



GOTHAM

Market Watch

Conteúdo

1. Introdução

2. Terceiro trimestre: recuperação global e o dilema fiscal brasileiro

3. Contexto macroeconômico e ambiente de riscos

4. Renda fixa

5. Tesouro direto

6. Renda variável

Adendo: *Disclaimer*

3º trimestre de 2020

1. Introdução

A 5ª 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, também é a primeira em sua nova periodicidade trimestral.

As edições anteriores, como habitual, permanecem disponíveis no website www.gothamfinance.com.br. A Gotham reitera seu objetivo de apoiar investidores em seu processo de gestão de seu patrimônio financeiro pessoal, provendo uma visão fundamentalista do mercado de ativos financeiros para o médio e longo prazos.

2. Terceiro trimestre: recuperação global e o dilema fiscal brasileiro

Os principais mercados globais de renda variável apresentaram desempenho positivo no trimestre, praticamente zerando as perdas verificadas após o início da pandemia, com exceção da Zona do Euro:

Índice	Variação no período						
	SET.20	AGO.20	JUL.20	2020	3TRI20	2TRI20	1TRI20
Dow Jones	-2,28%	7,58%	2,39%	-2,65%	7,63%	17,77%	-23,20%
Nikkei (Japão)	0,19%	6,59%	-2,59%	-1,99%	4,02%	17,82%	-20,03%
EURO Stoxx 600	-1,48%	1,58%	2,55%	-11,38%	2,63%	-7,10%	-7,06%
Shanghai Composite (China)	-5,24%	2,60%	10,90%	5,50%	7,81%	8,52%	-9,83%

Este cenário, sustentado basicamente pelo fluxo financeiro derivado dos estímulos monetários colocados em prática pelos principais Bancos Centrais em resposta aos efeitos da pandemia, acaba deixando de refletir a própria essência da crise. **A Gotham mantém seu entendimento de que a perda irrecuperável de valor derivada dos efeitos da pandemia sobre o sistema econômico global deveria ter resultado em uma redução média entre 10% e 20% no preço dos ativos vigentes antes do início da pandemia.**

⁽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.

A ação dos bancos centrais e a eficácia dos programas de auxílio colocadas em prática pelos governos atenuou o impacto da crise sobre a precificação dos ativos, influenciando a recuperação dos mercados, fazendo com que esta se desse em tempo e vigor superior à recuperação da própria economia. Desta forma, avaliamos que existe espaço para um novo movimento de correção dos mercados, que poderá ser desencadeado por qualquer fator que altere a percepção sobre o ambiente de riscos. Não descartamos, ainda, a possibilidade deste ajuste não se materializar de forma intensa no curto ou médio prazos, sendo então paulatinamente incorporado ao preço dos ativos financeiros, que poderão apresentar desempenho inferior a seu potencial nos próximos anos.

No mercado local, após pouco mais de 7 meses do início da crise, já é possível se quantificar, com maior precisão, o impacto da pandemia do COVID-19 sobre a economia, bem como custo das medidas de estímulo econômico e resgate social colocadas em curso. Estimativas do Ministério da Economia divulgadas em setembro apontam que, ao final de 2020: (i) o país deverá perceber uma retração em seu Produto Interno Bruto de 4,7%; (ii) a relação entre o déficit primário e o PIB deverá alcançar 12,4% e; (iii) a relação entre a dívida bruta do setor público e o PIB deverá sofrer um acréscimo de aproximadamente 20 pontos percentuais, comparativamente ao início da pandemia, alcançando 94,6%. Esta performance é aderente ou superior ao estimado em junho, quando o Banco Mundial previu uma queda de 8% do PIB, o mercado previa que o déficit primário atingiria 12% do PIB (estimativa divulgada pela XP Investimentos) e um estudo do IPEA previa que a relação dívida PIB atingiria 93,7%.

Mesmo com um desempenho dentro das expectativas, o ambiente de riscos no país se deteriorou a partir de agosto, a partir da perspectiva de extensão de parte dos programas de apoio originados durante a pandemia, o que implicaria em uma piora importante da já combatida situação fiscal do país. Este fato produziu efeito direto sobre a curva juros de longo prazo, que se elevou diante da perspectiva de incerteza sobre o cenário fiscal e da perda de capacidade de o país honrar seus compromissos futuros, influenciando de forma significativa a performance do Ibovespa, freando sua recuperação vigorosa percebida desde abril. A partir de agosto o índice da bolsa paulista se descola dos mercados internacionais e devolve parte da recuperação percebida até julho:

Índice	Variação no período						
	SET.20	AGO.20	JUL.20	2020	3TRI20	2TRI20	1TRI20
Ibovespa	-4,80%	-3,44%	8,26%	-18,20%	-0,48%	30,18%	-36,86%

O tema fiscal reacendeu, ainda, outra discussão importante, relacionada a inflação e a capacidade do país em manter uma política monetária expansionista de forma sustentável por um período prolongado. Neste sentido, notou-se, durante o trimestre, um fenômeno inédito, ao menos na proporção alcançada: o descolamento dos índices de inflação ao consumidor (IPCA), com aqueles que refletem, de forma mais significativa, a variação de preços ao produtor (IGP-M e IGP-DI):

