



GOTHAM

Market Watch

Conteúdo

1. Introdução
2. Maio e os efeitos dos estímulos monetários
3. Contexto macroeconômico e ambiente de riscos
4. Renda fixa
5. Tesouro direto
6. Renda variável

Adendo: Disclaimer

Maio / Junho de 2020

1. Introdução

Chegamos à terceira edição do *Gotham Market Watch*⁽¹⁾, relatório de acompanhamento de mercado produzido pela Gotham Consultoria Financeira Personalizada que tem por objetivo proporcionar ao investidor uma visão prospectiva e independente dos principais direcionadores do mercado de ativos financeiros.

As duas primeiras edições se encontram disponíveis no website www.gothamfinance.com.br. A Gotham reitera seu objetivo de apoiar investidores no seu processo de gestão de seu patrimônio financeiro pessoal.

2. Maio e os efeitos dos estímulos monetários

Durante o mês de maio os agentes econômicos parecem ter começado a consolidar todas as informações relacionadas à pandemia do COVID-19, que assola o mundo desde o final de 2019 e afeta mais diretamente os mercados financeiros desde 21 de fevereiro. **Ter ao menos a sensação de controle reestabelecida fez com que os efeitos do pânico fossem minimizados, trazendo os principais indicadores de risco de volta, ao menos, ao nível de *stress*, o que possibilitou a formulação de cenários mais factíveis de retomada da normalidade e da volta, ao menos gradual, da atividade econômica.**

Os principais fatores que nortearam esta mudança de direção dos mercados foram: (i) a eficácia dos programas de auxílio colocadas em prática pelos governos ao redor do globo, que se mostraram capazes de fornecer um nível básico de segurança às populações; (ii) a perspectiva de reabertura das economias e o relativo sucesso das primeiras experiências observadas nos países ocidentais afetados mais precocemente pela pandemia, onde até o momento não foram verificadas ondas reversas significativas de contaminação e; (iii) os efeitos dos fluxos financeiros derivados dos programas de estímulo monetário adotados pelos principais bancos centrais sobre a precificação dos ativos negociados nos mercados financeiros.

Como resultado prático, verificou-se a recuperação dos mercados de renda variável,

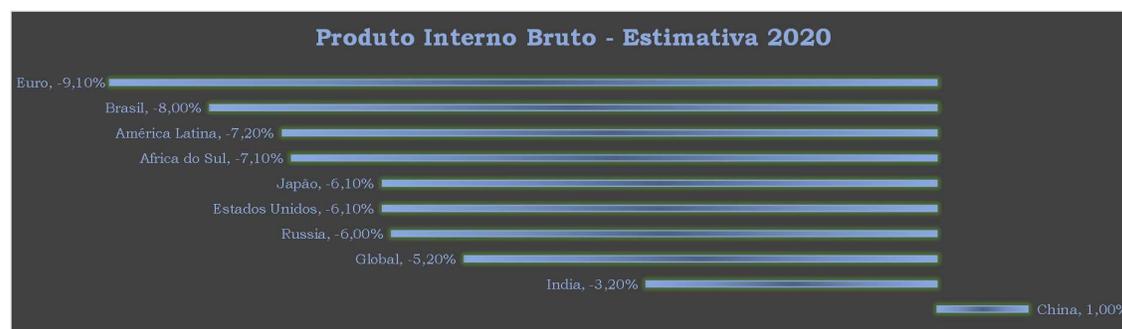
⁽¹⁾ As perspectivas apresentadas neste relatório procuram refletir, de forma conjugada, a interpretação do contexto macroeconômico e do ambiente de riscos vigente juntamente com determinadas oportunidades de investimento disponíveis no mercado e acompanhadas pela Gotham. Não é propósito deste relatório direcionar o investidor à ativos financeiros específicos, razão pela qual as oportunidades não são identificadas individualmente.

que, exceto na China, que apresentou estabilidade, perceberam em maio o segundo mês de alta:

Índice	Variação no período		
	MAI.20	ABR.20	MAR.20
IBOVESPA	8,57%	10,25%	-29,90%
Dow Jones	4,26%	11,08%	-13,74%
Nikkei (Japão)	8,34%	6,75%	-10,53%
EURO Stoxx 600	3,04%	6,24%	-14,80%
Shanghai Composite (China)	-0,28%	4,00%	-4,51%

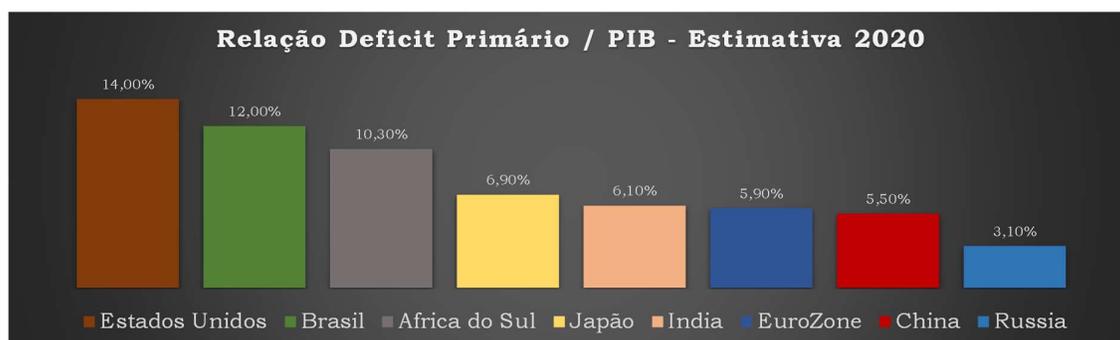
Este desempenho positivo tem sido influenciado pelo fluxo financeiro derivado dos estímulos monetários propagados pelos Bancos Centrais globalmente, **contudo pode ter deixado de considerar fatores estruturais que, de alguma forma, deveriam afetar a precificação dos ativos financeiros que os compõem.**

O *lockdown* necessário para conter o avanço do COVID-19 provocou uma forte retração da economia mundial. O Banco Mundial publicou, no início de junho, o relatório *Global Economic Prospects*, onde estima um declínio de 5,2% do produto global em 2020. O gráfico a seguir demonstra o comportamento previsto neste relatório para o PIB das principais economias:



O custo dos programas de auxílio colocados em prática durante a pandemia impactará diretamente o déficit primário e, consequentemente, o endividamento dos países. Esta deterioração fiscal refletirá no aumento futuro da percepção de riscos e na eventual necessidade de aumentar a carga fiscal para reequilibrar a relação dívida PIB. O quadro a seguir, baseado em informações divulgadas pela XP Investimentos, demonstra o déficit

primário estimado para determinados países, após a incorporação dos custos relacionados ao combate da pandemia:



O otimismo gerado pela reabertura das economias nos mercados financeiros parece não considerar aspectos estruturais importantes como:

1. Os efeitos decorrentes do custo implícito da pandemia, refletido na incapacidade de as empresas honrarem suas obrigações, no aumento dos pedidos de recuperação judicial e consequentes reflexos sobre o emprego e a atividade econômica.
2. Os efeitos de adaptação das empresas de varejo físico, que deverão sofrer, simultaneamente, redução em sua capacidade de atendimento e aumento nos custos operacionais. Trata-se de uma indústria relevante para a geração e manutenção de empregos massificados.
3. Os efeitos de adaptação da indústria do turismo, que abrange uma imensa cadeia produtiva, englobando desde empresas de transporte, operadores turísticos, rede hoteleira e empreendedores de diversos portes que exploram os principais destinos. Similar ao varejo físico, estas empresas também tem importante papel no emprego massificado e deverão perceber redução do volume de negócios e aumento de custos.
4. Os efeitos decorrentes da redução do consumo global, não apenas durante o período de *lockdown* mas, principalmente, em função do aumento do desemprego e na reversão das expectativas dos consumidores que se mantiverem empregados em relação à sustentabilidade de suas atividades.
5. Os efeitos decorrentes da redução da capacidade de investimentos do setor público, cujo endividamento estrutural sofreu importante majoração

- decorrente dos custos de enfrentamento da pandemia.
6. A perda de parte da eficiência gerada pelo processo de integração econômica mundial, considerando o surgimento de questões de segurança da cadeia de suprimentos durante a pandemia.
 7. Um possível choque deflacionário sobre a economia global e seu possível contágio sistêmico através de uma crise de crédito.

A consolidação de informações sobre os riscos e custos remanescentes à pandemia traz uma visão mais realista em relação ao momento, comparativamente aquela refletida pelos mercados de renda variável, que se encontram muito influenciados pelos efeitos imediatos do fluxo financeiro derivado dos estímulos monetários. **A Gotham entende que, da mesma forma que houve uma correção nas percepções inicialmente mais pessimistas, há espaço para um novo movimento de ajuste.** Esta volatilidade, contudo, é uma característica natural dos mercados de risco em momentos como o atual.

3. Contexto macroeconômico⁽²⁾ e ambiente de riscos⁽³⁾

Durante o mês de maio, as projeções macroeconômicas de curto prazo apresentadas no Boletim Focus sofreram apenas alterações pontuais em relação aquelas apresentadas em abril, refletindo um maior domínio do mercado sobre os efeitos da pandemia do COVID-19 em relação ao cenário macroeconômico. O ambiente de riscos, embora ainda estressado, parece ter saído do território de pânico.

3.1 Contexto macroeconômico

O quadro a seguir apresenta as projeções de curto prazo refletidas no Relatório Focus de 5 de junho de 2020, de forma comparativa aquela apresentada em nosso último relatório e com a versão pré-crise de 21 de fevereiro de 2020. As projeções de equilíbrio de longo prazo, derivadas dos modelos desenvolvidos pela Gotham e apresentadas na última coluna, flutuaram dentro de um intervalo esperado, razão pela qual não sofreram alterações em relação ao último reporte.

⁽²⁾ A Gotham acompanha o cenário macroeconômico através de modelos próprios desenvolvidos com o objetivo de mensurar o equilíbrio de longo prazo entre os principais indicadores: (i) taxa de juros; (ii) inflação; (iii) taxa de câmbio (dólar norte-americano) e; (iv) crescimento econômico. Congregamos os resultados produzidos por nossos modelos com a visão do mercado para o curto e médio prazo, obtida através do Boletim Focus divulgado semanalmente pelo Banco Central do Brasil.

⁽³⁾ A Gotham monitora o ambiente de riscos através da identificação de fatores de risco que possam produzir efeitos relevantes sobre os investimentos pessoais de seus clientes. Para os fatores de risco cuja mensuração quantitativa se mostre adequada, são desenvolvidas métricas de acompanhamento. Fatores de risco onde métricas quantitativas não se mostrem efetivas são monitorados de forma qualitativa.

Índice	Valores correntes ⁽⁴⁾	Indicadores macroeconômicos				Gotham - Equilíbrio
		Relatório Focus				
		DEZ.20	DEZ.21	DEZ.22	DEZ.23	
Meta Taxa Selic - 05/06/20	3,00%	2,25%	3,50%	5,00%	6,00%	9,83%
Meta Taxa Selic - 08/05/20	3,00%	2,50%	3,50%	5,50%	6,00%	9,83%
Meta Taxa Selic - 21/02/20	4,25%	4,25%	6,00%	6,50%	6,50%	8,88%
IPCA - 05/06/20	1,88%	1,53%	3,10%	3,50%	3,50%	5,52%
IPCA - 08/05/20	2,40%	1,76%	3,25%	3,50%	3,50%	5,52%
IPCA - 21/02/20	4,19%	3,20%	3,75%	3,50%	3,50%	5,13%
Juros real projetado - 05/06/20	1,10%	0,71%	0,39%	1,45%	2,42%	4,08%
Juros real projetado - 08/05/20	0,59%	0,73%	0,24%	1,93%	2,42%	4,08%
Juros real projetado - 21/02/20	0,06%	1,02%	2,17%	2,90%	2,90%	3,57%
IGPM - 05/06/20	6,51%	5,21%	4,00%	3,95%	3,75%	5,52%
IGPM - 08/05/20	6,68%	4,83%	4,00%	3,75%	3,70%	5,52%
IGPM - 21/02/20	7,81%	3,98%	4,00%	3,80%	3,73%	5,13%
Câmbio - US\$ - 05/06/20	4,98	5,40	5,08	4,90	4,90	3,87
Câmbio - US\$ - 08/05/20	5,76	5,00	4,83	4,54	4,67	3,87
Câmbio - US\$ - 21/02/20	4,39	4,15	4,15	4,11	4,15	4,58
Variação do PIB - 05/06/20	1,10%	-6,48%	3,50%	2,50%	2,50%	2,36%
Variação do PIB - 08/05/20	1,10%	-4,11%	3,20%	2,50%	2,50%	2,36%
Variação do PIB - 21/02/20	1,10%	2,20%	2,50%	2,50%	2,50%	3,50%

A previsão de inflação oficial foi revista pelo mercado levemente para baixo. A ausência de pressões inflacionárias sustenta a expectativa de mais um corte de 0,75 pontos percentuais na Meta da Taxa Selic já na próxima reunião do Comitê de Política Monetária – COPOM a ser realizada nos dias 16 e 17 de junho. Os juros reais projetado pelo mercado para os próximos 2 anos é inferior a 1%, permanecendo em terreno expansionista até o final de 2023. **A Gotham entende, no entanto, que estas projeções do mercado podem ser pressionadas no médio prazo, em função do ritmo de consumo da capacidade ociosa presente na economia brasileira atualmente.** A ausência de capacidade ociosa e a manutenção de uma situação fiscal pouco confortável no cenário de equilíbrio corroboram as projeções da Gotham, mais elevadas tanto para inflação como para taxa de juros.

As projeções para o câmbio foram as mais sensibilizadas pelo Relatório Focus, onde a moeda brasileira foi depreciada em relação às previsões constantes no relatório de 8 de maio. Esta revisão nas projeções, no entanto, não guardou aderência ao movimento verificado no mercado a vista, considerando que durante o mês de maio a moeda brasileira se apreciou em aproximadamente 15%. O dólar norte-americano

fechou o mês cotado a R\$ 4,98. A Gotham entende que esta apreciação da moeda brasileira reflete um arrefecimento do ambiente riscos, trazendo a cotação do real diante do dólar norte-americano para um patamar de melhor fundamentação macroeconômica.

As projeções da Gotham para a cotação do dólar no curto prazo não se alteraram em relação ao que divulgamos em abril: dentro das circunstâncias atuais, com a taxa de juros em seu menor nível histórico, entendemos que um intervalo justo para a cotação da moeda norte-americana se estabeleça entre R\$ 4,40 e 4,78, sendo nosso limite de *stress* em R\$ 5,17. Entendemos que cotações acima deste patamar refletem um ambiente de pânico.

Os efeitos das projeções de depreciação cambial influenciaram as estimativas de inflação mais ampla, medida pelo IGPM, que foi revisada para cima, principalmente em 2020. Em 2023, as projeções para o IGPM praticamente convergem com o IPCA, assim como no cenário de equilíbrio projetado pela Gotham.

As estimativas de redução do PIB em 2020 foram majoradas de 4,11%, conforme divulgado no Relatório Focus de 8 de maio, para 6,48%. O crescimento projetado para 2021 aumentou marginalmente de 3,20% para 3,50%. **Não existe, ainda, um consenso sobre os efeitos da pandemia em relação à atividade econômica global.** Como mencionado anteriormente, Banco Mundial divulgou, no início de junho, no relatório *Global Economic Prospects*, uma estimativa de redução para a economia brasileira em 2020 de 8%. A Gotham entende que, nas circunstâncias atuais, estas estimativas podem estar marginalmente superavaliadas, considerando, principalmente, o comportamento dos preços das principais commodities exportadas pelo país e o desempenho das suas exportações.

O crescimento potencial da economia, em um cenário de equilíbrio que contempla elevação da taxa básica de juros e da inflação bem como um câmbio apreciado, não se alterou. Nestas circunstâncias, este crescimento não deve superar seu nível estrutural, estimado em um intervalo entre 2 e 2,5%.

As projeções macroeconômicas descritas estão baseadas em premissas que, neste momento, contemplam elevado grau de incerteza. **A Gotham entende que três fatores serão determinantes para direcionar a forma com que este**

cenário prospectivo será realizado: (i) a adaptação da economia à retomada das atividades em concordância com as necessidades impostas ao controle da pandemia do COVID-19; (ii) o não surgimento de uma segunda onda da pandemia, capaz de prejudicar ou mesmo interromper o processo de retomada das atividades e; (iii) a proporção dos gastos necessários para enfrentamento da pandemia sobre as contas públicas brasileiras, bem como a volta à discussão e aprovação célere das Reformas Administrativa e Tributária, com a manutenção da qualidade do texto original.

3.2 Ambiente de risco⁽⁵⁾

O ambiente de riscos permanece estressado, contudo, parece estar deixando de refletir o pânico que caracterizou os mercados após o início dos reflexos da pandemia, em 21 de fevereiro.

A volatilidade diária dos mercados de renda variável segue declinando, embora ainda apresente nível superior aos padrões de normalidade:

Índice	Volatilidade diária				
	MAI.20	ABR.20	MAR.20	2020	4TRI.19
IBOVESPA	2,01%	3,02%	7,53%	4,10%	0,93%
Dow Jones	1,66%	2,65%	6,18%	3,30%	0,60%

O risco país, medido pelo índice EMBI+BR⁽⁶⁾, fechou o mês de maio em 392 pontos. Embora ainda em uma faixa superior ao nível de *stress*⁽⁷⁾, o índice apresentou declínio de aproximadamente 7% em relação ao fechamento de abril, quando alcançou 422 pontos. **Durante o mês de junho, o EMBI+BR atingiu patamar inferior a seu nível de *stress*, aos 332 pontos no dia 8,** contudo ainda acima de seu intervalo de estabilidade⁽⁸⁾. A Gotham entende que a manutenção do risco país em patamar superior ao seu intervalo de estabilidade reflete, além dos efeitos da pandemia, as incertezas relacionadas às dificuldades de articulação política do Governo Federal, que colocam em dúvida a viabilidade de conclusão das reformas

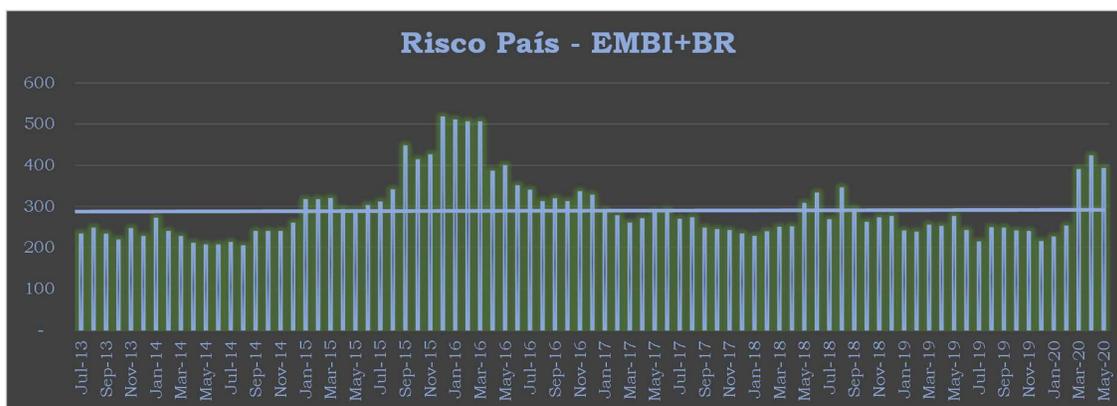
⁽⁵⁾ Os principais fatores de risco monitorados pela Gotham são: (a) quantitativos: (i) percepção de risco da economia brasileira; (ii) volatilidade dos mercados de renda variável; (iii) saturação cíclica dos mercados de renda variável e; (iv) risco geopolítico e; (b) qualitativos: (i) estagnação econômica, deflação e efeitos sobre o sistema financeiro; (ii) eleições norte-americanas; (iii) consequências da guerra comercial sino-americana.

⁽⁶⁾ O EMBI+BR - *Emerging Markets Bonds Index+Brazil* é um índice calculado pelo JPMorgan que reflete o excedente de remuneração pago por títulos emitidos pelo Tesouro Brasileiro negociados no exterior em relação a papéis similares emitidos pelo Tesouro Norte-Americano.

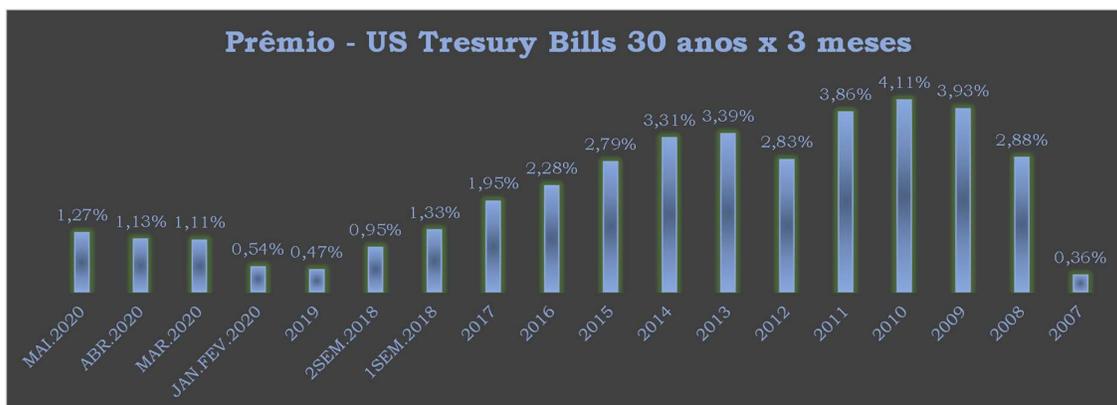
⁽⁷⁾ A Gotham avalia que o EMBI+BR acima de 364 pontos sinaliza uma percepção estressada do risco da economia brasileira.

⁽⁸⁾ A Gotham estima o intervalo de estabilidade do EMBI+BR entre 265 e 314 pontos.

estruturais em discussão no Congresso Nacional, cada vez mais imprescindíveis à sustentabilidade da estabilidade econômica do país.



O estreitamento da diferença dos prêmios dos Títulos de Dívida Norte-Americanos de curto e longo prazo⁽⁹⁾, que atingiu valores inferiores a 1% durante o segundo semestre de 2018, ainda se mantem em terreno de *stress*, porém estável e em patamar pouco superior a 1%.

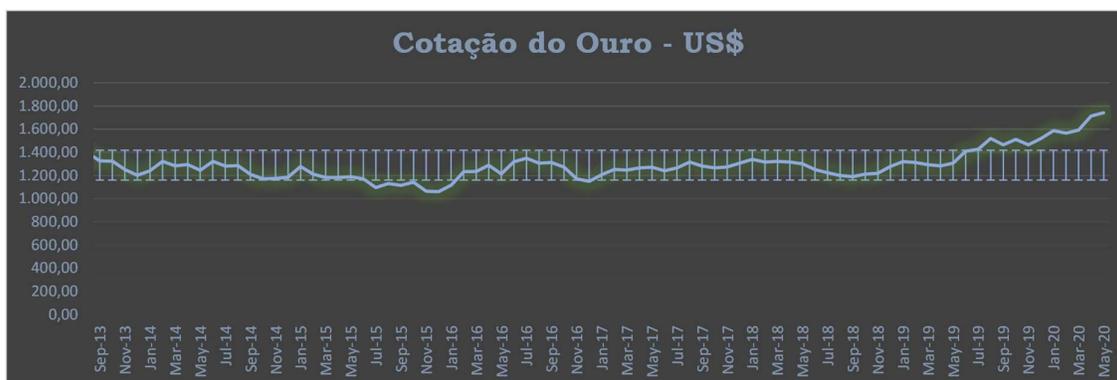


A cotação do Ouro⁽¹⁰⁾, encontra-se acima de seu intervalo padrão desde o segundo semestre de 2019, tendo percebido alta de 1,73% no fechamento de maio quando o metal fechou cotado a US\$ 1.743,00 a onça. Embora a percepção de risco dos mercados tenha se arrefecido ao longo de maio, isto ainda não se refletiu na cotação do metal, considerando a manutenção de fluxos financeiros importantes para o mercado de ouro, como reflexo do excesso de liquidez disponível na economia,

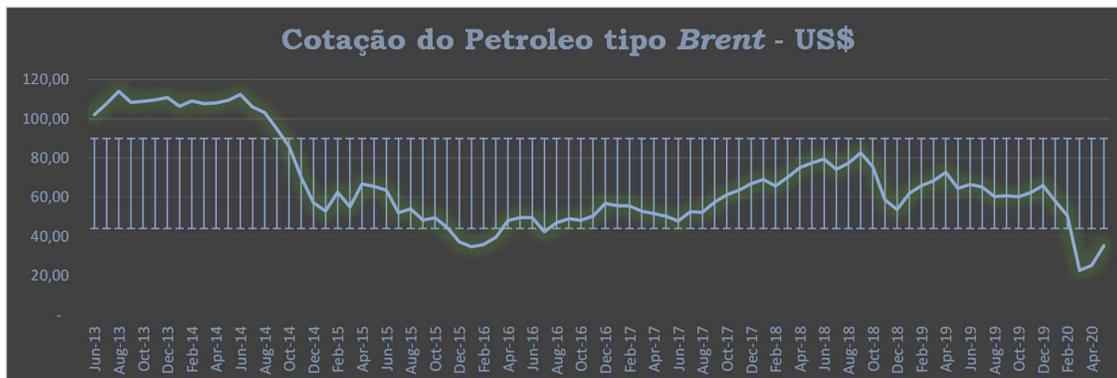
⁽⁹⁾ A redução dos prêmios dos títulos de longo prazo pode acontecer em função do aumento da demanda por estes papéis, cujo fluxo financeiro atrelado aumenta seu preço de mercado. Este movimento, quando intensificado a ponto de posicionar a taxa destes papéis em patamar próximo ou inferior às taxas dos papéis de curto prazo, pode ser entendido como um sinalizador de aversão ao risco.

⁽¹⁰⁾ O Ouro é um ativo desvinculado de fluxos futuros de rentabilidade ou pressões importantes de oferta e demanda físicas, cujo valor deriva da percepção dos agentes econômicos em sua capacidade de preservação de poder de compra diante da perda de confiança das moedas convencionais e ativos financeiros a elas vinculados. Dessa forma, a flutuação de sua cotação se constitui em um mensurador do nível de risco vigente.

refletindo os programas de estímulo monetário colocados em curso como instrumento de combate à pandemia.



O mercado de petróleo⁽¹¹⁾ parece retomar uma certa normalidade, após o acordo de redução de produção entre a OPEP e a Rússia, anunciado em abril, e a perspectiva de retomada da economia global. A cotação do barril tipo *Brent* fechou o mês cotado a US\$ 35,33, refletindo um aumento de quase 40% em relação ao fechamento de abril (US\$25,27). Este aumento expressivo, contudo, se deu sobre uma base bastante depreciada, considerando que a commodity atingiu níveis historicamente muito baixos. **A Gotham entende que a cotação atual ainda se encontra abaixo do nível mínimo de sustentabilidade da indústria, sendo ainda esperada forte volatilidade em seus preços nos próximos meses, o que coloca o risco geopolítico e seus efeitos sobre os mercados financeiros em alerta.**



⁽¹¹⁾ A Gotham utiliza a cotação do preço do barril de petróleo tipo *Brent* para mesurar o risco geopolítico, considerando a importância desta indústria sobre o equilíbrio econômico global e para a sustentabilidade de determinados estados nacionais de importância global e regional.

Os riscos avaliados sob uma perspectiva qualitativa permanecem estressados, potencializados por novos e relevantes acontecimentos verificados ao longo de maio.

Os custos de combate à Pandemia e as questões estruturais sobre como se estabelecerá o novo equilíbrio econômico, descritas no item 2 deste material potencializam a possibilidade de **materialização do risco de estagnação econômica, desarranjo das cadeias produtivas, deflação e, no extremo, de um evento sistêmico sobre os sistemas financeiros.**

A instabilidade social atingiu níveis elevados nos Estados Unidos, após o assassinato de George Floyd em uma ocorrência policial ter reaberto as discussões sobre o racismo estrutural daquela sociedade. Manifestações tomaram as ruas por mais de uma semana, ignorando, inclusive, as restrições de contato social decorrentes do combate à pandemia do COVID-19. A reação do Governo Federal, no sentido de conter tais manifestações, foram fortemente contestadas por governos estaduais, em particular nos estados governados por líderes vinculados ao Partido Democrata, exacerbando um clima de polarização política que deve prevalecer até as eleições de novembro.

As tensões entre China e Estados Unidos ganharam um novo componente no início de maio, quando o Parlamento Chinês introduziu legislação que prevê o aumento do controle sobre Hong Kong e Macau pelo Estado Chinês. A reação dos Estados Unidos se deu de forma imediata através da manifestação de apoio à movimentos democráticos de Hong Kong e pela ameaça de novas restrições comerciais a produtos chineses.

Sob a ótica de riscos, **o mês de maio marcou o controle do pânico nos mercados globais que, contudo, permanecem estressados diante dos desafios e incertezas provocados pela pandemia do COVID-19.** O excesso de liquidez trazido pelos programas de estímulo monetário adotados pelos bancos centrais na maior parte dos países tem provocado distorções importantes na precificação de grande parte dos ativos financeiros, que ficam suscetíveis a ondas de apreciação e correção pouco aderentes aos fundamentos macroeconômicos. A volatilidade passa a ser a principal característica dos mercados, elevando riscos e oportunidades.

4. Renda fixa⁽¹²⁾

O cenário macroeconômico segue expansionista, devendo assim permanecer ao menos até 2023, de acordo com as projeções do mercado financeiro refletidas no Relatório Focus. Cenários expansionistas não são favoráveis a investimentos em ativos de renda fixa, contudo investidores avessos a risco ainda podem preferir a segurança presente neste tipo de ativo.

As oportunidades disponíveis no mercado de ativos de renda fixa permitem a construção de uma carteira, com algum grau de diversificação em relação ao risco de crédito, com rentabilidade superior a 150% da variação prevista para a taxa básica de juros, existindo opções de papéis pré-fixados com garantia do FGC com rentabilidade superior a 250% desta taxa e papéis sem garantia deste Fundo, atrelados à inflação, que embutem taxas que podem ultrapassar a 200% desta remuneração.

A tabela a seguir apresenta oportunidades disponíveis junto aos principais distribuidores de ativos financeiros acompanhados pela Gotham, em 12 de junho de 2020.

Investimento	Investimentos de renda fixa disponíveis em 12/06/2020 ⁽¹³⁾													
	Taxa do papel	2 anos Equiv. CDI ⁽¹⁴⁾	Taxa do papel	3 anos Equiv. CDI ⁽¹⁴⁾	Taxa do papel	4 anos Equiv. CDI ⁽¹⁴⁾	Taxa do papel	5 anos Equiv. CDI ⁽¹⁴⁾	Taxa do papel	6 anos Equiv. CDI ⁽¹⁴⁾	Taxa do papel	7 anos Equiv. CDI ⁽¹⁴⁾		
Tributado com garantia do FGC - Pré-fixado	8,00%	263%	9,00%	273%	10,70%	273%	11,50%	245%	12,00%	217%	13,00%	212%		
Isento com garantia do FGC - Pré-fixado	3,95%	153%	5,15%	184%	5,63%	169%								
Tributado com garantia do FGC - Pós IPCA	3,50%	182%	3,90%	186%	4,00%	167%	4,30%	158%	4,35%	140%	4,75%	138%		
Isento com garantia do FGC - Pós IPCA	2,60%	179%	2,85%	180%										
Tributado com garantia do FGC - Pós CDI	144%	144%	144%	144%	143%	143%	143%	143%	143%	143%	140%	140%		
Isento com garantia do FGC - Pós CDI	115%	135%	117%	138%	109%	128%								
Tributado sem garantia do FGC - Pré-fixado														
Isento sem garantia do FGC - Pré-fixado					6,90%	207%								
Tributado sem garantia do FGC - Pós IPCA	4,00%	199%			4,30%	175%	7,50%	225%	4,00%	133%	9,00%	209%		
Isento sem garantia do FGC - Pós IPCA	3,35%	208%	3,10%	189%	4,25%	204%	4,45%	186%	4,70%	172%	5,90%	185%		
Tributado sem garantia do FGC - Pós CDI					142%	142%			133%	133%				
Isento sem garantia do FGC - Pós CDI	170%	200%			123%	144%	120%	141%	122%	143%				

12

⁽¹²⁾ As oportunidades disponíveis no mercado oferecem prêmios relevantes em relação à taxa básica de juros da economia brasileira, contudo, embutem riscos: (i) relacionados ao prazo mais alongado de maturação dos papéis e sua restrita ou nenhuma liquidez em mercados secundários e; (ii) ao crédito dos emissores, fator que pode ser atenuado por garantias intrínsecas e pelo colateral do Fundo Garantidor de Crédito para os papéis emitidos por instituições financeiras que contem com esta garantia. Em caso de *default* do emitente, no entanto, parte do prêmio pode ser diluída, tendo em vista que, entre a liquidação da instituição e o pagamento da garantia, não há pagamento de qualquer remuneração.

⁽¹³⁾ As lacunas observadas na tabela representam situações onde não existam ativos financeiros disponíveis junto aos distribuidores acompanhados pela Gotham.

⁽¹⁴⁾ A coluna “Equivalência CDI” reflete a remuneração dos ativos demonstrados como um percentual da remuneração prevista para os Certificados de Depósitos Interfinanceiros, que pode ser considerada como um espelho da taxa básica de juros da economia brasileira. Todas as informações destas colunas foram convertidas para uma base bruta de impostos dentro do período de maturação dos ativos, sendo, portanto, comparáveis. Os cálculos sobre as estimativas futuras de taxa de juros e inflação consideram as projeções de mercado (Relatório Focus) e as taxas de equilíbrio da economia brasileira calculadas pela Gotham.

5. Tesouro direto

Da mesma forma que os ativos de renda fixa, os títulos públicos negociados na plataforma Tesouro Direto perdem atratividade em cenários macroeconômicos expansionistas. **Investidores mais conservadores, no entanto, podem encontrar neste tipo de ativo a uma remuneração fixa protegida de efeitos inflacionários**, desde que mantidos em seus portfólios até a data de vencimento dos papéis⁽¹⁵⁾.

Atualmente, a Gotham acompanha dois papéis específicos negociados na plataforma Tesouro Direto, as NTN-Bp (Tesouro IPCA+) com vencimento em 2035 e 2045, por entender que estes papéis estão sendo negociados acima da taxa de juros de equilíbrio de longo prazo da economia brasileira, tornando-os atrativos não apenas para carregamento como também para a realização de ganho financeiro através da liquidação antecipada dos títulos, caso as taxas de juros converjam para o equilíbrio estimado pela Gotham.

A tabela a seguir demonstra o prêmio potencialmente embutido nestes papéis com base nos valores negociados em 10 de junho de 2020, em dois cenários: (i) caso as taxas de juros da economia converjam para o patamar estimado pela Gotham como de equilíbrio e; (ii) caso as taxas de mercado retornem ao mesmo valor observado no início da crise do COVID-19, em 21 de fevereiro de 2020.

Descrição	Cálculo de valor potencial			
	Retorno às taxas vigentes em 21/02/20		Convergência às taxas de equilíbrio - Gotham	
	NTN-Bp 2035	NTN-Bp 2045	NTN-Bp 2035	NTN-Bp 2045
Preço de mercado em 10/06/20	1.815,57	1.218,49	1.815,57	1.218,49
Dias úteis até o vencimento	3.748	6.261	3.748	6.261
Taxa de juros em 10/06/20	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%
Taxa de juros potencial	3,36%	3,36%	4,08%	4,08%
Preço do título no vencimento	3.347,80	3.386,49	3.347,80	3.386,49
Preço de mercado potencial em 10/06/20	2.047,83	1.489,90	1.846,95	1.253,88
Ganho potencial em 10/06/20	12,79%	22,27%	1,73%	2,90%

⁽¹⁵⁾ Os títulos públicos negociados na plataforma do Tesouro Direto possuem liquidez diária e são precificados com base nas taxas vigentes no mercado. Desta forma, as taxas negociadas no momento da compra dos papéis são ajustadas diariamente em função dos movimentos de mercado, refletindo ganhos, caso as taxas de juros declinem, ou perdas, caso aumentem. Papéis levados ao seu vencimento perceberão remuneração idêntica à taxa negociada no momento de aquisição dos mesmos.

6. Renda variável⁽¹⁶⁾

Os principais mercados de renda variável acompanhados pela Gotham seguiram em recuperação no mês de maio, influenciados pela perspectiva de reabertura econômica e pela liquidez dos mercados motivada pelos programas de estímulo monetário. O desempenho destes mercados em 2020, no entanto, permanece em terreno negativo no ano de 2020, refletindo os efeitos da pandemia do COVID-19.

Indicador	Performance comparativa				
	JAN. > MAI.20	MAI.20	ABR.20	1TRI.20	2019
IBOVESPA	-24,42%	8,57%	10,25%	-37,03%	31,58%
IFIX ⁽¹⁷⁾	-17,08%	1,82%	4,40%	-21,99%	35,95%
Fundos Multimercado - GFI ⁽¹⁸⁾	-4,10%	3,68%	7,43%	-13,91%	17,58%

Os mercados de risco vão aos poucos se afastando do pânico que caracterizou o início da pandemia, mesmo com o predomínio da incerteza. Neste ambiente, a volatilidade tende a se manter elevada, sem, contudo, haver uma definição de tendência consistente, seja de alta ou de baixa.

Investidores fundamentalistas, em geral, decidem suas estratégias de investimento considerando a consistência macroeconômica, contudo, podem aproveitar momentos como o atual, identificando pontos de declínio do mercado para efetuar compras pontuais e realizando lucros em movimentos de alta.

6.1 Ações de companhias abertas

O IBOVESPA fechou maio aos 87.402 pontos, apresentando desempenho positivo pelo segundo mês seguido. O índice da bolsa paulista, no entanto, cai aproximadamente 25% no ano de 2020, não obstante o avanço de quase 20% percebido nos meses de abril e maio. Mesmo com a diminuição do pânico, o mercado

⁽¹⁶⁾ Ativos financeiros de renda variável, em geral, são precificados pela performance futura das atividades econômicas que representam, descontados por uma taxa que embute o custo de oportunidade para a remuneração do capital empregado e o risco incorrido pelo investidor. Adicionalmente, o valor destes ativos pode ser influenciado por fluxos financeiros que nem sempre representam escolhas racionais, derivadas de cenários de euforia ou pânico.

⁽¹⁷⁾ O IFIX é um índice criado pela B3 e reflete a performance de uma carteira teórica de fundos de investimento imobiliários listados nesta bolsa.

⁽¹⁸⁾ O GFI - *Gotham Finance Index* reflete a variação de um portfólio teórico de fundos multimercado acompanhados pela Gotham.

apresenta alta volatilidade. Já o cenário de incertezas vigente não viabiliza qualquer inferência concreta sobre a consolidação de uma tendência específica.

Durante o mês de maio o IBOVESPA orbitou os 80 mil pontos, conforme previsto pela Gotham no último *Gotham Market Watch*, atingindo, durante o mês, no *intraday*, o pico de 88 mil e o piso de 75 mil pontos.

Mantemos nosso *call* de intensa volatilidade e três cenários para um universo de 12 meses: (i) cenário benigno, onde os esforços de reabertura da economia alcancem os objetivos e a retomada econômica se apresente satisfatória, no qual estimamos que o índice orbitará os 100.000 pontos. Caso haja celeridade na aprovação das Reformas Administrativa e Tributária, o índice poderá alcançar níveis ainda mais expressivos; (ii) cenário de estagnação, onde o ritmo de reabertura da economia seja prejudicado por novas ondas de contágio da doença, no qual estimamos que o índice orbite os 80.000 e; (iii) cenário pessimista, onde o controle da pandemia passe pela manutenção das políticas de isolamento social, no qual estimamos que o índice deverá perceber um novo ciclo de queda e orbitar os 60.000 pontos.

6.2 Fundos de investimento imobiliários

O desempenho dos fundos de investimento imobiliários mensurado pela variação do IFIX foi de 1,82% em maio de 2020. Os 24 fundos de investimento imobiliário acompanhados pela Gotham apresentaram *dividend yield*⁽¹⁹⁾ médio com base nos rendimentos distribuídos nos últimos 12 meses de 7,43% (abril - 7,64%) e uma relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial⁽²⁰⁾ equivalente a 102% (abril - 98%).

As medidas de combate a pandemia do COVID-19 em vigor, tem o potencial de impactar os três principais vetores de valor dos fundos de investimento imobiliários: (i) em relação à taxa de retorno dos aluguéis contratados, que podem sofrer com a inadimplência, ao menos temporária, gerada pela parada abrupta das atividades dos locatários; (ii) em relação à vacância do portfólio, que pode perceber aumento importante como reflexo da desaceleração econômica e readaptação dos hábitos de trabalho pós-pandemia e; (iii) em relação à valorização do mercado imobiliário, que pode ser atenuada, como reflexo da redução

⁽¹⁹⁾ *Dividend yield* é apurado pela relação entre os proventos distribuídos por um investimento e o seu valor de mercado.

⁽²⁰⁾ Os ativos de um fundo imobiliário são avaliados periodicamente a mercado e esta avaliação é refletida em seu valor contábil. Assim, o valor patrimonial destes veículos de investimentos tende a refletir seu valor justo.

da atividade econômica. Agrega-se a estes fatores um possível aumento nos níveis de inadimplência dos recebíveis imobiliários, que compõem o portfólio de parte dos fundos imobiliários, os chamados “fundos de papel”.

Dentro deste contexto, a Gotham sugere a seus clientes que considerem estes fatores de risco caso mantenham ou mesmo direcionem investimentos neste tipo de ativo.

6.3 Fundos multimercado⁽²¹⁾

A Gotham mensura o desempenho dos fundos multimercado através do *Gotham Finance Index* cuja performance por estratégia⁽²²⁾ pode ser resumida como segue:

Período	Performance comparativa					
	GFI	Macro	Multi	Global	Ñ Dir.	Estratégias Long Bia.
MAI.20	3,68%	2,14%	4,72%	3,99%	-0,53%	7,73%
ABR.19	7,43%	4,21%	6,95%	12,17%	1,32%	13,67%
1TRI.2020	-13,91%	-14,63%	-5,26%	-13,61%	-4,55%	-31,40%
2019	17,58%	13,54%	10,88%	28,20%	10,07%	37,00%

Os fundos multimercado apresentaram mais um mês de performance positiva, recuperando parte da perda percebida no primeiro trimestre do ano. No acumulado dos 5 meses de 2020, o *Gotham Finance Index* recuou 4,10%, performance inferior à variação dos Certificados de Depósitos Interfinanceiros, que foi positiva em 1,54%, contudo melhor que o IBOVESPA, que recuou 24,42% no mesmo período.

O comportamento observado nas estratégias que formam o *Gotham Finance Index* seguiu dentro do esperado: as estratégias vinculadas a índices específicos

⁽²¹⁾ Fundos multimercado atuam arbitrando oportunidades nos mercados de ações, taxas juros, câmbio, títulos públicos, crédito privado e commodities, tanto em âmbito local como internacional.

⁽²²⁾ A análise e comparabilidade de desempenho dos fundos multimercado é dificultada pela vasta gama de atuação e estratégias existentes. O *Gotham Finance Index* é um portfólio teórico composto por 21 fundos que representam as principais estratégias de atuação: (i) Fundos Macro Consistência (24% do portfólio teórico): São os fundos multimercado tradicionais, que exploram diversos mercados buscando valorização de suas posições e oportunidades de arbitragem; (ii) Fundos Multi Estratégia (24% do portfólio teórico): Possuem perfil similar aos fundos macro consistência, contudo incorrem em maior volatilidade e, portanto, maior exposição a riscos e oportunidades; (iii) Fundos Globais (14% do portfólio teórico): Apresentam perfil similar aos fundos macro consistência e multi estratégia, atuando preponderantemente em mercados internacionais; (iv) Fundos Não Direcionais (14% do portfólio teórico): Exploram assimetrias entre índices financeiros, ações ou indicadores macroeconômicos correlacionados, sem incorrer em exposição direcional a mercados específicos e; (v) Fundos Long Biased (24% do portfólio teórico): São, em essência, fundos de ações que, ao contrário dos fundos tradicionais, que só operam posições compradas, podem desenvolver estratégias defensivas através da manutenção de posições vendidas.

apresentaram performance muito próximas aos seus *benchmarks*: fundos globais performaram 3,99% contra 4,26% do *Dow Jones* e os fundos *long biased* performaram 7,73% contra 8,57% do IBOVESPA. Os fundos multimercado macro consistência, mais abrangentes e com menor exposição à volatilidade renderam 2,14%, enquanto os multi estratégia, de maior exposição tiveram desempenho melhor, como esperado, em 4,72%. Os fundos sem exposição direcional permaneceram praticamente estáveis.

São Paulo, 12 de junho de 2020

SÉRGIO ROGANTE
ECONOMISTA - CORECON-SP 27.528
GOTHAM
CONSULTORIA FINANCEIRA PERSONALIZADA

Adendo: *Disclaimer*

Este material foi preparado pelo economista Sérgio Rogante através da Gotham Consultoria Financeira Personalizada, nome fantasia de atuação do economista e tem caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de qualquer ativo ou produto financeiro. As perspectivas apresentadas neste material refletem a interpretação do contexto macroeconômico e do ambiente de riscos vigente conjugada a oportunidades de investimento disponíveis no mercado e acompanhadas pela Gotham na data de sua emissão ou em datas específicas mencionadas, com o propósito de fornecer ao investidor subsídios em sua tomada de decisão individual de investimento.

Embora a Gotham faça um acompanhamento amplo dos ativos disponíveis no mercado financeiro brasileiro, podem existir outras oportunidades que devam ser avaliadas pelo investidor em sua tomada de decisão de investimentos. Como já mencionado, não é propósito deste relatório direcionar o investidor à ativos financeiros específicos, razão pela qual as oportunidades não são identificadas individualmente.

Os trabalhos descritos neste material foram elaborados em concordância com a Regulamentação Profissional do Economista, consolidada pelo Conselho Federal de Economia, e compreenderam, de forma geral, os seguintes itens dispostos na referida normatização: (i) a análise e elaboração de cenários econômicos; (ii) o estudo e análise de mercado financeiro e de capitais e; (iii) a análise financeira de investimentos.

Este material foi elaborado com base em informações disponíveis ao público e nas análises econômico-financeiras produzidas pela Gotham. Estas análises são baseadas em simulações, sendo que os resultados reais poderão ser significativamente diferentes, considerando a volatilidade intrínseca do mercado financeiro. Desta forma, não é possível garantir a exata consistência das análises projetadas neste material considerando o comportamento futuro e incerto do mercado e de seus participantes.

As opiniões, estimativas e projeções expressas neste material refletem a opinião do responsável técnico pelo seu conteúdo na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. A Gotham e o responsável técnico pela elaboração deste material certificam que as opiniões expressas nele refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões e foram produzidas de forma independente e autônoma.

As informações contidas neste material foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A Gotham não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão destas informações. Outras informações eventualmente não consideradas podem alterar os resultados das análises aqui apresentadas.

Alguns investimentos descritos neste material referem-se a fundos de investimento. Investimentos em fundos de investimento representam riscos elevados e estão sujeitos, inclusive, a perda superior ao valor total do capital investido. A rentabilidade passada percebida por de fundos de investimento não assegura sua rentabilidade futura. Embora a rentabilidade passada destes veículos de investimento possa ser utilizada em análises financeiras como referência de performance em conjunto com outras perspectivas macroeconômicas, ela não representa e não deve ser interpretada como uma garantia de rentabilidade futura. Fundos de investimentos não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Leia o prospecto, o formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais e o regulamento, quando aplicável, dos fundos de investimento selecionados por V.Sas. em seu processo decisório antes de efetuar seu investimento.

A Gotham se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização de informações contidas neste material ou seu conteúdo no seu processo de decisão individual de investimentos. Ao aceitar este material, V.Sas. concorda com as presentes limitações.



Edifício Comercial Casa das Caldeiras

Av. Francisco Matarazzo, 1.752 Cj. 2214
Pompéia – São Paulo – SP
05001-200

Tel: 2889.8847
Cel: 97410.8847

www.gothamfinance.com.br

**A Gotham compartilha a diversidade,
a equidade, a tolerância e a integração humana.**

