



# **GOTHAM**

## **Market Watch**

### **Conteúdo**

- 1. Introdução**
- 2. Fechando o ano da pandemia do COVID-19**
- 3. Performance dos mercados**
- 4. Contexto macroeconômico e ambiente de riscos**
- 5. Renda fixa**
- 6. Tesouro direto**
- 7. Renda variável**

**Adendo: *Disclaimer***

**4º Trimestre de 2020**

## 1. Introdução

A 6ª edição do *Gotham Market Watch*<sup>(1)</sup>, 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, fecha o ano da Pandemia do COVID-19 apresentando, além de seu conteúdo habitual de acompanhamento de mercados, uma análise detalhada sobre a performance dos principais ativos financeiros.

Convidamos nossos leitores a visitar o website da Gotham:

[www.gothamfinance.com.br](http://www.gothamfinance.com.br), onde, além das edições anteriores, é possível obter uma visão mais detalhada da proposta da Gotham de apoiar investidores no processo de gestão de seu patrimônio financeiro pessoal.

## 2. Fechando o ano da pandemia do COVID-19

Os reflexos da pandemia fizeram de 2020 um ano marcado pela incerteza e pela volatilidade dos mercados de risco. Houve uma forte retração no desempenho destes mercados durante os meses de fevereiro e março, seguida por uma recuperação impulsionada, principalmente, pela injeção de liquidez provocada pelos estímulos monetários e programas de resgate social colocados em prática globalmente. **A Gotham avalia que esta recuperação pode ter acontecido de maneira muito acelerada, resultando em um gap de desempenho, a ser cobrado dos mercados de risco mais adiante, seja através da diluição do potencial de retorno sustentável ou mesmo de um movimento de correção, derivado da materialização de algum dos vários fatores de risco potenciais ainda em aberto.**

No Brasil, a boa notícia foi a retração do Produto Interno Bruto, que ficou aquém das projeções iniciais do mercado e órgãos internacionais como o FMI e o Banco Mundial, que chegaram a prever queda equivalente a 8%. A última estimativa do mercado para o desempenho da economia brasileira em 2020, divulgada no Boletim Focus de 8 de janeiro, prevê uma retração de 4,37%. Este desempenho favorável se

---

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

baseou, principalmente, na performance das exportações e na construção de uma rede de auxílios e estímulos monetários, cujo custo se refletiu na deterioração da já fragilizada posição fiscal do país, elevando o déficit primário em 2020 para aproximadamente 10,6% do PIB e acrescentando algo próximo a 20 pontos percentuais à relação dívida bruta do setor público e o PIB, que deverá atingir patamar próximo a 95%. O custo das medidas de estímulo, diferentemente do desempenho do PIB, se apresentou aderente às estimativas iniciais do mercado.

O ambiente de riscos deteriorado e algumas particularidades do mercado cambial brasileiro, mais especificamente o rebalanceamento da posição de *hedge* dos bancos com posições internacionais, derivadas de alterações nas regras de tributação, causaram uma forte distensão cambial durante o ano de 2020, que acabou refletida na inflação ao produtor, medida pelos IGPs, que se descolaram fortemente dos índices de inflação oficial, mais concentrados no consumo e em serviços. **Como mencionado na última edição do *Gotham Market Watch*, é possível que, após alguns meses, parte do aumento de preços refletido nos IGPs se reflita nos índices de consumo. Este fato, somado à deterioração da situação fiscal do país, acende um alerta sobre o risco de um surto inflacionário, mesmo que temporal, acabe por corroer parte da performance dos investimentos nominados em reais.**

### 3. Performance dos mercados

Ao final de cada semestre, o *Gotham Market Watch* apresenta o desempenho de determinados mercados e ativos financeiros, contemplando quatro visões: (i) atual, que apresenta individualmente os dois últimos trimestres; (ii) curto prazo, consolidando o último semestre e período de 12 meses; (iii) médio prazo, com o retorno dos últimos 3 e 5 anos e; (iv) longo prazo, abrangendo os últimos 7 e 10 anos. Esta abordagem visa proporcionar ao investidor fundamentalista uma referência sobre a perspectiva de longo prazo dos mercados de risco e como a sustentabilidade deste desempenho é influenciada por momentos específicos de crise e euforia.

#### 3.1 Performance atual

Os dois últimos trimestres de 2020 consolidaram a recuperação dos mercados de risco, que já apresentaram desempenho positivo durante o 2º trimestre. Localmente,

no entanto, o desempenho destes mercados 3º trimestre apresentou estabilidade, refletindo o ambiente político. Durante o 4º trimestre, no entanto, estes mercados apresentaram desempenho superior, compensando a estabilidade verificada no trimestre anterior.

Período	Ibovespa	Dow Jones	GFI <sup>(2)</sup>	IFIX <sup>(3)</sup>	Dólar	Ouro	CDI	IPCA
4TRI2020	25,81%	10,17%	10,50%	2,68%	-7,50%	0,58%	0,47%	3,13%
3TRI 2020	-0,48%	7,63%	0,78%	-0,40%	2,56%	5,11%	0,51%	1,24%

As carteiras diversificadas em fundos multimercado, cuja performance é espelhada pelo *Gotham Finance Index*<sup>(2)</sup> também apresentaram estabilidade durante o 3º trimestre, tendo sua performance impulsionada pelo desempenho do mercado acionário durante o 4º trimestre.

Os ativos de segurança, especificamente Ouro e Dólar, parecem ter atingido seu limite. O excesso de liquidez da moeda norte-americana, que impulsionou a recuperação do índice Dow Jones, parece agora contribuir para seu enfraquecimento, a medida em que os investidores buscam ativos nominados em outras divisas. A demanda por Ouro proveniente do mercado financeiro, se contrapõe à queda de sua demanda física, o que parece reduzir a capacidade de expansão do preço do metal.

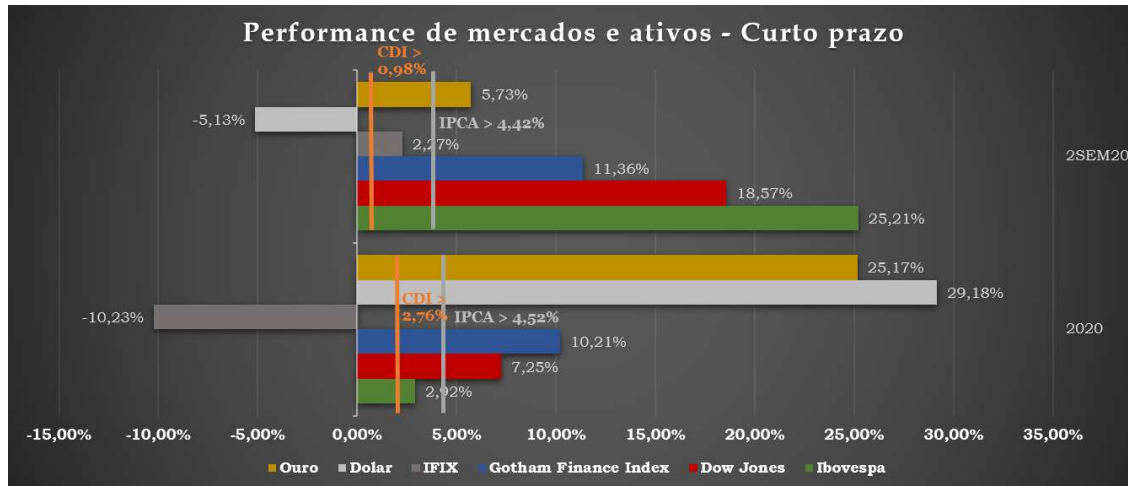
A taxa básica de juros permanece em seu patamar histórico mais baixo, proporcionando ao investidor de renda fixa avesso ao risco rentabilidade inferior aos índices de inflação. O IFIX<sup>(3)</sup> também apresentou rendimento inferior à desvalorização do poder de compra da moeda nos dois trimestres, refletindo as incertezas sobre a sustentabilidade do modelo de rentabilidade do mercado imobiliário diante das mudanças nos hábitos de trabalho e consumo desencadeadas pelos efeitos da pandemia do COVID-19.

### 3.2 Performance de curto prazo

Os ativos de segurança, notadamente Ouro e Dólar, dominaram o cenário em 2020, ano marcado pelos reflexos da pandemia do COVID-19, impulsionados pela valorização percebida durante o auge da crise, a partir do final do mês de fevereiro até meados de abril, perdendo força durante o 2º semestre.

<sup>(2)</sup> O GFI - *Gotham Finance Index* reflete a variação de um portfólio teórico de fundos multimercado acompanhados pela Gotham.

<sup>(3)</sup> O IFIX é um índice criado pela B3 e reflete a performance de uma carteira teórica de fundos de investimento imobiliários listados nesta bolsa.



As bolsas, tanto no Brasil como nos Estados Unidos, apresentaram forte recuperação durante o 2º semestre, fechando 2020 em terreno positivo, **impulsionadas mais pela liquidez injetada aos mercados pelos programas de estímulo monetário e resgate social do que propriamente por fundamentos baseados em perspectivas reais de recuperação econômica derivada do controle da pandemia.**

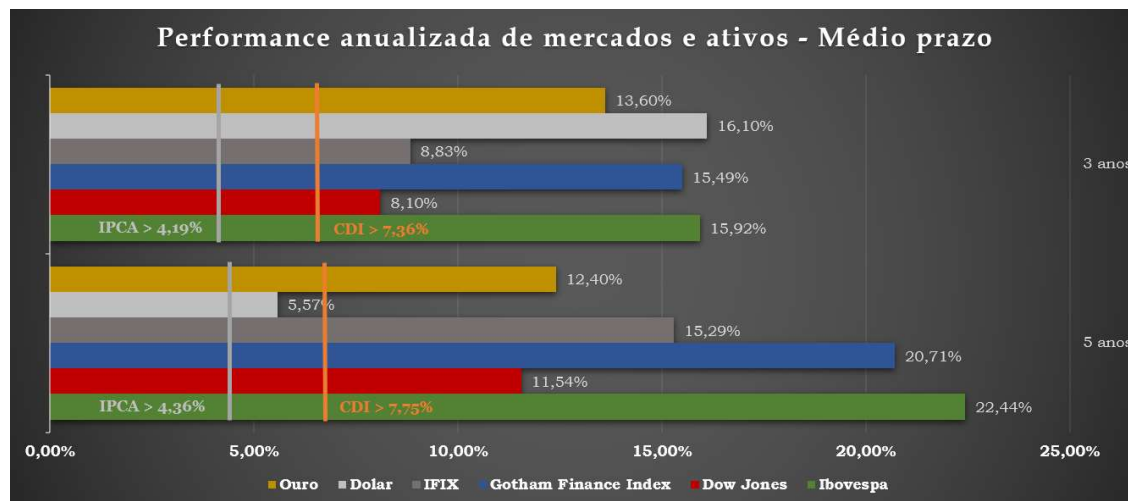
**As carteiras diversificadas em fundos multimercado mostraram resiliência diante do cenário desafiador**, apresentando performance próxima à estabilidade durante o 1º semestre, justamente a fase mais intensa da crise, e recuperaram a força principalmente durante o final do 2º semestre, fechando o ano com rentabilidade superior a 11%.

Ativos mais conservadores atrelados à taxa básica de juros e fundos imobiliários acabaram sendo os mais afetados pela pandemia do COVID-19. A manutenção da política monetária em terreno fortemente expansionista trouxe e manteve a taxa básica de juros em seu piso histórico. Já a performance dos fundos imobiliários, como mencionado anteriormente, refletiu a incerteza sobre a sustentabilidade da rentabilidade futura do mercado imobiliário.

### 3.3 Performance de médio prazo

A performance de médio prazo, principalmente dos ativos de risco em um período de 3 anos, foi influenciada pelo desempenho fraco desempenho de 2020. Assim, a performance anualizada das bolsas, tanto no Brasil como nos Estados Unidos, apresenta-se inferior, neste período de tempo, quando comparada ao desempenho

verificado em 5 anos. O mesmo fenômeno explica o declínio na performance dos fundos imobiliários e das carteiras diversificadas de fundos multimercado. Adiciona-se a este fato, especificamente à performance extraordinária do Ibovespa em 5 anos, o reflexo da recuperação do declínio verificado durante os anos em que a Nova Matriz Econômica foi implementada pelo governo impichado em 2016.

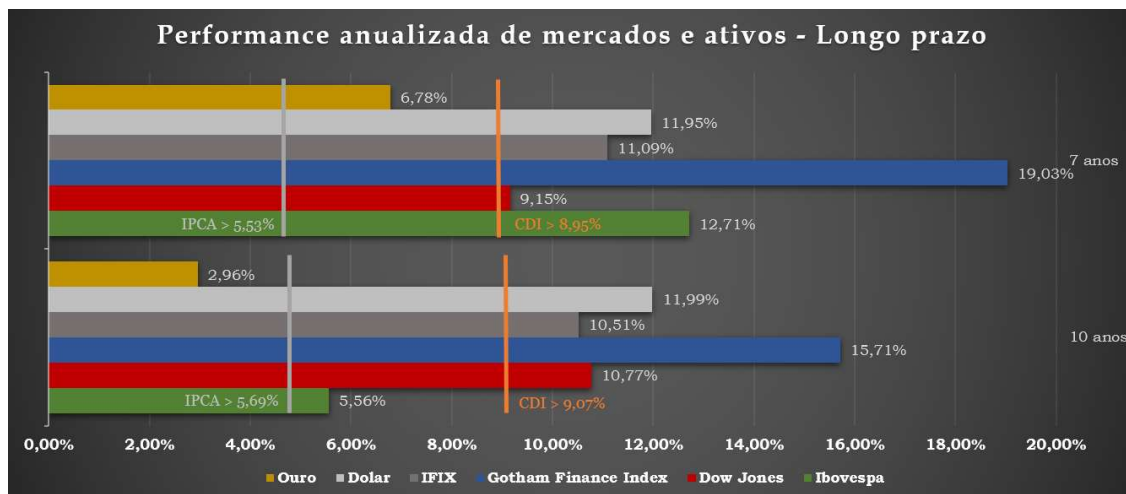


A performance dos ativos de segurança, também influenciada pelos reflexos da pandemia, porém de forma menos intensa aos ativos acima analisados, percebeu importante aumento em sua performance, tanto em 3 como em 5 anos. O desempenho do Dólar em relação à moeda brasileira, mais suscetível ao ambiente de riscos interno, teve maior valorização nos últimos 3 anos, considerando que o período de 5 anos reflete a forte volatilidade da parte final do governo impichado em 2016. Já o Ouro também apresenta valorização anualizada superior nos 3 últimos anos, mas a diferença para o período de 5 anos é menos intensa.

Tanto a taxa básica de juros como a inflação anualizadas em 3 e 5 anos apresentaram certa estabilidade, com o IPCA permanecendo pouco acima dos 4% e o CDI orbitando os 7,5%, o que coloca a taxa de juros real em torno dos 3%.

### 3.4 Performance de longo prazo

**O longo prazo consolida a superioridade de performance dos ativos de risco sobre os ativos mais conservadores, mesmo em um contexto de taxas de juros elevadas como o vigente no Brasil até 2018.**



**O índice Dow Jones apresenta, durante todo período, desempenho anualizado próximo a 10% ao ano.** A crise desencadeada pela pandemia do COVID-19 reduziu marginalmente o desempenho mais recente, contudo, sua tendência a uma normalidade próxima a este patamar, reflete a maturidade de um mercado de risco amplo e líquido, dentro de uma economia resiliente.

O desempenho do Ibovespa, em 10 anos, reflete toda instabilidade produzida pela Nova Matriz Econômica do governo impichado em 2016, como já mencionado anteriormente. O desempenho do índice melhora consideravelmente a partir de 2017, com a troca da diretriz econômica e seus reflexos no desempenho da economia e na percepção de risco.

As carteiras diversificadas em fundos multimercado apresentam o melhor desempenho, comparativamente aos demais ativos analisados, tanto em 7 como em 10 anos. A performance anualizada em 7 anos, no entanto, foi alavancada pela recuperação do desempenho do mercado acionário, considerando que parte dos fundos multimercado possuem forte exposição a este mercado.

Os ativos de segurança refletem, em seu preço, os fluxos de capital motivados pela aversão ao risco. Assim, seu desempenho anualizado, a longo prazo, tende a ser normalizado. Esta premissa acaba bem refletida no desempenho do Ouro, que em 10 anos tem um retorno anualizado de aproximadamente 3%, diluindo os picos verificados nos momentos de crise, como em 2020, onde o preço do metal se elevou em 25%. Já o desempenho do Dólar em relação ao Real, tanto em 7 como em 10 anos fica pouco inferior a 12%, refletindo o ambiente de riscos constantemente elevado

vigente no Brasil desde 2011.

A performance dos fundos imobiliários no longo prazo ficou pouco superior a 10,5%. Embora estes ativos tenham característica de renda variável, considerando que parte substancial de seu desempenho está atrelada ao preço dos imóveis de suas carteiras, a renda obtida por estes imóveis através de seus aluguéis acaba reduzindo bastante sua volatilidade, fazendo com que estes ativos sejam boas opções de investimento para portfólios diversificados, contribuindo para redução do risco de mercado sem comprometer sua rentabilidade. Como já mencionado, a pandemia do COVID-19 vem produzindo mudanças importantes nos hábitos de trabalho e consumo, o que já afetou a rentabilidade destes ativos em 2020 e poderá comprometer sua sustentabilidade futura.

A taxa básica de juros e a inflação anualizadas em 7 e 10 anos apresentaram relativa estabilidade, com o IPCA permanecendo pouco acima dos 5,5% e o CDI orbitando os 9%, resultando em uma taxa de juros real em torno dos 3,5%.

#### 4. Contexto macroeconômico<sup>(4)</sup> e ambiente de riscos<sup>(5)</sup>

O 4º trimestre, em termos macroeconômicos, consolidou duas tendências: **(i) a aceleração da inflação, com significativo aumento do IPCA, que fechou o ano pouco acima da meta estabelecida e; (ii) a retração da economia, como resultado direto da pandemia, em patamar substancialmente inferior às primeiras previsões do mercado e órgãos internacionais.**

O ambiente de riscos permanece estressado, **influenciado principalmente pela instabilidade no controle da doença e pela constante agitação política em Brasília.** Estes fatores afetam, respectivamente, o desempenho econômico global e local, influenciando a precificação dos ativos, as projeções sobre a recuperação setorial e o fluxo de investimentos.

<sup>(4)</sup> A Gotham acompanha o cenário macroeconômico através de modelos próprios desenvolvidos com o objetivo de mensurar o equilíbrio de longo prazo entre os principais indicadores: (i) taxa de juros; (ii) inflação; (iii) taxa de câmbio (dólar norte-americano) e; (iv) crescimento econômico. Congregamos os resultados produzidos por nossos modelos com a visão do mercado para o curto e médio prazo, obtida através do Boletim Focus divulgado semanalmente pelo Banco Central do Brasil.

<sup>(5)</sup> A Gotham monitora o ambiente de riscos através da identificação de fatores de risco que possam produzir efeitos relevantes sobre os investimentos pessoais de seus clientes. Para os fatores de risco cuja mensuração quantitativa se mostre adequada, são desenvolvidas métricas de acompanhamento. Fatores de risco onde métricas quantitativas não se mostrem efetivas são monitorados de forma qualitativa.



## 4.1 Juros e inflação

O Relatório Focus de 15 de janeiro de 2021 reflete a perspectiva do mercado sobre a política monetária, que deverá permanecer em terreno fortemente expansionista até o final de 2024, mantendo, ainda assim, a inflação dentro das metas estabelecidas pela autoridade monetária, conforme resumido no quadro a seguir, que apresenta, ainda, as projeções refletidas em nosso último relatório, a versão pré-crise de 21 de fevereiro de 2020 e as projeções de equilíbrio de longo prazo derivadas dos modelos desenvolvidos pela Gotham.

Índice	Valores correntes <sup>(6)</sup>	Indicadores macroeconômicos				Gotham - Equilíbrio
		Relatório Focus				
		DEZ.21	DEZ.22	DEZ.23	DEZ.24	
Meta Taxa Selic - 15/01/21	2,00%	3,25%	4,75%	6,00%	6,00%	9,83%
Meta Taxa Selic - 09/10/20	2,00%	2,50%	4,50%	5,50%		9,83%
Meta Taxa Selic - 21/02/20	4,25%	6,00%	6,50%	6,50%		8,88%
IPCA - 15/01/21	4,52%	3,43%	3,50%	3,25%	3,22%	5,52%
IPCA - 09/10/20	3,14%	3,02%	3,50%	3,25%		5,52%
IPCA - 21/02/20	4,19%	3,75%	3,50%	3,50%		5,13%
Juros real projetado - 15/01/21	-2,41%	-0,17%	1,21%	2,66%	2,69%	4,08%
Juros real projetado - 09/10/20	-1,11%	-0,50%	0,97%	2,18%		4,08%
Juros real projetado - 21/02/20	0,06%	2,17%	2,90%	2,90%		3,57%
IGPM - 15/01/21	23,14%	4,94%	4,00%	3,50%	3,50%	5,52%
IGPM - 09/10/20	17,94%	4,30%	4,00%	3,73%		5,52%
IGPM - 21/02/20	7,81%	4,00%	3,80%	3,73%		5,13%

**A Gotham entende que a atual Meta da Taxa Selic, fixada em 2%, encontra-se abaixo de seu limite mínimo, mesmo em um cenário de política monetária expansionista. Este fato, entre outros efeitos indesejáveis, dificulta o processo de rolagem da dívida pública, aumenta a volatilidade cambial, pressiona o sistema de preços e aumenta a percepção de riscos da economia.**

Quanto ao equilíbrio de longo prazo, considerando a deterioração da posição fiscal do país e sem a perspectiva de reversão dos déficits primário e nominal, **a Gotham entende ser insustentável a concretização das projeções do mercado, tanto em relação a taxa de juros quanto em relação à inflação, razão pela qual existe uma razoável divergência entre nossas projeções de equilíbrio e a visão de mercado para 2024.** Para que haja convergência destas

projeções, será necessária a aprovação das Reformas Administrativa e Tributária com textos que preservem a qualidade e eficácia destas reformas.

Nota-se, ainda, durante o ano de 2020, um descolamento importante entre o índice de inflação ao consumidor (IPCA) e aqueles que refletem, de forma mais significativa, a inflação ao produtor (IGPs). Derivada principalmente da desvalorização cambial, esta diferença entre os índices pode ser temporal, chegando ao consumidor caso não haja apreciação cambial ou absorção da majoração de custos na margem das empresas. **Em qualquer hipótese, as consequências sobre as perspectivas macroeconômicas para 2021 derivadas deste tema são indesejáveis, pois resultarão em aumento da inflação ao consumidor, perda de competitividade externa e ou redução na capacidade de crescimento.**

## 4.2 Câmbio e crescimento econômico

As projeções do mercado tanto para o câmbio quanto para o crescimento econômico apresentaram uma pequena redução em relação ao trimestre anterior:

Índice	Valores correntes <sup>(7)</sup>	Indicadores macroeconômicos				Gotham - Equilíbrio
		DEZ.21	DEZ.22	DEZ.23	DEZ.24	
Câmbio - US\$ - 15/01/21	5,27	5,00	4,90	4,89	4,96	4,68
Câmbio - US\$ - 09/10/20	5,54	5,10	4,90	4,80		4,32
Câmbio - US\$ - 21/02/20	4,39	4,15	4,11	4,15		4,58
Variação do PIB - 15/01/21	-4,37%	3,45%	2,50%	2,50%	2,50%	2,36%
Variação do PIB - 09/10/20		3,50%	2,50%	2,50%		2,36%
Variação do PIB - 21/02/20		2,50%	2,50%	2,50%		3,50%

A Gotham avalia que **a manutenção da taxa básica de juros em terreno fortemente expansionista por período prolongado de forma concomitante a uma situação fiscal deficitária trouxe extrema volatilidade ao mercado cambial, deteriorando a cotação da moeda brasileira.** Potencializaram ainda mais esta volatilidade a deterioração do ambiente de riscos causada pela pandemia do COVID-19 e o aumento da demanda causada pela necessidade de os grandes bancos reestruturar suas posições de *hedge*, derivada de alterações nas regras de tributação.

Nossa visão de equilíbrio de longo prazo, onde a cotação da moeda norte-americana orbitaria R\$ 4,68, reflete uma eventual normalização da política monetária em terreno expansionista, contudo acima do que entendemos, ser um limite mínimo para a taxa básica de juros. Para o curto prazo, enquanto permanecerem tanto o nível de volatilidade como o panorama macroeconômico atuais, com a taxa básica de juros abaixo de seu limite mínimo, estimamos que o intervalo justo para a cotação da moeda norte-americana se estabeleça entre R\$ 5,27 e 5,75.

As projeções pessimistas para retração do PIB, divulgadas no início da pandemia, acabaram por não se concretizar. O recuo deste produto, de acordo com as estimativas atuais, converge com nossa visão inicial e deve ficar em torno de 4,5%. Avaliamos que as projeções do mercado para a recuperação econômica em 2021 possam estar ligeiramente menos otimistas do que apontam nossos modelos, contudo, dado o cenário de riscos sobre a condução da diretriz fiscal e a instabilidade política, entendemos que esta visão, mais conservadora, se mostra adequada. Quanto ao crescimento potencial da economia em um cenário de equilíbrio, permanecemos em consenso com o mercado, projetando um intervalo entre 2% e 2,5%.

### 4.3 Ambiente de risco

O monitoramento quantitativo de riscos permanece estressado, porém estável. **Os fatores qualitativos, no entanto, mostram-se mais complexos, diante da polarização política e da carência de uma liderança mais contumaz no que diz respeito ao enfrentamento da pandemia, tanto em uma perspectiva local com global.**

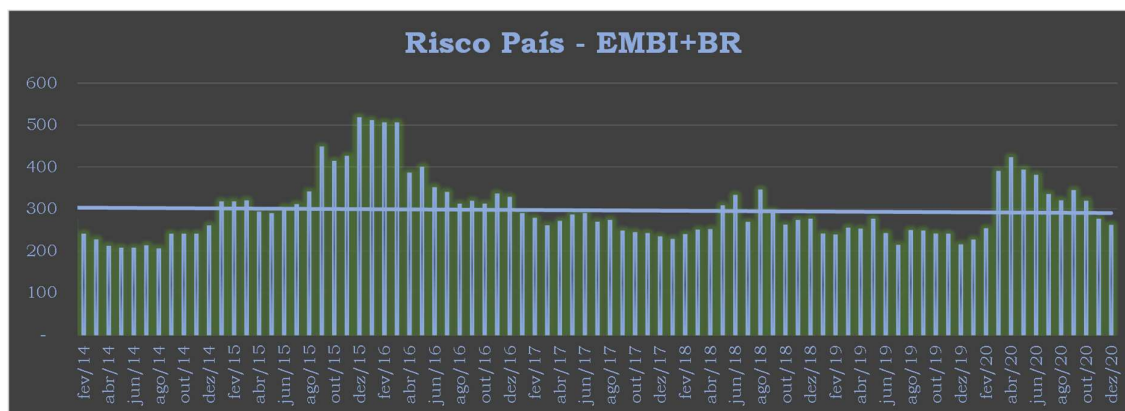
#### 4.3.1 Volatilidade dos mercados

A volatilidade diária dos mercados de renda variável alcançou um nível de estabilidade durante os dois últimos trimestres, ligeiramente acima do patamar apurado durante o 4º trimestre de 2019:

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

### 4.3.2 Risco país

O risco país, medido pelo índice EMBI+BR<sup>(8)</sup>, fechou o ano de 2020 em 260 pontos, menor nível de fechamento mensal desde fevereiro. No 4º trimestre houve um declínio médio pouco inferior a 15% nesta percepção de risco. Desta forma, este indicador de risco fecha o ano marcado pela pandemia do COVID-19 ligeiramente abaixo de sua linha de tendência em 7 anos, sem haver, contudo, uma sinalização sobre o controle efetivo da doença tampouco da retomada das discussões das reformas estruturais, necessárias ao crescimento econômico sustentável do país. A Gotham **credita esta melhora na mensuração da percepção de risco mais ao aumento na liquidez dos mercados internacionais, que gerou um fluxo de recursos para os mercados emergentes, do que propriamente a retomada da confiança dos agentes econômicos sobre a melhora dos fundamentos da economia brasileira.**



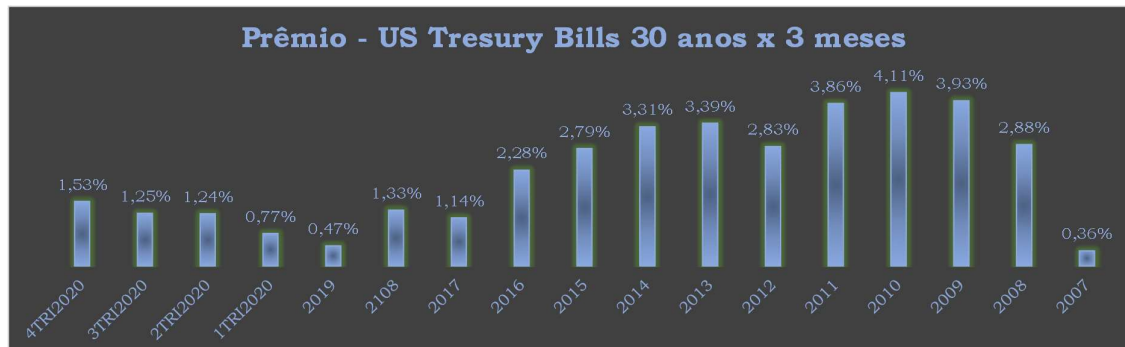
### 4.3.3 Prêmios dos Títulos de Dívida Norte-Americana

A diferença dos prêmios dos Títulos de Dívida Norte-Americana de curto e longo prazo<sup>(9)</sup> aumentou marginalmente durante o último trimestre de 2020, alcançando a média diária de 1,20% durante o ano de 2020. A Gotham entende que a manutenção da diferença entre os prêmios de curto e longo prazos neste nível, caracteriza incerteza e aversão a riscos por parte dos *players* do mercado. Ressalta-se ainda que a ligeira elevação destes prêmios, desde o período mais agudo da crise, durante o

<sup>(8)</sup> 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.

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

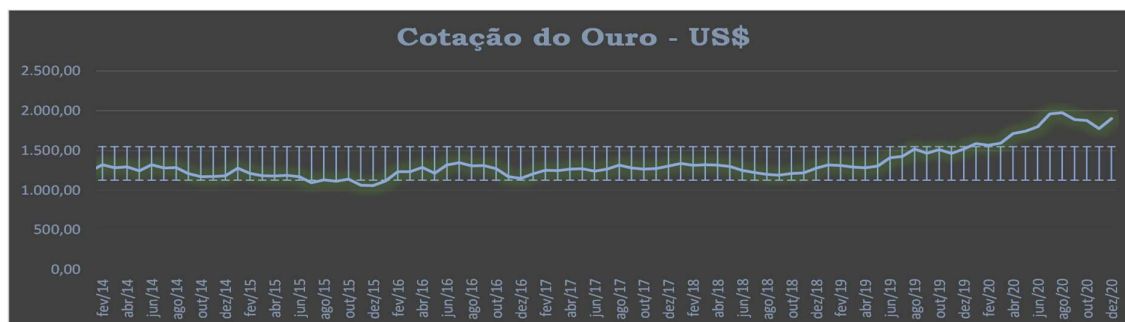
1º trimestre, se relaciona mais ao declínio dos juros de curto prazo, como efeito dos estímulos da política monetária, do que pelo aumento da remuneração dos ativos de longo prazo, que permanecem abaixo de sua média histórica.



#### 4.3.4 Cotação do Ouro<sup>(10)</sup>

A cotação do Ouro, que se encontra acima de seu intervalo de estabilidade desde o segundo semestre de 2019, parece ter encontrado seu limite, considerando a queda na demanda física verificada desde o início da pandemia do COVID-19, tendo o preço da *onça troy* caído pouco menos de 5% em sua média durante o 4º trimestre de 2020. Assim, verifica-se um antagonismo entre a demanda do mercado financeiro, motivada pela busca de um ativo de preservação de valor diante da expansão monetária, e a demanda da economia real, fragilizada pelo declínio da atividade econômica.

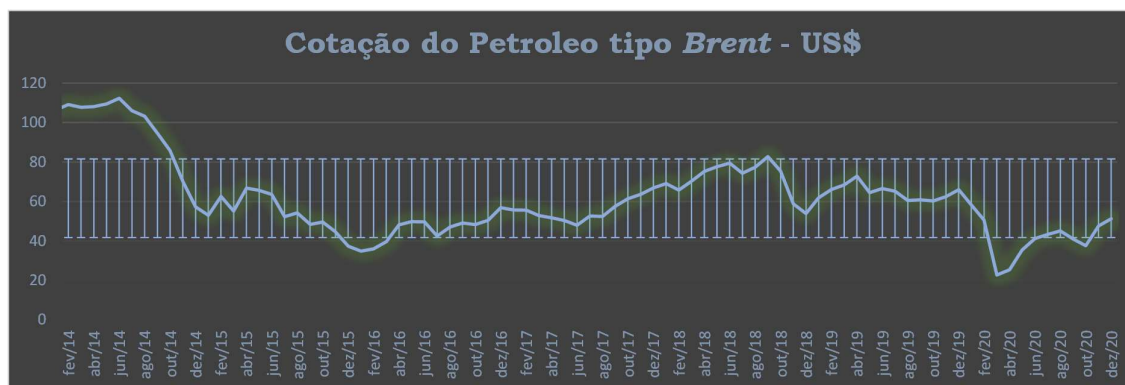
Sob a perspectiva de mensuração de risco, a cotação do metal se mantém acima de seu intervalo de estabilidade desde o início da pandemia, subido aproximadamente 25% durante o ano de 2020, caracterizando um cenário de percepção de risco elevada nos mercados.



<sup>(10)</sup> O Ouro é um ativo financeiro desvinculado de fluxos de rentabilidade futura. As pressões de oferta e demanda físicas tem reduzida influência sobre sua precificação financeira, sendo sua cotação derivada, principalmente, 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 importante do nível de risco vigente.

#### 4.3.5 Mercado de Petróleo<sup>(11)</sup>

O mercado de petróleo apresentou mais um trimestre de grande volatilidade, chegando a fechar o mês de outubro abaixo dos US\$ 40, nível tido como mínimo para a sustentabilidade da indústria. Embora ainda bastante volátil, o mercado parece distante do *stress* agudo vivenciado logo após o início da pandemia do COVID-19, quando, no mês de abril, as cotações futuras da commodity atingiram valores negativos. **O estágio atual do mercado reflete um certo apaziguamento nas relações entre os países produtores, contudo, tanto a volatilidade como a cotação muito próxima aos US\$ 40 o barril, refletem instabilidade na percepção de riscos.**



#### 4.3.6 Riscos qualitativos

Os riscos avaliados sob uma perspectiva qualitativa permanecem estressados. Mantemos nosso acompanhamento sobre principais fatores externos, contudo, **detectamos uma deterioração importante no contexto político local, o que nos leva a acompanhar, com maior proximidade, os movimentos deste cenário, a partir das articulações envolvendo a eleição das presidências da Câmara e do Senado.**

O risco de estagnação econômica, desarranjo das cadeias produtivas, deflação e, conseqüentemente, de um evento sistêmico sobre os sistemas financeiros permanece elevado, embora os reflexos positivos das políticas de estímulo tenham, potencialmente, afastado a possibilidade de sua concretização no curto prazo. O efeito colateral, contudo, é que, **mesmo não havendo uma retomada mais significativa da questão sanitária, a absorção do custo destes estímulos**

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

**deverá reduzir o potencial de crescimento econômico futuro, o que poderá refletir em menor potencial de retorno dos investimentos ou mesmo uma correção mais acentuada motivada pela materialização de algum evento de risco.**

As eleições americanas ocorreram de forma bastante tumultuada, caracterizando, em alguma medida, a materialização de parte dos riscos estimados pelo mercado.

Embora o cenário concreto tenha sido bastante desafiador, este fato parece, ainda, não ter afetado os mercados. A Gotham avalia que **os riscos advindos do resultado da eleição permanecem e são bastante elevados, contudo, a precificação de suas consequências futuras parece não ter ocorrido até este momento, considerando o excesso de liquidez existente.**

Permaneceremos monitorando os possíveis reflexos advindos: (i) do controle integral do Partido Democrata sobre os poderes executivo e legislativo; (ii) das consequências e custos advindos da possível implementação de novos pacotes de estímulo; (iii) do aumento da regulação sobre o setor financeiro; (iv) da implementação, ou não, de regras que aumentem a competitividade das grandes empresas baseadas em tecnologia (v) das pressões a serem exercidas pelos movimentos sociais mais radicais que foram, de alguma forma, fundamentais para o resultado final da eleição e; (vi) da possível majoração de impostos que permita custear a política mais assistencialista do Partido Democrata.

As tensões entre China e Estados Unidos tendem a se amenizar com o novo governo americano, que deverá adotar uma postura mais diplomática à resolução das questões comerciais, geopolíticas e estratégicas, **permanecendo, contudo, o risco em se discutir e competir com um regime dúbio e totalitário, cuja estratégia nem sempre coloca todos os *players* em condição de igualdade, mesmo ao se contrapor com a atual maior potência econômica global.**

Incorporamos à nossa avaliação de riscos qualitativa o monitoramento político local. **Os reflexos da pandemia do COVID-19 deterioraram progressivamente o já fragilizado equilíbrio de forças políticas, dificultando a coalizão necessária para que sejam viabilizadas as reformas estruturais fundamentais à promoção do desenvolvimento sustentável do país. Se,**

antes da pandemia, as dúvidas se relacionavam à qualidade das reformas após as requeridas discussões para suas aprovações, agora se questiona não apenas a viabilidade de aprovação, como também a manutenção do governo eleito, cada vez mais questionado em função do afloramento de ânimos advindos da gestão sanitária durante a pandemia.

**Nota-se, portanto, que o ambiente de riscos permanece estressado, contudo, anestesiado pelo excesso de liquidez dos mercados.** Mesmo com a perspectiva do controle da pandemia, com a disponibilização das vacinas, a adaptação à nova realidade econômica será desafiadora e deverá contemplar a readaptação dos hábitos de trabalho, a restauração de setores econômicos inteiros, que talvez sequer readquiram sua viabilidade, o reestabelecimento das cadeias produtivas, o enxugamento da liquidez artificialmente colocada no sistema financeiro e o pagamento da fatura relacionada aos programas de resgate social, que deterioraram a posição fiscal da maior parte dos países.

## 5. Renda fixa<sup>(12)</sup>

Os investimentos em papéis de renda fixa são menos atraentes em cenários macroeconômicos expansionistas como o atual, contudo, algumas oportunidades disponíveis neste mercado podem compor uma carteira diversificada sem comprometer sua expectativa de rentabilidade. Resumimos, na tabela a seguir, as melhores oportunidades disponíveis junto aos distribuidores acompanhado pela Gotham:

Ativos de renda fixa - 22 de janeiro de 2021			
Descrição	Pré fixada	Pré + Inflação	Pós-fixada % do CDI
Tributado com garantia do FGC	12,50%	4,65%	200%
Tributado sem garantia do FGC	N/D	4,00%	N/D
Não tributado com garantia do FGC	7,65%	4,70%	125%
Não tributado sem garantia do FGC	N/D	4,75%	130%

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



A assimetria na remuneração dos ativos permanece, contrariando, inclusive, a lógica da relação risco retorno, considerando existirem ativos garantidos pelo Fundo Garantidor de Crédito com remuneração superior a ativos não garantidos por esta entidade, bem como ativos de maturação mais longa que apresentam remuneração inferior a ativos de vencimento mais curto.

## 6. Tesouro direto<sup>(13)</sup>

Da mesma forma que os ativos de renda fixa, os títulos públicos negociados na plataforma Tesouro Direto perdem atratividade em cenários macroeconômicos expansionistas. A remuneração dos títulos públicos, no entanto, oscila em função do ambiente de riscos vigente, principalmente relacionado a expansão, controle e capacidade de pagamento da dívida pública. A pandemia do COVID-19 trouxe incerteza em relação a este tema e, portanto, aumentou a volatilidade sobre as taxas pagas por estes papéis, principalmente os de maturação mais longa.

Este quadro de volatilidade se espelha no comportamento das NTN-Bp (Tesouro IPCA+) com vencimento em 2035 e 2045, que são monitoradas com maior proximidade pela Gotham. Atualmente, a taxa destes papéis está em 3,90% acima do IPCA, dentro do intervalo de flutuação estimado pela Gotham para a taxa de equilíbrio de longo prazo da economia brasileira.

A tabela a seguir demonstra o eventual prêmio / perda potencial nestes papéis caso os mesmos retornem às taxas vigentes antes da pandemia, que seria um cenário benigno, impulsionado pela volta das discussões e aprovação de reformas estruturais, ou busquem os níveis máximos alcançados durante a pandemia, em razão da materialização de um cenário de risco, como a elevação do déficit primário e estouro do teto de gastos em função de necessidades advindas da crise sanitária ou do reflexo de decisões políticas.

---

<sup>(13)</sup> 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.

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 22/01/21	1.998,44	1.364,58	1.998,44	1.364,58
Dias úteis até o vencimento	3.591	6.104	3.591	6.104
Taxa de juros em 22/01/21	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%
Taxa de juros potencial	3,36%	3,36%	5,07%	5,07%
Preço do título no vencimento	3.447,18	3.447,18	3.447,18	3.447,18
Preço de mercado potencial em 22/01/21	2.152,49	1.548,16	1.703,69	1.040,40
Ganho (perda) potencial em 22/01/21	7,71%	13,45%	-14,75%	-23,76%

## 7. Renda variável<sup>(14)</sup>

Após um ano de muita volatilidade, os principais mercados de renda variável no Brasil fecharam dezembro com desempenho positivo, exceto os fundos imobiliários, cuja própria fundamentação foi colocada em xeque pela crise, conforme temos ressaltado desde as primeiras edições do *Gotham Market Watch*.

Esta recuperação, no entanto, tem menos aderência aos primeiros passos da resolução da crise sanitária com a chegada das vacinas, mas deriva da liquidez provocada pelos estímulos monetários e programas de resgate social. **Desta forma, acontece em um mercado volátil e se caracteriza por uma alternância de comportamento dos investidores, ora tomados por extremo pessimismo, ora influenciados por ondas de otimismo.**

Sob a perspectiva de fundamentação econômica, mantemos nosso *call* de que esta antecipação de performance poderá ser diluída em anos futuros, onde os mercados apresentem performance ligeiramente inferior à sua capacidade intrínseca, ou corrigida de forma mais aguda, pela materialização de algum dos inúmeros fatores de risco potencializados pela pandemia ainda em aberto.

### 7.1 Ações de companhias abertas

O Ibovespa fechou o ano de 2020 aos 119.017 pontos, maior nível de fechamento mensal no ano e 2,91% superior ao fechamento de 2019. A Gotham avalia que este patamar encontra-se na margem superior do intervalo justo calculado para o índice neste momento. Durante o mês de janeiro, o Ibovespa atingiu o nível máximo no

<sup>(14)</sup> Ativos financeiros de renda variável, em geral, são precificados pela performance futura das atividades econômicas que representam, descontados por uma taxa que embute o custo de oportunidade para a remuneração do capital empregado e o risco incorrido pelo investidor. Adicionalmente, o valor destes ativos pode ser influenciado por fluxos financeiros que nem sempre representam escolhas racionais, derivadas de cenários de euforia ou pânico.

*intraday* aos 125.323 pontos no dia 8, entrando em rota de declínio a partir de então, fechando o dia 21 aos 118.329 pontos. A variação entre o extremo positivo do índice até seu nível mais baixo em dia 21 de janeiro superou 7%. A Gotham avalia que esta alternância de humor entre os investidores, baseada em fatores com os quais o mercado convive há algum tempo, caracteriza uma certa anomalia, mesmo em um cenário de risco denso como o atual.

Com base em seus modelos fundamentalistas e no cenário macroeconômico neutro, ou seja, onde não haja nem a aprovação das reformas estruturais nem uma pior na situação fiscal do país, a Gotham **estima um intervalo justo para o Ibovespa em 12 meses entre 125.000 e 135.000 pontos, o que representa um potencial aproximado de valorização entre 6% e 14% em relação ao fechamento de 21 de janeiro.** A Gotham salienta, contudo, que a aprovação célere de reformas de boa qualidade ou a concretização da deterioração da situação fiscal do país podem tanto elevar a estimativa de valorização como proporcionar perdas nominais importantes aos investidores.

## 7.2 Fundos de investimento imobiliários

Durante o 4º trimestre de 2020, o desempenho dos fundos de investimento imobiliários, mensurado pela variação do IFIX, foi de 2,68%. Estes ativos, no entanto, fecharam o ano de 2020 com performance negativa de 10,23%. A Gotham acompanha 25 fundos de investimento imobiliários com maior proximidade, sendo que em 31 de dezembro de 2020 a relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial<sup>(15)</sup> deste conjunto de fundos era de 105% (3º trimestre – 106%), e o *dividend yield*<sup>(16)</sup> médio, com base nos rendimentos distribuídos nos últimos 12 meses, ficou em 6,62% (3º trimestre - 6,68%).

A performance destes ativos em 2020 consubstancia o entendimento da Gotham que os efeitos da pandemia sobre este mercado tem o potencial de impactar significativa e negativamente seus três principais vetores de valor: (i) a taxa de retorno dos aluguéis contratados, que sofrem com a inadimplência, ao menos temporária, gerada pela parada abrupta das atividades de alguns segmentos de locatários; (ii) a vacância dos imóveis, que vem percebendo aumento importante, como reflexo da

<sup>(15)</sup> Os ativos de um fundo imobiliário são avaliados periodicamente a mercado e esta avaliação é refletida em seu valor contábil. Assim, o valor patrimonial destes veículos de investimentos tende a refletir seu valor justo.

<sup>(16)</sup> *Dividend yield* é apurado pela relação entre os proventos distribuídos por um investimento e o seu valor de mercado.

desaceleração econômica e readaptação dos hábitos de trabalho pós-pandemia e; (iii) o potencial de valorização do mercado imobiliário, afetado pela redução da atividade econômica.

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

### 7.3 Fundos multimercado<sup>(17)</sup>

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

Período	Performance comparativa <sup>(18)</sup>					
	GFI	Macro	Multi	Global	Ñ Dir.	Estratégias Long Bia.
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%
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	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%

Os fundos multimercado que integram o *Gotham Finance Index* apresentaram recuperação durante o último trimestre de 2020, o que permitiu que o índice fechasse um ano de crise e incerteza em terreno positivo. As performances de todas as estratégias contribuiriam positivamente para a recuperação do índice, sendo destaque no trimestre os fundos *long biased*, que se valeram da forte recuperação do Ibovespa no período, e os fundos multimercado tradicionais, tanto aqueles que

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

<sup>(18)</sup> A análise e comparabilidade de desempenho dos fundos multimercado é dificultada pela vasta gama de atuação e estratégias existentes. O *Gotham Finance Index* é um portfólio teórico composto por 27 fundos que representam as principais estratégias de atuação: (i) Fundos Macro Consistência (22% do portfólio teórico): São os fundos multimercado tradicionais, que exploram diversos mercados buscando valorização de suas posições e oportunidades de arbitragem; (ii) Fundos Multi Estratégia (22% do portfólio teórico): Possuem perfil similar aos fundos macro consistência, contudo incorrem em maior volatilidade e, portanto, maior exposição a riscos e oportunidades; (iii) Fundos Globais (11% do portfólio teórico): Apresentam perfil similar aos fundos macro consistência e multi estratégia, atuando preponderantemente em mercados internacionais; (iv) Fundos Não Direcionais (19% do portfólio teórico): Exploram assimetrias entre índices financeiros, ações ou indicadores macroeconômicos correlacionados, sem incorrer em exposição direcional a mercados específicos e; (v) Fundos Long Biased (26% do portfólio teórico): São, em essência, fundos de ações que, ao contrário dos fundos tradicionais, que só operam posições compradas, podem desenvolver estratégias defensivas através da manutenção de posições vendidas.

atuam no mercado local quanto os fundos globais.

A performance anual foi mais influenciada pelos fundos globais, que se aproveitaram da mais rápida e robusta recuperação verificada principalmente no mercado norte-americano. A carteira de fundos multimercado locais teve desempenho distinto. Os fundos mais alavancados apresentaram performance superior, enquanto os fundos tradicionais sofreram com exposições de risco pré-crise, que geraram perdas importantes durante o 2º trimestre que castigaram seu desempenho anual.

A resiliência destes ativos, diante de um ambiente de riscos desafiador, demonstrou sua capacidade de proteger o capital do investidor e remunerá-lo de acordo com as expectativas advindas da relação risco retorno incorrida. Historicamente, como demonstrado no item 3 deste relatório, uma carteira diversificada de fundos multimercado vem apresentando desempenho sustentável, superior e menos volátil, comparativamente aos seus *benchmarks*.

São Paulo, 22 de janeiro 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](http://www.gothamfinance.com.br)