



COMENTÁRIOS DO GESTOR

+ ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

CARTA MACROECONÔMICA

Abril terminou com vários choques no cenário macroeconômico do Brasil e do mundo. Depois de sair o CPI dos Estados Unidos de março e o mercado ver uma surpresa de quase 7bps, houve uma mudança completa na expectativa para a política monetária do Federal Reserve em 2024. Antes, o mercado achava que os juros cairiam para 4,5% nesse ano, agora os futuros dos Fed Funds esperam juros de 5,0% para o ano. A taxa nominal de 10 anos que acabou o ano de 2023 em 3,9%, atualmente subiu para 4,7%. A taxa real do mesmo prazo está em 2,2%.

Outras economias também sofreram choques. Na Zona do Euro, a taxa esperada para 2024 subiu 60bps, no Canadá 30bps e no Reino Unido de 0bps. Dos 10 principais bancos centrais das economias desenvolvidas, em 8 deles os mercados locais esperam que os juros nominais estejam acima da taxa neutra em 2025, ou seja, praticando uma política monetária restritiva.

Quanto à inflação, começamos a ver que a “última milha” de queda dos juros será mais devagar, já que os distúrbios na oferta causados pela Covid-19, acabaram quase todos. Nos Estados Unidos, um indicador que na nossa simulação responde por mais de 1/3 da inflação core do PCE, que é o ECI (employment cost index, medido em variações anuais) continua caindo. Ou seja, a cada mês a pressão salarial diminui. O ECI chegou a variar mais de 5% na metade de 2022, atualmente a variação anual é de 4,2% no primeiro trimestre de 2024. Nesse mesmo período, o PCE core foi de 5,6% para 2,8%. Atualmente a estimativa do Fed é que o PCE core varie 4,6% em 2024 e 2,2% em 2025.

Existem várias formas de estimarmos os juros que os bancos centrais deveriam praticar para combater os desvios da inflação em relação à meta definida. O Fed usa várias delas nas suas ferramentas econométricas. Uma das mais simples é a chamada “Regra de Taylor Original”, em que a taxa nominal de política monetária será: taxa real neutra + expectativa de inflação + metade do desvio da expectativa de inflação sobre a meta + metade do desvio da taxa de desemprego sobre a taxa natural de desemprego. Em números: $1,0\% + 2,6\% + \frac{1}{2}(2,6\% - 2,0\%) + \frac{1}{2}(4,4\% - 3,9\%)$. Isso dá uma taxa de Fed Funds nominal de ~4,15%. Ou seja, para esse nível de expectativas, o Fed já poderia estar pensando em reduzir os juros.

Para que a taxa americana termine o ano em 5%, como o mercado espera, o que deveria acontecer, individualmente: (i) a taxa real neutra não ser mais 1%, mas sim 1,9%; (ii) a inflação efetiva terminar o ano em 3,2%, acelerando no segundo semestre; (iii) implicitamente o Fed buscar uma inflação muito abaixo da meta de 2%; (iv) a taxa de desemprego natural não ser de 4,4%, mas sim de 6,1%; ou é esperado que a taxa de desemprego comece a cair de novo e termine o ano muito abaixo do nível atual, de 3,9%.

Todas as hipóteses citadas acima não nos parecem nem um pouco razoáveis. Na nossa avaliação o Fed vai cortar os juros muito mais do que o mercado espera. Ainda esperamos cerca de 75bps de corte em 2024, terminando o ano perto de 4,75%.

CARTA MACROECONÔMICA

Sobre o Brasil, o roteiro para a política monetária estava meio claro até o começo do mês de abril, com o Banco Central cortando os juros em 50bps por reunião. Mas a onda de risco global afetou muito as expectativas. Por um momento do começo de 2024, o mercado trabalhava com uma Selic perto de 9% para o fim de 2024. Atualmente os futuros de DI esperam uma Selic de 10,25%. Comparando com o nível atual, é esperado só mais 2 quedas de 25bps nas reuniões de maio e junho.

Os juros de longo prazo também pioraram. A taxa nominal de 10 anos de mercado subiu de 10,4% para 11,8%, entre janeiro e abril de 2024. No mesmo período, a taxa real de 10 anos subiu de 5,3% para 6,3%.

Os últimos dados de inflação no Brasil vieram muito bons. O IPCA de maio variou só 0,16%, sendo que o consenso mediano do Boletim Focus estava em 0,24%. Preços de serviços e de bens ficaram comportados. Isso fez com que a variação em 12 meses esteja em 3,9%. Já o núcleo do IPCA, que exclui preços administrados e alimentos e considera só bens industriais e serviços variou 0,25% no mês de março, fazendo com que a variação acumulada em 12 meses esteja em 3,3%. A meta de inflação é de 3%.

Usando o mesmo modelo da “Regra de Taylor Original”, qual deveria ser a Selic para o fim de 2024? Seguindo os mesmos critérios das variáveis de análise acima: $4,5\% + 3,5\% + \frac{1}{2}(3,5\% - 3,0\%) + \frac{1}{2}(9,5\% - 7,9\%)$. Isso dá uma taxa de Selic nominal de ~9,00%. Ou seja, para esse nível de expectativas, o Banco Central poderia continuar reduzindo a taxa diretora nacional.

Em resumo, o cenário para a política monetária global e nacional continua instável, com o mercado mudando de ideia a todo momento. Mas é preciso se basear em fundamentos, principalmente em momentos em que a irracionalidade forma os preços.

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

RENDA FIXA

4UM INFLAÇÃO IMA-B 5 RF LP



Em abril de 2024, o fundo 4UM Inflation IMA-B 5 FIRF apresentou um retorno nominal de -0,21%. O seu benchmark, o IMA-B 5, ficou em -0,20%. No ano até abril, o fundo acumula um ganho de 1,55% (ou IPCA - 0,21%). O benchmark, por sua vez, tem um ganho de 1,85% (ou IPCA + 0,09%). A volatilidade anual do 4UM em 2024 é de 0,94%, enquanto a do benchmark é de 0,95%.

No mês, fizemos alguns ajustes táticos na carteira. Como houve muita volatilidade no mês, vimos algumas oportunidades de aumentar a exposição nos prazos intermediários do IMA-B 5. Diminuímos em 15 pontos percentuais a alocação na NTN-B de 2024, elevamos em 15 p.p. a alocação em 2026 e saímos da posição em 2029, alocando todo o recurso no vencimento de 2028.

A contribuição de performance no mês, sob a ótica do retorno por vencimento, foi a seguinte: 34bps em NTN-B 2024, 3bps em 2026, -22bps em 2028, -38bps em 2029, 5bps em caixa e -2bps em custos de negociação e despesas. No ano, a contribuição por vencimento foi de 149bps em NTN-B 2024, 7bps em 2025, 6bps em 2026, -11bps em 2028, -3bps em 2029, 19bps em caixa e -13bps em custos de negociação e despesas. Já a performance no mês, sob a ótica do retorno por componente, foi: 57bps devido ao carregamento médio, 34bps em inflação, -110bps em cotação e -2bps em custos e despesas, resultando no retorno de -0,21%. No ano, a contribuição por componente foi de 204bps devido ao carregamento médio, 176bps em inflação, -212bps em cotação e -13bps em custos e despesas, resultando no retorno de 1,55%.

As estatísticas da carteira do fundo e do benchmark no final de abril de 2024 eram as seguintes: a taxa real de carregamento acima da inflação era de 6,90% para o fundo e de 6,75% para o benchmark, ambos anualizados. Em relação à duration, o fundo tinha uma estatística de 2,26 anos, enquanto o benchmark tinha uma duration de 1,90 anos.

Ao longo do mês de abril, observamos um movimento expressivo de elevação da curva real de juros como um todo, influenciado pelas condições macroeconômicas domésticas e externas. Porém, esse movimento de alta das taxas foi levemente mais concentrado nos vencimentos mais longos do IMA-B 5. Na média, a elevação das taxas reais foi de 51bps por vencimento. Isso ocorreu devido a uma elevação média de 69bps da curva nominal em paralelo com o aumento de 18bps na média da inflação implícita (Δ taxa real = Δ taxa nominal - Δ taxa de inflação).

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 caia apenas 50bps nas próximas reuniões e termine o ano de 2024 em 10,25%. Porém se considerarmos as expectativas de inflação mediana do Boletim Focus (para desconsiderar os prêmios de prazo das inflações implícitas), chegamos que o núcleo do IPCA variará 3,5% este ano. Ou seja, o mercado projeta uma taxa real próxima de 7%. Em nosso entendimento, o desvio de 2,5bps em relação à taxa neutra (4,5%) 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	-0,21%	1,55%	8,13%	17,36%	24,58%	46,39%
IMA-B 5	-0,20%	1,85%	8,42%	18,91%	30,15%	57,77%

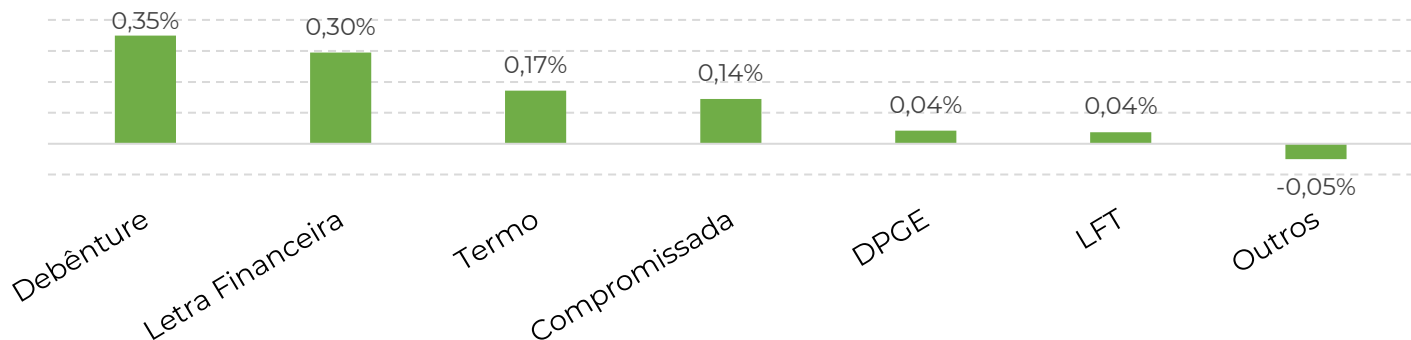
PI médio (12 meses): R\$ 36.959.488,16

Início do fundo: 13/02/2019

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

RENDA FIXA

4UM FIRF CRÉDITO PRIVADO LP



No mês de abril de 2024, o 4UM FIRF Crédito Privado apresentou rentabilidade de 0,99%, equivalente a 111,6% do CDI. Em relação às classes de ativos, a parcela de Crédito Privado terminou o mês com uma alocação de 64,8% do PL do fundo, sendo que esta parcela ficou distribuída entre Debêntures (33,0%) e ativos de Instituições Financeiras (31,8%). Já a parcela de caixa representava ao final do mês 21,1% do PL. Por último, a parcela de Operações de Termo foi responsável pelo restante dos 14,1% da alocação. Destacamos que encerramos no mês de abril com um patrimônio líquido de R\$201.265.248, marca importante de ativos sob gestão. Complementar a isso alcançamos a marca de 60 meses desde o início da estratégia, entendemos esse marco como relevante, principalmente quando incluímos nesse histórico momentos como a pandemia em 2020 e crise no crédito privado local em 2023, em que o fundo não apresentou nenhum caso de default.

No mês, o número de novas operações a termo no 4UM Crédito Privado foram de 80, com financeiro médio próximo a R\$170 mil e prazo médio de 59 dias. Ao todo foram liquidadas 87 operações, sendo que 47,1% destas foram de maneira antecipada. O resultado das operações liquidadas foi de 160% do CDI.

Em abril seguimos adquirindo novas posições de crédito privado que na nossa visão ainda apresentam prêmios em patamares condizentes aos riscos. Entramos em um novo ativo de Equatorial/CELG (CGOS15) com vencimento em 03/30, duration levemente mais elevada frente ao ativo que tínhamos em carteira do mesmo emissor (CGOS14 - 10/29), a um spread de CDI+1,05%. Complementar a isso aumentamos a exposição ao emissor BR Partners (LF Sênior) e BB (LF Subordinada). Com o aumento do patrimônio buscamos sempre equilibrar a parcela de caixa e carteira de crédito, mantendo o target alvo entre 60% e 70%, como não cobramos taxa de administração sobre os recursos geridos, podemos ter mais calma e paciência no momento da alocação, visto que mesmo passando o recurso em caixa, não oneraremos a rentabilidade do cotistas com custos. O spread da carteira de crédito encerrou o mês em CDI+1,04%, leve recuo de 4pbs frente ao mês anterior, acreditamos que os spreads de crédito seguiram nessa tendência de estabilidade pelos próximos meses. O destaque de rentabilidade em abril ficou por conta da posição montada em USIM28 que teve um retorno de 2,39% no mês (268,8% do CDI). Já a maior detratora de resultado foi a posição na LF prefixada de Daycoval, que teve retorno negativo de 0,07%, principalmente com o movimento de abertura dos juros nominais que tivemos durante o mês.

Entendemos que o mercado de fundos de crédito chegou em um ponto de inflexão nas suas rentabilidades, com a pausa de fechamento de prêmios nos ativos de maior qualidade, não gerando mais o ganho de capital anteriormente visto no último período de 12 meses. Com isso, cada vez mais deveremos ver os fundos aumento o nível de risco de crédito para angariar maiores spreads de carregio, principalmente aqueles fundos com custos mais elevados para o cotista.

	Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Início
Retorno	0,99%	4,09%	14,18%	30,29%	41,09%	52,18%
% CDI	111,64%	115,60%	115,05%	110,77%	113,01%	109,40%

PI médio (12 meses): R\$ 161.847.269,28

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:

