



GOTHAM

Market Watch

Conteúdo

- 1. Introdução**
- 2. O efeito COVID-19**
- 3. Contexto macroeconômico e ambiente de riscos**
- 4. Renda fixa**
- 5. Tesouro direto**
- 6. Renda variável**
- 7. Dólar norte-americano**

Adendo: *Disclaimer*

Março / Abril de 2020

1. Introdução

Esta é a primeira edição do *Gotham Market Watch*, 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. 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.

Já nesta primeira edição nos defrontamos com as consequências do novo Corona Vírus (COVID-19), qualificado como pandemia em março de 2020. A materialização deste evento de risco, de difícil previsibilidade e complexa e mensuração de suas consequências, vem produzindo efeitos significativos sobre o cotidiano das pessoas e sobre os mercados de ativos financeiros. Nosso desafio, nesta primeira edição do *Gotham Market Watch*, especificamente relacionado a este tema, é proporcionar ao investidor uma visão dos efeitos já materializados por este evento bem como desenvolver possíveis cenários de seu desdobramento.

2. O efeito COVID-19

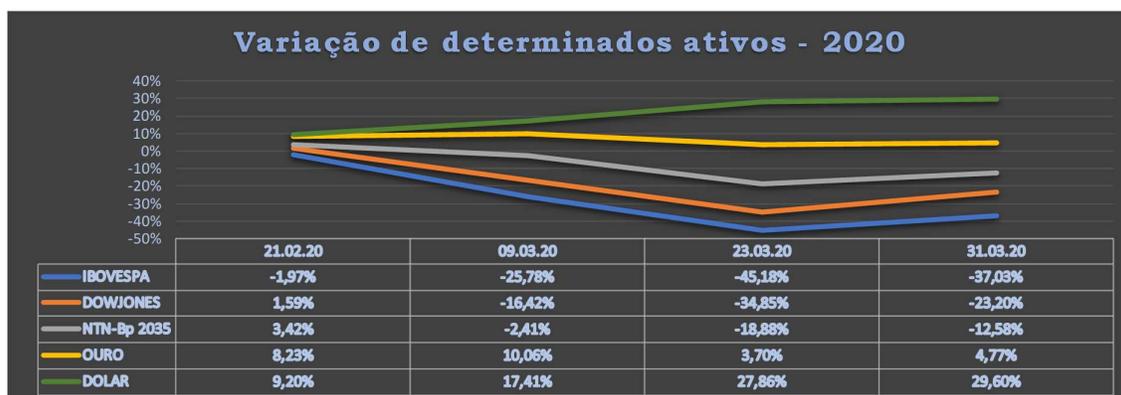
As consequências da pandemia do COVID-19 foram notadas, inicialmente, pelo aumento no risco de mercado, mensurado pela elevação na volatilidade dos principais índices de bolsa de valores. Esta volatilidade já se apresentava elevada em janeiro, tendo atingido um pico desproporcional em março:

Índice	Volatilidade diária					
	MAR.20	FEV.20	JAN.20	1TRI.20	4TRI.19	2SEM.19
IBOVESPA	7,53%	2,51%	1,27%	4,79%	0,93%	1,81%
Dow Jones	6,18%	1,65%	0,82%	3,82%	0,60%	0,53%

A partir do dia 21 de fevereiro, caracterizado por muitos como o marco do início da crise, percebeu-se um declínio substancial dos preços dos ativos de risco e o aumento do valor dos ativos de segurança, mais especificamente o ouro e o dólar norte-

americano (*fly to safety*). O ponto mais profundo da crise de mercado se deu no início da semana de 23 de março, quando os ativos de risco atingiram seu menor valor.

No Brasil, a crise de mercado passa a ter contornos de uma crise de liquidez a partir do dia 9 de março, quando a taxa dos títulos públicos de prazos mais alongados se elevou, aumentando seu deságio de liquidez e, portanto, reduzindo seu preço de negociação. As taxa das NTN-Bp (Tesouro IPCA+) com vencimento em 2035, que em 31 de dezembro de 2019 estava em 3,5% acima da inflação, atingiu 5,07% em 23 de março de 2020, maior valor observado em 2020, o que representa um declínio no valor de mercado destes papéis em relação a em 31 de dezembro de 2019 da ordem de 19%.



O risco a ser evitado neste momento é o agravamento deste cenário e sua conversão em uma crise de crédito capaz de afetar o sistema financeiro como um todo (risco sistêmico). As autoridades monetárias e governos vêm atuando globalmente neste sentido, utilizando desde estímulos de política monetária e ampliação da liquidez do sistema financeiro até estruturas de renúncia fiscal temporária e estímulos à concessão de crédito emergencial. **Entretanto, a eficácia marginal deste conjunto de medidas está diretamente relacionada ao prazo de *lockdown* que as economias ainda terão que se sujeitar, o que, neste momento, é a principal incerteza em aberto.**

3. Contexto macroeconômico e ambiente de riscos

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.

Monitoramos o ambiente de riscos através da identificação dos principais fatores que, entendemos, possam ter efeito relevante sobre os investimentos pessoais de nossos clientes. Para os fatores de risco cuja mensuração quantitativa seja possível, desenvolvemos uma métrica e mantemos sob acompanhamento. Para fatores de risco onde não seja possível se estabelecer um padrão quantitativo confiável de acompanhamento, estabelecemos um monitoramento qualitativo. 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.

3.1 Contexto macroeconômico

A pandemia do COVID-19 produziu uma abrupta e relevante alteração nas perspectivas macroeconômicas e no cenário de riscos vigente até 21 de fevereiro de 2020. Estruturalmente, espera-se uma importante redução do produto em 2020, provocada pelos efeitos do isolamento social necessário para reduzir a expansão de contágio do vírus e assegurar a manutenção de atendimento do sistema de saúde. Por outro lado, os programas de auxílio e estímulo necessários para sustentar as famílias, impedidas de exercer suas atividades laborais, e assim, minimizar as consequências da parada abrupta da economia trarão efeitos significativos sobre as contas públicas, deteriorando a posição fiscal dos governos e elevando a relação dívida / PIB. O quadro a seguir traz um comparativo entre as perspectivas macroeconômicas refletidas no Relatório Focus divulgado pelo Banco Central do Brasil em 21 de fevereiro (pré-crise) e em 9 de abril de 2020 (último disponível até o fechamento deste relatório), bem como a visão de equilíbrio de longo prazo derivadas dos modelos desenvolvidos pela Gotham:

Índice	Valores correntes ⁽¹⁾	Indicadores macroeconômicos				Gotham - Equilíbrio
		Relatório Focus				
		DEZ.20	DEZ.21	DEZ.22	DEZ.23	
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	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 - 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 - 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\$ - 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 - 09/04/20	1,1%	-1,96%	2,70%	2,50%	2,50%	2,36%
Variação do PIB - 21/02/20	1,1%	2,20%	2,50%	2,50%	2,50%	3,50%

Refletir efeitos tão significativos incorporados à dinâmica econômica de forma tão avassaladora em cenários macroeconômicos prospectivos não é uma tarefa fácil. Este fato pode ser notado nas projeções contidas no Relatório Focus, que congrega a percepção média das principais instituições financeiras do país, e, portanto, se constitui em uma referência de análise macroeconômica prospectiva. O Relatório emitido em 9 de abril de 2020 apresenta uma redução importante do PIB, deterioração cambial e o esforço de política monetária refletido na redução da Meta da Taxa Selic. As projeções de inflação trazem um sinal dúbio, com redução no IPCA, provavelmente motivada pela redução da demanda interna, e aumento nas projeções do IGPM, que possivelmente incorpora efeitos da deterioração cambial.

As projeções do Relatório Focus não aparentam incorporar, possivelmente por não haver certeza sobre o comportamento dos fatores que as consubstanciam, questões importantes como: (i) a deterioração fiscal e sua influência sobre a potência e diretriz da política monetária (as primeiras estimativas de mercado dão conta que o custo dos pacotes de estímulo e proteção social poderá alcançar entre 40 e 60% da economia prevista para a Reforma da Previdência, e que poderá haver uma elevação de pelo menos 10 pontos percentuais na relação dívida / PIB); (ii) um aprofundamento da retração do PIB (um estudo do Fundo Monetário Internacional divulgado em 14 de abril prevê uma redução de 5,3% do PIB brasileiro em 2020) e; (iii) eventuais reflexos do hiato de oferta causado pelo período de *lockdown* e suas consequências sobre o sistema de preços.

⁽¹⁾ Refletem os valores vigentes nas datas indicadas, exceto índices de inflação que contemplam o acumulado em 12 meses disponível na data de referência (março e janeiro de 2020) e a variação do PIB, que reflete o ano de 2019.

O cenário de equilíbrio projetado pela Gotham reflete uma visão de longo prazo, onde os principais índices macroeconômicos da economia brasileira se equilibram diante da evolução de suas características estruturais atuais. Este cenário é complementar a visão de curto / médio prazo estimada pelo mercado e refletida no Relatório Focus. Revisamos nossos modelos incorporando as principais consequências derivadas dos esforços necessários diante dos desafios originados da pandemia do COVID-19. O custo das medidas de estímulo e resgate social deterioram ainda mais a frágil posição fiscal do país, o que poderá trazer efeitos importantes sobre a inflação após a capacidade ociosa atualmente presente na economia ser absorvida. Este fato e o aumento na relação dívida / PIB deverão elevar a taxa de juros de equilíbrio da economia e, conseqüentemente, o custo de carregamento da dívida pública.

Esta deterioração do cenário macroeconômico pode, inclusive, ensejar o aumento da já elevada carga tributária e, mesmo que isso não aconteça, o cenário de riscos estressado já apresenta criticidade suficiente para inibir investimentos e reduzir o potencial de crescimento da economia.

O câmbio é outro fator que pode pressionar negativamente o crescimento potencial da economia brasileira, considerando que o novo patamar previsto para a taxa de juros de equilíbrio deverá produzir uma apreciação do real em relação às principais divisas internacionais.

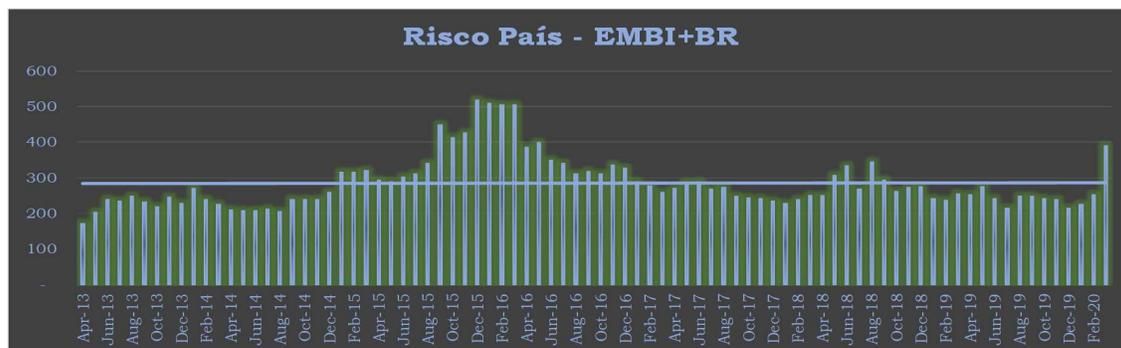
Uma eventual redução no prazo de *lockdown* da economia poderá atenuar as consequências macroeconômicas descritas anteriormente, mas esta perspectiva não é a mais realista neste momento. Dessa forma, ganha ainda mais importância a aprovação das reformas estruturais em discussão no Congresso Nacional, principalmente a Reforma Administrativa e a Reforma Fiscal. Considerando a incerteza presente nas relações entre os Poderes Executivo e Legislativo, agravadas pela gestão da crise gerada pela pandemia, os reflexos benéficos destas reformas não estão contemplados no cenário de equilíbrio da Gotham.

3.2 Ambiente de risco

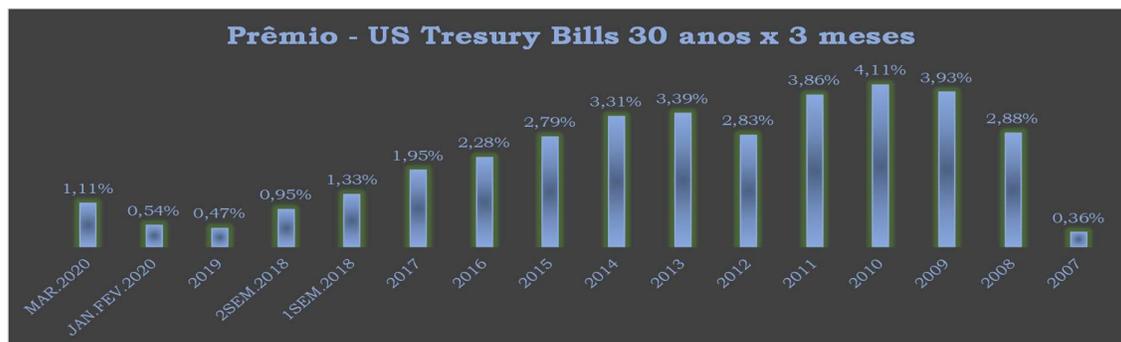
O ambiente de risco se deteriorou ao longo do trimestre, atingindo seu pico durante o mês de março. A volatilidade diária dos mercados de renda variável, conforme já demonstrado no item 2 deste material, se apresentou acima daquela observada no

segundo semestre de 2019, tanto no Brasil como nos Estados Unidos, e atingiu um patamar desproporcional durante março de 2020, refletindo a dimensão da crise.

O risco país, medido pelo índice EMBI+BR⁽²⁾, que se encontrava dentro de seu intervalo de estabilidade⁽³⁾ desde agosto de 2018, extrapolou este intervalo, atingindo o pico de 476 pontos no dia 23 de março de 2020, recuando posteriormente para fechar o mês em 389 pontos. Esta extrapolação reflete, além dos desafios trazidos pela pandemia do COVID-19, as dificuldades de articulação entre os Poderes Executivo e Legislativo, que se tornou ainda mais evidente e coloca em dúvida a conclusão das reformas estruturais em discussão no Congresso Nacional quando a pandemia finalmente for detida.



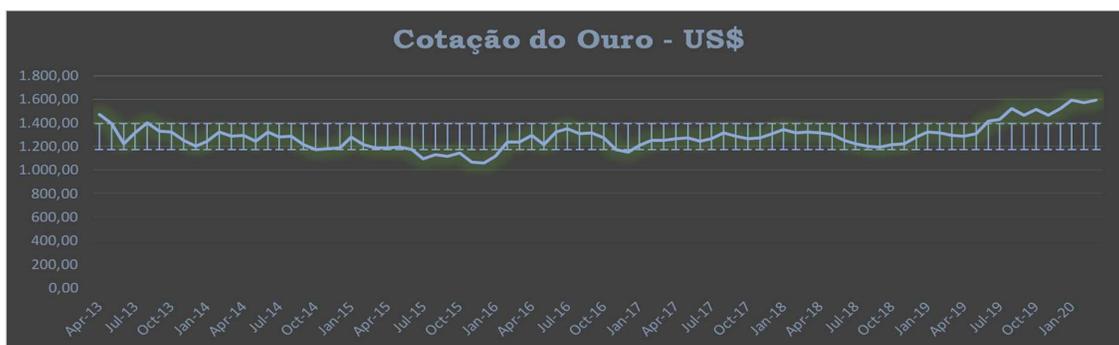
Não obstante a crise causada pela pandemia do COVID-19, os mercados globais de renda variável já vinham mostrando sinais de saturação e, portanto, da eminência de se iniciar um ciclo de correção. A Gotham utiliza como mensuradores para este fator de risco o comportamento de determinados ativos, avaliados pelo mercado como “ativos de segurança”, especificamente o estreitamento do prêmio dos Títulos de Dívida Norte-Americana de curto (3 meses) e longo prazo (30 anos) e o preço do Ouro negociado no mercado futuro Norte-Americano.



⁽²⁾ 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.

⁽³⁾ A Gotham estima o intervalo de estabilidade do EMBI+BR entre 260 e 309 pontos base.

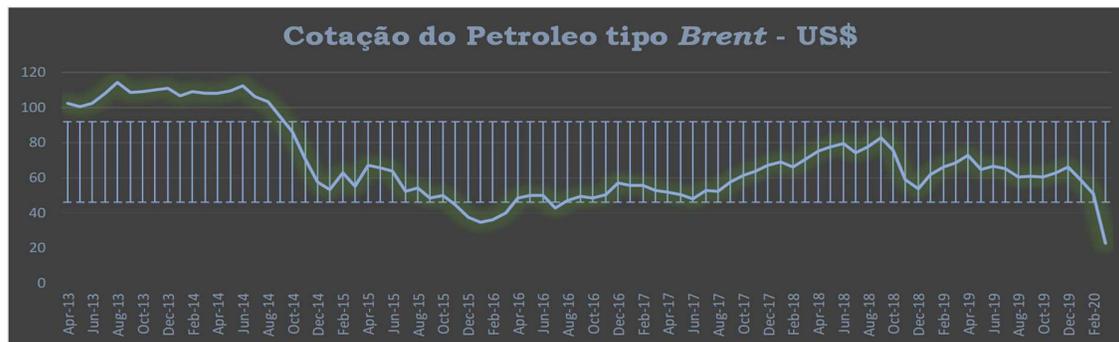
A diferença dos prêmios dos Títulos de Dívida Norte-Americanos de curto e longo prazo vem se estreitando consistentemente, atingindo patamar inferior a 1% durante o segundo semestre de 2018. A redução dos prêmios dos títulos de longo prazo acontece em função do fluxo financeiro causado pelo aumento da demanda por estes papéis (*fly to safety*), o que eleva seu preço de mercado e, conseqüentemente, reduz sua taxa de juros, que representa a diferença entre o preço de negociação no mercado a vista e seu valor face de liquidação em sua data de maturação. Após o anuncio de redução nas taxas de juros pelo Federal Reserve, em 15 de março, no âmbito de medidas para amenizar as conseqüências econômicas da pandemia do COVID-19, cujos efeitos se refletem mais significativamente nos títulos de curto prazo, nota-se uma distensão na diferença de prêmios, que voltam a superar 1 ponto percentual.



O Ouro é um ativo desvinculado de qualquer rentabilidade futura ou pressões importantes de oferta e demanda físicas, cujo valor, portanto, deriva da confiança dos agentes econômicos em sua capacidade de preservação de valor e os reflexos desta confiança sobre seus fluxos financeiros. O metal, que em 31 de março estava cotado a US\$ 1.592,10 por onça, vem sendo negociado no mercado futuro norte-americano acima de seu intervalo padrão desde o segundo semestre de 2019, refletindo tanto o início de um ciclo de correção nos mercados de risco quanto a crise instaurada pela pandemia do COVID-19.

O risco geopolítico é monitorado pela Gotham em razão das conseqüências sobre o mercado financeiro que uma crise aguda entre nações pode proporcionar. O mensurador utilizado para quantificar este fator de risco é a oscilação do preço do barril de petróleo, considerando que parcela significativa de estados não democráticos de importância global e regional dependem das receitas das exportações desta commodity para se manterem. Além disso, o crescimento da

exploração do gás de xisto por parte dos Estados Unidos alterou o equilíbrio da oferta global de energia. Dado a dimensão desta indústria hoje dentro da economia americana, cotações do petróleo em patamares muito baixo podem gerar consequências econômicas importantes para este país e, portanto, mais tensões geopolíticas.



O preço do petróleo tipo *Brent* convergiu para seu intervalo padrão durante o ano de 2014, após alguns anos sendo negociado acima deste nível. Desde então sua cotação se manteve em patamares mais próximos a sua banda inferior, rompendo esta barreira durante o mês de fevereiro de 2020. Em março, atingiu seu nível historicamente mais baixo em razão da crise entre a OPEP e a Rússia, fechando o mês cotado a US\$ 22,74 o barril. Mesmo após o entendimento entre estes *players* e o anúncio de um acordo para redução da produção global, os preços permanecem abaixo de seu padrão histórico, agora como reflexo da redução da demanda provocada pela pandemia do COVID-19.

Os fatores de risco qualitativos também apresentam alta complexidade diante do ambiente geral de riscos. O cenário atual é caracterizado pela incerteza, inclusive sobre as perspectivas de como será o mundo após a pandemia ser superada. Isto potencializa o risco relacionado à estagnação econômica, deflação e efeitos sobre o sistema financeiro, considerando ainda o desarranjo já notado nas cadeias produtivas pela paralisação abrupta e descoordenada da atividade econômica. Dependendo da extensão do período de *lockdown* e da intensidade observada na recuperação econômica, o desemprego e a ociosidade podem vir a fazer parte desta equação, agravando ainda mais as perspectivas de risco.

A definição do nome de John Biden como candidato do Partido Democrata às eleições norte-americanas de outubro deste ano afasta a possibilidade de nomeação

de um candidato de orientação mais à esquerda, contudo esta vertente ideológica ganha força no debate político e na própria estrutura social da maior economia do mundo, representando uma ameaça real sobre a eficiência futura da maior economia do planeta.

A guerra comercial sino-americana atravessa um período de trégua, contudo as tensões entre as duas potências parece longe de terminar, sendo um tema constante, inclusive, nas análises e ações de combate à pandemia do COVID-19. A cooperação entre as duas potências será um fator importante para determinar a intensidade da recuperação econômica no pós-crise.

Sob a perspectiva do investidor fundamentalista com visão de longo prazo, as incertezas presentes tanto no cenário macroeconômico quanto no ambiente de riscos recomendam cautela. Novos investimentos buscando oportunidades geradas pela crise podem se mostrar precipitados por não haver, ainda, uma ideia clara de sua extensão temporal. Movimentos de saída de investimentos cujo valor tenha se deteriorado pode precipitar a materialização de prejuízos e impossibilitará o aproveitamento de uma eventual recuperação quando o momento agudo da crise for superado. A alta volatilidade e instabilidade dos mercados de risco, aliadas à crise de liquidez aumentou o desconto e o custo de saída, inclusive, dos mercados de renda fixa. O preço dos ativos de segurança (*fly to safety*) atingiu valores acima de seu intervalo máximo, tornando-os pouco atrativos. **Desta forma, em momentos como o atual, a liquidez se torna o ativo mais valioso, permitindo aos investidores aproveitar oportunidades tão logo o ambiente de risco se normalize e uma situação mínima de segurança se reestabeleça.**

4. Renda fixa

O cenário macroeconômico expansionista atualmente em vigor não favorece investimentos em ativos de renda fixa, contudo, investidores mais avessos ao risco de mercado podem manter sua predileção a este tipo de ativo. Existem oportunidades disponíveis que oferecem prêmios relevantes em relação à taxa básica de juros da economia brasileira, contudo, é importante avaliar o grau de risco embutido nestas oportunidades, seja em função da ausência de liquidez e longa maturação destes papéis, seja em função de sua exposição ao risco de crédito. Vale destacar que, mesmo papéis que contam com a garantia do Fundo Garantidor de Crédito, podem

perder parte de seu prêmio em caso de *default* do emitente, considerando que, entre a liquidação da instituição e o pagamento da garantia, não há pagamento de qualquer remuneração.

A Gotham acompanha o mercado de renda fixa junto aos principais distribuidores de ativos financeiros do mercado brasileiro, e as melhores oportunidades em 17 de abril de 2020 estão resumidas na tabela⁽⁴⁾ a seguir:

Investimento	Investimentos de renda fixa disponíveis em 17/03/2020													
	Taxa do papel	2 anos Equiv. CDI ⁽⁵⁾	Taxa do papel	3 anos Equiv. CDI ⁽⁵⁾	Taxa do papel	4 anos Equiv. CDI ⁽⁵⁾	Taxa do papel	5 anos Equiv. CDI ⁽⁵⁾	Taxa do papel	6 anos Equiv. CDI ⁽⁵⁾	Taxa do papel	7 anos Equiv. CDI ⁽⁵⁾		
Tributado com garantia do FGC - Pré-fixado	9,35%	237%	10,39%	249%	11,10%	235%	11,50%	213%	12,00%	196%	13,00%	195%		
Isento com garantia do FGC - Pré-fixado	6,44%	192%	5,03%	142%										
Tributado com garantia do FGC - Pós IPCA	2,50%	133%	4,06%	166%	4,48%	162%	4,50%	148%	4,55%	137%	4,80%	134%		
Isento com garantia do FGC - Pós IPCA	1,15%	115%	1,15%	111%										
Tributado com garantia do FGC - Pós CDI	161%	161%	156%	156%	145%	145%	149%	149%	135%	135%	137%	137%		
Isento com garantia do FGC - Pós CDI	120%	141%	115%	135%	105%	124%								
Tributado sem garantia do FGC - Pré-fixado														
Isento sem garantia do FGC - Pré-fixado					7,00%	174%			7,05%	135%	6,00%	106%		
Tributado sem garantia do FGC - Pós IPCA														
Isento sem garantia do FGC - Pós IPCA	4,10%	205%	3,10%	167%	4,50%	191%	7,75%	248%	2,70%	125%	5,51%	171%		
Tributado sem garantia do FGC - Pós CDI														
Isento sem garantia do FGC - Pós CDI	125%	147%	137%	161%	131%	154%			138%	162%	137%	161%		

Verifica-se uma grande assimetria na remuneração dos ativos, contrariando, inclusive, a lógica de 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 garantia do Fundo Garantidor de Crédito oferecem, também em alguns casos, remuneração superior a ativos que não contam com esta garantia. Esta disparidade evidencia a importância em se avaliar, criteriosamente, todas as informações disponíveis durante um processo de decisão de investimentos.

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 pois, em geral, passam a ser negociados abaixo da taxa de equilíbrio da economia. Uma vez que o ciclo expansionista se conclua e a taxa de juros convirja

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

(5) 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 seu equilíbrio, o investidor pode incorrer em prejuízo se decidir realizar os ativos antes de seu vencimento.

A crise de liquidez e a deterioração da percepção de riscos instauradas com a pandemia do CONVID-19, no entanto, a alteraram a taxa de mercado de alguns papéis, principalmente aqueles de prazo de maturação mais alongado, que perceberam majoração e superaram a taxa de equilíbrio da economia brasileira estimada pela Gotham. **Com este novo patamar de taxas, estes papéis voltaram a ser atrativos como opção de investimento, já que taxas de juros acima do equilíbrio estimado proporcionam ganhos marginais, no caso do carregamento do papel até seu vencimento, além de garantirem a possibilidade de ganho financeiro pela realização antecipada dos títulos, caso as taxas de juros retornem ao patamar pré-crise ou converjam para o equilíbrio estimado pela Gotham.**

O quadro a seguir resume o prêmio potencialmente embutido nas NTN-Bp (Tesouro IPCA+) com vencimento em 2035 e 2045 com base nos valores negociados em 17 de abril de 2020, em dois cenários: (i) caso as taxas de juros da economia converjam com aquelas estimadas pela Gotham como de equilíbrio para a economia brasileira e; (ii) caso as taxas de mercado retornem ao mesmo valor observado no início da crise do CONVID-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 17/04/20	1.765,33	1.055,33	1.765,33	1.055,33
Dias úteis até o vencimento	3.785	6.298	3.785	6.298
Taxa de juros em 17/02/20	4,28%	4,28%	4,28%	4,28%
Taxa de juros potencial	3,36%	3,36%	4,08%	4,08%
Preço do título no vencimento	3.312,85	3.007,94	3.312,85	3.007,94
Preço de mercado potencial - Base 17/04/20	2.016,65	1.316,95	1.816,97	1.107,20
Ganho potencial	14,24%	24,79%	2,93%	4,91%

6. Renda variável

Ativos financeiros de renda variável, em geral, são remunerados 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, derivando de cenários de euforia ou pânico.

Até 21 de fevereiro de 2020 o cenário macroeconômico e o ambiente de riscos no Brasil eram favoráveis a investimentos nesta categoria de ativos. Havia a perspectiva de aumento da atividade econômica, com a consolidação de um ciclo benigno e sustentável, que alavancaria o potencial de geração de resultados pelas empresas. As taxas de juros e percepção de risco encontravam-se em patamares historicamente baixos e com a perspectiva de atingirem níveis ainda menores.

A pandemia do COVID-19 alterou parte deste cenário, sendo que seu desfecho, ainda incerto, pode tanto potencializar oportunidades como materializar riscos que tornem menos atrativo o investimento neste tipo de ativo. **Neste momento, a Gotham entende que o nível de incertezas vigentes não propicia nem o direcionamento de novos investimentos para ativos de renda variável tampouco para o resgate de investimentos existentes.**

6.1 Ações de companhias abertas

O desempenho médio do mercado acionário pode ser mensurado, entre outras formas, pela variação do IBOVESPA, índice que congrega o desempenho de uma carteira teórica composta pelas ações mais líquidas listadas na B3. A performance individual das ações reflete, de forma geral, o valor presente da estimativa de geração de dividendos futuros, apurado considerando o custo de oportunidade de capital investido e uma taxa de risco.

A performance anual do IBOVESPA reflete, desde 2016, a melhora das condições econômicas e o declínio das taxas de juros, o que potencializa a geração de resultados pelas empresas. Este desempenho, contudo, sofreu forte revés no primeiro trimestre de 2020, como consequência do impacto da pandemia do COVID-19. **O índice, que fechou o ano de 2019 em 115.645 pontos, atingiu seu nível mais baixo em 23 de março (63.570 pontos). Em 17 de abril fechou aos 78.990 pontos, o que representa uma queda de 32% em relação ao fechamento de 2019.**

A Gotham entende que, com o atual nível de incertezas, a volatilidade será fator presente durante o ano de 2020. Isto posto, trabalhamos com três cenários para um universo de 12 meses: **(i) cenário benigno, com a resolução da crise ainda no**

primeiro semestre e retomada econômica subsequente, onde estimamos que haverá uma recomposição do índice, orbitando os 100.000 pontos. Caso haja celeridade na aprovação das Reformas Administrativa e Fiscal, esta recomposição poderá ser ainda mais robusta; (ii) cenário de estagnação, onde a crise perdure até o segundo semestre 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 haja aprofundamento da crise, comprometendo a retomada econômica e exigindo um esforço adicional de isolamento social, onde estimamos mais uma queda expressiva do índice, podendo atingir os 60.000 pontos.

6.2 Fundos de investimento imobiliários

O desempenho dos fundos imobiliários está vinculado a três fatores primordiais: (i) a taxa de retorno dos aluguéis contratados; (ii) a gestão da vacância do portfólio e; (iii) a valorização do mercado imobiliário.

A Gotham acompanha vinte e quatro fundos de investimento imobiliário, cujo *dividend yield*⁽⁶⁾ médio em março de 2020 estava em 8% ao ano. Este conjunto de fundos apresenta, nesta mesma data, uma relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial⁽⁷⁾ equivalente a 96%. **Desta forma, o investimento em fundos imobiliários traz em perspectiva: (i) a remuneração do capital em dinheiro⁽⁸⁾ superior à taxa básica de juros da economia, e; (ii) a possibilidade de ganho de capital, pela recomposição do valor de mercado ao valor justo dos ativos do fundo ou mesmo a superação deste, considerando que em momentos de euforia os fluxos financeiros podem fazer a relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial superar 100%.** A volatilidade anualizada do Índice de Fundos de Investimento Imobiliários o IFIX⁽⁹⁾, que em março de 2020 era de 12%, pode ser um bom indicador deste potencial.

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

(7) 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.

(8) Os fundos imobiliários são obrigados a distribuir, no mínimo semestralmente, 95% do seu resultado apurado em regime de caixa.

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

O momento atual, no entanto, potencializa riscos e, no que diz respeito aos fundos de investimento imobiliários destacamos: (i) o fechamento dos shoppings centers e a brusca retração da economia observada durante o mês de março pode gerar uma onda de inadimplência dos alugueis, o que poderá reduzir as estimativas de *dividend yield* e; (ii) a realização de ganho de capital depende da recomposição da liquidez deste mercado e da recuperação da atividade econômica a um nível capaz de sustentar o valor justo dos ativos imobiliários e manter o nível de retorno dos alugueis.

6.3 Fundos multimercado

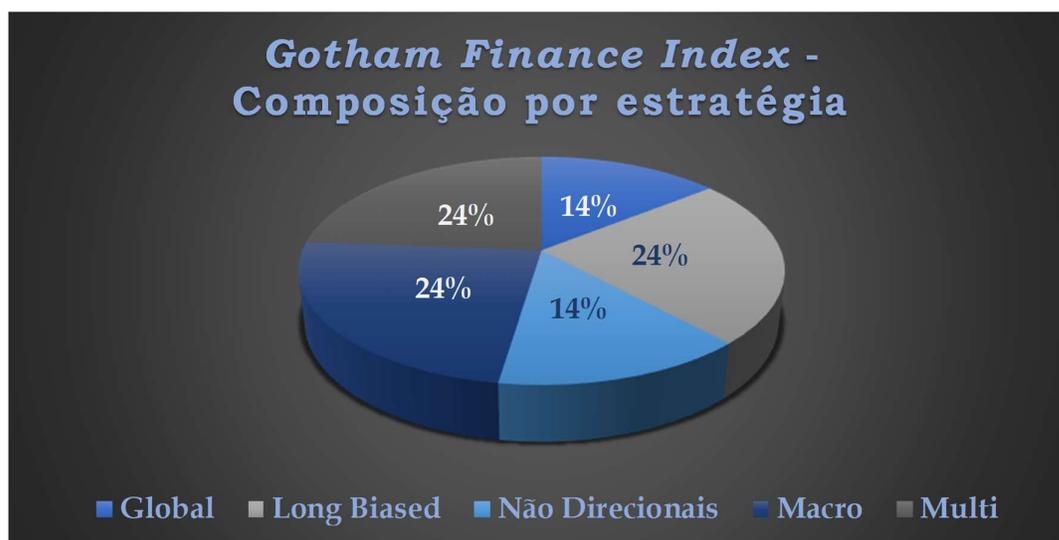
Fundos multimercado atuam arbitrando oportunidades nos mercados de ações, taxas juros, câmbio, títulos públicos, crédito privado e commodities, tanto em âmbito local como internacional⁽¹⁰⁾. Uma carteira diversificada de fundos multimercado permite ao investidor aproveitar oportunidades em diversos mercados com redução substancial do risco de mercado envolvido individualmente nestas posições.

A análise e comparabilidade de desempenho dos fundos multimercado é dificultada pela vasta gama de atuação e estratégias existentes. Diante disso, a Gotham estabeleceu, em 31 de dezembro de 2018, o *Gotham Finance Index*⁽¹¹⁾, cuja principal funcionalidade é estabelecer um acompanhamento da performance de uma carteira teórica de fundos multimercados, passível de ser comparada com a performance de

⁽¹⁰⁾ O conceito de fundo multimercado é bastante amplo, não havendo um consenso de mercado sobre suas subcategorias. Dessa forma, a Gotham segrega estes veículos de investimento através das principais estratégias de atuação: (i) Fundos Macro Consistência: São os fundos multimercado tradicionais, que exploram diversos mercados e buscam oportunidades de arbitragem sobre assimetrias nos principais indicadores macroeconômicos; (ii) Fundos Multi Estratégia: Possuem perfil similar aos fundos macro consistência, contudo com maior volatilidade e, portanto, maior exposição a riscos e oportunidades; (iii) Fundos Globais: Apresentam perfil similar aos fundos macro consistência e multi estratégia, atuando preponderantemente em mercados internacionais; (iv) Fundos Não Direcionais: Exploram assimetrias entre índices financeiros, ações ou indicadores macroeconômicos correlacionados, sem incorrer em exposição direcional de mercado e; (v) Fundos Long Biased: 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.

⁽¹¹⁾ O *Gotham Finance Index* congrega um portfólio teórico de fundos multimercado acompanhados pela Gotham. Ao incluir um fundo neste portfólio teórico a Gotham faz uma avaliação qualitativa do gestor e considera os seguintes aspectos quantitativos: (i) ao menos 3 anos de existência; (ii) rentabilidade média em 7 anos ou desde o início das atividades, caso ainda não tenha atingido 7 anos de existência, superior a 135% da variação do CDI com desvio padrão inferior desta rentabilidade equivalente a, no mínimo, 125% deste mesmo índice. A composição do índice é revisada semestralmente, sendo incluídos novos fundos que atendam ao critério descrito e excluídos; (i) fundos em que o desvio padrão superior de rentabilidade não atinja 135% da variação do CDI e; (ii) fundos onde a Gotham tenha detectado questões qualitativas em relação ao processo de gestão.

outros índices do mercado financeiro. Atualmente, esta carteira teórica é composta por 21 fundos com a seguinte composição por estratégia:



O quadro a seguir apresenta a performance combinada e segregada por estratégia dos fundos que compõem o *Gotham Finance Index*, comparativamente à variação do IBOVESPA e dos Certificados de Depósitos Interfinanceiros - CDI:

Período	Performance comparativa							
	GFI	IBOV.	CDI	Macro	Multi	Global	Ñ Dir.	Long Bia.
1TRI.2020	-13,91%	-37,03%	1,01%	-14,63%	-5,26%	-13,61%	-4,55%	-31,40%
2019	17,58%	31,58%	5,96%	13,54%	10,88%	28,20%	10,07%	37,00%
7 anos (anualizado) ⁽¹²⁾	16,95%	3,77%	9,64%	10,96%	17,83%	17,48%	13,50%	24,17%

A carteira teórica de fundos multimercado que compõem o *Gotham Finance Index* apresentou, em 7 anos, rentabilidade superior tanto ao índice de referência de renda fixa como de renda variável. Este resultado foi obtido em um período em que a taxa básica de juros da economia brasileira atingiu níveis reconhecidamente elevados e com uma volatilidade anualizada de 8,53%, bastante inferior à volatilidade anualizada do IBOVESPA, calculada em 23,78%.

Em 2019 o índice apresentou performance equivalente a 195% da variação do CDI, sendo superado pelo IBOVESPA em ano de valorização extraordinária do mercado acionário brasileiro. Já em 2020, quando os mercados de renda variável foram abalados pela crise do COVID-19, o recuo do *Gotham Finance Index* foi pelo menos

⁽¹²⁾ Embora o *Gotham Finance Index* tenha sido estabelecido em 31 de dezembro de 2018, a performance histórica pode ser apurada com base no histórico de rentabilidade dos fundos que compuseram a formação original da carteira teórica.

60% inferior ao recuo observado pelo IBOVESPA.

Estes resultados evidenciam que uma carteira diversificada de fundos multimercado pode, no longo prazo, se constituir em uma opção de investimento capaz de preservar rentabilidade com menor exposição ao risco de mercado.

7. Dólar norte-americano

A Gotham avalia, com base em seus modelos, que o valor justo do dólar norte-americano, desconsiderando fluxos financeiros influenciados pela política monetária e pela balança de pagamentos, deva orbitar entre R\$ 4,03 e R\$ 4,40. Já em situações de *stress*, o valor da divisa poderia alcançar R\$ 5,14. A moeda norte-americana encerrou o pregão de 17 de abril de 2020 cotada a 5,26 e seu preço de mercado encontra-se acima do nível de *stress* estimado pela Gotham desde a segunda quinzena de março.

Além da crise relacionada a pandemia do COVID-19, outro fator que pode pressionar a depreciação da divisa brasileira é o fato de a taxa básica de juros da economia brasileira encontrar-se no nível mais baixo de sua história, tornando menos atrativo para capitais externos ingressarem no país para arbitragem de juros.

Neste contexto, considerando o sobrepreço atual, a menos que exista uma necessidade inadiável, a conversão de reais em dólares norte-americanos não se apresenta como uma boa opção.

São Paulo, 17 de abril 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** apoia o isolamento
seletivo e a utilização de tecnologia
na prevenção o e combate à COVID-19

