



# **GOTHAM**

## **Market Watch**

### **Conteúdo**

- 1. Introdução**
- 2. Abril: recuperação ou a consolidação da incerteza?**
- 3. Contexto macroeconômico e ambiente de riscos**
- 4. Renda fixa**
- 5. Tesouro direto**
- 6. Renda variável**

**Adendo: *Disclaimer***

**Abril / Maio de 2020**

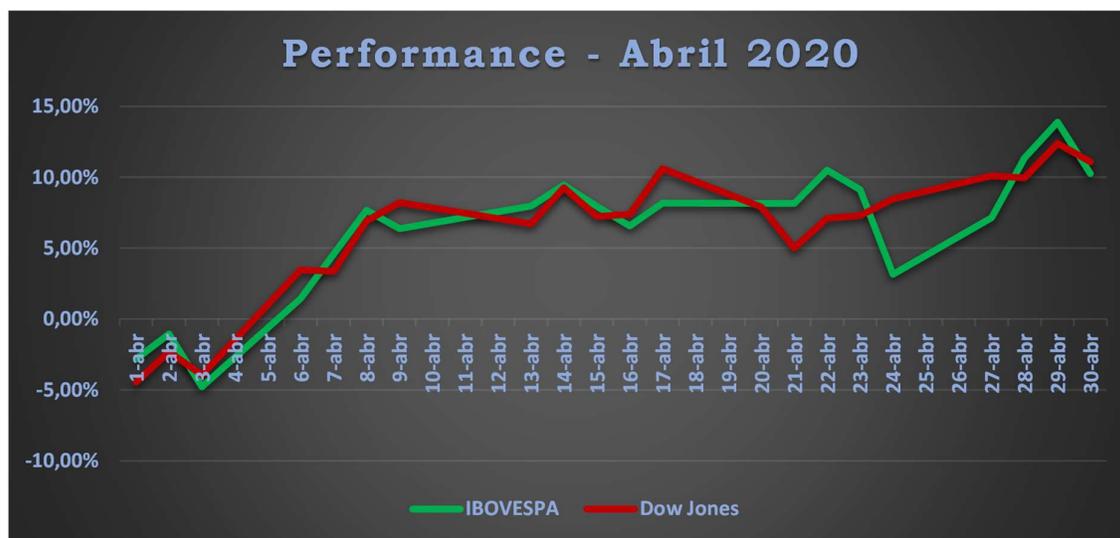
## 1. Introdução

Esta é a segunda edição do *Gotham Market Watch*<sup>(1)</sup>, relatório de acompanhamento de mercado produzido pela Gotham Consultoria Financeira Personalizada que tem por objetivo de proporcionar ao investidor uma visão prospectiva e independente dos principais direcionadores do mercado de ativos financeiros.

A Gotham agradece a receptividade da primeira edição deste relatório, que em breve estará disponível no website [www.gothamfinance.com.br](http://www.gothamfinance.com.br), bem como as diversas mensagens de confirmação do valor agregado pela iniciativa recebidas dos amigos e clientes. Isto nos mantém fortes em nosso objetivo de apoiar investidores no seu processo de gestão de seu patrimônio financeiro pessoal.

## 2. Abril: recuperação ou a consolidação da incerteza?

O desempenho dos mercados de renda variável evidenciou uma situação antagônica entre um esboço de recuperação da performance, conforme evidenciado no gráfico a seguir, e a manutenção de uma percepção de riscos deteriorada.



O IBOVESPA fechou o mês de abril aos 80.506 pontos, com valorização de 10,25% no período. O desempenho da bolsa paulista teve forte aderência ao comportamento notado no mercado norte-americano, que percebeu valorização de 11,08% no mês. Os

<sup>(1)</sup> 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.

movimentos diários das duas bolsas também se mostraram similares, exceto nos dias 20 e 21 de abril, quando o índice norte-americano perdeu 5,05%, influenciado pelo movimento de queda nos preços futuros do petróleo, que atingiram valores negativos em razão dos elevados estoques e a perspectiva de falta de locais de armazenamento na realização dos contratos. Este assunto não teve a mesma repercussão nos preços das ações negociadas na B3. Já no dia 24, a bolsa paulista perdeu 5,45%, influenciada por um tema local, a demissão do Ministro da Justiça Sr. Sérgio Moro.

**Questiona-se, contudo, a sustentabilidade deste movimento de alta.** Se, por um lado, seus principais alicerces: (i) o choque de liquidez causado pela implementação dos programas de estímulo nos mercados desenvolvidos e seus reflexos globais; (ii) a expectativa de reabertura da economia e; (iii) o otimismo observado a cada divulgação de um possível antiviral ou vacina capaz de controlar a pandemia parecem carecer de maior tangibilidade, por outro, o ajuste inicial talvez tenha sido profundo demais, sendo a valorização observada em abril fruto de um processo de correção, considerando que, mesmo com esta forte valorização, tanto a bolsa norte-americana como a brasileira apresentam perdas entre 21 de fevereiro, data que pode ser considerada como marco inicial dos reflexos da pandemia sobre os mercados, e 30 de abril, de 16,07% e 29,18%, respectivamente.

**A perda superior dos papéis brasileiros reflete tanto o movimento de *fly to safety*, que caracteriza períodos de incerteza, quanto à turbulência local, derivada, principalmente, da instabilidade política aflorada na gestão da crise,** que coloca em dúvida não apenas a capacidade do país superar a pandemia de forma minimamente eficiente, como também a possibilidade de concluir as reformas estruturais, cada vez mais cruciais ao futuro econômico do país.

O ambiente de riscos dinâmico, mensurado pela volatilidade dos índices de renda variável, apresentou certa acomodação em relação ao pico observado em março, contudo ainda se encontra distante do padrão de normalidade do 4º trimestre de 2019:

Índice	Volatilidade diária			
	ABR.20	MAR.20	2020	4TRI.19
IBOVESPA	3,02%	7,53%	4,46%	0,93%
Dow Jones	2,65%	6,18%	3,59%	0,60%

**Estruturalmente, no entanto, o balanço de riscos permanece refletindo toda incerteza presente.** Ativos de segurança, como ouro e dólar continuam atraindo fluxos de capital. O metal fechou o mês com alta de 7,62%, cotado a US\$ 1.713,40 por onça, já a moeda norte-americana fechou abril cotada a R\$ 5,73, o que representa um aumento de 4,56% em relação ao mês de março.

Abril foi ainda o primeiro mês integralmente afetado pelas medidas de isolamento social e, portanto, a refletir, por completo, o choque de demanda provocado, não apenas como consequência direta destas medidas, como também pela perda de renda derivada indiretamente destas restrições. Uma primeira consequência foi a forte deflação mensurada pelo IPCA, não obstante a meta da Taxa Selic estar fixada em seu menor patamar histórico.

Índice	Inflação e taxa de juros			
	ABR.20	MAR.20	12 meses findos em	
			ABR.20	DEZ.19
IPCA	-0,31%	0,07%	2,40%	4,31%
CDI	0,28%	0,34%	5,19%	5,96%
Remuneração real			2,79%	1,65%

Os sinais extraídos dos principais indicadores de mercado em abril são desconexos de uma situação de normalidade, como esperado. **Um cenário onde ativos de renda variável apresentam performance elevada em um ambiente de riscos estressado e forte deflação representa uma anomalia grave que pode ter como consequência a desarticulação da economia.** Este cenário precisa ser evitado, pois, uma vez consolidado, trará efeitos importantes e negativos sobre a forma de recuperação e sobre o comportamento da economia pós-pandemia.

### 3. Contexto macroeconômico<sup>(2)</sup> e ambiente de riscos<sup>(3)</sup>

Em abril, os dados macroeconômicos de curto prazo apresentados pelo Boletim Focus começam a apresentar maior aderência aos reflexos causados pela pandemia do COVID-19. O ambiente de riscos, como esperado, permanece estressado.

#### 3.1 Contexto macroeconômico

Como relatado na primeira edição do *Gotham Market Watch*, a pandemia do COVID-19 produziu alterações abruptas e relevantes sobre as perspectivas macroeconômicas vigentes até 21 de fevereiro de 2020, data em que seus efeitos passaram a produzir consequências mais diretas sobre os mercados. Refletir efeitos tão significativos incorporados à dinâmica econômica de forma tão avassaladora em cenários macroeconômicos prospectivos não é uma tarefa fácil, razão pela qual o Relatório Focus divulgado pelo Banco Central do Brasil em 9 de abril de 2020 e utilizado em nossa primeira edição do *Gotham Market Watch*, foi sofrendo ajustes esperados nas edições divulgadas nas semanas subsequentes. Desta forma, visando proporcionar ao investidor uma visão transparente desta normalização das projeções de curto prazo, o quadro a seguir, que resume as perspectivas dos principais indicadores macroeconômicos, está sendo apresentado com a visão atual, refletida no Relatório Focus de 8 de maio de 2020, comparativamente ao quadro de 9 de abril de 2020 e 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, já incorporavam as alterações derivadas da pandemia do COVID-19 passíveis de serem identificadas e flutuaram dentro de um intervalo esperado, razão pela qual não sofreram alterações em relação ao último reporte.

---

<sup>(2)</sup> 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.

<sup>(3)</sup> 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 <sup>(4)</sup>	Indicadores macroeconômicos				Gotham - Equilíbrio
		DEZ.20	DEZ.21	Relatório Focus DEZ.22	DEZ.23	
Meta Taxa Selic - 08/05/20	3,00%	2,50%	3,50%	5,50%	6,00%	9,83%
Meta Taxa Selic - 09/04/20	3,75%	3,25%	4,50%	6,00%	6,00%	9,83%
Meta Taxa Selic - 21/02/20	4,25%	4,25%	6,00%	6,50%	6,50%	8,88%
IPCA - 09/04/20	2,40%	1,76%	3,25%	3,50%	3,50%	5,52%
IPCA - 09/04/20	3,30%	2,52%	3,50%	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 - 08/05/20	0,59%	0,73%	0,24%	1,93%	2,42%	4,08%
Juros real projetado - 09/04/20	0,44%	0,71%	0,97%	2,42%	2,42%	4,08%
Juros real projetado - 21/02/20	0,06%	1,02%	2,17%	2,90%	2,90%	3,57%
IGPM - 08/05/20	6,68%	4,83%	4,00%	3,75%	3,70%	5,52%
IGPM - 09/04/20	6,81%	4,83%	4,00%	3,75%	3,50%	5,52%
IGPM - 21/02/20	7,81%	3,98%	4,00%	3,80%	3,73%	5,13%
Câmbio - US\$ - 08/05/20	5,76	5,00	4,83	4,54	4,67	3,87
Câmbio - US\$ - 09/04/20	5,08	4,60	4,47	4,40	4,40	3,87
Câmbio - US\$ - 21/02/20	4,39	4,15	4,15	4,11	4,15	4,58
Variação do PIB - 08/05/20	1,10%	-4,11%	3,20%	2,50%	2,50%	2,36%
Variação do PIB - 09/04/20	1,10%	-1,96%	2,70%	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 Reunião do Comitê de Política Monetária – COPOM realizada em 6 de maio reduziu a Meta da Taxa Selic em 0,75 pontos percentuais, fixando-a em 3% ao ano, seu menor nível histórico. A ausência de pressões inflacionárias permitiu ao COPOM adotar esta estratégia de flexibilização da política monetária sem maiores consequências adversas. Embora parte dos membros do Comitê tenham defendido um corte mais acentuado desta meta, prevaleceu uma alternativa mais ponderada, com a sinalização da possibilidade de um novo corte de igual dimensão na próxima reunião em julho.

As projeções de inflação para os próximos 3 anos seguem dentro da meta estabelecida pelo Banco Central, tanto para o índice oficial, o IPCA, quanto para o IGPM, não obstante a influência que uma taxa de câmbio mais depreciada possa exercer sobre este índice. Estas projeções se fundamentam no agravamento do hiato de produto, provocado pelas medidas de isolamento social para combate à pandemia.

Embora apresente uma perspectiva ligeiramente mais depreciada para o câmbio em relação ao relatório divulgado em 9 de abril, o mercado ainda estima uma apreciação do real nos próximos 3 anos, reforçando a visão de que a cotação atual da moeda norte-americana em relação à divisa brasileira reflete muito mais a percepção de risco do momento do que os próprios fundamentos macroeconômicos.

Por fim, o mercado alterou a estimativa de redução do PIB em 2020, de 1,96% divulgada no Relatório Focus de 9 de abril para 4,11% no atual, refletindo os efeitos da pandemia sobre a atividade econômica no país. O crescimento projetado para 2021 aumentou de 2,70% para 3,20%, se estabilizando nos dois anos subsequentes em 2,5%, em linha com o relatório anterior.

**O cenário de equilíbrio de longo prazo estimado pela Gotham reflete uma situação onde a ociosidade presente na economia brasileira e o**

**consequente hiato de produto já estariam normalizados.** Também

incorpora custos equivalentes a 10% do PIB para o enfrentamento da pandemia.

Dado o grau de incerteza sobre a viabilidade de sua aprovação e da manutenção da qualidade das propostas enviadas pelo Poder Executivo ao Legislativo, nossos modelos não incorporam qualquer reflexo originados das Reformas Administrativa e Tributária que se encontravam em discussão antes do início da pandemia do COVID-19.

O consumo de parte da melhora da posição fiscal do país derivado da Reforma da Previdência pelos custos do combate à pandemia e a perspectiva da manutenção de uma situação fiscal ainda deficitária fundamentam nossas projeções de equilíbrio: (i) da taxa básica de juros em 9,83%, um ponto percentual acima de nossas projeções pré-pandemia e; (ii) da inflação, que já se encontrava em patamar superior às metas estabelecidas pelo Banco Central até 2023 e foi majorada em 0,39 ponto percentual em relação à nossa estimativa pré-pandemia.

O câmbio é o indicador que reflete maior complexidade de análise e a maior diferença entre as estimativas para o curto prazo e de equilíbrio. Dentro das circunstâncias atuais, com a taxa de juros em seu menor nível histórico, a Gotham entende que um intervalo justo para a cotação da moeda norte-americana se estabeleça entre R\$ 4,40 e 4,78, o que está relativamente alinhado ao mercado, cuja estimativa é mais elevada para o final de 2020, mas prevê um retorno a este intervalo nos anos posteriores. Cotações superiores a R\$ 5,17 refletem, no entendimento da Gotham, um ambiente de riscos estressado. A moeda norte-americana encerrou o pregão de 12 de maio de 2020 cotada a 5,77, acima, portanto, do nível de *stress* estimado pela Gotham, que se encontra superado desde a segunda quinzena de março.

Dentro do cenário de equilíbrio de longo prazo estimado pela Gotham, onde prevemos a necessidade de manutenção da taxa básica de juros em um nível mais elevado, a tendência será de uma apreciação do real diante do dólar norte-americano, razão pela qual mantemos nosso *call* de equilíbrio em R\$ 3,87.

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 deve superar seu nível estrutural, estimado pela Gotham 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) o prazo em que a economia ainda precisará permanecer em *lockdown*; (ii) a governança sobre os gastos necessários para enfrentamento da pandemia, mais especificamente sobre a execução do “Orçamento de Guerra” e dos mandatos adicionais do Banco Central do Brasil, principalmente em relação a possibilidade de adquirir títulos privados no mercado secundário e; (iii) a celeridade de aprovação das Reformas Administrativa e Tributária, com a qualidade do texto original preservada.

### 3.2 Ambiente de risco<sup>(5)</sup>

O ambiente de riscos permaneceu estressado ao longo de abril. A volatilidade diária dos mercados de renda variável apresentou declínio em relação ao extremo observado em março, se estabilizando, contudo, em níveis acima dos padrões de normalidade, conforme demonstrado no item 2 deste material.

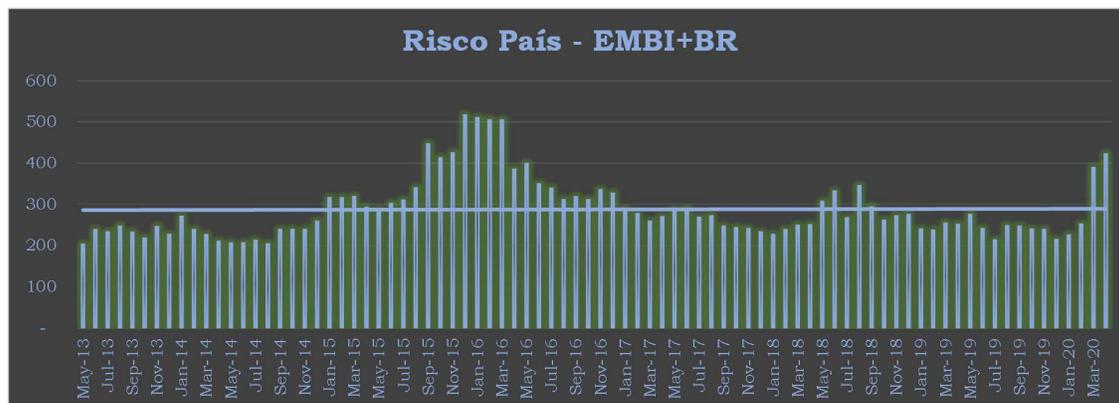
O risco país, medido pelo índice EMBI+BR<sup>(6)</sup>, fechou abril em 422 pontos, após atingir 475 pontos na segunda feira, dia 27, como repercussão da demissão do Ministro da Justiça Sr. Sergio Moro na sexta feira anterior. O índice encontra-se acima de seu intervalo de estabilidade<sup>(7)</sup> desde o dia 12 de março e consistentemente acima de seu nível de *stress*<sup>(8)</sup> desde 16 de março, refletindo tanto os desafios trazidos

<sup>(5)</sup> 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.

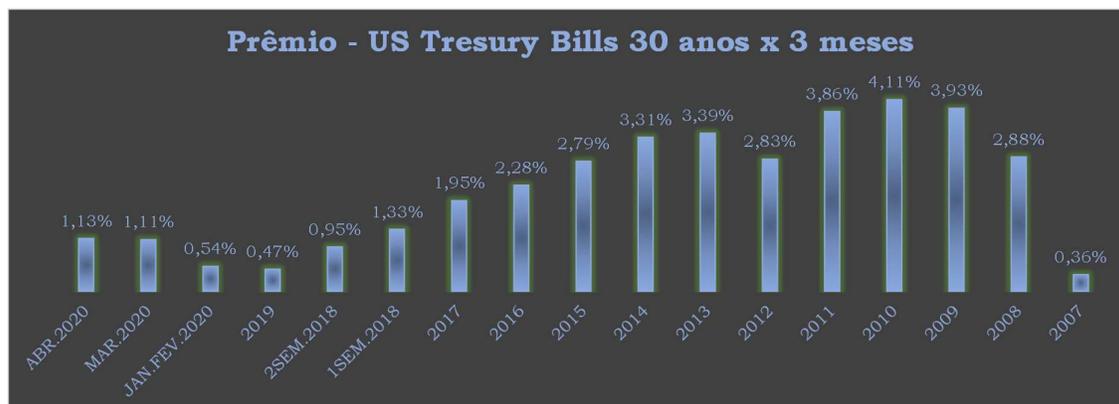
<sup>(6)</sup> O EMBI+BR - *Emerging Markets Bonds Index+Brazil* é um índice calculado pelo JPMorgan e reflete o excedente de remuneração pago por títulos emitidos pelo Tesouro Brasileiro negociados no exterior em relação a papéis similares emitidos pelo Tesouro Norte-Americano.

<sup>(7)</sup> A Gotham estima o intervalo de estabilidade do EMBI+BR entre 260 e 309 pontos base.

pela pandemia do COVID-19 como as incertezas que a dificuldade de articulação política impõem sobre a viabilidade da conclusão das reformas estruturais em curso quando a situação de normalidade retornar.



O estreitamento da diferença dos prêmios dos Títulos de Dívida Norte-Americanos de curto e longo prazo<sup>(9)</sup>, que ficou em terreno inferior a 1% durante o segundo semestre de 2018, se equilibrou pouco acima deste patamar após a redução nas taxas de juros estabelecida pelo Federal Reserve em 15 de março de 2020. Embora em equilíbrio, a diferença de prêmios dos títulos de curto e longo prazo encontra-se em terreno de *stress*.



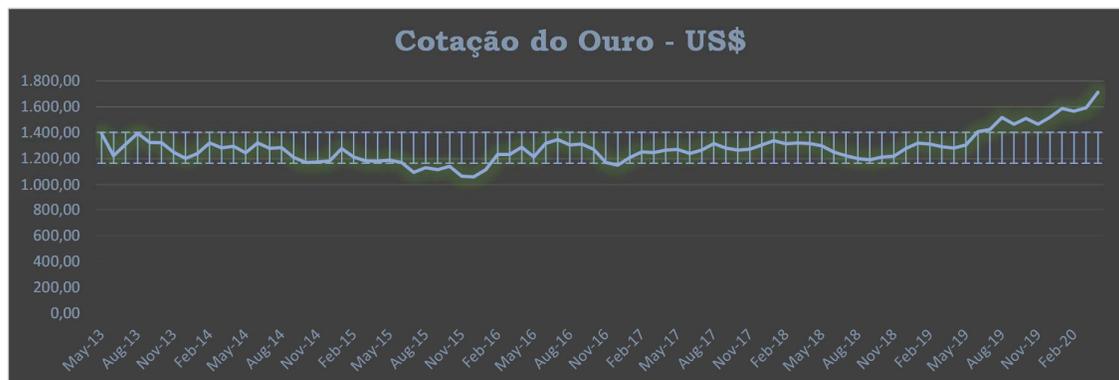
A cotação do Ouro<sup>(10)</sup>, encontra-se acima de seu intervalo padrão desde o segundo semestre de 2019, tendo percebido alta expressiva de 7,62% no fechamento de abril e

<sup>(8)</sup> A Gotham avalia que o EMBI+BR acima de 361 pontos sinaliza uma percepção estressada do risco da economia brasileira.

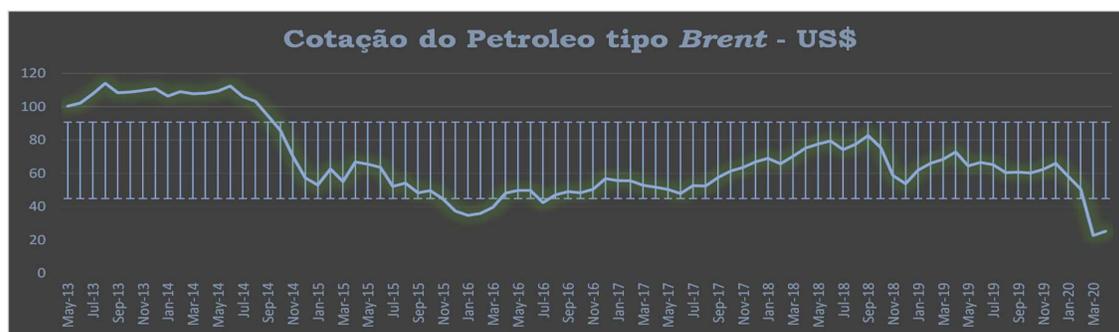
<sup>(9)</sup> A redução dos prêmios dos títulos de longo prazo pode acontecer em função do aumento da demanda por estes papéis, cujo fluxo financeiro atrelado aumenta seu preço de mercado. Este movimento, quando intensificado a ponto de posicionar a taxa destes papéis em patamar próximo ou inferior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

<sup>(10)</sup> 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 eficiente mensurador do nível de risco vigente.

atingido seu maior valor nominal em 7 anos (US\$ 1.788,80) no dia 14 deste mês, refletindo a elevada percepção de risco dos agentes econômicos em relação às moedas e ativos financeiros convencionais.



A volatilidade observada no mercado de petróleo<sup>(11)</sup> foi intensa durante o mês de abril. Não obstante o acordo de redução de produção entre a OPEP e a Rússia, anunciada em 9 de abril, o recuo global da demanda provocado pela pandemia do COVID-19 fez com que os preços futuros ficassem negativos em US\$ 37,63 no início da semana de 20 de abril, em razão do esgotamento da capacidade de armazenamento da produção futura. Passada esta turbulência, a cotação do barril tipo *Brent* fechou o mês cotado a US\$ 25,27. Embora esta cotação seja 11,13% superior ao fechamento de março (US\$ 22,74), ainda está bem abaixo do seu padrão histórico e do nível mínimo de sustentabilidade da indústria, colocando o risco geopolítico em situação de alerta.



**Os fatores de risco qualitativos também se apresentam estressados, em linha com o próprio ambiente geral de riscos.**

A incerteza sobre como se estabelecerá o novo equilíbrio econômico e sobre a forma

<sup>(11)</sup> 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 de importância global e regional.

que este equilíbrio será alcançado, considerando ser cada vez mais factível a perspectiva de que não será possível a aniquilação integral do vírus responsável pela pandemia de forma rápida e integral, sendo, portanto, requerido que período de restrição social se alongue, **potencializa a materialização do risco de estagnação econômica, desarranjo das cadeias produtivas, deflação e, no extremo, de um evento sistêmico sobre os sistemas financeiros.**

**A polarização política parece ter atingido os esforços de combate à pandemia nos Estados Unidos,** onde as posições divergentes entre a Força Tarefa Federal liderada pelo Presidente Donald Trump (Republicano) e os esforços de combate na região mais atingida, liderados pelo Governador do Estado de Nova York Andrew Cuomo (Democrata) reduzem a eficiência potencial do combate e minimizam a possibilidade de os Estados Unidos liderarem um esforço estratégico global de combate a pandemia, diante da politização e ineficiência demonstrada pela Organização Mundial de Saúde.

As tensões entre China e Estados Unidos se intensificaram novamente no início de maio, após um ligeiro período de trégua, a partir das declarações do Secretário de Estado Norte-Americano Mike Pompeo sobre a qualidade das informações prestadas pelo país asiático no início da pandemia e sobre seu controle sobre suprimentos essenciais ao combate global da mesma. As declarações foram fortemente rechaçadas pelas autoridades chinesas, que as qualificaram como mentirosas e maldosas. Na sequência, o Presidente Donald Trump ameaçou impor novas tarifas comerciais, como uma punição pelo tratamento incorreto e manipulação de informações pela China, o que teria prejudicado as estratégias de combate ao COVID-19 pelo ocidente. **Nota-se, portanto, a volta de um ambiente bastante hostil nas relações diplomáticas entre as duas maiores economias do mundo.**

A falta de perspectiva de uma solução definitiva para a crise, conjugada com as consequências já refletidas no cenário macroeconômico global, nas cadeias produtivas e em algumas indústrias em particular e as incertezas sobre as alterações de hábitos de consumo e o comportamento laboral e estilo de vida das populações pós-pandemia tornam o ambiente de riscos bastante complexo. **Dessa forma a Gotham mantém sua recomendação de cautela e manutenção de liquidez a espera de oportunidades sob um horizonte menos denso.**

## 4. Renda fixa

**O cenário macroeconômico permanece fortemente expansionista e, com as medidas de enfrentamento da crise, amplia a probabilidade de assim permanecer ao menos até 2023.** Embora tecnicamente este cenário não favoreça investimentos em ativos de renda fixa, a incerteza sobre o futuro e o comportamento dos mercados de risco em meio a complexidade da crise em curso pode fazer com que investidores avessos a risco optem por investir neste tipo de ativo.

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. Os papéis que contam com esta garantia, no entanto, podem perder parte de seu prêmio em caso de *default* do emitente, tendo em vista que, entre a liquidação da instituição e o pagamento da garantia, não há pagamento de qualquer remuneração.

**Atualmente, verifica-se uma grande assimetria na remuneração dos ativos**, contrariando, inclusive, a lógica da relação risco e retorno, uma vez que ativos de maturação mais longa apresentam, em alguns casos, remuneração inferior a outros com vencimento em prazo mais curto, assim como papéis com garantias mais robustas oferecem, também em alguns casos, remuneração superior a outros cuja estrutura de garantia não contenha, por exemplo, a colateralidade do Fundo Garantidor de Crédito.

**A Gotham reitera a importância em se avaliar, criteriosamente, todas as informações disponíveis durante um processo de decisão de investimentos**, inclusive no mercado de ativos de renda fixa. A tabela a seguir apresenta um resumo das melhores oportunidades disponíveis junto aos principais distribuidores de ativos financeiros do mercado brasileiro em 12 de maio de 2020:

Investimento	Investimentos de renda fixa disponíveis em 12/05/2020 <sup>(12)</sup>											
	Taxa do papel	2 anos Equiv. CDI <sup>(13)</sup>	Taxa do papel	3 anos Equiv. CDI <sup>(13)</sup>	Taxa do papel	4 anos Equiv. CDI <sup>(13)</sup>	Taxa do papel	5 anos Equiv. CDI <sup>(13)</sup>	Taxa do papel	6 anos Equiv. CDI <sup>(13)</sup>	Taxa do papel	7 anos Equiv. CDI <sup>(13)</sup>
Tributado com garantia do FGC - Pré-fixado	8,00%	248%	9,05%	259%	9,80%	238%	10,75%	221%	11,55%	203%	13,00%	207%
Isento com garantia do FGC - Pré-fixado	4,10%	149%	5,70%	192%	7,35%	210%						
Tributado com garantia do FGC - Pós IPCA	3,00%	161%	5,05%	213%	4,40%	173%	5,15%	170%	4,97%	150%	5,50%	149%
Isento com garantia do FGC - Pós IPCA	2,00%	153%	2,45%	162%								
Tributado com garantia do FGC - Pós CDI	147%	147%	145%	145%	142%	142%	148%	148%	135%	135%	137%	137%
Isento com garantia do FGC - Pós CDI	112%	132%	115%	135%	107%	126%						
Tributado sem garantia do FGC - Pré-fixado	4,40%	136%										
Isento sem garantia do FGC - Pré-fixado					6,75%	193%						
Tributado sem garantia do FGC - Pós IPCA	4,00%	193%			4,20%	168%	5,00%	167%	5,50%	159%		
Isento sem garantia do FGC - Pós IPCA	4,30%	238%			7,50%	295%	7,50%	259%	4,20%	160%	6,00%	185%
Tributado sem garantia do FGC - Pós CDI	156%	156%	129%	129%								
Isento sem garantia do FGC - Pós CDI	141%	166%									136%	160%

## 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. **Contudo, dado o momento de instabilidade vigente na economia desde o início da pandemia do COVID-19, alguns papéis de prazo mais longo apresentam remuneração superior ao que a Gotham estima ser a taxa de juros de equilíbrio de longo prazo da economia brasileira dentro das perspectivas macroeconômicas atuais.**

Este cenário torna estes papéis atrativos, seja para carregamento, uma vez que se contrata a longo prazo uma taxa de juros que tende a ser superior a de estabilidade, seja para a realização de ganho financeiro através da liquidação antecipada dos títulos, caso as taxas de juros retornem ao patamar pré-crise ou converjam para o equilíbrio estimado pela Gotham. Destaca-se que o risco de mercado vigente torna estes papéis muito voláteis no curto prazo. Durante o mês de abril, por exemplo, a diferença de taxas entre os picos de alta e baixa as NTN-Bp (Tesouro IPCA+) com vencimento em 2035 e 2045 foi de 71 *basis points*, (maior taxa acima da inflação: 4,90% em 3 de abril de 2020, menor: 4,19% em 22 de abril de 2020).

O quadro a seguir resume o prêmio potencialmente embutido nestes papéis com base nos valores negociados em 12 de maio de 2020, em dois cenários: (i) caso as taxas de juros da economia converjam com aquelas estimadas pela Gotham como de equilíbrio

<sup>(12)</sup> As lacunas observadas na tabela representam situações onde não existam ativos financeiros disponíveis junto aos distribuidores acompanhados pela Gotham.

<sup>(13)</sup> 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 variação de taxa de juros e inflação consideram as estimativas de mercado (Relatório Focus) e as taxas de equilíbrio da economia brasileira calculadas pela Gotham.

para a economia brasileira 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	Tesouro Direto - 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 12/05/20	1.705,09	1.097,20	1.705,09	1.097,20
Dias úteis até o vencimento	3.770	6.283	3.770	6.283
Taxa de juros em 12/05/20	4,52%	4,52%	4,52%	4,52%
Taxa de juros potencial	3,36%	3,36%	4,08%	4,08%
Preço do título no vencimento	3.303,52	3.303,51	3.303,52	3.303,51
Preço de mercado potencial em 12/05/20	2.014,92	1.449,21	1.816,17	1.218,89
Ganho potencial em 12/05/20 nos cenários hipotéticos	18,17%	32,08%	6,51%	11,09%

## 6. Renda variável<sup>(14)</sup>

Os principais mercados de renda variável acompanhados pela Gotham apresentaram forte recuperação no mês de abril, após apresentarem perdas expressivas no primeiro trimestre, ancoradas nos efeitos da pandemia do COVID-19.

Indicador	Performance comparativa		
	ABR.20	1TRI.20	2019
IBOVESPA	10,25%	-37,03%	31,58%
IFIX <sup>(15)</sup>	4,40%	-21,99%	35,95%
Fundos Multimercado - GFI <sup>(16)</sup>	7,43%	-13,91%	17,58%

**Esta recuperação, no entanto, parece se basear mais em fatores circunstanciais, como a liquidez adicional colocada nos mercados em razão dos programas de estímulo para combate à pandemia, do que por fatores estruturais, considerando não haver um horizonte claro sobre o controle da pandemia** e, a depender de como este controle seja alcançado, como determinadas indústrias serão afetadas. Isto prejudica a presumibilidade dos principais direcionadores de valor do mercado de renda variável, tais como indicadores macroeconômicas, resultados das empresas e remuneração dos ativos imobiliários. Além disso, as expectativas de risco continuam elevadas, tanto na

<sup>(14)</sup> 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.

<sup>(15)</sup> O IFIX é um índice criado pela B3 e reflete a performance de uma carteira teórica de fundos de investimento imobiliários listados nesta bolsa.

<sup>(16)</sup> O GFI - *Gotham Finance Index* reflete a variação de um portfólio teórico de fundos multimercado acompanhados pela Gotham.

esfera global quanto local. O único fator positivo na equação de valor dos mercados de renda variável são as taxas de juros, que se encontram em níveis extremamente baixos, incorporando os esforços de combate à pandemia.

**Neste contexto de incertezas, a Gotham mantém seu entendimento de que as posições existentes em renda variável podem ser mantidas, caso o investidor tenha capacidade financeira para aguardar sua recuperação, cuja previsibilidade é incerta. Dentro desta mesma perspectiva, o direcionamento de novos investimentos para este mercado implicará em riscos elevados.**

### 6.1 Ações de companhias abertas

O desempenho do mercado acionário brasileiro, em abril, mensurado pelo IBOVESPA, que fechou o mês aos 80.506 pontos, foi positivo em 10,25%. **Este desempenho, no entanto, parece estar mais relacionado a um fluxo de liquidez proveniente do desmonte de posições de renda fixa como reação dos investidores às reduções da taxa básica de juros da economia brasileira do que a fatores estruturais como a previsibilidade de resultados, comportamento da economia pós-pandemia e percepção de risco, que permanecem incertos ou elevados.**

Desta forma, não existindo alterações no grau de incerteza para previsibilidade dos fundamentos estruturais de valor e desempenho das empresas, a Gotham mantém seu *call*, já externado no relatório de março, que contempla três cenários para um universo de 12 meses: (i) cenário benigno, com a resolução da crise em um universo máximo de três meses e retomada econômica subsequente, onde 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 a crise se prolongue por um período superior a três meses e o ritmo de retomada da atividade econômica seja menos intenso mas efetivo, onde 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, comprometendo a retomada econômica, onde, estimamos, 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 4,40% em abril de 2020. Os vinte e quatro fundos de investimento imobiliário acompanhados pela Gotham apresentaram *dividend yield*<sup>(17)</sup> médio anualizado em abril de 7,64% (março - 8%) e uma relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial<sup>(18)</sup> equivalente a 98% (março - 96%).

**As medidas de isolamento social estabelecidas para conter a pandemia do COVID-19, case se prolonguem, podem potencialmente afetar os três principais vetores de valor dos fundos de investimento imobiliários:** (i) a taxa de retorno dos aluguéis contratados pode sofrer impacto da inadimplência temporária gerada pela parada abrupta das atividades dos locatários; (ii) a vacância do portfólio pode sofrer aumento importante como reflexo da desaceleração econômica marginal pós-pandemia e; (iii) a valorização do mercado imobiliário tende a ser reduzida como reflexo da própria redução 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, também chamados de “fundos de papel”. Dentro deste contexto, o direcionamento e mesmo a manutenção de investimentos a este tipo de ativo devem considerar estes riscos.

## 6.3 Fundos multimercado<sup>(19)</sup>

A Gotham acompanha o desempenho dos fundos multimercado através do *Gotham Finance Index* cuja performance por estratégia<sup>(20)</sup> pode ser resumida como segue:

Período	Performance comparativa					
	GFI	Macro	Multi	Global	Ñ Dir.	Estratégias Long Bia.
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%

<sup>(17)</sup> *Dividend yield* é apurado pela relação entre os proventos distribuídos por um investimento e o seu valor de mercado.

<sup>(18)</sup> 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.

<sup>(19)</sup> Fundos multimercado atuam arbitrando oportunidades nos mercados de ações, taxas juros, câmbio, títulos públicos, crédito privado e commodities, tanto em âmbito local como internacional.

**Os fundos multimercado apresentaram performance positiva em abril, recuperando parte da perda percebida no primeiro trimestre do ano.** Esta performance foi impulsionada pelas estratégias mais voláteis, com exposição mais significativa em ativos de bolsa (*long biased* e global), que capturaram a boa performance tanto do IBOVESPA quanto dos mercados internacionais.

As estratégias que representam um perfil mais tradicionalmente vinculado ao conceito de fundos multimercados apresentam performance opostas: os fundos mais voláteis deste universo (multi estratégia) apresentaram perda menor no primeiro trimestre e bom desempenho em abril, sendo a única estratégia a fechar o acumulado de quatro meses em terreno positivo (1,32%). Já os fundos macro consistência, que também apresentaram performance positiva em abril, tiveram perda maior no primeiro trimestre. Esta perda teve forte influência de um fundo específico, que apresentava uma exposição importante em bolsa, visando capturar um ganho adicional baseado nas perspectivas macroeconômicas vigentes à época, que foram revertidas com o advento inesperado da pandemia do COVID-19.

A perspectiva de retorno de longo prazo de um portfólio diversificado de fundos multimercado se mantém em um intervalo entre 175% e 200% da variação do CDI, e se fundamenta no retorno histórico obtido nos últimos 7 anos, que foi de 188% da variação do CDI (7 anos findos em março de 2020 – 176% da variação do CDI, 7 anos findos em dezembro de 2019 – 195% da variação do CDI).

São Paulo, 12 de maio de 2020

SÉRGIO ROGANTE  
ECONOMISTA – CORECON-SP 27.528

**GOTHAM**  
CONSULTORIA FINANCEIRA PERSONALIZADA

<sup>(20)</sup> 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 com 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 em 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.

## 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](http://www.gothamfinance.com.br)

1º de maio: a **Gotham** celebra o trabalho!

