



**COMENTÁRIOS DO GESTOR**  
+ ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

# CARTA MACROECONÔMICA

Uma característica interessante quando há algum sinal de instabilidade no sistema financeiro global é regressar no tempo e verificar as contribuições teóricas e práticas de Hyman Minsky para o entendimento do ciclo de negócios e das flutuações de mercado. Minsky foi um economista norte-americano que teve grande influência no desenvolvimento destas ideias.

Uma das principais contribuições de Minsky para a economia foi o desenvolvimento da Teoria das Fases Financeiras e com isso a ideia de que as economias passam por ciclos – expansão (hedge position), estagnação (speculative position) e crise (Ponzi position) – e cada uma delas é caracterizado pelo nível de alavancagem do sistema financeiro e como consequência o seu risco implícito.

Minsky desenvolveu estudos que na fase de hedge position, os agentes econômicos (famílias, empresas e governos) possuem fluxos de caixa que são suficientes para pagar os juros e o principal da dívida sem recorrer a financiamento externo. Nesta ocasião, o sistema financeiro cresce, os investidores se tornam cada vez mais otimistas e toleram aumentos consideráveis de riscos nos portfólios.

Na speculative position, os agentes econômicos não possuem fluxos de caixa suficientes para pagar o principal da dívida, mas pode pagar os juros com seus próprios recursos, com isso dependem do refinanciamento da dívida para evitar a insolvência. Neste período, os investidores começam a se preocupar com a capacidade de pagamento das dívidas da economia e a tolerância de riscos diminui consideravelmente.

Por fim, na Ponzi position, os agentes econômicos não possuem fluxos de caixa suficientes para pagar nem os juros nem o principal da dívida, e depende totalmente do refinanciamento para evitar a insolvência.

Neste momento, os investidores perdem a confiança no sistema financeiro, os preços dos ativos caem abruptamente e não existe nenhuma tolerância adicional para aumento de risco nos portfólios.

E quando ocorrem as mudanças nas fases do ciclo financeiro? Neste ponto de virada ocorre o que habitualmente ficou chamado de “momento Minsky”, que é utilizado especialmente para descrever uma situação de crise financeira repentina – a passagem do período de speculative position para a Ponzi position –, caracterizada por um colapso no valor dos ativos e uma queda acentuada na confiança dos investidores sobre o comportamento futuro do mercado.

E como ocorre as mudanças nas fases do ciclo financeiro? Não existe uma maneira infalível de prever um momento Minsky, já que se trata de um evento altamente complexo. No entanto, há alguns indicadores econômicos e financeiros que podem ajudar a identificar riscos de uma possível crise sistêmica.

Alguns dos principais sinais de alerta incluem: (i) crescimento excessivo do mercado de crédito: quando o crédito é facilmente acessível e barato, os investidores podem começar a assumir riscos excessivos e a alavancar suas posições; (ii) endividamento elevado de empresas e famílias: quando há um acúmulo de dívidas em níveis insustentáveis, se tornam mais vulneráveis a uma desaceleração econômica ou a um aumento nas taxas de juros; (iii) inflação de preços de ativos: se os preços dos ativos, como ações e/ou imóveis, estiverem subindo muito rapidamente, sem um aumento correspondente nos fundamentos econômicos, pode ser um sinal de alerta; e (iv) desregulamentação de instrumentos financeiros: a redução das regulamentações financeiras pode levar a uma maior instabilidade no sistema financeiro e a um aumento do risco sistêmico.

# CARTA MACROECONÔMICA

A crise financeira global de 2008 é frequentemente considerada um exemplo clássico de um momento Minsky. Durante o período que antecedeu a crise, houve um aumento significativo no crédito disponível, especialmente para o setor imobiliário nos EUA. Isso levou a uma bolha especulativa no mercado imobiliário, com preços de casas e outros ativos relacionados ao setor imobiliário aumentando acentuadamente.

Naquele período, as instituições financeiras também estavam assumindo riscos excessivos e alavancando suas posições, usando instrumentos financeiros complexos, como os títulos lastreados em hipotecas subprime. Quando a bolha imobiliária estourou e os preços dos ativos começaram a cair, muitas dessas instituições financeiras entraram em colapso, levando a uma crise financeira global.

Podemos aplicar a teoria de Minsky para refletir sobre a conjuntura atual envolvendo bancos de grande porte nos EUA e um banco sistêmico global. Estamos à beira de um momento Minsky de grandes proporções globais para o sistema financeiro? Em nossa avaliação, a resposta direta é que não no curto e médio prazo. Mas vamos aos dados e estatísticas.

O primeiro sinal de um momento Minsky que elencamos acima refere-se ao ciclo de crédito. Nos EUA, o ciclo iniciado entre 2001 – pós-crise das empresas “ponto com” – até a crise de 2008, o saldo de crédito para as famílias como proporção do PIB avançou de 71% para 96%, um aumento substancial de 26 pontos de porcentagem. Para as empresas, o crédito avançou de 64% para 73%, um aumento bem mais modesto de 8 pontos. No ciclo atual de crédito que iniciou pós-2008 e perdura até agora, a dívida das famílias recua de 96% para 75% do PIB. Para as empresas, a dívida está avançando de 73% para 79%.

Uma metodologia para observar se uma série temporal está se “descolando” muito da sua média é a análise de decomposição desta série, que consiste em estimar seus componentes de tendência, sazonalidade, ciclo e resíduo. Utilizando esta metodologia estimamos que o componente tendencial de longo prazo da dívida das famílias e empresas estão atualmente em 83% e 79% do PIB. Como afirmamos acima, o nível da dívida destes agregados está atualmente em 75% e 79%. Não nos parece que há um super ciclo de crédito ocorrendo desde a crise de 2008 nos EUA. O exercício idêntico para a Zona do Euro nos mostrou um cenário equivalente.

O segundo sinal de um momento Minsky é como esse nível de dívida de famílias e empresas está exposto a fatores macroeconômicos, em especial ao custo desta dívida, ou a taxa de juros vigente de mercado. Se o estoque da dívida global não nos acende um sinal amarelo, o custo desta dívida, sim. O Federal Reserve e outros bancos centrais vem empreendendo um dos maiores apertos monetários da história recente e há um evidente contágio para todos os vencimentos da curva de juros soberana. A taxa real de juros de 10 anos do mercado norte-americano está atualmente em torno de 2,1% ao ano. A média desta taxa entre 2000 e 2023 é de 0,9%. Os spreads de crédito também estão acima da média das últimas 2 décadas.

O mercado espera que o Fed reduza a taxa de juros para 4,5% no final de 2023 e para 2,75% até o final de 2024. Se isso se confirmar, os juros de médio e longo prazo seguirão a dinâmica de redução gradual ao longo do tempo. Ou seja, o sinal amarelo deste risco só será latente se o Fed tiver que avançar ainda mais na elevação de juros e/ou manter o juro real elevado por mais tempo do que o esperado.

# CARTA MACROECONÔMICA

O terceiro sinal de um momento Minsky é o próprio desempenho dos mercados e dos ativos financeiros em si. Após um recuo expressivo do S&P 500 em 2022 (-19,4%, em dólares), o avanço em 2023 é ainda modesto (+6,9%). Atualmente a relação entre preço e lucro do S&P 500 está próxima de 19x. A mediana histórica do indicador é de 15x, com um desvio padrão de 4x. Uma cesta de Treasuries com duration de 10 anos recuou 16,5% em 2022 e sobe 5,8% em 2023. Já uma cesta de créditos privados norte-americanos recuou 11,3% em 2022 e avança 3,7% em 2023.

Por fim, o quarto e último sinal de um momento Minsky da nossa lista trata de possível problemas causados desregulamentação de instrumentos financeiros, como derivativos dos mercados de opções, futuro, swaps, dentre outros. Desde o início de 2022, uma estratégia de negociação de opções vem ganhando cada vez mais volume no mercado norte-americano. São os contratos futuros "ODTE". São contratos que expiram no mesmo dia em que são negociados. Eles são utilizados para realizar operações de curto prazo, uma vez que permitem a abertura e fechamento de posições no mesmo dia, sem a necessidade de manter uma posição aberta durante a noite ou durante um período mais longo. São negociados em bolsas de valores e podem ter como ativos subjacentes commodities, índices, moedas, ações, dentre outros.

A negociação de ODTEs representou aproximadamente 22% do volume de negociação de opções vinculadas ao S&P 500 na Chicago Board Options Exchange (CBOE) no início de 2022, mas esse número explodiu para mais de 40% no início de 2023. Essas operações no jargão de mercado são extremamente "convexas", significando que pequenos movimentos dos ativos de referência podem elevar ou reduzir

drasticamente as posições futuras. As opiniões de mercado ainda são diversas e não conclusivas se existe um risco sistêmico envolvido ou se permanentemente estas operações elevarão a volatilidade intradiária do mercado.

Sobre especificamente dos eventos bancários recentes, nos parece que derivam da relação dos ativos e passivos do sistema bancário e a tomada de risco das instituições financeiras após longos anos de juros baixos. Um estudo recente intitulado de "Monetary Tightening and U.S. Bank Fragility in 2023: Mark-to-Market Losses and Uninsured Depositor Runs?" analisou a exposição dos ativos dos bancos norte-americanos a essa recente subida das taxas de juro com implicações para a estabilidade financeira.

