



COMENTÁRIOS DO GESTOR
+ ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

CARTA MACROECONÔMICA

A pandemia afetou a economia mundial de várias formas, gerando muitas incertezas nos mercados. No início dos confinamentos, havia o temor de que haveria uma depressão global. Mas isso não aconteceu e as economias foram reabrindo gradualmente em 2020 e 2021. O crescimento econômico foi maior do que o esperado e levou a inflação a atingir um dos maiores níveis das últimas décadas.

Então, surgiu o debate sobre as causas da inflação, sendo que uns argumentavam que era apenas de oferta, outros apenas de demanda e outros que era uma combinação dos dois. Olhando para trás, a última opinião parece a mais acertada. Depois, esse debate foi importante para definir a política monetária. Em várias economias, os juros foram mantidos baixos para observar a inflação. Como ela continuava alta e em aceleração, os principais bancos centrais decidiram por um aumento coordenado de juros em uma escala rara desde o começo do século.

E, por fim, o debate sobre qual seria a taxa de juros final do ciclo e nos parece que já chegamos lá, especialmente no Federal Reserve e no European Central Bank.

A questão agora é quando e de quanto serão os cortes de juros nos próximos anos. Depois de um momento de otimismo no último trimestre de 2023, o mercado voltou à realidade e projeta atualmente que a taxa de juros americana termine em 4,5% no final de 2024, com o começo do ciclo de redução em junho deste ano. Mas, nos Estados Unidos, outro fator tem tido uma importância tão grande quanto à política monetária; a política fiscal. Antes de entrar na conjuntura atual, é importante um breve retrospecto.

Durante quase 35 anos, observamos uma queda contínua das taxas de juros de mercado nos Estados Unidos. Em 1985 as taxas de 10 anos eram de 11,4%, em 2019 caíram para 1,5%. Isso abriu espaço para a alavancagem do setor público, que a cada ano se financiava a um custo mais baixo, tanto em termos nominais quanto em termos reais. A dívida pública como proporção do PIB norte-americano cresceu de 20% em 1985 para 97% atualmente.

A situação atual do mercado de juros se alterou. As taxas estão elevadas e o mercado espera que elas permanecerão assim. Ou seja, um cenário oposto ao visto durante 35 anos. Se no passado o gasto público era cada vez mais alto e os juros eram cada vez mais baixos, agora espera-se que os gastos permanecerão em elevação, mas os juros serão altos.

CARTA MACROECONÔMICA

Isso corrobora um cenário incerto. O Congressional Budget Office (CBO), órgão ligado ao poder legislativo dos Estados Unidos, que tem por finalidade acompanhar a política fiscal, projeta que a dívida passará de 97% para 170% em 2054. Nesse cenário, a receita primária total gira em torno de 18% do PIB na média e a despesa primária em 20%. Totalizando um déficit primário médio de 2% ao ano. Acrescido à expectativa média de juros em torno de 4% em termos nominais, o déficit nominal esperado é de 6% do PIB ao ano. Por fim, é esperado um crescimento real do PIB de 2% ao ano e a inflação girando em média de 2,3%.

Veja a situação: se o PIB cresce a 2% ao ano e o déficit primário é de 2% do PIB, por essa ótica a dívida é relativamente sustentável. Só que se olharmos para o crescimento nominal esperado (PIB + inflação) de 4,3%, e o déficit nominal esperado é de 6%, a conta fica insustentável. Em resumo, em grande parte esse aumento da dívida esperada é reflexo da dinâmica da política monetária, ou dos juros de mercado.

Em uma situação contrafactual, se imputarmos no mesmo modelo que o CBO utiliza para projetar a dívida, a taxa dos Fed Funds caindo para 2% ao ano na média e os juros de mercado de longo prazo em torno de 3%, mantendo todo os outros inputs iguais, a dívida pública cresce para “apenas” 130% do PIB no horizonte de 2054. Uma diferença de 40 pontos percentuais do PIB para a projeção oficial do CBO.

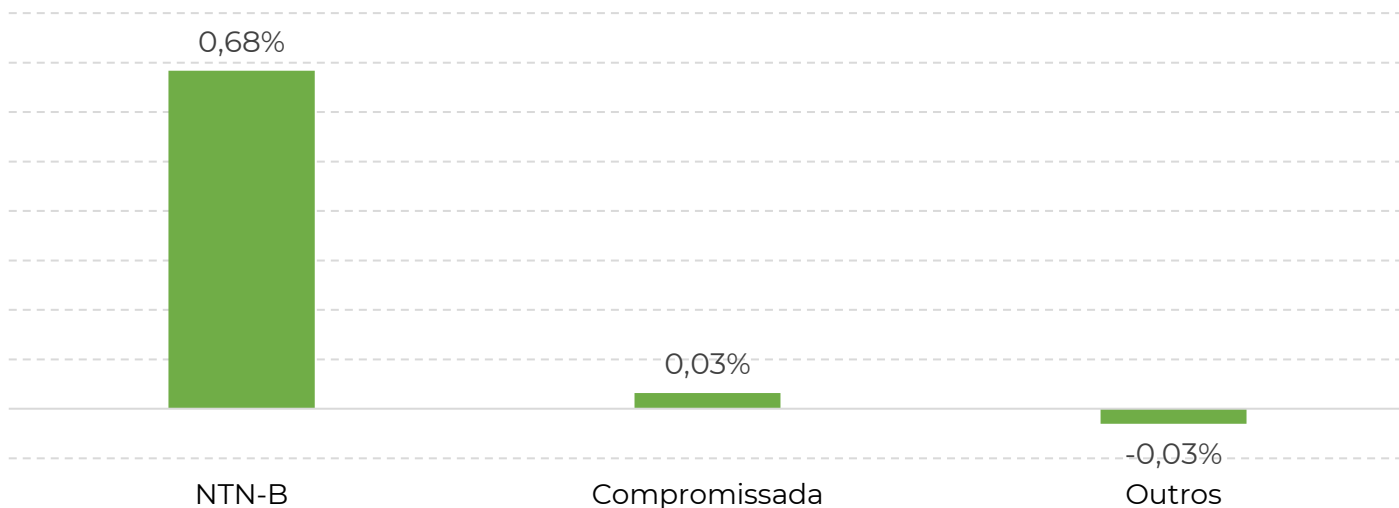
Em nossa avaliação, essa expectativa de dívida pública exponencial é reflexo dos juros e o mercado está superestimando as taxas de longo prazo, colocando na conta um ciclo de crescimento que provavelmente não ocorra em 2024 e 2025. Se o crescimento for menor, o mercado retira o prêmio dos juros longos e na sequência os órgãos fiscais irão reavaliar as expectativas para a dívida dos EUA. Como as taxas de juros estarão menores, a dívida vai subir menos, gerando um efeito espiral do mercado retirar o prêmio fiscal dos juros longos, potencializando o ciclo de arrefecimento do risco.

Voltamos a afirmar o que escrevemos na carta macroeconômica de janeiro deste ano. Acreditamos que, na média, observaremos cortes mais agressivos do que o mercado precifica atualmente. Os dados dos primeiros meses de 2024 poderão evidenciar esse cenário.

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

RENDA FIXA

4UM INFLAÇÃO IMA-B 5 RF LP



O 4UM Inflação IMA-B 5 FIRF registrou um desempenho nominal de 0,68% em fevereiro de 2024. Em comparação, o benchmark do fundo, IMA-B 5, teve um desempenho de 0,59%. No acumulado do ano, o retorno do fundo é de 1,18% (ou IPCA + 0,08%). Já o benchmark tem um desempenho de 1,28% (ou IPCA + 0,18%). 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 alocação foi a seguinte: 36bps em NTN-B 2024, 13bps em 2028, 19bps em 2029, 3bps em caixa e -3bps em custos e despesas. Já a performance sob a ótica do retorno por componente foi: 44bps devido ao carregamento médio, 67bps em inflação, -39bps em cotação e -4bps em custos e despesas, totalizando o retorno de 0,68%.

As estatísticas da carteira do fundo e do benchmark no final de fevereiro de 2024 eram as seguintes: a taxa real de carregamento acima da inflação estava em 6,22% para o fundo e em 6,08% para o benchmark, ambos anualizados. Em relação à duration, o fundo tem uma estatística de 2,27 anos, enquanto o benchmark tinha uma duration de 2,07 anos.

Observamos ao longo do mês de fevereiro um choque de inclinação da curva real de juros, ou seja, as taxas indicativas dos vencimentos mais curtos (2024 e 2025) abriram mais do que os vencimentos mais longos. Na média, a abertura das taxas reais foi de 28bps por vencimento. Isso foi devido a uma elevação média de 12bps da curva nominal em paralelo com a queda de 15bps na média da inflação implícita (Δ taxa real = Δ taxa nominal - Δ taxa de inflação).

No cenário de mercado ainda observamos uma incerteza sobre a política fiscal e monetária global, em especial dos Estados Unidos. Enquanto espera-se uma elevação substancial da dívida/PIB, há temores que os juros não cedam tanto quanto o mercado precifica. Esse ainda permanece sendo o principal fator de relevância.

Já no Brasil, cada vez mais nos aproximamos da discussão de onde qual vai ser a Taxa Selic terminal do ciclo de queda. Como afirmamos em outras oportunidades, a nossa estimativa de taxa real neutra é de 4,5% ao ano, adicionando uma expectativa média de inflação de 4%, acreditamos que a Selic nominal neutra gira próximo de 8,5%, patamar que deve ser atingido ao final de 2024. Nesse cenário de Selic esperamos uma inflação 4,1% em 2024 (sendo que alimentos seria a principal contribuição, 155bps) e 4,2% em 2025 (com contribuição principal de preços administrados, 178bps).

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	0,68%	1,18%	9,73%	21,52%	24,45%	45,85%
IMA-B 5	0,59%	1,28%	10,44%	23,21%	31,00%	56,89%

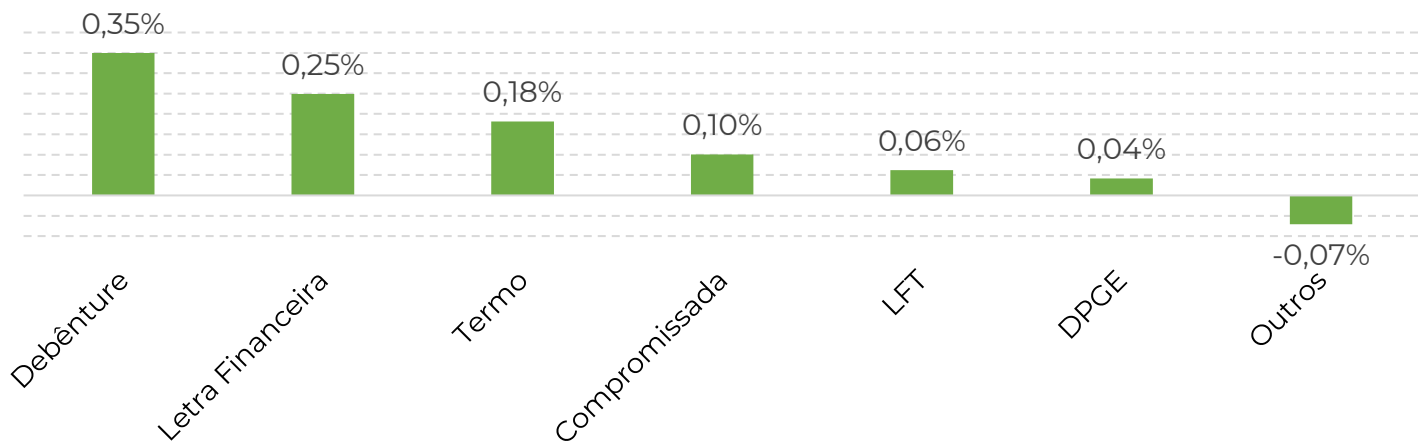
PI médio (12 meses): R\$ 35.246.424,29

Início do fundo: 13/02/2019

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

RENDA FIXA

4UM FIRF CRÉDITO PRIVADO LP



No mês de fevereiro de 2024, o 4UM FIRF Crédito Privado apresentou rentabilidade de 0,91%, equivalente a 113,1% do CDI. Em relação as classes de ativos, a parcela de Crédito Privado terminou o mês com uma alocação de 63,4% do PL do fundo, sendo que esta parcela ficou distribuída entre Debêntures (33,2%) e ativos de Instituições Financeiras (30,2%). Já a parcela de caixa representava ao final do mês 20,3% do PL. Por último, a parcela de Operações de Termo foi responsável pelo restante dos 16,3% da alocação.

No mês, o número de novas operações a termo no 4UM Crédito Privado foram de 94, com financeiro médio próximo a R\$235 mil e prazo médio de 82 dias. Ao todo foram liquidadas 90 operações, sendo que 14,4% destas foram de maneira antecipada. O resultado das operações liquidadas foi de 105% do CDI. Marcamos o mês de fevereiro/24 de maneira negativo, com o menor nível de antecipação de operações a termo dentro do histórico do fundo. Observamos esse mercado de maneira próxima e seguimos confiantes no potencial de geração de retorno que o ativo tem, mesmo no cenário menos positivo que observamos desde meados de 2023.

Na carteira de crédito tivemos um mês movimentado de compra de ativos, aumentando a exposição a CELG (Equatorial) em 0,56% do PL a CDI+1,26%, UNIPAR em 0,57% do PL a CDI+1,80% e VALID em 1,00% do PL a CDI+2,02%. Além do vencimento do crédito que possuíamos em YDUQS. O spread da carteira de crédito encerrou o mês em CDI+1,15%, leve fechamento frente ao mês anterior. O destaque de rentabilidade no mês ficou por conta da debênture de Telefônica (TLPP27) com performance nominal de 2,52%, equivalente a 314% do CDI. Ocorreu um fechamento expressivo de taxas no emissor entre janeiro e fevereiro, saindo de uma taxa indicativa de CDI+1,27% para CDI+0,71%. movimento abrupto suscitado por uma marcação antes incoerente se comparada com papéis similares, e não necessariamente por uma melhora no risco do crédito. Esse "atraso" na marcação não é incomum e ocorre em ativos menos líquidos, por falta de negócios que justifiquem alteração na taxa indicativa.

Observamos diariamente o mercado de crédito privado e auferimos um movimento interessante nos últimos meses, um fluxo superpositivo para emissores de alta qualidade que "agride" os spreads dos títulos negociados no mercado secundário. Devemos tomar cuidado para realizarmos movimentos oportunos de alocação, inibindo o risco de mercado e de comprar ativos em seu "low" de taxas. Boa parte dos movimentos de mercado não são de nosso controle, como foi o caso de Americanas e Light em 2023, mas estar posicionado em qualidade mitiga o risco de perda permanente de capital.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	0,91%	2,06%	14,31%	30,30%	39,04%	49,21%
% CDI	113,12%	115,69%	112,28%	110,59%	112,88%	108,91%

PI médio (12 meses): R\$ 149.838.615,35

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:

