

COMENTÁRIOS DO GESTOR

+ ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

CARTA MACROECONÔMICA

O desempenho do real em 2024 frente ao dólar contrasta com o de outras moedas das economias da América Latina. No ano, o real depreciou-se em 3,96% em relação ao dólar. Em contraste, a variação cambial ponderada pelo PIB dos países do LA 5 (Brasil, México, Colômbia, Chile e Peru), excluindo o Brasil, foi de -0,68% no mesmo período, frente ao dólar. Para analisar a dinâmica cambial, podemos distinguir os fatores estruturais dos conjunturais que influenciam o preço da moeda brasileira em dólares.

O principal fator estrutural para a taxa de câmbio é a evolução e a sustentabilidade das contas externas do Brasil. A Balança de Pagamentos, um instrumento da contabilidade nacional, sintetiza a relação de uma economia com o resto do mundo, incluindo o fluxo corrente de bens, serviços, renda, capitais e financeiro. O indicador principal é o resultado em transações correntes da Balança de Pagamentos, que exclui o fluxo de capitais e financeiro de curto prazo, por ser muito volátil.

Historicamente, o Brasil apresenta déficit em transações correntes, ou seja, o saldo líquido de entrada e saída de dólares é negativo, indicando que mais dólares são enviados ao exterior do que recebidos. O resultado médio em transações correntes foi de -2,4% do PIB entre 1995 e 2023. Apesar de o fluxo comercial ser geralmente positivo, ele é ofuscado pelo déficit no fluxo de serviços e no fluxo de renda.

Outra forma de analisar as transações correntes é pela relação entre poupança e investimento. Como a demanda por poupança (taxa de investimento) geralmente supera a oferta (taxa de poupança) na economia brasileira, há uma necessidade de 'importar' poupança do exterior, fazendo do Brasil um importador de poupança externa.

Em 2023, o déficit em transações correntes foi de 0,64%, o menor valor desde 2007. No ano anterior, observou-se a continuidade de um movimento de redução tanto da taxa de poupança quanto sensivelmente mais da taxa de investimentos da economia brasileira, iniciado em 2022.

De 2022 a 2023, a poupança reduziu 1,69 pontos percentuais do PIB, enquanto o investimento recuou 3,44 pontos percentuais do PIB. As taxas de poupança e de investimento são atualmente de 15,45% e 16,09%, respectivamente, e a diferença entre ambas reflete o déficit em transações correntes do ano.

Em resumo, o Brasil está consumindo menos poupança externa devido à queda da taxa de investimento interna. Diversos fatores podem explicar esse fenômeno, sendo o nível restritivo da política monetária um dos principais vetores da queda da taxa de investimentos.

CARTA MACROECONÔMICA

O déficit em transações correntes, por si só, não oferece uma ideia clara sobre a sustentabilidade das contas externas. Por exemplo, a Grécia tem um déficit de 10% do PIB, o Chile de 9% e os Estados Unidos de 4%, enquanto o Catar tem um superávit de 27% do PIB, Singapura de 19% e Taiwan de 13%. Quais desses países estão com as contas externas em melhor situação? É difícil afirmar apenas com o resultado em transações correntes. Por isso, consideramos também a taxa de investimento direto estrangeiro, que representa, de forma mais ampla, a movimentação de capitais internacionais para fins específicos de investimento na economia receptora, ou seja, um fluxo de capitais de longo prazo.

No Brasil, a taxa de investimento estrangeiro em 2023 foi de 2,85% do PIB, cobrindo com folga o déficit em transações correntes. Para ilustrar a estabilidade desse fluxo, entre 1995 e 2023, a média anual de investimento estrangeiro foi de 3,21% do PIB, com um desvio padrão de 0,81% do PIB. Em suma, os fatores estruturais não indicam uma piora na percepção cambial do Brasil.

Analisando os fatores conjunturais, identificamos duas variáveis com forte poder preditivo sobre a taxa de câmbio em um horizonte de 12 meses: os preços das commodities e o risco-país. Os preços das commodities são medidos pelo 'CRB Commodity Index', enquanto o risco-país é avaliado pelo spread do Credit Default Swap (CDS) de 5 anos.

Nossas simulações indicam que uma variação de 1% nos preços das commodities tende a resultar em uma apreciação de 0,24% do real. Por outro lado, um aumento de 1% no risco-país corresponde a uma depreciação de 0,17% do real. É importante ressaltar que essas são estimativas sujeitas a incertezas e que, juntas, essas duas variáveis explicam cerca de 30% da variação cambial.

Além disso, esse modelo simples previu corretamente a direção da variação cambial em 10 dos últimos 14 anos. Em outras palavras, se fosse possível prever a variação das commodities e do risco-país desde o início até o final do ano, seria possível antecipar a apreciação ou depreciação do câmbio.

No entanto, como isso não é possível, temos apenas expectativas de desempenho. Neste ano, houve um aumento de 11,89% nos preços das commodities, o que, ao aplicar o coeficiente estimado de 0,24, resultaria em um impacto de 2,86% na taxa de câmbio. Por outro lado, o risco-país aumentou 25,71% (de 175 bps para 220 bps), o que, multiplicado pelo coeficiente de 0,17, resultaria em um impacto de 4,43% na taxa de câmbio.

Em termos líquidos (commodities a -2,86% e risco-país a +4,43%), o modelo sugeriria uma depreciação de 1,56% na taxa de câmbio para o ano, em comparação com os 3,96% efetivos. Prospectivamente, acreditamos que o cenário político, fiscal e monetário já esteja relativamente refletido no atual risco-país, enquanto há uma possibilidade de desaceleração do crescimento global que poderia afetar os preços das commodities.

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

RENDA FIXA

4UM INFLAÇÃO IMA-B 5 RF LP



O 4UM Inflação IMA-B 5 FIRF registrou um desempenho nominal de 0,58% em março de 2024. Em comparação, o benchmark do fundo, IMA-B 5, teve um desempenho de 0,77%. No acumulado do ano, o retorno do fundo é de 1,76% (ou IPCA + 0,25%). Já o benchmark tem um desempenho de 2,06% (ou IPCA + 0,55%). A volatilidade anualizada do 4UM em 2024 é de 0,94%, enquanto o benchmark é de 0,95%.

A atribuição de performance no mês sob a ótica do retorno por vencimento foi a seguinte: 44bps em NTN-B 2024, 6bps em 2028, 8bps em 2029, 3bps em caixa e -4bps em custos e despesas. No ano, a atribuição por vencimento foi de 115bps em NTN-B 2024, 7bps em 2025, 3bps em 2026, 12bps em 2028, 35bps em 2029, 14bps em caixa e -10bps em custos e despesas. Já a performance no mês sob a ótica do retorno por componente foi: 55bps devido ao carregamento médio, 24bps em inflação, -15bps em cotação e -4bps em custos e despesas, totalizando o retorno de 0,58%. No ano, a atribuição por componente foi de 146bps devido ao carregamento médio, 150bps em inflação, -109bps em cotação e -10bps em custos e despesas, totalizando o retorno de 1,97%.

As estatísticas da carteira do fundo e do benchmark no final de março de 2024 eram as seguintes: a taxa real de carregamento acima da inflação estava em 6,78% para o fundo e em 6,28% para o benchmark, ambos anualizados. Em relação à duration, o fundo tem uma estatística de 2,23 anos, enquanto o benchmark tinha uma duration de 1,99 anos.

Observamos ao longo do mês de março um movimento de abertura de toda a curva real de juros. Porém, esse movimento de alta nas taxas foi mais concentrado nos vencimentos mais longos do IMA-B 5, exceto a NTN-B 2024 que por estar próxima do vencimento mostra uma volatilidade elevada na taxa indicativa. Na média, a abertura das taxas reais foi de 17bps por vencimento. Isso foi devido a uma elevação média de 11bps da curva nominal em paralelo com a queda de 6bps na média da inflação implícita (Δ taxa real = Δ taxa nominal - Δ taxa de inflação).

A evolução das taxas de juros do mercado de NTN-Bs tem nos chamados a atenção. Realizando desde 2009 um exercício de sintetizar teoricamente uma taxa indicativa da curva nominal (LTN ou NTN-F) e da curva real de juros (NTN-B) para o vencimento de 5 anos, observamos que na média a taxa nominal foi de 10,8% neste período, enquanto a taxa real foi de 5,2%. Como consequência, a inflação implícita ficou próxima de 5,7%. Ou seja, o spread entre taxa real e inflação implícita foi de -0,5 ponto percentual, na média do período. Atualmente, a taxa nominal está em 10,7% enquanto a taxa real está em 5,7% e a inflação implícita em 5,0%. Ou seja, o spread de juro real com a implícita de 5 anos está positivo em 0,7 ponto percentual. Em poucos momentos da história recente observamos essa conjuntura (2012, 2015, 2017). E nestes episódios, o fechamento do spread foi precedido por expectativas de contração da economia brasileira (2015 e 2017) ou global (2012).

Em resumo, estamos mantendo a alocação com uma duration mais elevada do que o benchmark acreditando que o fechamento dos vencimentos mais longos será mais acentuado do que a parcela mais curta da curva real de juros.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	0,58%	1,76%	9,17%	18,72%	26,21%	46,70%
IMA-B 5	0,77%	2,06%	9,73%	20,63%	31,94%	58,09%

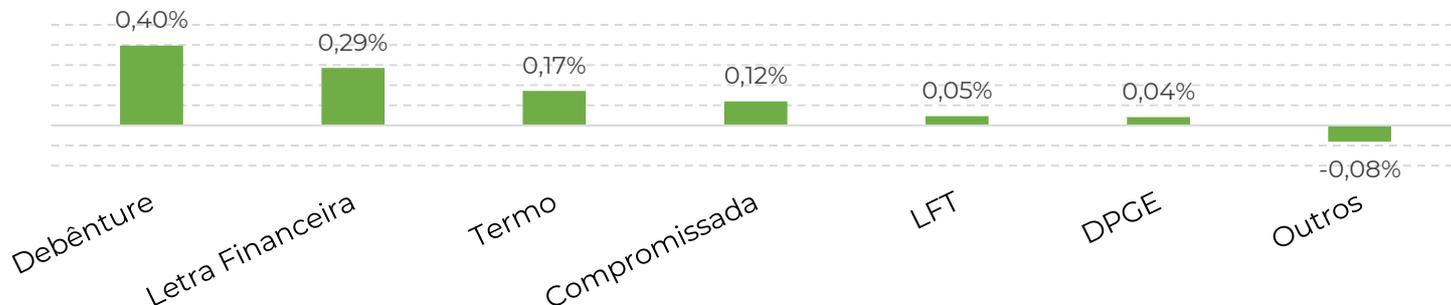
PI médio (12 meses): R\$ 36.384.957,96

Início do fundo: 13/02/2019

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

RENDA FIXA

4UM FIRF CRÉDITO PRIVADO LP



No mês de março de 2024, o 4UM FIRF Crédito Privado apresentou rentabilidade de 0,99%, equivalente a 118,8% do CDI. Em relação as classes de ativos, a parcela de Crédito Privado terminou o mês com uma alocação de 65,2% do PL do fundo, sendo que esta parcela ficou distribuída entre Debêntures (35,0%) e ativos de Instituições Financeiras (30,2%). Já a parcela de caixa representava ao final do mês 18,8% do PL. Por último, a parcela de Operações de Termo foi responsável pelo restante dos 16,0% da alocação.

No mês, o número de novas operações a termo no 4UM Crédito Privado foram de 81, com financeiro médio próximo a R\$190 mil e prazo médio de 67 dias. Ao todo foram liquidadas 79 operações, sendo que 34,2% destas foram de maneira antecipada. O resultado das operações liquidadas foi de 155% do CDI. Após um péssimo mês de fevereiro com o menor percentual histórico de antecipações do fundo, tivemos um bom mês de março com essa métrica retornando ao patamar histórico do fundo. Buscamos manter sempre uma boa qualidade de termos e controle sobre o tamanho da posição na carteira.

Em março participamos do book de Sabesp, levando o papel de vencimento mais longo (10 anos) a um spread de CDI+1,31%. O book de Sabesp foi importante para analisarmos o mercado primário de crédito e o apetite dos investidores institucionais, que demandaram mais de 3x a oferta na série de 5 anos, emitida a CDI+0,49%. A forte captação na indústria de crédito privado, principalmente advinda de fundos cash (liquidação financeira até D+2), tem levado os papéis de altíssima qualidade para patamares de spread que devem ser avaliados com atenção. Temos algumas ressalvas em relação aos movimentos de resgates e aplicações nos fundos cash que tendem a ter um passivo mais volátil e influenciar de maneira significativa os preços, devido ao alto volume que possuem. Também em março entramos em um novo emissor, Itaúsa (ITSA16), que agora participa de 0,55% do fundo, adquirido a um prêmio de CDI+0,97% e com vencimento em 12/2031, posterior a compra diminuimos o risco ao emissor por meio da venda da LF de Itaú de vencimento 05/26 com ganho de capital proveniente do fechamento do spread. O spread da carteira de crédito encerrou o mês em CDI+1,08%, leve recuo de 7pbs frente ao mês anterior, em linha com o que estamos observando no mercado. O destaque de rentabilidade em março ficou por conta da posição montada em USIM29 que teve um retorno de 2,23% no mês (267,6% do CDI), a posição que tem duration de aproximadamente 5,7 anos, teve fechamento na taxa de fevereiro até março na ordem de 31pbs.

O fluxo positivo de captação nos fundos de crédito seguiu firme e os ativos continuaram com o movimento brando de fechamento dos spreads. O ciclo de queda de juros mantém-se no ritmo esperado, com o corte de 50pbs na reunião de março do COPOM se concretizando. Cada queda dos juros alivia as empresas mais alavancadas que ganham algum folego em seu fluxo de caixa, diminuindo o serviço da dívida. Para o nosso perfil de companhia, os impactos da alta taxa de juros local são menores, dado o tamanho dos negócios e a margem de segurança elevada que temos em nossas análises.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	0,99%	3,07%	14,23%	30,34%	40,16%	50,69%
% CDI	118,81%	116,81%	113,58%	110,55%	113,17%	109,25%

PI médio (12 meses): R\$ 155.623.690,10

Início do fundo: 14/03/2019

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

RENDA FIXA

	Aplicação Inicial	Movimentação Mínima	Saldo Mínimo
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

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

	Administrador	Gestor	Custodiante
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. 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:

