmark, o IMA-B 5, ficou em 1,05%. No ano até maio, o fundo acumula um ganho de 2,57% (ou IPCA + 0,49%). O benchmark, por sua vez, tem um ganho de 2,92% (ou IPCA + 0,84%). A volatilidade anual do 4UM em 2024 é de 1,33%, enquanto a do benchmark é de 1,30%.

No mês, não fizemos ajustes relevantes na carteira. A contribuição de performance no mês, sob a ótica do retorno por vencimento, foi a seguinte: 30bps em NTN-B 2024, 16bps em 2026, 56bps em 2028, 3bps em caixa e -3bps em custos de negociação e despesas. No ano, a contribuição por vencimento foi de 179bps em NTN-B 2024, 7bps em 2025, 22bps em 2026, 45bps em 2028, -3bps em 2029, 21bps em caixa e -15bps em custos de negociação e despesas. Já a performance no mês, sob a ótica do retorno por componente, foi: 57bps devido ao carregamento médio, 26bps em inflação, 21bps em cotação e -3bps em custos e despesas, resultando no retorno de 1,01%. No ano, a contribuição por componente foi de 263bps devido ao carregamento médio, 206bps em inflação, -197bps em cotação e -15bps em custos e despesas, resultando no retorno de 2,57%.

As estatísticas da carteira do fundo e do benchmark no final de maio de 2024 eram as seguintes: a taxa real de carregamento acima da inflação era de 7,13% para o fundo e de 6,87% para o benchmark, ambos anualizados. Em relação à duration, o fundo tinha uma estatística de 2,17 anos, enquanto o benchmark tinha uma duration de 1,85 anos.

Ao longo do mês de maio, observamos um movimento de ajuste de expectativas, após um mês de maio de elevação da curva real de juros como um todo. Exceto a NTN-B 2024, na média, a redução das taxas reais foi de 11bps por vencimento. Isso ocorreu devido a uma elevação média de 13bps da curva nominal em paralelo com o aumento de 24bps na média da inflação implícita ( $\Delta$  taxa real =  $\Delta$  taxa nominal -  $\Delta$  taxa de inflação).

Acreditamos que os preços atuais do mercado de juros não estão alinhados com o estágio do ciclo econômico brasileiro, em especial. O mercado de juros espera que a Selic não ceda mais no ano de 2024. Porém se considerarmos as expectativas de inflação de preços livres do Comitê de Política Monetária, chegamos que a inflação variará 3,0% em 2025. Ou seja, o mercado projeta uma taxa real próxima de 7%. Em nosso entendimento, o desvio de 2,5bps em relação à taxa neutra (4,5%) não é plausível, exceto em um cenário de significativa deterioração das expectativas, que não parece ser o caso.

Em resumo, mantemos a convicção de alocação com uma duration mais elevada do que o benchmark acreditando que o ciclo de política monetária será mais benigno do que o esperado e como consequência a curva real tendo uma performance positiva.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	1,01%	2,57%	8,83%	17,58%	24,63%	47,86%
IMA-B 5	1,05%	2,92%	8,94%	19,23%	30,62%	59,43%

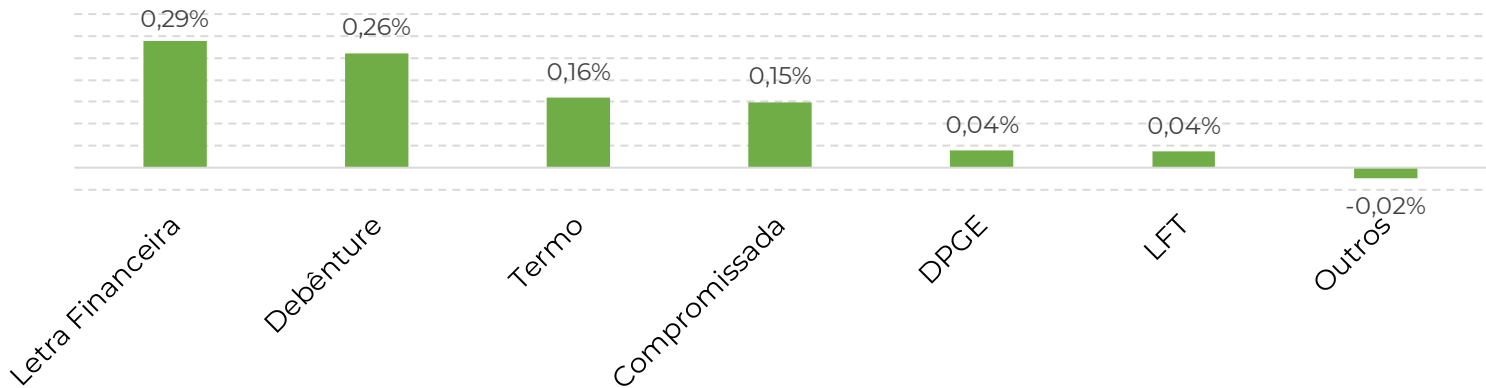
PI médio (12 meses): R\$ 37.045.045,34

Início do fundo: 13/02/2019

# ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

## RENDA FIXA

### 4UM FIRF CRÉDITO PRIVADO LP



No mês de maio de 2024, o 4UM FIRF Crédito Privado apresentou rentabilidade de 0,92%, equivalente a 110,0% do CDI. Em relação às classes de ativos, a parcela de Crédito Privado terminou o mês com uma alocação de 64,4% do PL do fundo, sendo que esta parcela ficou distribuída entre Debêntures (32,0%) e ativos de Instituições Financeiras (32,4%). Já a parcela de caixa representava ao final do mês 21,6% do PL. Por último, a parcela de Operações de Termo foi responsável pelo restante dos 15,0% da alocação.

No mês, o número de novas operações a termo no 4UM Crédito Privado foram de 101, com financeiro médio próximo a R\$191 mil e prazo médio de 76 dias. Ao todo foram liquidadas 106 operações, sendo que 27,4% destas foram de maneira antecipada. O resultado das operações liquidadas foi de 155% do CDI.

Maio foi um mês menos movimentado na compra de novos ativos para o fundo. Aceitamos as condições de recompra e participamos do book de Valid (VLIDA0), que teve taxa fixa na emissão de CDI+1,95% e tem vencimento em 04/29, com isso mantivemos a exposição % no emissor (~1,75% do PL), apesar do book ter ocorrido ainda em abril, a liquidação financeira do ativo ocorreu apenas em maio. Também alocamos no book de Gerdau, com prêmio de CDI+0,60% e vencimento em 05/29, essa emissão deixou evidente que o cenário do primário de crédito segue apertado, com uma demanda de 1,53x book, mas diferente das emissões que vimos nos primeiros meses do ano, essa saiu na taxa teto proposta pela CIA. O primário é um termômetro interessante em relação ao momento do mercado, fortes demandas significam que os fundos e investidores estão com caixa excedente e que querem aumentar ou adquirir uma exposição nesses emissores, o que pressiona os prêmios para baixo, porém o que já observamos na emissão de Gerdau foi um mercado mais diligente e menos agressivo para levar o papel, mantendo o prêmio no teto (vale ressaltar que o spread pago pelo emissor é historicamente baixo, fator que também deve ter influenciado os agentes), o que pode ser um dos primeiros sinais de inflexão nos prêmios. Já havíamos sinalizado em cartas anteriores que o mercado iria revisar seus bids mais cedo ou mais tarde, pois os bons retornos advindos da marcação a mercado dos ativos pareciam estar no fim. O spread da carteira de crédito encerrou o mês em CDI+1,04%, estabilidade em relação ao mês anterior, movimento esperado e que havíamos sinalizado em outras cartas. O destaque de rentabilidade em março ficou por conta da posição montada em USIM29 que teve um retorno de 1,51% no mês (180,9% do CDI) e a LFSC de Itaú, com retorno de 1,46% (175,5% do CDI). Não houve detratores de resultados, mas as posições SBSPH0, CEEBB2, SAPRC1 e nossa LF Pré de Daycoval tiveram retornos abaixo do CDI.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	0,92%	5,04%	13,84%	30,05%	41,89%	53,58%
% CDI	109,97%	114,61%	115,30%	110,88%	112,82%	109,50%

PI médio (12 meses): R\$ 168.391.341,50

Início do fundo: 14/03/2019

# INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

## RENDA FIXA

	<b>Aplicação Inicial</b>	<b>Movimentação Mínima</b>	<b>Saldo Mínimo</b>
4UM Inflação IMA-B 5 FI RF LP	R\$ 500,00	R\$ 100,00	R\$ 500,00
4UM FI RF Crédito Privado LP	R\$500,00	R\$100,00	R\$500,00

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

	<b>Administrador</b>	<b>Gestor</b>	<b>Custodiante</b>
4UM Inflação IMA-B 5 FI RF LP	BEM DTVM	4UM GR	Bradesco
4UM FI RF Crédito Privado LP	BEM DTVM	4UM GR	Bradesco

### Taxa de Administração/Performance

4UM Inflação IMA-B 5 FI RF LP	0,40% a.a. / 10% sobre o que exceder o IMA-B 5
4UM FI RF Crédito Privado LP	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](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:

