



**COMENTÁRIOS DO GESTOR**  
+ ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

# CARTA MACROECONÔMICA

Nas últimas semanas, observamos uma significativa deterioração das expectativas no mercado brasileiro. As principais fontes de incerteza continuam a ser os problemas fiscais, que já foram exaustivamente discutidos a cada mês. Permanecemos na seguinte situação: não há indicações por parte da atual administração sobre ajustes nas despesas do governo central e como consequência, eleva-se as expectativas para a dívida pública.

Nosso foco está nos atuais juros de mercado e nas expectativas para a política monetária. Atualmente, a taxa nominal de juros, fixada pelo Banco Central, está em 10,50% (mantida neste patamar na última reunião), enquanto o núcleo da inflação doméstica (IPCA, exceto alimentação no domicílio e preços administrados) em base anual está em 3,16%. O núcleo é utilizado para tentar separar ao máximo os preços cíclicos, que estão correlacionados com a política monetária. Portanto, a taxa real de juros é de 7,11%.

Considerando que a condução da política monetária é sempre prospectiva, é importante avaliar as expectativas de inflação e, conseqüentemente, as expectativas para os juros. As projeções para os preços livres (IPCA, exceto preços administrados) para 2024, 2025 e 2026 são: 3,9%, 3,2% e 3,1%, respectivamente. Se o Banco Central não reduzir mais a Selic, quais seriam os juros reais no horizonte? Com a Selic constante em 10,50%, a taxa real para o mesmo período seria de 6,35%, 7,07% e 7,18%, respectivamente.

No fechamento de junho, a Selic implícita nos preços atuais do mercado de juros indica que a taxa terminará 2024 em 11,25%, em 2025 em 12,50% e em 2026 em 12,75%. Qual seria a taxa real, assumindo que as previsões do mercado estejam corretas? Seriam 7,07%, 9,01% e 9,36%, respectivamente.

Para avaliar a postura da política monetária, é necessário estimar uma variável “não observável”, que é a taxa real de juros neutra. Teoricamente, é a taxa real que permite que a economia cresça em seu potencial, sem pressões de demanda, levando a inflação a uma taxa de equilíbrio. Um parêntese, ainda somos céticos de que essa taxa de inflação de equilíbrio seja a meta de 3%, estipulada como meta móvel ao longo dos anos. No Brasil, estimamos que a taxa real neutra esteja atualmente entre 4,25% e 5,25%, com uma média de 4,75%.

Ao relacionar as expectativas de mercado com a taxa real neutra doméstica, observamos que o mercado precifica que a política monetária permanecerá extremamente contracionista por um longo período.

Nossa avaliação é de que esse cenário é altamente improvável. Apesar da política fiscal continuar expansionista, na história recente, nunca houve a necessidade de um esforço fiscal por três anos consecutivos superior a 3 pontos percentuais acima da taxa real neutra para combater a inflação de demanda, impulsionada pela política fiscal.

# CARTA MACROECONÔMICA

Esse cenário sugere um problema muito mais profundo, talvez um retorno à tese da chamada “dominância fiscal”. A dominância fiscal refere-se à situação em que o Banco Central fica impedido de elevar a taxa de juros para combater a inflação, pois o aumento do pagamento de juros sobre a dívida pública amplifica o desequilíbrio fiscal. Esse desequilíbrio afugenta investidores, depreciando a taxa de câmbio e acelerando a inflação. Nessas condições, a política monetária torna-se ineficaz e, até mesmo, contraproducente.

Não seria a primeira vez que esse debate surgiria. Nas crises de 2002 e 2015, vários economistas argumentaram que estávamos vivenciando essa situação. Em ambos os casos, o Banco Central elevou as taxas de juros, a inflação recuou e a política fiscal se ajustou a um novo equilíbrio. Ou seja, não acreditamos que essa tese é válida atualmente.

Quais vetores poderiam elevar as projeções de inflação e comprimir a taxa real de juros e como consequência, o esforço monetário do BC? Atualmente o candidato mais é a taxa de câmbio. O preço da moeda americana era aproximadamente de R\$ 4,86 no início de 2024 e no fechamento de junho a cotação elevou-se para R\$ 5,65. Uma depreciação da moeda local superior a 15% no período. A título de comparação as divisas dos mercados emergentes da América Latina estão tendo a seguinte performance em 2024: Chile 6,34%, Colômbia 6,51%, México 7,73% e Peru 3,41%. Além do fortalecimento do dólar a nível global, existe fatores idiossincráticos em cada mercado: no Brasil pauta-se muito o risco fiscal, no México o resultado eleitoral recente, no Chile uma postura mais dovish do que o esperado por parte da autoridade monetária.

Segundo a modelagem do BC, a cada desvalorização de 10% do Real, tudo mais constante, o impacto máximo para o IPCA total é de um aumento de 100bps em bases anuais, e é sentido 4 trimestres a frente. Se considerarmos que o modelo é linear um choque de 15% como o atual aumentaria em 150bps o IPCA. Já para o núcleo do IPCA, a desvalorização atual de 15% adiciona no horizonte de 4 trimestres uma inflação de 68bps. A diferença do 100bps para 68bps é a inflação causada por commodities, via alimentos.

Os impactos cambiais na inflação não são desprezíveis. Existe a incerteza da estimativa, porém é uma luz amarela que se acende para a inflação em 2025, caso mantida a incerteza advindo da política fiscal.

Em relação à economia americana, observamos que os dados de atividade econômica (apesar de não uniforme) vem apresentando sinais de desaceleração. O Bloomberg Economic Surprise Index que mede se os dados macroeconômicos apontam para uma expansão da atividade (maior do que 0) ou uma retração (menor do que 0) está apontando para um valor de -0,5 pontos. Menor valor desde o início da pandemia de Covid-19.

# CARTA MACROECONÔMICA

Nossa avaliação segue na direção que o mercado de juros nos EUA ainda não reflete totalmente o ciclo econômico. A taxa nominal de 2 e 10 anos permanecem em 4,7% e 4,4%, respectivamente. Já a taxa real de 5 anos permanece em torno de 2,1%. Para a condução da política monetária, esperamos que o Fed inicie o corte de juros na reunião de setembro e permaneça reduzindo o aperto monetário em novembro e dezembro de 2024.

Já na Zona do Euro, o mercado reagiu relativamente neutro ao início de corte de juros por parte do European Central Bank (ECB), que reduziu as taxas diretas em 0,25 ponto percentual. O assunto mais difundido foi as eleições para o Parlamento Europeu e as consequências para as principais economias do bloco. O resultado das votações mostrou uma grande fragilidade dos blocos centristas, em especial de Alemanha e França, onde os partidos do chanceler alemão Olaf Scholz e do presidente francês Emmanuel Macron não elegeram as principais bancadas. Adicionando ainda mais polarização ao conturbado cenário europeu, que permanece enfrentando consequências de conflitos armados em seu entorno.

# ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

## RENDA FIXA

### 4UM INFLAÇÃO IMA-B 5 RF LP



Em junho de 2024, o fundo 4UM Inflação IMA-B 5 FIRF apresentou um retorno nominal de 0,15%. O seu benchmark, o IMA-B 5, ficou em 0,39%. No ano até junho, o fundo acumula um ganho de 2,72% (ou IPCA + 0,26%). O benchmark, por sua vez, tem um ganho de 3,32% (ou IPCA + 0,86%).

A contribuição de performance no mês, sob a ótica do retorno por vencimento, foi a seguinte: 25bps em NTN-B 2024, -1bps em 2025, -1bps em 2026, -13bps em 2028, 4bps em caixa e -3bps em custos de negociação e despesas. No ano, a contribuição por vencimento foi de 204bps em NTN-B 2024, 7bps em 2025, 21bps em 2026, 33bps em 2028, -3bps em 2029, 25bps em caixa e -15bps em custos de negociação e despesas. Já a performance no mês, sob a ótica do retorno por componente, foi: 56bps devido ao carregamento médio, 19bps em inflação, -61bps em cotação e -3bps em custos e despesas, resultando no retorno de 0,15%. No ano, a contribuição por componente foi de 320bps devido ao carregamento médio, 246bps em inflação, -280bps em cotação e -15bps em custos e despesas, resultando no retorno de 2,72%.

As estatísticas da carteira do fundo e do benchmark no final de junho de 2024 eram as seguintes: a taxa real de carregamento acima da inflação era de 6,88% para o fundo e de 6,64% para o benchmark, ambos anualizados. Em relação à duration, o fundo tinha uma estatística de 2,43 anos, enquanto o benchmark tinha uma duration de 1,78 anos.

No mês, observamos uma volatilidade elevada da NTN-B 2024, em especial devido às incertezas quanto ao tamanho do impacto e se será concretizado o chamado "Bônus de Itaipú", com impactos significativos na tarifa de energia elétrica e como consequência para a inflação de julho. Após a ANEEL suspender temporariamente o bônus, observamos um fechamento significativo da taxa. Prosseguimos com a venda do papel e alocação em 2025 e 2026, novamente elevando a duration média da carteira.

Ao longo do mês de junho, observamos um movimento de deterioração de expectativas. Retirando a NTN-B 2024, que já está próxima do vencimento, na média, a elevação das taxas reais foi de 32bps por vencimento. Isso ocorreu devido a uma elevação média de 60bps da curva nominal em paralelo com o aumento de 28bps na média da inflação implícita ( $\Delta$  taxa real =  $\Delta$  taxa nominal -  $\Delta$  taxa de inflação). Permanecemos 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 se eleve em torno de 50bps em 2024. Porém se considerarmos as expectativas de inflação de preços livres do Comitê de Política Monetária, chegamos que a inflação variará 3,1% em 2025. Ou seja, o mercado projeta uma taxa real próxima de 8%. Em nosso entendimento, o desvio de 3,25bps em relação à taxa neutra (4,75%) 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	0,15%	2,72%	8,19%	17,69%	24,45%	48,08%
IMA-B 5	0,39%	3,32%	8,59%	19,44%	31,38%	60,05%

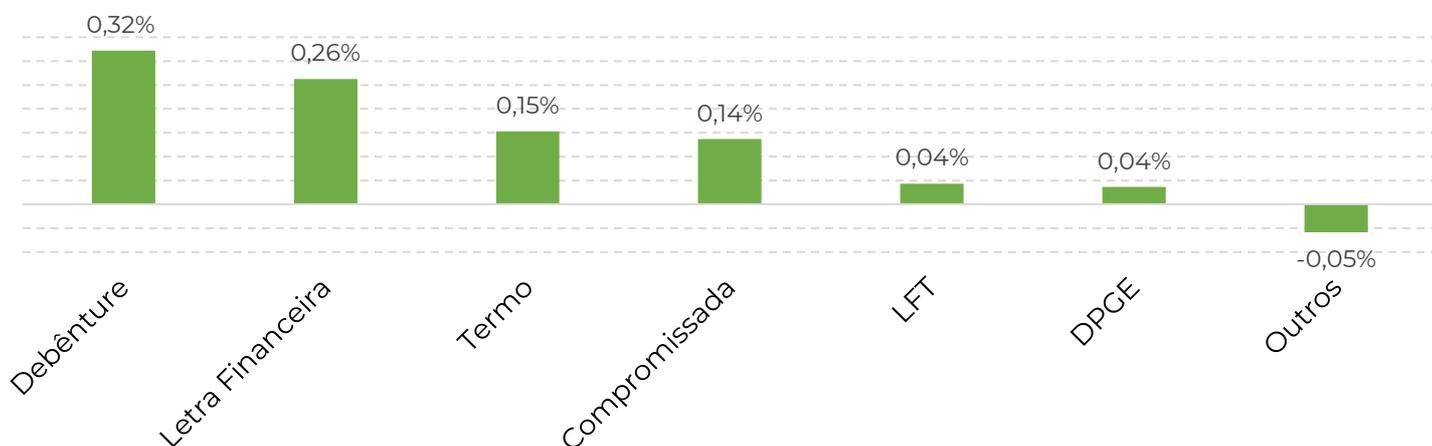
PI médio (12 meses): R\$ 37.043.105,09

Início do fundo: 13/02/2019

# ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

## RENDA FIXA

### 4UM FIRF CRÉDITO PRIVADO LP



No mês de junho de 2024, o 4UM FIRF Crédito Privado apresentou rentabilidade de 0,89%, equivalente a 113,6% do CDI. Em relação às classes de ativos, a parcela de Crédito Privado terminou o mês com uma alocação de 61,8% do PL do fundo, sendo que esta parcela ficou distribuída entre Debêntures (31,9%) e ativos de Instituições Financeiras (29,9%). Já a parcela de caixa representava ao final do mês 23,2% 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 68, com financeiro médio próximo a R\$248 mil e prazo médio de 75 dias. Ao todo foram liquidadas 77 operações, sendo que 15,6% destas foram de maneira antecipada. O resultado das operações liquidadas foi de 123% do CDI.

Junho foi um mês de cautela e diligência maior sobre o momento que o mercado de crédito local passa, demonstramos isso através das nossas movimentações, acessamos apenas a emissão primária de Cosan de vencimento 5 e 10 anos, com taxas de CDI+1,0% e CDI+1,5% (a emissão mais longa teve taxa fixa, como forma de incentivo para o alongamento da dívida da CIA). Importante salientarmos a demanda desse book. Alertamos em cartas passadas que o mercado primário vinha apresentando taxas mais apertadas após um início de ano com fortes demandas por crédito, cenário parcialmente revertido durante maio, com demandas menores e consolidado na emissão longa de Cosan em junho, que deve uma demanda de 0,17x book. Analisamos esse fato como um sinal dos participantes do mercado, o recuo da duration dos portfólios reflete um conservadorismo com o nível de spreads. Se o apetite por dívidas longas está baixo e os emissores pretendem alongar seus vencimentos, estes deverão então mostrar maiores prêmios, que podem corrigir parcialmente o mercado secundário. O spread da carteira de crédito encerrou o mês em CDI+0,97%, leve queda em relação ao mês anterior, ficando no patamar abaixo de 1%. O destaque de rentabilidade no mês ficou por conta da posição em Itaúsa (ITSA16) que teve um retorno de 2,55% no mês (323,0% do CDI). Devido ao movimento de abertura de juros nominais no mês a nossa posição em LF Prefixada de Daycoval teve retorno de -0,004%. Além da posição prefixada a única com retorno abaixo do CDI foi EQTL15 com performance de 90,7% do CDI.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	0,90%	5,98%	13,63%	29,93%	42,57%	54,95%
% CDI	113,62%	114,56%	115,47%	110,10%	112,52%	109,68%

PI médio (12 meses): R\$ 173.879.834,48

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:

