



GOTHAM

Market Watch

Conteúdo

- 1. Introdução**
- 2. Primeiro trimestre de 2021: o início da transição**
- 3. Contexto macroeconômico e ambiente de riscos**
- 4. Renda fixa**
- 5. Tesouro direto**
- 6. Renda variável**

Adendo: *Disclaimer*

1º trimestre de 2021

1. Introdução

A 7ª 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, chega acompanhada da ansiedade dos mercados pela superação da pandemia do COVID-19 e seus efeitos sobre a economia, fato que abordamos na 2ª seção deste relatório.

As edições anteriores, como habitual, permanecem disponíveis no website www.gothamfinance.com.br. A Gotham mantém seu compromisso de apoiar investidores em sua gestão financeira pessoal através de uma visão independente do comportamento do mercado de ativos financeiros, baseada em um conceito fundamentalista de médio e longo prazos.

2. Primeiro trimestre de 2021: o início da transição

O primeiro trimestre do ano, além de marcar o aniversário da pandemia, deixa uma sensação, em seu encerramento, de um certo arrefecimento da esperança que marcou a virada do ano, principalmente no Brasil. Assim, pautaram o trimestre fatos negativos, como o recrudescimento da doença e a materialização do risco político local, refletido na dificuldade de articulação entre os poderes e o impasse na aprovação de uma Lei de Diretrizes Orçamentárias que se alinhasse aos preceitos da Lei do Teto de Gastos. Estes fatores negativos acabaram por suplantar os efeitos positivos, ainda pouco tangíveis, do início da vacinação.

Externamente, no entanto, os mercados parecem precificar a volta à normalidade, a medida em que os programas de contenção da doença baseados em tecnologia e inteligência minimizam seus impactos econômicos, assim como o ritmo da vacinação se intensifica.

O desempenho dos mercados de risco acabou refletindo esta dicotomia. Enquanto, no Brasil, o trimestre fechou negativo, os demais mercados acompanhados pela Gotham apresentaram desempenho positivo, com exceção do mercado chinês, que

⁽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 a ativos financeiros específicos, razão pela qual as oportunidades não são identificadas individualmente.

flertou com a estabilidade, conforme evidenciado no quadro a seguir:

Índice	Variação no período						
	MAR.21	FEV.21	JAN.21	1TRI.21	4TRI.20	1TRI20	2020
IBOVESPA	6,00%	-4,37%	-3,32%	-2,00%	25,81%	-36,86%	2,92%
Dow Jones	6,64%	3,17%	-2,04%	7,78%	10,17%	-23,20%	7,25%
Nikkei (Japão)	0,74%	4,71%	0,80%	6,32%	18,37%	-20,04%	16,01%
EURO Stoxx 600	6,08%	2,31%	-0,80%	7,66%	10,51%	-7,06%	-2,07%
Shanghai Composite (China)	-1,91%	0,75%	0,29%	-0,89%	7,92%	-9,83%	13,86%

A Gotham avalia que o formato da recuperação econômica, tanto global como localmente, deva se consolidar em *swoosh*, em concordância com nossa visão desde o início da crise, em meados de 2020. Localmente, em um cenário onde o risco político seja controlado e a questão orçamentária sinalize, ao menos a intensão de se tratar, de forma responsável, o déficit fiscal agravado pela pandemia, a tendência é que a recuperação econômica se consolide, sustentada pela massificação da vacinação. Globalmente, a medida em que a liquidez excessiva presente nos mercados seja drenada em função do risco de um processo inflacionário, deverá haver um arrefecimento na recuperação econômica, que se mostra bastante robusta neste início da transição.

Esta liquidez excessiva, conjugada com a perspectiva da volta à normalidade, em um ambiente econômico desajustado pelos efeitos dos mecanismos adotados para conter a disseminação do vírus, vem elevando o preço das principais *commodities*, que atingiram níveis próximos de suas máximas históricas. Isto não só influencia o equilíbrio do sistema de preços, como também abre espaço para a valorização de ativos exóticos, como mercados futuros de metais de baixa liquidez, entre os quais, destacam-se o cobre e prata. As criptomoedas, ativos que a Gotham não acompanha, também ganham destaque. A supervalorização destes ativos, que não guarda qualquer aderência à fundamentos econômicos, vem impulsionando o surgimento de uma imensa variedade de novas criptomoedas, o que torna ainda mais questionável sua utilidade e fundamentação como um ativo financeiro.

Neste contexto, a Gotham avalia que o ano de 2021 será marcado por uma volatilidade ainda elevada nos mercados financeiros. O balanço de riscos, embora menos nebuloso, ainda apresenta importantes questões a serem superadas, o que tende a produzir momentos de euforia e pessimismo separados por

curto espaço de tempo. Infelizmente, ainda nos defrontamos com uma pandemia onde nem todas as variáveis são plenamente conhecidas e controláveis.

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

A inflação vem sendo o tema central do debate macroeconômico em 2021. Externamente, como o principal efeito colateral: (i) da desorganização das cadeias produtivas e suas consequências sobre o sistema de preços e; (ii) do excesso de liquidez provocado pelas ações dos bancos centrais nos esforços de combate aos efeitos da pandemia do COVID-19. Localmente, em razão do agravamento da situação fiscal do país, como consequência do custeio dos programas de resgate social implementados e pelo risco político, que ficou evidente com a dificuldade em se aprovar uma Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2021 aderente à Lei do Teto de Gastos.

O ambiente de riscos global vive um período de maior tranquilidade, derivado do ritmo de vacinação nos Estados Unidos, que tem influenciado positivamente as estimativas de recuperação econômica. As perspectivas de crescimento da China também sustentam esta onda de otimismo, assim como a resposta dos bancos centrais ao risco inflacionário, que sinaliza haver espaço para a manutenção de uma política monetária mais leniente por um longo período de tempo.

Localmente, o balanço de riscos apresenta-se mais complexo. As distorções inflacionárias são uma realidade desde o final do ano de 2020, quando os índices de preços ao produtor descolaram fortemente dos níveis aceitáveis e da própria meta de inflação oficial do país. **O risco político, que pode ser definido como a falta de harmonia entre os poderes constituídos**, coloca em dúvida a capacidade de se aprovar as reformas estruturais, bem como o direcionamento de medidas capazes de equacionar a precária situação fiscal do país. As decisões recentes do Poder Judiciário, cuja aderência aos princípios constitucionais são fortemente questionáveis, remetem a um clima de insegurança jurídica poucas vezes visto no

⁽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 prazos, 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.

país. Por fim, a lentidão no processo de privatização de empresas estatais e a desconfiança do mercado sobre a manutenção dos princípios de governança destas entidades também contribuíram para o aumento na percepção de risco sobre o mercado local durante o 1º trimestre de 2021.

3.1 Juros e inflação

A política monetária permanece fortemente expansionista, não obstante o redirecionamento, iniciado na última reunião do Copom, onde a taxa básica de juros da economia foi elevada em 75 *basis points*. A Gotham avalia que o limite de uma política monetária fortemente expansionista seria refletido em uma taxa de juros igual ou inferior a 5,5%. Dessa forma, os aumentos previstos para esta taxa básica de juros até 2024 apenas corrigem as distorções verificadas no ordenamento da política monetária em razão do enfrentamento da pandemia, mas ainda mantem um viés bastante estimulativo na condução desta política.

A inflação segue como uma preocupação, com o IPCA apresentando aumento importante no acumulado de 12 meses durante o 1º trimestre de 2021, superando, inclusive, neste intervalo de tempo, a meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional. A inflação ao produtor atingiu e se manteve em patamar bastante preocupante, superando 30% no acumulado de 12 meses findos em março de 2021. Suportam este movimento o aumento no preço das *commodities*, derivado da desorganização econômica das cadeias produtivas em uma abrangência global, e a forte e persistente desvalorização da moeda brasileira, cuja fundamentação decorre de múltiplos fatores, entre os quais a manutenção da taxa básica de juros da economia em um patamar inferior àquele que consideramos ser um nível mínimo suportável para o atual estágio da economia brasileira, por tempo demasiadamente prolongado. Embora este estímulo monetário tenha sido importante para combater os efeitos decorrentes da pandemia do COVID-19, seu limite de eficácia parece ter sido atingido. O quadro a seguir resume as projeções de curto prazo reportadas no Relatório Focus de 9 de abril de 2021, de forma comparativa aquela apresentada em nosso último relatório e com a versão pré-crise de 21 de fevereiro de 2020, juntamente com as projeções de equilíbrio de longo prazo, derivadas dos modelos desenvolvidos pela Gotham.

Índice	Valores correntes ⁽⁴⁾	Indicadores macroeconômicos				Gotham - Equilíbrio
		DEZ.21	DEZ.22	Relatório Focus DEZ.23	DEZ.24	
Meta Taxa Selic - 09/04/21	2,75%	5,25%	6,00%	6,50%	6,25%	9,83%
Meta Taxa Selic - 15/01/21	2,00%	3,25%	4,75%	6,00%	6,00%	9,83%
Meta Taxa Selic - 21/02/20	4,25%	6,00%	6,50%	6,50%		8,88%
IPCA - 09/04/21	6,10%	4,85%	3,53%	3,25%	3,25%	5,52%
IPCA - 15/01/21	4,52%	3,43%	3,50%	3,25%	3,22%	5,52%
IPCA - 21/02/20	4,19%	3,75%	3,50%	3,50%		5,13%
Juros real projetado - 09/04/21	-3,16%	0,38%	2,39%	3,15%	2,91%	4,08%
Juros real projetado - 15/01/21	-2,41%	-0,17%	1,21%	2,66%		4,08%
Juros real projetado - 21/02/20	0,06%	2,17%	2,90%	2,90%		3,57%
IGPM - 09/04/21	31,10%	12,66%	4,12%	3,85%	3,50%	5,52%
IGPM - 15/01/21	23,14%	4,94%	4,00%	3,50%	3,50%	5,52%
IGPM - 21/02/20	7,81%	4,00%	3,80%	3,73%		5,13%

As projeções do Relatório Focus para os próximos anos colocam a taxa de juros real da economia brasileira em patamar inferior ao que entendemos, seja suficiente para a não produção de efeitos indesejáveis sobre a taxa de câmbio e a inflação. **Desta forma, a Gotham avalia que este cenário dificilmente será realizado dentro das condições macroeconômicas atuais da economia brasileira, considerando seu antagonismo em relação, principalmente, frágil situação fiscal do país.**

As projeções de equilíbrio de longo prazo derivadas dos modelos da Gotham encontram-se razoavelmente alinhadas com as taxas de juros dos títulos de longo prazo (LTN 2026), que em 31 de março era de 8,65%, e a inflação implícita na precificação destes papéis, obtida pela redução do prêmio das NTN-B do mesmo período, que estava em 4,59%. Nossas projeções de equilíbrio, tanto de taxa de juros quanto inflação são ligeiramente superiores, mas coincidem em um juros real de equilíbrio de 4,08% (modelos Gotham), contra 4,06% (prêmio das NTN-B).

Desta forma, mantemos nosso entendimento sobre a importância do rápido realinhamento da política monetária, bem como da aprovação célere das reformas estruturais, com textos de boa qualidade, para que a realidade macroeconômica brasileira possa alcançar um padrão capaz de garantir um nível de crescimento econômico próximo à média global de forma sustentável.

3.2 Câmbio e crescimento econômico

Como já comentado neste relatório, a manutenção da taxa básica de juros da economia brasileira em patamar incondizente com a situação fiscal do país por período prolongado provocou uma sensível desvalorização da moeda brasileira. Esta distorção, bastante significativa, não é imediatamente capturada em nossos modelos, razão pela qual temos ajustado sistematicamente nossas projeções de equilíbrio da cotação do dólar norte-americano.

O Produto Interno Bruto brasileiro fechou 2020, o ano marcado pela pandemia do COVID-19, apresentando uma retração de 4,10%, alinhado com as projeções da Gotham divulgadas nos relatórios anteriores. O quadro a seguir resume as projeções reportadas no Relatório Focus de 9 de abril de 2021, de forma comparativa aquela apresentada em nosso último relatório e com a versão pré-crise de 21 de fevereiro de 2020, juntamente com as projeções de equilíbrio de longo prazo da Gotham.

Índice	Valores correntes ⁽⁵⁾	Indicadores macroeconômicos				Gotham - Equilíbrio
		Relatório Focus				
		DEZ.21	DEZ.22	DEZ.23	DEZ.24	
Câmbio - US\$ - 09/04/21	5,64	5,37	5,25	5,00	5,00	5,06
Câmbio - US\$ - 15/01/21	5,27	5,00	4,90	4,89	4,96	4,68
Câmbio - US\$ - 21/02/20	4,39	4,15	4,11	4,15		4,58
Variação do PIB - 09/04/21	-4,10%	3,08%	2,33%	2,50%	2,50%	2,36%
Variação do PIB - 15/01/21	-4,37%	3,45%	2,50%	2,50%	2,50%	2,36%
Variação do PIB - 21/02/20		2,50%	2,50%	2,50%		3,50%

A alteração recente das diretrizes da política monetária, que deve buscar um patamar de taxa de juros ainda expansionista, contudo, em níveis mais razoáveis, considerando a realidade macroeconômica brasileira, deve alterar a trajetória de precificação da moeda brasileira. Durante o período de elevação da taxa de juros, acreditamos que o mercado cambial permanecerá bastante volátil, mas, ao seu final, a moeda brasileira deverá se estar apreciada em relação às cotações atuais. Assim, estimamos que, a cotação do dólar norte-americano orbite os R\$ 5,00, o que se alinha às expectativas do mercado, consolidadas no Relatório Focus.

As projeções para o crescimento econômico indicam que o nível do PIB de 2019 será alcançado durante o ano de 2022, o que consubstancia o formato de recuperação em

swoosh, alinhado às projeções que a Gotham vem divulgando nas edições anteriores do *Gotham Market Watch*. Dessa forma, nossas projeções se alinham ao mercado neste fundamento macroeconômico, não apenas no curto prazo como também no patamar de crescimento potencial de longo prazo da economia brasileira, dentro das circunstâncias macroeconômicas vigentes.

3.3 Ambiente de risco

Os principais indicadores de risco quantitativos permanecem estáveis, contudo, ainda em níveis superiores àqueles verificados em momentos de normalidade. Já os fatores de risco qualitativos perdem complexidade no exterior, com o arrefecimento da pandemia e a intensificação da vacinação, que abrem a perspectiva para a volta a normalidade, contudo ganham maior notoriedade no âmbito local, onde não apenas a doença apresentou um forte recrudescimento, como também o risco político se intensificou.

3.3.1 Volatilidade dos mercados

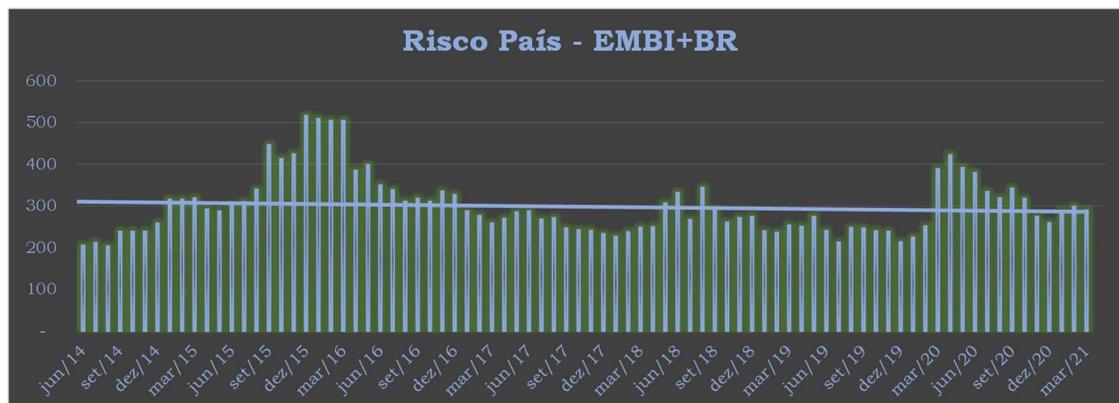
A volatilidade diária dos mercados reflete o descolamento da percepção de risco interna em relação àquela percebida nos mercados internacionais. **Se netes mercados a retomada econômica parece se consolidar, por aqui, o risco político e o recrudescimento da crise sanitária se refletiram em inquietação e volatilidade nos mercados de risco:**

Índice	Volatilidade diária						
	1TRI21	2020	4TRI20	3TRI20	2TRI20	1TRI20	4TRI.19
IBOVESPA	1,58%	2,84%	1,27%	1,38%	2,26%	4,79%	0,93%
Dow Jones	0,87%	2,31%	1,05%	1,03%	2,19%	3,82%	0,60%

A volatilidade diária do Ibovespa durante o 1º trimestre de 2021 atingiu 1,58%, patamar superior àquele observado durante todo o 2º semestre de 2020. Já a volatilidade do índice *Dow Jones* atingiu seu menor nível desde o início da pandemia, estando mais próxima de um patamar de normalidade do que daqueles verificados durante o ano de 2020. Este descolamento na percepção de risco também se refletiu na performance dos mercados, que localmente foi negativa em 2%, enquanto a bolsa americana subiu 7,78% no trimestre, conforme detalhado na seção 2 deste relatório.

3.3.2 Risco país

A percepção do risco país, medido pelo índice EMBI+BR⁽⁶⁾, apresentou uma mudança em sua tendência de queda verificada nos dois últimos meses de 2020. Embora ainda distante dos picos observados durante o início da pandemia do COVID-19, reflete a influência dos fatores já mencionados, relacionados a crise sanitária, ao ambiente político local e a situação fiscal do país.



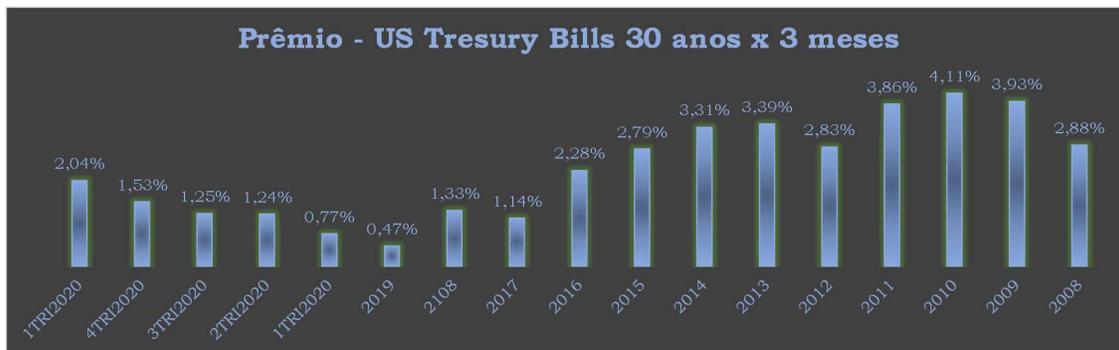
O índice fechou o trimestre aos 290 pontos, ainda dentro de um intervalo que reflete uma certa estabilidade nesta percepção de risco, contudo 11% acima do fechamento de dezembro, quando era de 260 pontos. **A Gotham entende ser muito importante observar a tendência deste indicador, que deverá ser guiada pela retomada ou não do controle da crise sanitária e do comportamento dos movimentos políticos em Brasília.**

3.3.3 Prêmios dos Títulos de Dívida Norte-Americanos

A diferença dos prêmios dos Títulos de Dívida Norte-Americanos de curto e longo prazos⁽⁷⁾ apresentou aumento expressivo durante o primeiro trimestre de 2021:

⁽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.

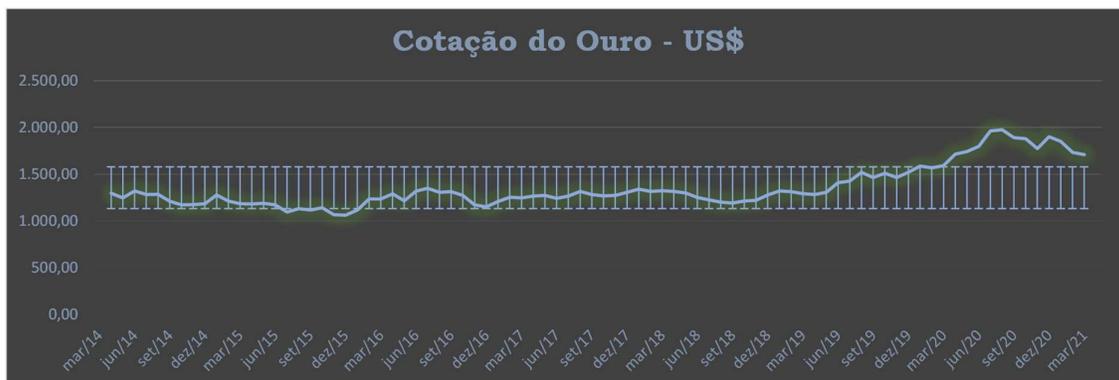
⁽⁷⁾ A redução dos prêmios dos títulos de longo prazo pode acontecer em função do aumento da demanda por estes papéis, cujo fluxo financeiro atrelado eleva seu preço de mercado. Este movimento, quando intensificado a ponto de posicionar a taxa destes papéis em patamar próximo ou inferior às taxas dos papéis de curto prazo, pode ser entendido como um sinalizador de aversão ao risco.



A diferença entre o prêmio pago pelos títulos de 30 anos em relação aos de 3 meses voltou ao patamar de 2%, suportada por um aumento dos prêmios de longo prazo, considerando que os títulos de curto prazo permanecem com prêmio próximo a zero. Este aumento nas taxas de longo prazo está mais relacionado a um movimento de *sell off* destes papéis em razão da percepção, pelos agentes econômicos, da elevação do risco inflacionário de longo prazo, do que propriamente da redução na percepção de risco geral do mercado. Assim, a Gotham entende que, neste momento, este movimento não caracteriza uma redução na percepção de riscos, mas deriva de uma reação diante do excesso de liquidez dos mercados e do risco inflacionário derivado.

3.3.4 Cotação do Ouro⁽⁸⁾

A cotação do Ouro apresentou recuo superior a 10% no trimestre, permanecendo, contudo, ainda acima de seu intervalo de estabilidade. Após atingir cotações recordes durante o 2º semestre de 2020, o valor do metal parece se encontrar em trajetória declinante, não obstante o excesso de liquidez vigente nos mercados.

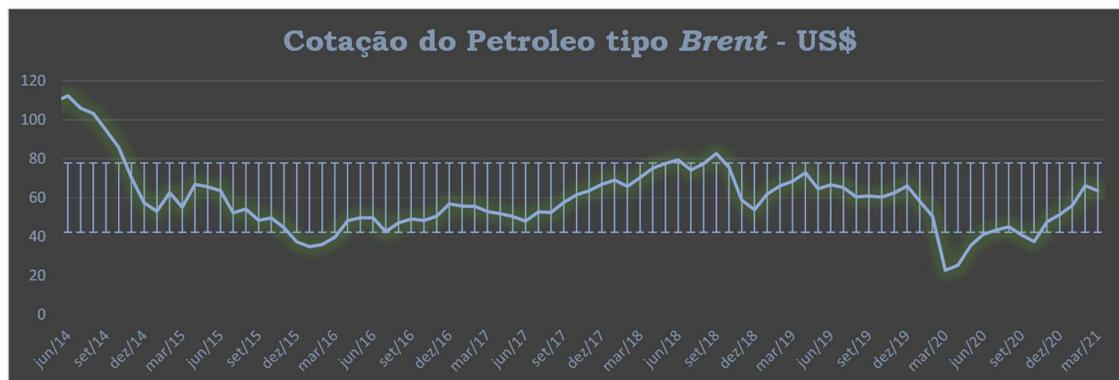


⁽⁸⁾ O Ouro é um ativo desvinculado de fluxos futuros de rentabilidade ou pressões importantes de oferta e demanda físicas, cujo valor deriva da percepção dos agentes econômicos em sua capacidade de preservação de poder de compra diante da perda de confiança das moedas convencionais e ativos financeiros a elas vinculados. Dessa forma, a flutuação de sua cotação se constitui em um mensurador do nível de risco vigente.

A Gotham avalia que o preço do Ouro possa ter atingido níveis demasiadamente elevados, o que pode explicar seu comportamento durante o 1º trimestre de 2021, contudo, dado as condições de liquidez vigentes, essa redução pode ter sido circunstancial, principalmente se o risco de elevação da inflação se materializar, considerando que o metal é percebido como uma reserva de valor.

3.3.5 Mercado de Petróleo⁽⁹⁾

A demanda global por petróleo começa a dar sinais de recuperação, juntamente à retomada da economia, suportando uma tendencia de alta nas cotações. O barril tipo *Brent* apresentou valorização de 24% no trimestre, também ajudado pelas tensões momentâneas causadas pelo acidente em Suez, mas parece consolidar um nível de preço mais equiparado ao seu intervalo de estabilidade:



A leitura atual do mercado de petróleo nos permite inferir que cotações abaixo dos US\$ 40, nível tido como mínimo para sustentação da indústria, parecem cada vez mais distante. Contudo, questões geopolíticas sempre influenciam a dinâmica deste mercado, como a possibilidade da volta do Irã ao mercado formal, a partir da reabertura de negociações com o novo governo norte-americano, tendo como contrapartida concessões na política nuclear do país persa. A capacidade de produção iraniana pode, eventualmente, provocar um novo choque de oferta, pressionando marginalmente o equilíbrio de preços para patamares mais baixos.

⁽⁹⁾ 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.

3.3.6 Riscos qualitativos

Os riscos avaliados sob uma perspectiva qualitativa ganham mais complexidade internamente, enquanto, nos mercados globais, mantem a redução gradativa sobre o nível extremo de *stress* percebido no início da pandemia do COVID-19.

O risco de estagnação econômica, desarranjo das cadeias produtivas, deflação e, conseqüentemente, de um evento sistêmico sobre os sistemas financeiros, vem sendo atenuado pelos estímulos monetários que agora começam a cobrar um preço sob a forma de inflação. A materialização do risco de desorganização das cadeias produtivas, derivada da pandemia do COVID-19, somado ao excesso de liquidez presente na economia global como consequência dos estímulos monetários utilizados para minimizar os efeitos da crise sanitária vem causando um desarranjo no equilíbrio dos preços, aflorando, de forma mais aguda, o risco de inflação. **Um descontrole inflacionário pode forçar as autoridades monetárias a antecipar, ou mesmo enrijecer, o processo de drenagem do excesso de liquidez, provocando reflexos sobre o potencial de crescimento econômico e retorno estrutural dos investimentos nos mercados de risco.**

O novo governo americano começa a direcionar ações dentro de seu perfil intervencionista e assistencialista, que deverá ser financiado por aumento de impostos, o que já começa a ser cogitado tanto interna como externamente, com a proposta de criação de uma alíquota tributária mínima, o que limitaria a política de baixa tributação adotada por alguns países e, conseqüentemente, a evasão fiscal de países que mantenham alíquotas tributárias elevadas. Adicionalmente, ainda não é possível traçar, com relativa confiança, um prognóstico sobre a extensão de outras medidas deste novo governo norte-americano, contudo, a tendência é que tenham caráter intervencionista e ampliem o poder dos órgãos reguladores sobre a atividade econômica, limitando, portanto, a atuação dos agentes econômicos e dos investidores.

Em termos de política externa, o novo governo norte-americano parece endurecer o discurso com velhos desafetos, como a Rússia, em contrapartida a um posicionamento mais inclusivo e apaziguador onde haja maior relevância em interesses comerciais. Questões ambientais também ganham destaque nestes

primeiros posicionamentos. Assim, neste momento, parece haver um apaziguamento nas tensões com a China, contudo, as consequências deste novo formato de política externa podem trazer alterações importantes sobre o mercado de energia e o equilíbrio de forças entre os países dependentes de receitas de exportação de combustíveis fósseis.

Localmente, além do agravamento da questão sanitária, que forçou novos *lockdowns* e, conseqüentemente, reduziu marginalmente o potencial de recuperação da economia, **o risco político chegou a um ponto extremo. A insegurança jurídica atinge níveis elevados a partir da atuação do Supremo Tribunal Federal** que, só neste ano, entre outras decisões, determinou a instauração de uma CPI sobre a omissão do Governo Federal no combate a Pandemia do COVID-19 e restituiu a elegibilidade de político condenado em 3ª instância, suplantando seu caráter de Corte Constitucional e interferindo no cenário político do país, abrindo, portanto, uma discussão sobre a legitimidade constitucional de suas decisões. A Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2021 foi sancionada no limite máximo de seu prazo. As discussões em torno do orçamento expuseram a ausência de comprometimento do Poder Legislativo com os princípios de responsabilidade fiscal e a dificuldade de articulação política do Poder Executivo. O mercado também questionou, durante o trimestre, à troca de comando na Petrobrás, o que influenciou fortemente a performance do Ibovespa nos primeiros 2 meses do ano.

4. Renda fixa⁽¹⁰⁾

Mesmo inserido em um cenário macroeconômico ainda fortemente expansionista, o mercado de renda fixa começa a refletir melhores oportunidades, derivadas do início do processo de elevação da taxa básica de juros da economia brasileiro e do processo de distensão do crédito, a medida em que a economia se recupera dos efeitos da pandemia. Dessa forma, a Gotham mantém seu entendimento de que, nestas circunstâncias, investimentos em ativos de renda fixa se constituem apenas como uma opção para diversificação de carteiras, onde, além de proporcionarem uma importante redução no risco de mercado do portfólio, acabam preservando sua

⁽¹⁰⁾ 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 ou 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 incidência de qualquer remuneração.

expectativa de rentabilidade, desde que contemplem as melhores oportunidades disponíveis no mercado. A tabela a seguir resume estas oportunidades junto aos distribuidores de ativos financeiros acompanhados pela Gotham, em 12 de abril de 2021.

Ativos de renda fixa - 12 de abril de 2021			
Descrição	Pré fixada	Pré + Inflação	Pós-fixada % do CDI
Tributado com garantia do FGC	13,00%	5,50%	150%
Tributado sem garantia do FGC	N / D	4,70%	N / D
Não tributado com garantia do FGC	10,35%	4,75%	114%
Não tributado sem garantia do FGC	N/D	5,15%	135%

O mercado de ativos de renda fixa brasileiro continua apresentando assimetria em sua remuneração, estando, em algumas situações, em desacordo com a relação risco retorno, considerando a existência de operações garantidas pelo Fundo Garantidor de Créditos – FGC com remuneração superior a ativos que não contam com esta garantia, ativos de maturação mais longa que apresentam remuneração inferior a outros com vencimento mais curto, bem como ativos não tributados com remuneração superior a ativos tributados pelo imposto de renda retido na fonte.

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. A questão fiscal no país, potencializada pelo risco político vigente, que coloca em dúvida o endereçamento e aprovação das reformas estruturais, tem influenciado a precificação dos títulos públicos de prazo mais alongado, aumentando sua remuneração, que se encontra próxima à taxa de juros de equilíbrio estimada pela Gotham dentro das circunstâncias macroeconômicas atuais. Neste contexto, papéis com maturação mais longa, indexados pelo IPCA (NTN-B), ganham atratividade, considerando garantirem remuneração compatível com seu custo de oportunidade durante seu carregamento. Em um cenário macroeconômico benigno, que contempla a aprovação das reformas estruturais com textos de boa qualidade, o investidor terá a oportunidade de realização de ganhos⁽¹¹⁾. A deterioração da situação fiscal do país, a ponto de provocar um aumento da taxa básica de juros de equilíbrio

da economia brasileira, fazendo com que a remuneração destes papéis fique posicionada abaixo do custo de oportunidade que deverá prevalecer neste cenário, se constitui em um risco ao investidor.

As taxas pagas pelas NTN-Bp (Tesouro IPCA+) com vencimento em 2035 e 2045 estavam cotadas a 3,94% acima do IPCA em 27 de abril de 2021, dentro, portanto, do intervalo de flutuação da taxa básica de juros de equilíbrio da economia brasileira estimado pela Gotham. A tabela a seguir demonstra o eventual prêmio / perda potencial pelo deslocamento desta taxa básica de juros para novos patamares de equilíbrio, estimados por nossos modelos, em caso de materialização dos cenários benigno e de risco:

Descrição	Cálculo de valor potencial			
	Cenário Benigno		Cenário de Risco	
	NTN-Bp 2035	NTN-Bp 2045	NTN-Bp 2035	NTN-Bp 2045
Preço de mercado em 27/04/20	1.838,99	1.220,11	1.838,99	1.220,11
Dias úteis até o vencimento	3.529	6.042	3.529	6.042
Taxa de juros em 27/04/20	3,94%	3,94%	3,94%	3,94%
Taxa de juros potencial	2,81%	2,81%	5,64%	5,64%
Preço do título no vencimento	3.159,40	3.081,66	3.159,40	3.081,66
Preço de mercado potencial em 27/04/20	2.143,19	1.585,71	1.465,25	826,93
Ganho (perda) potencial em 27/04/20	16,54%	29,96%	-20,32%	-32,22%

6. Renda variável⁽¹²⁾

Conforme já destacado na seção 2 deste relatório, os principais mercados de risco no Brasil se descolaram de seus pares internacionais, precificando os riscos derivados da situação fiscal do país e da falta de harmonia entre os Poderes Institucionais, apresentando performance negativa no trimestre:

Índice	Variação no período						
	MAR.21	FEV.21	JAN.21	1TRI21	4TRI20	2020	2019
IBOVESPA	6,00%	-4,37%	-3,32%	-2,00%	25,81%	2,92%	31,58%
IFIX ⁽¹³⁾	-1,35%	0,24%	0,31%	-0,80%	2,68%	-10,23%	35,95%
Fundos Multimercado - GFI ⁽¹⁴⁾	1,18%	-0,56%	-1,54%	-0,93%	10,50%	10,21%	17,58%

⁽¹¹⁾ 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 sua aquisição.

⁽¹²⁾ 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.

A Gotham mantém seu *call* de que os mercados internacionais encontram-se sob forte influência do excesso de liquidez originado dos programas de amenização dos efeitos da pandemia sobre as economias, que eleva seus preços e performance de maneira artificial, ensejando uma correção futura, seja sob a forma mais aguda, a partir da materialização de algum fator de risco, seja sob a forma mais suave, através da redução do desempenho potencial destes mercados. **Localmente, a precificação do risco político e fiscal atrasam uma recuperação mais robusta de nossos mercados de risco, que, portanto, se desaliam do exterior.**

O desempenho futuro dos mercados de renda variável no Brasil depende fortemente do compromisso com o equilíbrio fiscal e do alinhamento entre os Poderes Constitucionais em torno de uma agenda que permita a aprovação rápida e com textos de boa qualidade das Reformas Administrativa e Tributária. Entendemos que, enquanto não houver clareza na sinalização deste compromisso e da sequência na agenda de reformas, o desempenho destes mercados tende a ser inferior a seu potencial. O desfecho em um cenário benigno tem o potencial de não apenas suportar a plena realização do potencial intrínseco dos mercados de risco brasileiros, como também buscar alguma recuperação sobre as incertezas passadas. Já a materialização de um cenário de risco, representado pelo agravamento da situação fiscal do país sem um endereçamento de medidas que conduzam a volta ao equilíbrio, poderá levar o desempenho destes mercados a um terreno fortemente negativo.

6.1 Ações de companhias abertas

Durante o primeiro trimestre de 2021 o Ibovespa apresentou forte volatilidade. Após bater seu recorde nominal no início de janeiro e superar os 125 mil pontos, o índice mergulhou, motivado pelo agravamento da crise sanitária, das questões fiscais e do acirramento do risco político, chegando aos 107 mil pontos durante o mês de março. Entre extremos, o índice apresentou variação superior a 15%.

A Gotham avalia que, tanto a volatilidade quanto a precificação atual do Ibovespa (fechamento de 28 de abril aos 120.712 pontos), refletem adequadamente o ambiente

⁽¹³⁾ O IFIX é um índice criado pela B3 e reflete a performance de uma carteira teórica de fundos de investimento imobiliários listados nesta bolsa.

⁽¹⁴⁾ O GFI - *Gotham Finance Index* reflete a variação de um portfólio teórico de fundos multimercado acompanhados pela Gotham.

de riscos relativamente complexo atualmente em vigor. Nossos modelos estimam que, sem grandes alterações neste cenário, existe um potencial deste índice alcançar, nos próximos 12 meses, um intervalo entre 132 e 142 mil pontos, o que potencializa um retorno entre 10 e 18%. A concretização de um cenário benigno poderia alavancar o índice para os 150 mil pontos, contudo, a materialização de um cenário de risco mais agudo poderia levar o índice de volta aos 90 mil pontos.

6.2 Fundos de investimento imobiliários

Durante o primeiro trimestre, o desempenho dos fundos de investimento imobiliários mensurado pela variação do IFIX foi negativo em 0,8%. Desde o início da pandemia do COVI-19, a performance negativa do índice foi de quase 4%.

A Gotham mantém sua avaliação de que os efeitos da pandemia do COVID-19 sobre ativos imobiliários tem o potencial de impactar significativamente seus 3 principais vetores de valor: (i) a taxa de retorno dos aluguéis contratados, que podem sofrer com a inadimplência, ao menos temporária, gerada pela parada abrupta das atividades dos locatários; (ii) à vacância dos imóveis, que pode perceber aumento importante como reflexo da desaceleração econômica e readaptação dos hábitos de trabalho pós pandemia e; (iii) o potencial de valorização do mercado imobiliário, que pode ser afetado pela 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, os chamados “fundos de papel”.

Os 25 fundos de investimento imobiliário acompanhados pela Gotham apresentaram, nos últimos 12 meses findos em 31 de março de 2021, *dividend yield*⁽¹⁵⁾ médio de 6,97% (31 de dezembro de 2020 – 6,62%), e uma relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial⁽¹⁶⁾ equivalente a 100% (31 de dezembro de 2020 – 105%).

6.3 Fundos multimercado⁽¹⁷⁾

A Gotham mensura o desempenho dos fundos multimercado através do *Gotham Finance Index*. No início deste trimestre, efetuamos a revisão semestral da

⁽¹⁵⁾ *Dividend yield* é apurado pela relação entre os proventos distribuídos por um investimento e o seu valor de mercado.

⁽¹⁶⁾ 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.

composição do índice, que passou de 27 para 32 fundos. Foram incorporados três fundos macro consistência, um fundo multi estratégia, um fundo global e dois fundos *long biased*, e excluídos um fundo não direcional e outro fundo *long biased*. Esta revisão alterou o peso das estratégias individuais na composição do índice, conforme detalhado na nota de rodapé. A performance do *Gotham Finance Index*, geral e segregada por estratégia, pode ser resumida como segue:

Período	Performance comparativa ⁽¹⁸⁾					
	GFI	Macro	Multi	Global	Ñ Dir.	Estratégias Long Bia.
1TRI21	-0,93%	0,27%	0,09%	9,29%	1,11%	-6,52%
4TRI20	10,50%	7,20%	8,76%	7,87%	1,74%	19,03%
3TRI20	0,77%	0,21%	-0,25%	5,87%	0,90%	0,21%
1SEM20	-1,04%	-7,26%	5,75%	4,88%	-2,46%	-7,14%
2020	10,21%	-0,38%	14,72%	19,77%	0,13%	10,30%
2019	17,58%	13,54%	10,88%	28,20%	10,07%	37,00%

O desempenho do *Gotham Finance Index* foi negativo em aproximadamente 1% durante o 1º trimestre de 2021. Cada uma das principais estratégias adotadas pelos fundos que compõem o índice apresentou comportamento distinto, seguindo a tendência de seus principais mercados de atuação.

Os fundos com perfil multimercado tradicionais ficaram próximos à estabilidade, refletindo uma postura mais conservadora dos gestores diante do complexo ambiente de risco. Os fundos não direcionais conseguiram tomar proveito da volatilidade presente no mercado acionário, que favorece a montagem de posições de arbitragem,

⁽¹⁷⁾ Fundos multimercado atuam arbitrando oportunidades nos mercados de ações, taxas juros, câmbio, títulos públicos, crédito privado e commodities, tanto em âmbito local como internacional.

⁽¹⁸⁾ 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 32 fundos (até dezembro de 2020 – 27 fundos) que representam as principais estratégias de atuação: (i) Fundos Macro Consistência (28% do portfólio teórico / até dezembro de 2020 – 22%): São os fundos multimercado tradicionais, que exploram diversos mercados buscando valorização de suas posições e oportunidades de arbitragem; (ii) Fundos Multi Estratégia (22% do portfólio teórico / até dezembro de 2020 – 22%): Possuem perfil similar aos fundos macro consistência, contudo incorrem em maior volatilidade e, portanto, maior exposição a riscos e oportunidades; (iii) Fundos Globais (12% do portfólio teórico / até dezembro de 2020 – 11%): Apresentam perfil similar aos fundos macro consistência e multi estratégia, atuando, preponderantemente, em mercados internacionais; (iv) Fundos Não Direcionais (13% do portfólio teórico / até dezembro de 2020 – 19%): Exploram assimetrias entre índices financeiros, ações ou indicadores macroeconômicos correlacionados, sem incorrer em exposição direcional relevante a mercados específicos e; (v) Fundos *Long Biased* (25% do portfólio teórico / até dezembro de 2020 – 26%): 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 limitadas.

e apresentaram rendimento positivo no trimestre. Já os fundos *long biased*, que também exploram o mercado acionário, mas com exposição direcional, apresentaram desempenho fortemente negativo, aderente, porém mais agudo que o Ibovespa. As perdas no mercado local foram parcialmente compensadas pelos fundos globais, que absorveram o bom desempenho dos mercados internacionais, alavancado, como já destacado, pela excessiva liquidez presente nestes mercados.

Complexidade talvez seja a melhor expressão para definir o ambiente de riscos e o desempenho dos mercados em um mundo que começa a sair de uma das maiores crises sanitárias que se tem notícia. Neste contexto a Gotham entende que as decisões de investimento tendem a se tornar conservadoras, visando a preservação de capital. Eventuais rebalanceamentos de portfólio, em geral pontuais, também seguem um viés conservador, até que o ambiente de risco se torne menos denso.

São Paulo, 29 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 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