Índice	Variação no período				
	SET.20	AGO.20	JUL.20	2020	12 meses
IPCA	0,64%	0,24%	0,36%	1,34%	3,14%
IGP-M	4,34%	2,74%	2,23%	14,40%	17,94%
IGP-DI	3,30%	3,87%	2,34%	14,78%	18,42%

Parte importante desta diferença entre os índices de inflação pode ser creditada à variação cambial, uma vez que os preços ao produtor são influenciados pelos custos de importação de insumos. A moeda brasileira se desvalorizou 40% em 2020 e 50% nos últimos 12 meses perante o dólar norte-americano. Esta forte desvalorização pode ser, em parte, explicada pela deterioração do ambiente de riscos global pós pandemia do COVID-19, que propicia um movimento de *fly to safety*, onde os capitais tendem a migrar para mercados mais seguros, mas também foi influenciada pela política monetária fortemente expansionista, que pode ter chegado ao seu limite de efetividade.

A Gotham avalia que, como observado historicamente, no médio prazo, os índices de preço ao produtor e ao consumidor tendem a se equiparar, motivados, principalmente, por duas forças: (i) uma eventual redução da volatilidade cambial e, conseqüentemente, a volta dos preços da moeda estrangeira a níveis mais próximos dos fundamentos macroeconômicos, onde se perceberia deflação nos índices de preço ao produtor e; (ii) o repasse do aumento dos custos de produção aos preços ao consumidor, o que, em geral, acontece com alguma defasagem temporal.

Considerando a forte redução nos níveis de consumo causada pela pandemia e a ociosidade presente na economia brasileira desde os períodos recessivos de 2015 e

2016, entendemos que parcela importante da majoração dos custos ao produtor possa ser absorvida na margem das empresas, o que representaria uma destruição importante de valor não apenas para as próprias empresas como para a economia como um todo.

Neste contexto, a importância da questão fiscal volta a ser o centro das discussões, considerando que, estruturalmente, é pela diretriz sobre sua resolução que se verificará, ou não, um horizonte benigno sustentável para a economia brasileira. A Gotham avalia que a volta ao debate das Reformas Administrativa e Tributária é imprescindível e, somente através de suas aprovações, haverá possibilidade de se trabalhar com um cenário fiscal equilibrado e sustentável. A manutenção do *status quo*, que poderia ser uma alternativa após a aprovação da Reforma da Previdência e antes da pandemia, é cada vez mais questionável, uma vez que o custo de enfrentamento desta praticamente consumiu toda economia produzida por aquela. Manter o “Orçamento de Guerra” em vigor em 2021 ou criar alternativas criativas ao “teto de gastos” certamente produzirão consequências bastante negativas ao futuro econômico do país.

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

Durante o 3º trimestre de 2020, as projeções macroeconômicas de curto prazo apresentadas no Boletim Focus sofreram alterações, principalmente em relação a inflação. A previsão para o índice oficial, o IPCA, foi majorada, mas ainda permanece dentro da meta estabelecida pelo Banco Central. Já o IGPM passou a refletir o aumento verificado no trimestre. As projeções de longo prazo da Gotham permanecem dentro de seu intervalo de flutuação, portanto, não sofreram alterações, exceto pela taxa de câmbio, onde nossos modelos foram afetados pela manutenção prolongada das cotações em níveis elevados e pelos efeitos da política monetária fortemente expansionista sobre o cenário de equilíbrio. Assim, nossa estimativa para o dólar de equilíbrio tanto no curto como no longo prazo foram elevadas. O ambiente de riscos permanece estável, porém refletindo as incertezas do cenário econômico

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

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

atual, ainda fortemente influenciado pelos efeitos da pandemia do COVID-19.

3.1 Juros e inflação

A manutenção da política monetária fortemente expansionista combinada com a frágil situação fiscal do país faz com que as taxas de juros atuais e projetadas até o final de 2021 permaneçam em terreno negativo. A desvalorização cambial observada nos últimos meses pressiona os índices de inflação, com maior peso nos preços ao produtor, que, como já abordado, se descolaram dos índices de preços ao consumidor. O quadro a seguir resume as projeções de curto prazo reportadas no Relatório Focus de 9 de outubro de 2020, 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
		Relatório Focus				
		DEZ.20	DEZ.21	DEZ.22	DEZ.23	
Meta Taxa Selic - 09/10/20	2,00%	2,00%	2,50%	4,50%	5,50%	9,83%
Meta Taxa Selic - 17/07/20	2,25%	2,00%	3,00%	5,00%	6,00%	9,83%
Meta Taxa Selic - 21/02/20	4,25%	4,25%	6,00%	6,50%	6,50%	8,88%
IPCA - 09/10/20	3,14%	2,47%	3,02%	3,50%	3,25%	5,52%
IPCA - 17/07/20	2,13%	1,72%	3,00%	3,50%	3,25%	5,52%
IPCA - 21/02/20	4,19%	3,20%	3,75%	3,50%	3,50%	5,13%
Juros real projetado - 09/10/20	-1,11%	-0,46%	-0,50%	0,97%	2,18%	4,08%
Juros real projetado - 17/07/20	0,12%	0,28%	0,00%	1,45%	2,66%	4,08%
Juros real projetado - 21/02/20	0,06%	1,02%	2,17%	2,90%	2,90%	3,57%
IGPM - 09/10/20	17,94%	16,93%	4,30%	4,00%	3,73%	5,52%
IGPM - 17/07/20	6,51%	6,70%	4,00%	4,00%	3,85%	5,52%
IGPM - 21/02/20	7,81%	3,98%	4,00%	3,80%	3,73%	5,13%

A Gotham entende que a meta da Taxa Selic, fixada em 2%, encontra-se abaixo do seu limite mínimo, produzindo como consequências: (i) dificuldade na rolagem da dívida pública; (ii) distorções na precificação dos títulos públicos atrelados a esta taxa; (iii) aumento da volatilidade no sistema de preços no curto prazo; (iv) volatilidade cambial, com a manutenção da cotação das moedas estrangeiras em relação ao real acima do que indicam os fundamentos macroeconômicos e; (v) deterioração importante na percepção de risco. Desta forma, não nos parece ser sustentável a manutenção da taxa básica de juros da economia

brasileira neste patamar, sendo necessária uma revisão das diretrizes da política monetária com relativa urgência.

3.2 Câmbio e crescimento econômico

A manutenção da taxa básica de juros da economia brasileira em patamar incondizente com a situação fiscal do país por período prolongado vem causando distorções nas cotações do real em relação às demais moedas, resultando na saída de capitais, que passaram a perceber remuneração incondizente com a percepção de risco do país.

Este fato influenciou nossos modelos, razão pela qual elevamos nossas projeções de equilíbrio da cotação do dólar norte-americano.

As projeções para retração do Produto Interno Bruto reportadas no Relatório Focus permanecem refletindo o ajuste sobre o pessimismo observado no início da pandemia do COVID-19. A Gotham mantém sua visão de que esta retração ficará entre 4 e 5%. O crescimento potencial da economia em um cenário de equilíbrio não se alterou, permanecendo em um intervalo entre 2% e 2,5%.

Índice	Valores correntes ⁽⁵⁾	Indicadores macroeconômicos				Gotham - Equilíbrio
		Relatório Focus				
		DEZ.20	DEZ.21	DEZ.22	DEZ.23	
Câmbio - US\$ - 09/10/20	5,54	5,30	5,10	4,90	4,80	4,32
Câmbio - US\$ - 17/07/20	5,35	5,20	5,00	4,80	4,80	3,87
Câmbio - US\$ - 21/02/20	4,39	4,15	4,15	4,11	4,15	4,58
Variação do PIB - 09/10/20	1,10%	-5,03%	3,50%	2,50%	2,50%	2,36%
Variação do PIB - 17/07/20	1,10%	-5,95%	3,50%	2,50%	2,50%	2,36%
Variação do PIB - 21/02/20	1,10%	2,20%	2,50%	2,50%	2,50%	3,50%

Para o curto prazo, considerando as circunstâncias atuais de política monetária, projetamos o intervalo justo para a cotação do dólar norte-americano entre R\$ 4,91 e R\$ 5,36 sendo nosso limite de *stress* de R\$ 5,82. Esta projeção é superior àquela divulgada em nosso último relatório (intervalo justo entre R\$ 4,60 e R\$ 5,00 com limite de *stress* em R\$ 5,38) refletindo as incertezas provocadas no mercado pela manutenção de taxas de juros em patamar inferior ao requerido para remunerar a percepção de risco da economia brasileira.

3.3 Ambiente de risco

Os principais indicadores de risco quantitativos acompanhados pela Gotham se estabilizaram em patamar acima de seu nível de equilíbrio, contudo inferior ao início da pandemia do COVID-19, que refletia um estado de pânico generalizado. Com relação aos fatores qualitativos, a proximidade das eleições norte-americanas eleva este indicador a uma posição de protagonismo.

3.3.1 Volatilidade dos mercados

A volatilidade diária dos mercados, que vinha em constante declínio, apresentou ligeira alta em setembro. Ainda assim este indicador é inferior, no 3º trimestre, aos dois trimestres anteriores, mesmo se encontrando em patamar superior ao verificado em períodos de normalidade dos mercados:

Índice	Volatilidade diária							
	SET.20	AGO.20	JUL.20	2020	3TRI20	2TRI20	1TRI20	4TRI.19
IBOVESPA	1,41%	1,35%	1,36%	3,17%	1,38%	2,26%	4,79%	0,93%
Dow Jones	1,35%	0,63%	0,99%	2,61%	1,03%	2,19%	3,82%	0,60%

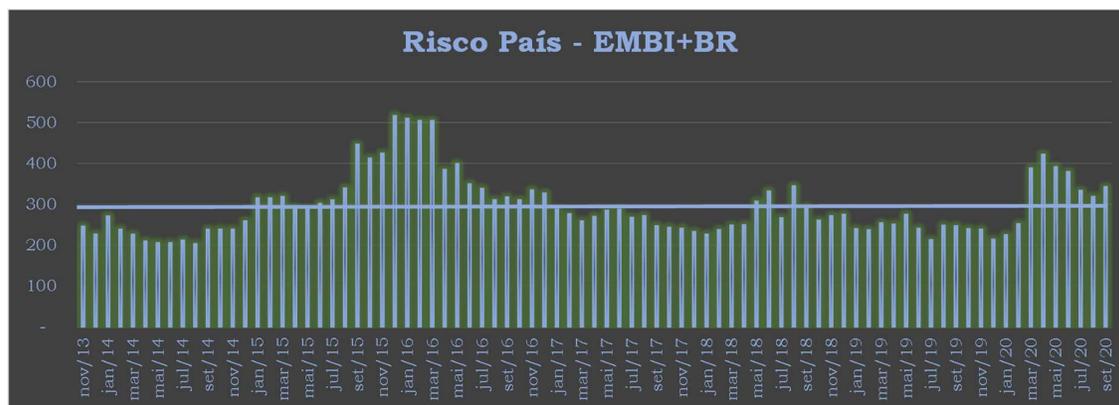
A volatilidade verificada no mercado brasileiro, que se elevou em setembro, reflete a absorção da questão fiscal, já discutida neste relatório, sobre a precificação dos mercados de risco. Externamente, o 3º trimestre apresentou menor volatilidade, principalmente no mês de agosto, que se equiparou a períodos de normalidade, influenciado pela nova injeção de estímulos nos Estados Unidos. Já setembro foi marcado pelo retorno das incertezas, principalmente pela aproximação das eleições norte-americanas e pelo temor que uma nova onda de contágios do Novo Corona Vírus possa afetar a recuperação econômica global.

3.3.2 Risco país

O risco país, medido pelo índice EMBI+BR⁽⁶⁾, fechou o mês de setembro aos 343 pontos. Embora tenha apresentado uma trajetória declinante no trimestre, recuando aproximadamente 10%, percebeu-se no mês de setembro uma retomada na alta deste indicador, que havia fechado agosto em 319 pontos, menor nível de fechamento mensal desde o início da pandemia. Creditamos tal elevação às incertezas sobre a sustentabilidade de uma política monetária expansionista, um dos pilares da

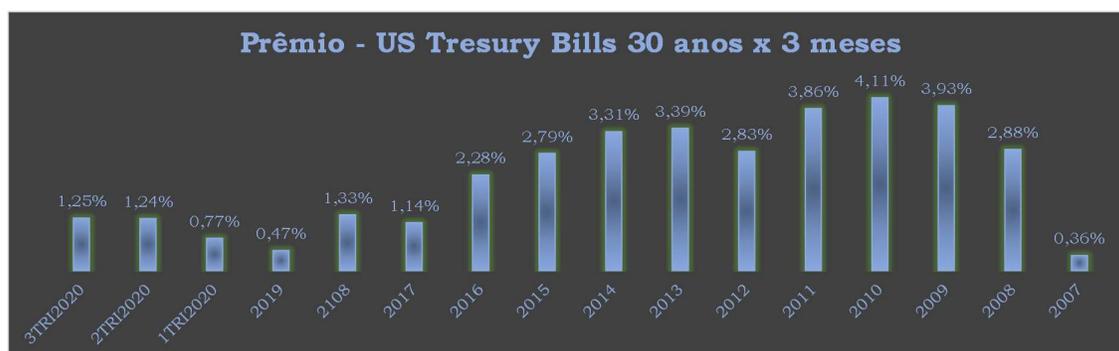
⁽⁶⁾ O EMBI+BR - *Emerging Markets Bonds Index+Brazil* é um índice calculado pelo JPMorgan que reflete o excedente de remuneração pago por títulos emitidos pelo Tesouro Brasileiro negociados no exterior em relação a papéis similares emitidos pelo Tesouro Norte-Americano.

estratégia de recuperação econômica. Esta política só é sustentável se atrelada a volta das discussões sobre as reformas estruturais, e não é compatível com a intensão manifesta, ainda que veladamente, pelo Governo Federal, de estender os mecanismos de auxílio emergencial e criar novos programas sociais, diante da frágil situação fiscal do país.



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⁾ praticamente não apresentou variação no trimestre, com uma média de 1,25%, nível que caracteriza uma situação de incerteza e aversão a riscos no mercado.



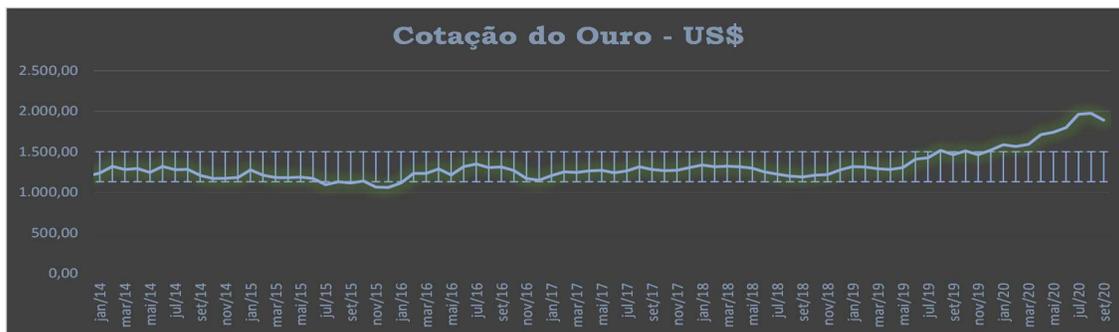
Importante destacar que o aumento percebido nesta diferença de prêmios dos títulos de curto e longo prazos, após o período agudo da crise deflagrada pela pandemia do COVID-19, está mais vinculado à manutenção de uma política monetária expansionista, que reduziu drasticamente a remuneração dos papéis de curto prazo, do que pelo aumento nas taxas dos papéis de longo prazo, que permanecem abaixo de sua média histórica, consubstanciando a percepção de aversão ao risco refletida

⁽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.

neste indicador.

3.3.4 Cotação do Ouro⁽⁸⁾

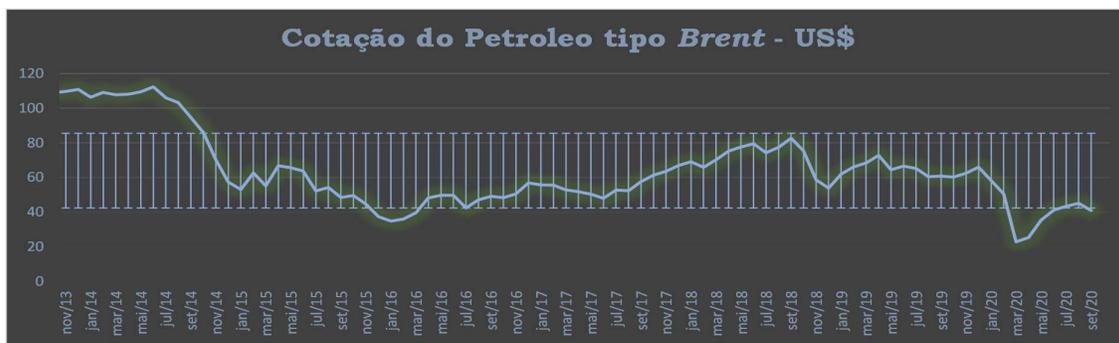
A cotação do Ouro apresentou alta de 5,11% no trimestre, tendo atingido seu maior nível em 7 anos no dia 6 de agosto aos US\$ 2.063 a onça.



A alta na cotação do metal reflete não apenas a percepção de risco nos mercados, que se encontra elevada, mas é também influenciada pelos estímulos monetários colocados em curso para atenuar os efeitos da pandemia sobre a economia, que aumentam a liquidez e estimulam a demanda por este ativo.

3.3.5 Mercado de Petróleo⁽⁹⁾

A cotação do barril tipo *Brent* apresentou forte volatilidade no trimestre, contudo se manteve sempre acima dos US\$ 40, patamar tido como aquele que representa o nível mínimo para sustentabilidade da indústria.



A incerteza sobre o comportamento da demanda por petróleo motivada pelos efeitos estruturais da pandemia do COVID-19 direciona a cotação desta commodity para seus

⁽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.

⁽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

níveis mínimos. Este fato, adicionado à rivalidade entre os países produtores, mesmo dentro da OPEP, faz com que o risco geopolítico monitorado por este indicador permaneça elevado.

3.3.6 Riscos qualitativos

Os riscos avaliados sob uma perspectiva qualitativa permanecem estressados, contudo, em compasso de espera ao resultado das eleições norte-americanas, cuja proximidade deu a este fator relativo protagonismo.

O risco de estagnação econômica, desarranjo das cadeias produtivas, deflação e, conseqüentemente, de um evento sistêmico sobre os sistemas financeiros, que foi atenuado pelos estímulos econômicos colocados em curso pelos governos e bancos centrais ao redor do mundo, ganha agora uma nova perspectiva com uma possível segunda onda da doença observada na Europa. A Gotham avalia que, com a evolução do conhecimento sobre a doença e os protocolos de tratamento desenvolvidos, um novo aumento na velocidade de contágio dificilmente sobrecarregaria os sistemas públicos de saúde, **contudo, a introdução de medidas mais severas de isolamento social podem produzir efeitos relevantes sobre a percepção de risco e influenciar negativamente a dinâmica da retomada econômica.**

As eleições norte-americanas, que acontecem em 3 de novembro sob um ambiente de rivalidade e hostilidade talvez inédito, encontra-se fortemente influenciada por fatores conjunturais também bastante incomuns, ao menos em relação a proporção que atingiram, como a pandemia do COVID-19 e a instabilidade social deflagrada pelo assassinato de George Floyd. Até o início da pandemia, a reeleição do atual presidente era quase certa, tendo seu concorrente grande dificuldade, inclusive, de conquistar sua nomeação, diante das diversas alas insurgentes no Partido Democrata. **Este cenário se inverteu, e a nova perspectiva, de vitória de John Biden, traz consigo o risco de o novo governo seguir, ao menos em parte, as orientações das alas mais radicais do Partido, simpáticas a políticas sociais generosas financiadas por aumento da carga tributária.** O mercado, ao menos momentaneamente, parece ter assimilado a eminente derrota de Donald Trump, convivendo de forma mais harmônica com a possibilidade de uma nova diretriz política e econômica, dando a Biden um voto de confiança em relação ao controle sobre os democratas mais radicais.

As tensões entre sino-americanas parecem ter se atenuado, mesmo com o ambiente ainda mais hostil derivado do clima eleitoral. O agora favorito John Biden tem uma postura mais diplomática, trazendo a perspectiva de que as diversas questões em disputa entre as duas potências econômicas, cuja complexidade é extrema, possam ser discutidas em um ambiente onde prevaleça o diálogo e a conciliação.

O ambiente de riscos segue estressado, e assim deve permanecer até que um desfecho para os efeitos da pandemia apareça de forma permanente. A Gotham entende que isto só deve acontecer com o surgimento de uma vacina e a comprovação de sua eficácia, o que ainda deverá demandar alguns meses. **Até lá, o mercado terá que conviver com alta volatilidade, atenuada por programas de estímulo, cujo custo futuro para as sociedades será alto.** O Brasil e outros países emergentes, com menor capacidade financeira para sustentar este tipo de programa, já são observados pelos agentes de mercado com fortes ressalvas. Dessa forma, o tempo se torna fator crucial, sendo relevante, para o desempenho dos ativos financeiros, o desfecho da crise sanitária de forma célere.

4. Renda fixa⁽¹⁰⁾

O cenário macroeconômico expansionista é desfavorável para investimentos em ativos de renda fixa que, no entanto, seguem como opção para diversificação de carteiras, principalmente pela existência de oportunidades capazes de preservar a expectativa de rentabilidade de um portfólio, reduzindo substancialmente sua exposição ao risco de mercado. A tabela a seguir resume as melhores oportunidades disponíveis junto aos distribuidores de ativos financeiros acompanhados pela Gotham, em 19 de outubro de 2020.

⁽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 pagamento de qualquer remuneração.

Ativos de renda fixa - 19 de outubro de 2020

Descrição	Pré fixada	Pré + Inflação	Pós-fixada % do CDI
Tributado com garantia do FGC	12,00%	4,95%	160%
Tributado sem garantia do FGC	8,00%	4,00%	119%
Não tributado com garantia do FGC	6,93%	2,60%	122%
Não tributado sem garantia do FGC	N/D	5,34%	141%

O mercado de ativos de renda fixa brasileiro continua apresentando assimetria em sua remuneração, inclusive 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. Contudo, após o início da pandemia, a deterioração do ambiente de riscos no país trouxe maior volatilidade às taxas pagas por estes papéis, principalmente para aqueles com prazo de maturação mais longo, que ultrapassaram a taxa de equilíbrio da economia brasileira estimada pela Gotham e voltaram a se constituir em uma oportunidade de investimento.

As taxas pagas pelas NTN-Bp (Tesouro IPCA+) com vencimento em 2035 e 2045 atingiram o pico de remuneração pós pandemia em 23 de março, pagando 5,07% acima do IPCA. Durante o mês de julho, estas taxas recuaram para patamar inferior à taxa de equilíbrio da economia, o que foi destacado na última edição do *Gotham Market Watch* como uma oportunidade de realização de lucros. Ao longo do 3º trimestre, no entanto, estas taxas voltaram a subir, encontrando-se, hoje, próximas ao nível de equilíbrio de longo prazo projetado pela Gotham.

Conforme relatado anteriormente neste relatório, o ambiente de riscos vigente no país encontra-se elevado, principalmente pela ausência de uma sinalização clara

sobre a condução da política fiscal em 2021. **Dentro deste contexto, a Gotham avalia 3 cenários possíveis: (i) cenário de continuidade, onde a relação conturbada entre os poderes dificultará a aprovação célere das reformas estruturais. Neste caso, haveria volatilidade, mas o mercado tenderia a orbitar as taxas em vigor atualmente, que se encontram próximas as de equilíbrio; (ii) cenário benigno, onde as Reformas Administrativa e Tributária sejam aprovadas com textos de bom conteúdo ainda no primeiro semestre de 2021, onde entendemos, o mercado poderia convergir para taxas próximas aquelas vigentes no período pré-pandemia e; (iii) cenário de risco, onde prevaleça a intenção de transgredir o “teto de gastos” e as discussões entre os poderes migrem das reformas estruturais para uma eventual flexibilização deste limitador de despesas. Nestas circunstâncias, a Gotham entende que o mercado poderia voltar a testar os limites verificados durante a pandemia.**

A tabela a seguir demonstra o prêmio / perda potencialmente embutidos nestes papéis com base nos valores negociados em 16 de outubro de 2020 para os cenários benigno e de risco descritos acima:

Descrição	Cálculo de valor potencial			
	Cenário Benigno - Retorno às taxas vigentes em 21/02/20		Cenário de Risco - Taxas buscam máxima da pandemia	
	NTN-Bp 2035	NTN-Bp 2045	NTN-Bp 2035	NTN-Bp 2045
Preço de mercado em 16/10/20	1.838,99	1.220,11	1.838,99	1.220,11
Dias úteis até o vencimento	3.660	6.173	3.660	6.173
Taxa de juros em 16/10/20	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%
Taxa de juros potencial	3,36%	3,36%	5,07%	5,07%
Preço do título no vencimento	3.342,62	3.342,62	3.342,62	3.342,62
Preço de mercado potencial em 16/10/20	2.068,40	1.487,67	1.629,80	995,28
Ganho (perda) potencial em 16/10/20	12,47%	21,93%	-11,38%	-18,43%

Os modelos da Gotham apontam para um deslocamento de aproximadamente 150 *basis points* na taxa de juros de equilíbrio da economia brasileira, caso se concretize o cenário de risco. Nestas circunstâncias, um investimento nestes papéis, sob as condições atuais de mercado, seria inferior ao custo de oportunidade futuro, o que elevaria o custo para o carregamento dos papéis até seu vencimento e faria com que uma eventual realização em período intermediário produzisse perda em montante superior ao projetado na tabela acima⁽¹¹⁾.

6. Renda variável⁽¹²⁾

Os principais mercados brasileiros de renda variável acompanhados pela Gotham interromperam sua rota de recuperação durante o 3º trimestre de 2020:

Índice	Variação no período						
	SET.20	AGO.20	JUL.20	2020	3TRI20	2TRI20	1TRI20
IBOVESPA	-4,80%	-3,44%	8,26%	-18,20%	-0,48%	30,18%	-36,86%
IFIX ⁽¹³⁾	0,47%	1,79%	-2,61%	-12,57%	-0,39%	12,51%	-21,99%
Fundos Multimercado - GFI ⁽¹⁴⁾	-3,97%	1,07%	3,83%	-0,28%	0,77%	16,25%	-14,87%

Os mercados de risco brasileiros permanecem com performance negativa em 2020, não alcançando o mesmo nível de recuperação de seus pares internacionais. Esta performance negativa deve ser creditada, principalmente, à pandemia do COVID-19, contudo, a diferença na velocidade e no padrão de sua recuperação deve-se a fatores internos, principalmente relacionados as incertezas sobre a continuidade da agenda de reformas estruturais e, conseqüentemente, à sustentabilidade fiscal do país.

6.1 Ações de companhias abertas

O Ibovespa iniciou o trimestre mantendo a recuperação observada desde abril, atingindo o seu maior nível pós pandemia em 29 de julho, aos 105.605 pontos. Os meses de agosto e setembro, contudo, foram marcados pela deterioração do ambiente de riscos, a partir da perda de foco sobre as discussões das reformas estruturais e o tom mais assistencialista dos discursos do Governo Federal, que abriram a possibilidade de ampliação do prazo dos programas de resgate social colocados em curso para combater os efeitos da pandemia sem, contudo, esclarecer de onde os recursos para financiar esta ampliação seriam provenientes. A incerteza instaurada nos mercados a partir deste fato só deve se dissipar quando houver uma sinalização mais clara sobre as diretrizes da política fiscal e do amadurecimento das

⁽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 aquisição dos mesmos.

⁽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.

⁽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.

discussões sobre as Reformas Administrativa e Tributária, o que se encontra em terreno cinzento no momento. Até isto acontecer, a volatilidade deve prevalecer.

O nível atual do Ibovespa, que encerrou o pregão de 19 de outubro aos 98.658 pontos, reflete uma retração de 14,92% em relação ao fechamento de dezembro de 2019 e 13,21% desde o início da crise propagada pela pandemia do COVID-19, em 21 de fevereiro. Como já destacado, Gotham entende que os mercados internacionais apresentaram uma recuperação muito acelerada no período seguinte ao pânico pós pandemia, e avalia que estes mercados podem não estar capturando a perda permanente gerada pelos efeitos desta pandemia sobre a economia, o que poderá comprometer a sustentabilidade de suas performances futuras. O Ibovespa, mesmo que refletindo aspectos distintos à crise deflagrada pelo COVID-19, encontra-se, atualmente, em patamar que reflete, coincidentemente, perdas próximas ao que estimamos, poderiam ser atribuídas aos efeitos da pandemia. Desta forma, entendemos que, uma vez dissipadas as incertezas decorrentes das questões internas, relacionadas principalmente à sustentabilidade fiscal do país, haverá espaço para retornos consistentes.

A performance potencial do Ibovespa é mensurada pela Gotham dentro dos 3 cenários desenvolvidos para o desfecho da incerteza sobre o futuro fiscal do país, descritos no item 5 deste relatório, a estes adicionados um cenário de *stress*, onde haveria o efetivo rompimento do “teto de gastos” sem a perspectiva de contenção de despesas nem a apresentação de fontes sustentáveis de financiamento. A tabela a seguir apresenta uma visão potencial do Ibovespa nos próximos 12 meses em cada um destes cenários:

Descrição	Cenários			
	Base	Benigno	Risco	Stress
Ibovespa potencial em 12 meses	115.000	122.000	95.000	80.000
Varição sobre 19 de outubro	16,56%	23,66%	-3,71%	-18,91%

A atual deterioração na percepção de risco no Brasil aumenta a volatilidade dos mercados e dificulta as projeções diante da incerteza sobre o horizonte fiscal brasileiro, o que aumenta o *range* do Ibovespa potencial entre os cenários projetados. **A Gotham avalia que, superada a pandemia do COVID-19 e mantida a agenda de reformas estruturais, o país poderia ingressar em**

um ciclo benigno e sustentável, o que faria com que os retornos anuais de seus mercados de risco refletissem as oportunidades derivadas deste cenário. No entanto, enquanto não se estabelecer uma diretriz clara sobre esta trajetória fiscal, o mercado deverá permanecer estagnado, volátil e apresentando retornos inferiores a seu potencial.

6.2 Fundos de investimento imobiliários

Durante o trimestre, o desempenho dos fundos de investimento imobiliários mensurado pela variação do IFIX ficou perto da estabilidade, recuando 0,39%. Nos nove meses de 2020, no entanto, este índice acumula uma perda de 12,57%. Os 25 fundos de investimento imobiliário acompanhados pela Gotham apresentaram, em setembro, *dividend yield*⁽¹⁵⁾ médio, com base nos rendimentos distribuídos nos últimos 12 meses, de 6,68% e uma relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial⁽¹⁶⁾ equivalente a 106%.

A Gotham mantém sua avaliação de que os efeitos da pandemia do COVID-19 sobre ativos imobiliários tem potencial de impactar significativamente os 3 principais vetores de valor destes ativos: (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”.

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

6.3 Fundos multimercado⁽¹⁷⁾

A Gotham mensura o desempenho dos fundos multimercado através do *Gotham*

⁽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.

⁽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.

Finance Index. No início deste trimestre, efetuamos a revisão semestral da composição do índice, que passou de 21 para 27 fundos. Foram incorporados dois fundos *long biased*, dois fundos não direcionais, um fundo multi estratégia e um fundo macro consistência. Não foram excluídos fundos que já compunham a carteira teórica. 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.
SET.20	-3,97%	-2,18%	-3,20%	3,21%	-1,90%	-7,05%
AGO.20	1,07%	0,08%	0,98%	6,83%	0,85%	-0,99%
JUL.20	3,83%	2,36%	2,06%	2,39%	1,99%	8,43%
3TRI20	0,77%	0,21%	-0,25%	5,87%	0,90%	0,21%
2TRI20	16,24%	8,62%	11,62%	21,39%	2,19%	35,27%
1TRI20	-13,91%	-14,63%	-5,26%	-13,61%	-4,55%	-31,40%
2020	-0,28%	-7,07%	5,49%	11,03%	-1,58%	-7,38%
2019	17,58%	13,54%	10,88%	28,20%	10,07%	37,00%

No 3º trimestre o desempenho do índice ficou próximo a estabilidade, em um período marcado pela alta volatilidade dos mercados de risco no Brasil. Durante o ano de 2020, este desempenho também ficou próximo da estabilidade, não obstante ter apresentado volatilidade na variação mensal e o Ibovespa, índice de referência do mercado de renda variável brasileiro, ter recuado 18,2%.

O trimestre foi marcado pelo bom desempenho dos fundos globais, que foram beneficiados tanto pela boa performance dos mercados internacionais como pela

⁽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 27 fundos (até junho de 2020 – 21 fundos) que representam as principais estratégias de atuação: (i) Fundos Macro Consistência (22% do portfólio teórico / até junho de 2020 – 24%): 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 junho de 2020 – 24%): Possuem perfil similar aos fundos macro consistência, contudo incorrem em maior volatilidade e, portanto, maior exposição a riscos e oportunidades; (iii) Fundos Globais (11% do portfólio teórico / até junho de 2020 – 14%): Apresentam perfil similar aos fundos macro consistência e multi estratégia, atuando preponderantemente em mercados internacionais; (iv) Fundos Não Direcionais (19% do portfólio teórico / até junho de 2020 – 14%): Exploram assimetrias entre índices financeiros, ações ou indicadores macroeconômicos correlacionados, sem incorrer em exposição direcional a mercados específicos e; (v) Fundos *Long Biased* (26% do portfólio teórico / até junho de 2020 – 24%): 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.

desvalorização da moeda brasileira. As demais estratégias apresentaram alta volatilidade mensal, principalmente os fundos *long biased*, que possuem maior correlação com o mercado acionário, mas acabaram fechando o trimestre com variação próxima a zero.

Mais uma vez o portfólio diversificado de fundos multimercado mostrou-se resiliente e foi capaz de oferecer proteção ao capital investido, mesmo em um período de crise. O desempenho combinado dos fundos que compõe o *Gotham Finance Index* superou, tanto no 3º trimestre como no ano de 2020, o desempenho do Ibovespa, que representa seu melhor *benchmark*.

São Paulo, 20 de outubro 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