A conclusão é que o valor de mercado dos ativos do sistema bancário dos EUA é US\$ 2,2 trilhões menor do que o sugerido pelo valor contábil dos ativos contabilizados para carteiras de títulos mantidos até o vencimento. Os cálculos sugeriram que os recentes declínios nos valores dos ativos bancários aumentaram marginalmente a fragilidade do sistema bancário dos EUA para corridas de depositantes não segurados pelo FDIC. Das mais de 4 mil instituições financeiras norte-americanas, a mediana de depósitos não segurados gira em torno de 40% por instituição. Como exemplo, o Silicon Valley Bank (SVB) detinha uma relação de mais de 90% de depósitos não segurados e uma grande exposição a ativos com durations elevadas. O SVB era um completo outlier nesse levantamento. Como garantidor de última instância, Fed agiu rápido para mitigar possível contágios interfinanceiros.

# CARTA MACROECONÔMICA

Não acreditamos atualmente num iminente momento Minsky, conforme exposto acima. Mas essa avaliação acende algumas luzes amarelas, em especial a respeito do efeito dos juros do crédito para as empresas, famílias e no balanço dos bancos. Adicionalmente é prudente avaliar nos próximos meses se haverá aumento da volatilidade dos mercados devido ao avanço do volume de negociação de instrumentos financeiros com operações de curtíssimo prazo.

Em suma, nossa avaliação sobre o cenário global alterou-se. Previamente esperávamos que o ambiente macroeconômico de 2023 seria mais favorável para os mercados emergentes do que o ano de 2022. Apesar de não esperarmos um momento Minsky, isso não significa que a aversão ao risco global não se elevou. Esperamos um ano de desafios para a economia global, em especial em relação ao controle da inflação, que ainda se apresenta persistente, especialmente os núcleos, que eliminam efeitos de queda nos preços de commodities recentemente.

# ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

## RENDA FIXA

### 4UM INFLAÇÃO IMA-B 5 RF LP



O 4UM Inflação IMA-B 5 FIRF encerrou o mês de março de 2023 com um desempenho nominal de 1,25%. O benchmark do fundo, o IMA-B 5, teve desempenho de 1,52%. No acumulado do ano, o desempenho nominal do fundo e de seu benchmark é de respectivamente 3,82% e 4,38%. O desempenho real do fundo é de IPCA + 1,70% e seu benchmark, IPCA + 2,25%. A volatilidade anualizada do fundo e do benchmark no mês foi de 1,50% e 1,87%, respectivamente. As estatísticas da carteira do fundo e do seu benchmark estava da seguinte forma no final de março deste ano: a taxa real de carregamento acima da inflação do fundo estava em 5,12% e seu benchmark em 5,97% ao ano. Em relação a duration, as estatísticas do fundo estavam em 1,18 anos e seu benchmark em 1,75 anos. Já a convexidade média da carteira estava em 2,63 pontos e seu benchmark em 5,82 pontos. Em termos de alocação, o fundo está posicionado em NTN-B 2024 e 2025 com um peso de 68% e 14%, respectivamente, mantendo 18% em caixa. Logo no início do mês de março zeramos a exposição no vértice de 2023 e adicionamos a posição no vértice de 2025 no final do mês. Em relação ao desempenho do mercado, observamos um movimento de queda relevante de inclinação da curva real de curto e médio prazo. Se em fevereiro o spread entre as taxas da NTN-B 2023 e NTN-B 2027 estava em 144 pbs, atualmente está em -27 bps. As taxas de inflação implícita dos vértices mais curtos recuaram significativamente no mês, reflexo da redução do prêmio de risco embutido pelo mercado ao longo do ano devido as incertezas de ordem fiscal, que foram minimamente sanadas com o novo arcabouço proposto pelo governo. Em relação ao quadro monetário, o mercado retirou todo o excesso de prêmio embutido nos vértices mais curtos da curva nominal. Atualmente o mercado não espera avanço na taxa Selic, porém espera corte de 125 pontos-base de juros entre agosto e dezembro deste ano. Estamos mais cautelosos com essa expectativa de mercado. Dado as condições atuais do balanço inflacionário e de atividade econômica doméstica e global, em nossa avaliação a probabilidade de redução de Selic este ano é menor do que o cenário base de manutenção em 13,75%.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	1,25%	3,82%	9,31%	15,46%	23,61%	34,59%
IMA-B 5	1,52%	4,38%	10,38%	20,01%	30,21%	44,21%

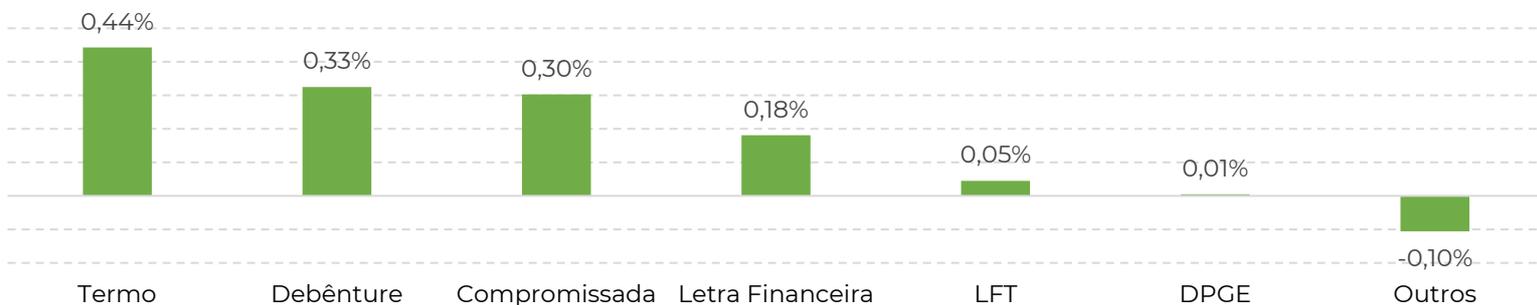
PI médio (12 meses): R\$ 24.763.299,71

Início do fundo: 13/02/2019

# ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

## RENDA FIXA

### 4UM FIRF CRÉDITO PRIVADO LP



No mês de março de 2023, o 4UM FIRF Crédito Privado apresentou rentabilidade de 1,21%, equivalente a 102,7% do CDI. Em relação as classes de ativos, a parcela de Crédito Privado terminou o mês com uma alocação de 41,3% do PL do fundo, sendo que esta parcela ficou distribuída entre Debêntures (27,2%) e ativos de Instituições Financeiras (14,1%). Já as parcelas de LFTs e Operações Compromissadas terminaram junho, respectivamente, com uma alocação de 3,4% e 28,1%. Por último, a parcela de Operações de Termo foi responsável pelo restante dos 27,2% da alocação.

No mês o número de novas operações a termo no 4UM Crédito Privado foram de 101, com financeiro médio próximo a R\$268 mil e prazo médio de 63 dias. Ao todo foram liquidadas 113 operações, sendo que 32,4% destas foram de maneira antecipada. O resultado das operações liquidadas foi de 137% do CDI.

Dentro do mês alocamos na DPGE do Banco Mercantil, que é um novo emissor dentro do fundo. O spread da carteira de crédito encerrou o mês em CDI+1,72%, breve fechamento de 6bps frente ao mês anterior. O destaque de rentabilidade ficou por conta da letra financeira pré-fixada do Banco Daycoval, com rentabilidade de 264% do CDI dentro do mês. A principal detratora de resultado foi a posição do emissor Cosan (CSAN13), debênture de vencimento em 08/2028, que teve rentabilidade nominal de -0,88% no mês.

Observamos durante o mês de março, uma melhora significativa na volatilidade das posições de crédito, principalmente com as debentures presentes no fundo entregando resultados semelhantes aos pré-crise. Esse início de movimento é acompanhado de perto pela gestão.

Nesse mês, daremos destaque ao alinhamento de longo prazo presente no passivo do fundo. No recorte desse ano, o 4UM Crédito Privado vem superando boa parte da indústria de fundos comparáveis. O principal fator determinante desse resultado está diretamente ligado a assertividade da gestão na alocação dos ativos presentes na carteira, um processo eficiente e profundo de análise que nos deixou longe de empresas que apresentaram problemas recentemente. Outra característica positiva do fundo para uma boa performance é a resiliência do passivo. No ano de 2023, além de não apresentar resgates relevantes o patrimônio do fundo cresceu em 10%, seguindo o ritmo de captação do ano passado. Com isso, temos tranquilidade em buscar as melhores oportunidades de crédito, mantendo um excelente nível de caixa e entregando segurança com rentabilidade ao cotista.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	1,21%	3,13%	14,11%	22,81%	26,58%	32,11%
% CDI	102,72%	96,17%	106,28%	111,04%	114,45%	106,02%

PI médio (12 meses): R\$ 96.300.350,33

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 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 Inflação IMA-B 5+ FI RF LP	14h30	D+ 1 útil	614246
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	4UM DTVM	4UM GR	Bradesco
4UM Inflação IMA-B 5+ FI RF LP	4UM DTVM	4UM GR	Bradesco
4UM FI RF Crédito Privado LP	4UM DTVM	4UM GR	Bradesco

	<b>Taxa de Administração/Performance</b>
4UM Inflação IMA-B 5 FI RF LP	0,40% a.a. / 10% sobre o que exceder o IMA-B 5
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:

