



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

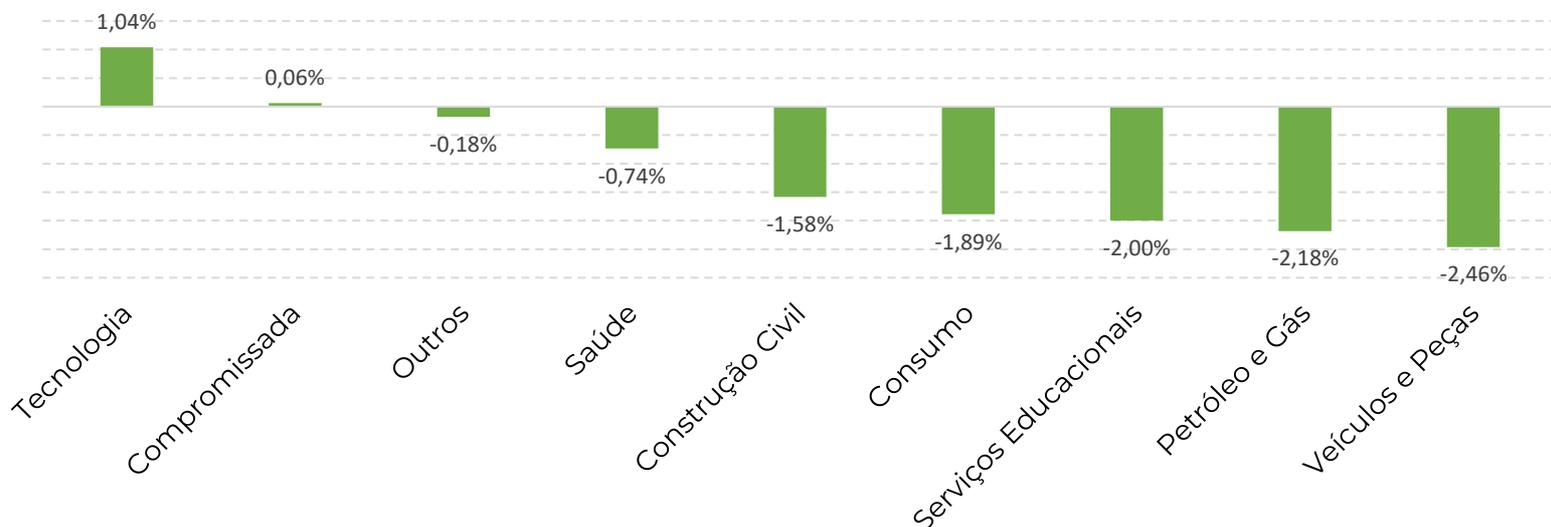
Não acreditamos atualmente num iminente momento Minsky, conforme exposto acima. Mas essa avaliação acende algumas luzes amarelas, em especial a respeito do efeito dos juros do crédito para as empresas, famílias e no balanço dos bancos. Adicionalmente é prudente avaliar nos próximos meses se haverá aumento 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

AÇÕES

4UM SMALL CAPS FIA



Durante março, o 4UM Small Caps FIA apresentou uma rentabilidade de -9,9%. Neste último mês realizamos duas movimentações relevantes: Em primeiro lugar, tivemos o desinvestimento de Direcional, que já negocia com prêmios relevantes frente a pares e a um valor que julgamos justo para a companhia. Montamos essa posição em dezembro de 2020, a um valor de mercado médio de R\$ 1,8 bilhão. Desde então, enquanto o setor imobiliário sofreu duras perdas, com o Índice Imobiliário da B3 acumulando mais de -35% de perdas, nosso investimento em Direcional nos trouxe resultados positivos, totalizando um retorno médio de aproximadamente +40% (considerando compras e vendas ao longo desse período), aquém do que esperaríamos em cenários “normais”, porém ganhos satisfatórios dado o contexto turbulento desse período. Em segundo lugar, realizamos o investimento em EZTec, uma das maiores incorporadoras do país. Em meio a receios para o setor imobiliário, com vendas em quedas e estoques e juros em alta, ações em geral de incorporadoras seguem sob pressão. Percebemos em EZTec uma oportunidade de investir em um ativo de alta qualidade, resiliente, negociado a 60% do valor de custo dos ativos, já descontadas dívidas e provisões. A principal contribuição positiva de resultados de março veio de Valid, que divulgou um dos melhores resultados financeiros da sua história, surpreendendo ao mercado e alinhado a nossa expectativa. Após reestruturar as operações, desinvestindo de distrações, a Valid apresentou R\$ 300MM de Lucro Operacional e reduziu o endividamento para R\$ 400MM, ou 0,7x EBITDA. Com a venda das operações não rentáveis dos EUA e a desalavancagem do balanço, a Valid está posicionada para surpreender ainda mais o mercado com geração robusta de caixa operacional. Atualmente é negociada a apenas R\$ 860 MM e segue como uma das principais teses de investimento do Fundo. A principal detratora de resultados da nossa carteira no mês de março foi Enauta, impactada principalmente pelo noticiário negativo no início do mês, que trouxe a implementação arbitrária pelo Governo Federal de um novo imposto de 9,2% sobre exportação de petróleo bruto. Apesar deste imposto ter duração definida de apenas 4 meses, o evento acendeu um alerta para o setor de petróleo no geral, que teme uma implementação mais definitiva desse tipo de medida. Esse fato acabou ofuscando um evento positivo que a Enauta trouxe no último mês, que foi o anúncio da entrada em operação de mais um poço no campo de Atlanta, responsável por aumentar substancialmente sua produção nesse campo.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	-9,93%	-13,10%	-21,44%	-24,11%	3,86%	250,59%
Ibovespa	-2,91%	-7,16%	-15,10%	-12,65%	39,53%	56,70%

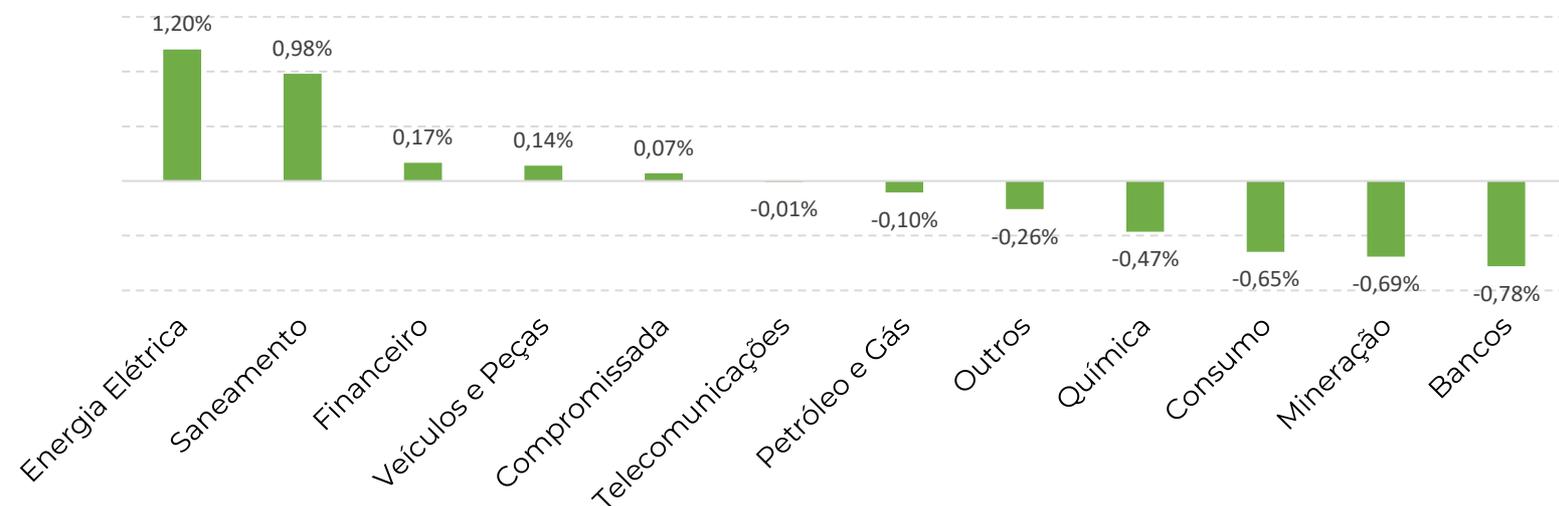
PI médio (12 meses): R\$ 336.914.831,77

Início do fundo: 30/06/2008

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

AÇÕES

4UM MARLIM DIVIDENDOS FIA



Não tivemos alterações significativas na carteira do 4UM Marlim Dividendos FIA durante o mês de março, com o fundo apresentando uma rentabilidade de -0,4%, frente a -2,9% do Ibovespa e -2,0% do IDIV.

A principal contribuição positiva de resultados do mês veio do setor de Utilities, especialmente de EDP Brasil e Copasa. No caso de EDP Brasil, suas ações foram objeto de oferta de aquisição de ações por parte de seu controlador, EDP (Portugal), que ofereceu um prêmio substancial sobre o valor de tela anterior, porém mais próximo ao que consideramos justo para a empresa. No caso de Copasa, a performance positiva foi causada em partes pela divulgação de resultados financeiros positivos neste último mês, porém ainda mantendo o valuation da empresa com um desconto expressivo sobre sua base de ativos regulatórios.

Do lado negativo tivemos a contribuição do setor de Materiais Básicos, principalmente por conta de Unipar, que divulgou resultados trimestrais mais fracos do que a expectativa do mercado, afetados principalmente por receitas menores e por uma desaceleração de preços das suas principais commodities, em especial o PVC.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	-0,40%	-2,93%	-7,85%	-0,48%	39,94%	240,36%
Ibovespa	-2,91%	-7,16%	-15,10%	-12,65%	39,53%	56,70%

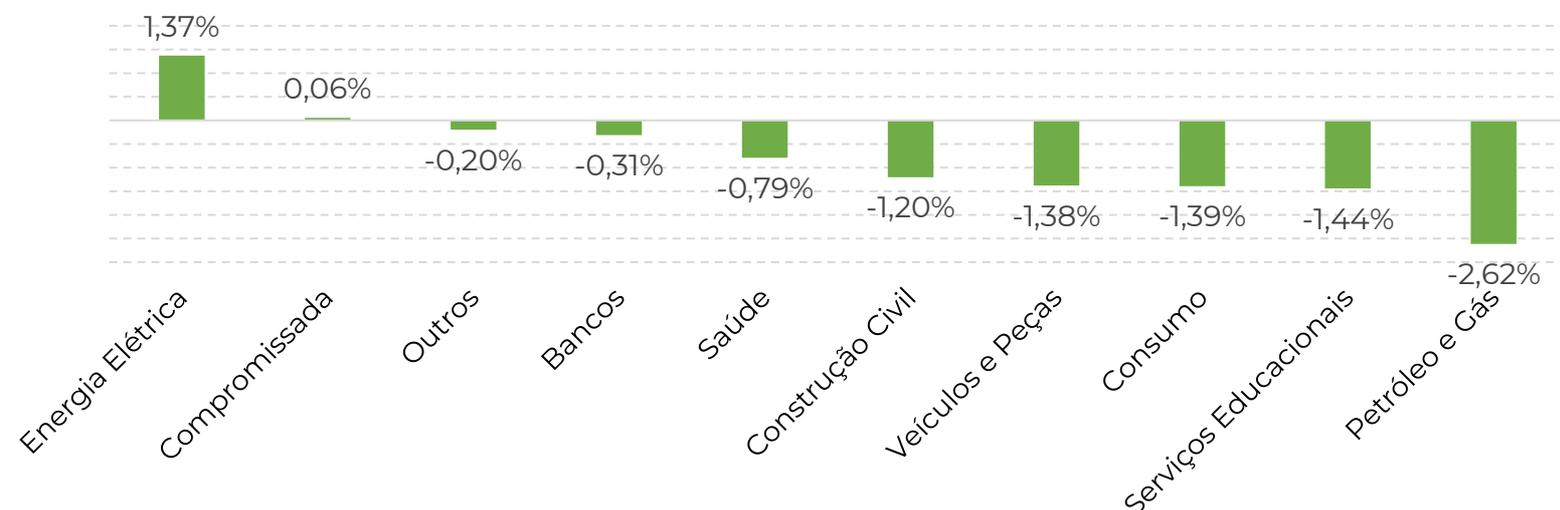
PI médio (12 meses): R\$ 201.739.927,29

Início do fundo: 30/06/2008

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

AÇÕES

4UM VALOR INSTITUCIONAL FIA



Durante março, o fundo apresentou uma rentabilidade de -7,9%. Neste último mês realizamos o desinvestimento de Qualicorp. A companhia enfrenta um aumento significativo do seu custo de aquisição de clientes, com queda líquida de vidas em seu portfólio, que reflete um elevado nível de cancelamentos por parte dos seus beneficiários. Os aumentos expressivos nos valores dos planos de saúde e conseqüente menor demanda reduziram significativamente a geração de caixa da empresa. Reconhecemos que as ações da Qualicorp negociam hoje com um desconto em frente ao seu valor justo. Entretanto, acreditamos que a relação de risco e retorno da tese se apresenta menos favorável que o restante da nossa carteira, justificando a nossa decisão de desinvestimento total no papel para concentrar em posições mais atrativas.

A principal contribuição positiva de resultados de março veio de EDP Brasil, cujas ações foram objeto de oferta de aquisição de ações por parte de seu controlador, EDP (Portugal), que ofereceu um prêmio substancial sobre o valor de tela anterior, porém mais próximo ao que consideramos justo para a empresa.

A principal detratora de resultados da nossa carteira no mês de março foi Enauta, impactada principalmente pelo noticiário negativo no início do mês, que trouxe a implementação arbitrária pelo Governo Federal de um novo imposto de 9,2% sobre exportação de petróleo bruto. Apesar deste imposto ter duração definida de apenas 4 meses, o evento acendeu um alerta para o setor de petróleo no geral, que teme uma implementação mais definitiva desse tipo de medida. Esse fato acabou ofuscando um evento positivo que a Enauta trouxe no último mês, que foi o anúncio da entrada em operação de mais um poço no campo de Atlanta, responsável por aumentar substancialmente sua produção nesse campo.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	-7,90%	-10,55%	-22,05%	-20,65%	-	-22,38%
Ibovespa	-2,91%	-7,16%	-15,10%	-12,65%	-	-14,28%

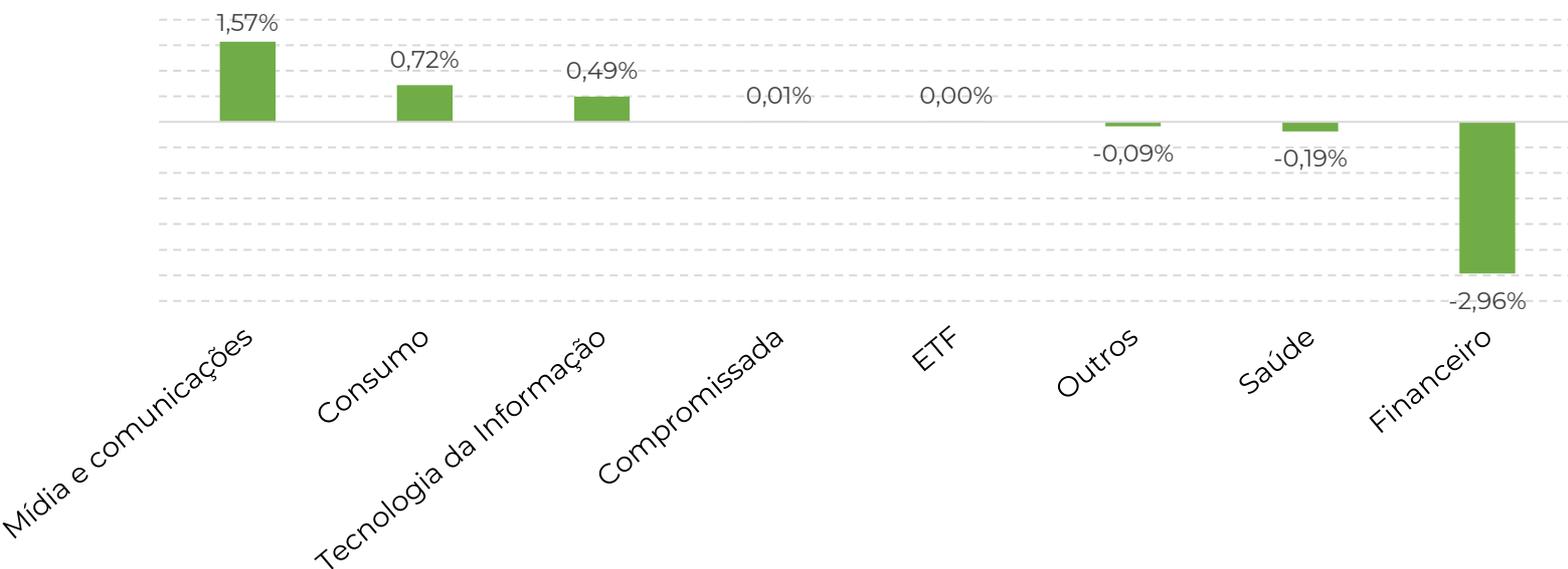
PI médio (12 meses): R\$ 16.938.087,22

Início do fundo: 04/01/2021

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

AÇÕES

4UM FIA BDR NÍVEL I



Não tivemos alterações significativas na carteira do 4UM FIA BDR Nível I durante o mês de março, com o fundo apresentando uma rentabilidade de -0,4%, enquanto o S&P500 (em reais) apresentou retorno de +1,0%.

A maior contribuição positiva de março adveio de Alphabet, que, conforme comentamos na nossa última carta, se encontravam bastante descontadas por conta da recente concorrência de plataformas de uso amplo de Inteligência Artificial. Seguimos acreditando que o preço das ações da Alphabet reflete uma queda relevante do market-share do Google no negócio de pesquisa para os próximos anos, reflexo de um eventual aumento de competição, algo que nos parece exagerado levando em conta todas as fortalezas que a plataforma possui.

A principal contribuição negativa de resultados do mês veio de Bank of America. Eventos como os colapsos do Silicon Valley Bank e do Credit Suisse contagiaram o setor financeiro global, no qual o BofA não passou imune e também foi alvo de sell-off por grande parte do mercado. Seguimos confiantes no balanço sólido que a instituição possui e não vemos os eventos recentes como impactantes para tese no longo prazo.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	-0,45%	-2,87%	-6,23%	-	-	-5,06%
S&P 500	0,97%	4,21%	-2,74%	-	-	-2,88%

PI médio (12 meses): R\$ 11.514.956,06

Início do fundo: 30/06/2021

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

AÇÕES

	Aplicação Inicial	Movimentação Mínima	Saldo Mínimo
4UM Small Caps FIA	R\$ 500,00	R\$ 100,00	R\$ 500,00
4UM Marlim Dividendos FIA	R\$ 500,00	R\$ 100,00	R\$ 500,00
4UM Valor Institucional FIA	R\$ 500,00	R\$ 100,00	R\$ 500,00
4UM FIA BDR Nível I	R\$ 500,00	R\$ 100,00	R\$ 500,00

	Horário Limite (movimentações)	Liquidez	Código ANBIMA
4UM Small Caps FIA	14h30	D+20 úteis	213691
4UM Marlim Dividendos FIA	14h30	D+4 úteis	213705
4UM Valor Institucional FIA	14h30	D+4 úteis	570117
4UM FIA BDR Nível I	14h30	D+19 úteis	596361

	Administrador	Gestor	Custodiante
4UM Small Caps FIA	BEM DTVM	4UM GR	Bradesco
4UM Marlim Dividendos FIA	BEM DTVM	4UM GR	Bradesco
4UM Valor Institucional FIA	4UM DTVM	4UM GR	Bradesco
4UM FIA BDR Nível I	BEM DTVM	4UM GR	Bradesco

Taxa de Administração/Performance

4UM Small Caps FIA	2,00% a.a. / 20% sobre o que exceder o Ibovespa
4UM Marlim Dividendos FIA	2,00% a.a. / 20% sobre o que exceder o Ibovespa
4UM Valor Institucional FIA	2,00% a.a. / 20% sobre o que exceder o Ibovespa
4UM FIA BDR Nível I	1,00% a.a. / 20% sobre o que exceder o S&P 500

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:



4um.com.br



4um-investimentos