



GOTHAM

Market Watch

Conteúdo

- 1. Introdução**
- 2. Performance dos mercados**
- 3. Contexto macroeconômico e ambiente de riscos**
- 4. Renda fixa**
- 5. Tesouro direto**
- 6. Renda variável**

Adendo: *Disclaimer*

Junho / Julho de 2020

1. Introdução

A quarta 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, apresenta uma análise da performance dos principais mercados, aproveitando o fechamento do semestre.

A partir da próxima edição, a periodicidade do relatório será alterada, de mensal para trimestral, visando manter sua qualidade frente ao aumento das demandas do Escritório. A Gotham reitera seu objetivo de apoiar investidores no processo de gestão de seu patrimônio financeiro pessoal, e se coloca à disposição de seus clientes e amigos para consultas personalizadas no período entre as edições do *Gotham Market Watch*. As edições anteriores, como habitual, permanecem disponíveis no website www.gothamfinance.com.br.

2. Performance dos mercados

Semestralmente, o *Gotham Market Watch* apresentará uma análise de performance de determinados mercados e ativos financeiros, contemplando quatro visões: (i) atual, que inclui o mês e trimestre mais recentes; (ii) curto prazo, abordando 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.

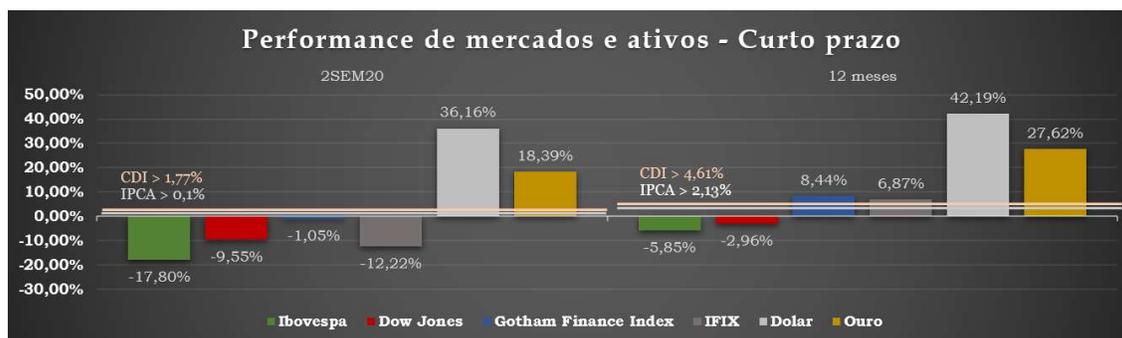
Durante o mês de junho, os mercados de risco mantiveram sua rota de recuperação, que caracterizou o segundo trimestre de 2020, não obstante nenhum fato concreto sobre o controle da pandemia do COVID-19 ter surgido, tampouco tenha se verificado qualquer alteração significativa no ambiente de riscos, que permanece estressado após a contenção do pânico que marcou o mês de março de 2020. Esta recuperação foi consequência direta das políticas de estímulo deflagradas pelas autoridades monetárias ao redor do planeta e

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

seus reflexos sobre a liquidez dos mercados.

Período	Ibovespa	Dow Jones	GFI ⁽²⁾	IFIX ⁽³⁾	Dolar	Ouro	CDI	IPCA
Junho 2020	8,76%	1,69%	3,66%	5,86%	2,44%	3,21%	0,22%	0,26%
2TRI 2020	30,18%	17,77%	16,25%	12,52%	5,00%	13,00%	1,77%	-0,43%

O semestre, no entanto, ainda carrega os efeitos da correção observada no início da pandemia e a consolidação do movimento de *fly to safety*, fazendo sobressair a performance dos ativos de segurança como o ouro e o dólar sobre os demais ativos e mercados.

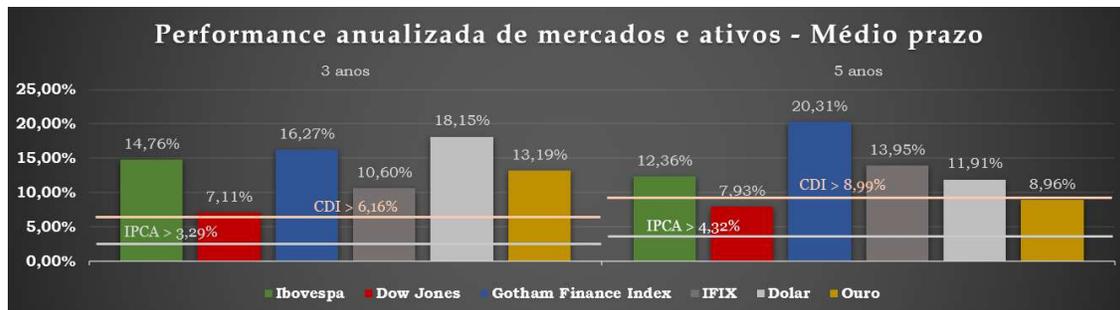


O desempenho dos principais ativos e mercados nos últimos 12 meses não só foi influenciada pelo movimento de *fly to safety*, como evidencia que este movimento já havia se iniciado antes da pandemia do COVID-19, considerando que os ativos de segurança apresentaram performance superior nos 12 meses encerrados em 30 de junho de 2020 do que nos 6 meses sob influência da pandemia do COVID-19. A correção dos ativos de bolsa, desencadeada durante o primeiro semestre de 2020, apresentou intensidade suficiente para dizimar a boa performance observada no segundo semestre de 2019, levando o desempenho destes mercados para terreno negativo também no acumulado de 12 meses. Outros mercados de risco, como fundos multimercado e imobiliários, conseguiram manter a performance positiva em 12 meses, superando, inclusive, o custo de oportunidade representado pela variação do CDI.

No médio prazo, mesmo afetada pela correção derivada da Pandemia do COVID-19, a performance dos ativos de risco no Brasil apresenta ganho real e superior ao custo de oportunidade da economia, conforme demonstra o gráfico a seguir:

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

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



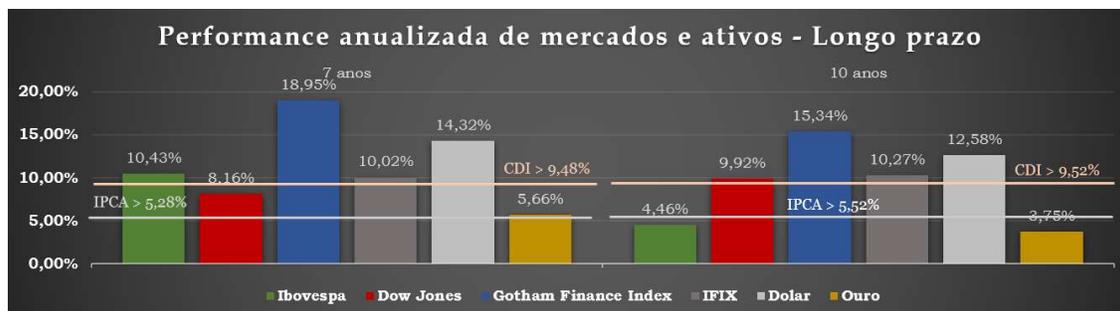
A performance anualizada do Ibovespa, no médio prazo, reflete a recuperação deste mercado, após o período onde a influência do fracasso da “Nova Matriz Econômica” depreciou o desempenho do mercado de ações brasileiro. Esta performance, em dezembro de 2019, período imediatamente anterior ao ajuste decorrente da pandemia, era de 24,29% em 3 anos e 18,25% em 5 anos.

Os demais ativos de risco do mercado brasileiro também apresentam performance positiva, com destaque para os fundos multimercados, que aproveitaram a volatilidade macroeconômica, principalmente no mercado de juros, além da já mencionada recuperação do Ibovespa. Os fundos de investimento imobiliários apresentam correlação negativa com a taxa básica de juros, tendo, portanto, seu desempenho beneficiado pela redução observada nestas taxas, o que aumentou, inclusive, seu ganho em relação ao próprio custo de oportunidade do capital.

A performance do dólar norte-americano em relação ao real foi fortemente influenciada pelo descolamento observado durante a pandemia do COVID-19. O diferencial anualizado das divisas em dezembro de 2019 era de 9,99% em 3 anos e 7,25% em 5 anos, pouco superior à metade do desempenho após computado os efeitos da pandemia no fechamento do semestre em junho de 2020.

A bolsa norte-americana, também fortemente afetada pelos efeitos da pandemia, ainda apresenta rentabilidade anualizada no médio prazo alinhada ao custo de oportunidade e percepção de risco daquela economia. Se retroagirmos para dezembro de 2019, visando excluir os efeitos da pandemia, esta rentabilidade era de 14,27% em 3 anos e 9,87% em 5 anos, performance que, inclusive, já ensejava a proximidade de um ajuste neste mercado, refletida na cotação do ouro, um ativo de segurança, que superou seu intervalo de estabilidade no primeiro semestre de 2019 e se apreciou aproximadamente 28% nos últimos 12 meses, alavancando a performance anualizada do metal no médio prazo.

O quadro de desempenho de longo prazo evidencia o potencial dos ativos de risco em mercados maduros e a transformação do mercado de investimentos brasileiro:



O desempenho anualizado do Ibovespa nos últimos 10 anos é inferior à metade da taxa básica de juros da economia no mesmo período, não obstante a forte recuperação observada por este indicador nos últimos 5 anos. Entre o início do período de 10 anos, em julho de 2010, quando o Ibovespa estava em 61.429 pontos, e o ponto mais agudo da crise econômica que resultou no impeachment da ex-presidente Dilma Rousseff, refletida neste indicador em janeiro de 2016, quando o mesmo bateu 40.406 pontos, percebeu-se uma desvalorização de 34% no período. Quando analisamos o período de 7 anos, o desempenho anualizado do índice melhora sensivelmente pois despreza, temporalmente, parte do seu declínio e captura integralmente sua recuperação.

A performance dos demais ativos de risco brasileiros mantém comportamento similar ao observado no médio prazo, com destaque, mais uma vez positivo, para os fundos multimercados, que se aproveitam da volatilidade macroeconômica para gerar retornos expressivos. Já os fundos de investimento imobiliários apresentaram rentabilidade anualizada consistente, contudo, mais próxima ao custo de oportunidade de capital, em um período em que a taxa de básica de juros da economia encontrava-se em patamar superior ao percebido tanto a curto como a médio prazo.

A variação da cotação do dólar norte-americano em relação ao real, no longo prazo, só é superada pela performance dos fundos multimercado. Neste caso, é importante ainda apartar os efeitos da extrema desvalorização ocorrida durante este semestre. Excluído este efeito, a variação da cotação desta moeda foi de 9,83% em 7 anos e 6,93% em 10 anos, quando ficou abaixo, inclusive, da variação anualizada da taxa

básica de juros da economia brasileira.

A bolsa norte-americana apresenta desempenho anualizado consistente e sustentável, pouco inferior a 10% em 10 anos e pouco superior a 8% em 7 anos, dentro de um intervalo esperado, considerando o custo de oportunidade e a percepção de risco sobre aquela economia, e já corrigido pelos efeitos da pandemia do COVID-19. A variação na cotação do Ouro, em um período de tempo mais longo e menos influenciado por momentos de *stress*, foi equivalente a aproximadamente 70% da variação do *Dow Jones* em 7 anos 40% em 10 anos.

O desempenho apresentado nos mercados e ativos analisados evidencia que, em geral: (i) **no longo prazo, os efeitos das crises e dos momentos de euforia tendem a ser equacionados**, sendo este, portanto, um bom vetor para estimar a performance esperada pelo investidor fundamentalista; (ii) **o desempenho de médio prazo captura tendências úteis para realinhar estratégias** tanto para obter ganhos adicionais derivados de oportunidades como para proteger o portfólio de eventuais riscos e movimentos de correção; (iii) **o desempenho de curto prazo reflete especificamente os acontecimentos momentâneos, tendo menor utilidade para direcionar o posicionamento do investidor fundamentalista** e; (iv) diferentemente dos ativos de renda fixa, **identificar os melhores momentos de aquisição dos ativos de risco pode alavancar sua performance**, considerando a volatilidade destes mercados.

3. Contexto macroeconômico⁽⁴⁾ e ambiente de riscos⁽⁵⁾

Durante o mês de junho, não houve alterações importantes nas projeções macroeconômicas apresentadas no Boletim Focus, tampouco no cenário de equilíbrio projetado pela Gotham. O ambiente de riscos permanece estressado, contudo, cada vez mais distante do território de pânico que caracterizou o início da Pandemia do COVID-19.

⁽⁴⁾ 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.

⁽⁵⁾ 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.

3.1 Contexto macroeconômico

O quadro a seguir apresenta as projeções de curto prazo refletidas no Relatório Focus de 17 de julho de 2020, de forma comparativa aquela apresentada em nosso último relatório e com a versão pré-crise de 21 de fevereiro de 2020. As projeções de equilíbrio de longo prazo, derivadas dos modelos desenvolvidos pela Gotham e apresentadas na última coluna, flutuaram dentro de um intervalo esperado, razão pela qual não sofreram alterações em relação ao último reporte.

Índice	Valores correntes ^(*)	Indicadores macroeconômicos				Gotham - Equilíbrio
		DEZ.20	DEZ.21	Relatório Focus DEZ.22	DEZ.23	
Meta Taxa Selic - 17/07/20	2,25%	2,00%	3,00%	5,00%	6,00%	9,83%
Meta Taxa Selic - 05/06/20	3,00%	2,25%	3,50%	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 - 17/07/20	2,13%	1,72%	3,00%	3,50%	3,25%	5,52%
IPCA - 05/06/20	1,88%	1,53%	3,10%	3,50%	3,50%	5,52%
IPCA - 21/02/20	4,19%	3,20%	3,75%	3,50%	3,50%	5,13%
Juros real projetado - 17/07/20	0,12%	0,28%	0,00%	1,45%	2,66%	4,08%
Juros real projetado - 05/06/20	1,10%	0,71%	0,39%	1,45%	2,42%	4,08%
Juros real projetado - 21/02/20	0,06%	1,02%	2,17%	2,90%	2,90%	3,57%
IGPM - 17/07/20	6,51%	6,70%	4,00%	4,00%	3,85%	5,52%
IGPM - 05/06/20	6,51%	5,21%	4,00%	3,95%	3,75%	5,52%
IGPM - 21/02/20	7,81%	3,98%	4,00%	3,80%	3,73%	5,13%
Câmbio - US\$ - 17/07/20	5,35	5,20	5,00	4,80	4,80	3,87
Câmbio - US\$ - 05/06/20	4,98	5,40	5,08	4,90	4,90	3,87
Câmbio - US\$ - 21/02/20	4,39	4,15	4,15	4,11	4,15	4,58
Variação do PIB - 17/07/20	1,10%	-5,95%	3,50%	2,50%	2,50%	2,36%
Variação do PIB - 05/06/20	1,10%	-6,48%	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%

A Meta da Taxa Selic encontra-se em patamar historicamente baixo, com o mercado prevendo sua manutenção em terreno expansionista pelos próximos 3 anos. A Gotham entende que esta visão é factível, desde que não haja pressões inflacionárias importantes até lá, fato também não contemplado nas previsões do Relatório Focus, onde a inflação, tanto ao consumidor (IPCA), como em seu conceito mais amplo (IGPM), se estabiliza dentro da meta estabelecida pelo Banco Central, tese suportada pelo alto índice de capacidade ociosa e desemprego presente, atualmente, no cenário econômico brasileiro.

Importante ressaltar que esta perspectiva está sujeita a dois riscos importantes: **o primeiro, relacionado à qualidade da ociosidade presente na economia,**

considerando que a dinâmica econômica atual leva os fatores de produção ao sucateamento muito rapidamente, o que nos leva a questionar por quanto tempo a ociosidade presente na economia brasileira será útil e eficiente, sem requerer novos investimentos. **O segundo fator de risco diz respeito ao descolamento dos índices de inflação ao consumidor em relação a seu conceito mais amplo,** que nos últimos dois anos já acumula quase 10 pontos percentuais. O IGPM, índice mais amplo, que contempla em sua formação além da inflação ao consumidor, os preços no atacado e na construção civil, tem forte influência derivada da taxa de câmbio, cuja elevação, em meio a pandemia, explica boa parte da alta do índice. No médio prazo, verifica-se, historicamente, dois tipos de movimento: ou o IGPM apresenta deflação a partir de um movimento de apreciação do real, ou, após alguns períodos, poderá ter sua elevação refletida nos índices de consumo. Dessa forma, caso não haja apreciação importante do real nos próximos meses, entendemos que existe um risco relevante de repasse desta defasagem temporal de índices, para o IPCA.

As projeções para o câmbio apresentaram uma pequena redução em relação ao último Relatório Focus, contudo permanecem com a mesma tendência de manutenção em nível elevado. **A Gotham entende que, no curto prazo e dentro do panorama macroeconômico atual, com a taxa básica de juros em seu menor nível histórico, o intervalo justo para a cotação da moeda norte-americana se estabeleça entre R\$ 4,60 e 5,00, sendo nosso limite de stress estabelecido em R\$ 5,38.** Estes valores são ligeiramente superiores aos divulgados em maio, sendo o ajuste decorrente da incorporação da volatilidade recente em nossos modelos.

O cenário de equilíbrio de longo prazo projetado pela Gotham prevê a manutenção da taxa básica de juros em um nível mais elevado, o que deverá resultar em uma apreciação da moeda brasileira. Neste contexto, nossa estimativa para o dólar de equilíbrio não se alterou, permanecendo em R\$ 3,87.

As estimativas do mercado para redução do PIB em 2020 foram de 6,48% em maio, para 5,95%. O crescimento projetado para 2021 não se alterou. Mais uma vez a Gotham ressalta não existir um consenso sobre os efeitos da pandemia em relação à atividade econômica global e entende que, nas circunstâncias atuais, estas

estimativas podem estar marginalmente superavaliadas, considerando, principalmente, o comportamento dos preços das principais commodities exportadas pelo país e o próprio desempenho das suas exportações.

O crescimento potencial da economia, em um cenário de equilíbrio, que contempla elevação da taxa básica de juros e da inflação, bem como um câmbio apreciado, não se alterou. Nestas circunstâncias, este crescimento não deve superar seu nível estrutural, estimado em um intervalo entre 2 e 2,5%.

3.2 Ambiente de risco⁽⁷⁾

O ambiente de riscos permanece estressado, contudo, deixou de refletir o pânico que caracterizou os mercados após o início dos reflexos da pandemia.

A volatilidade diária dos mercados de renda variável segue declinando, embora ainda apresente nível superior aos padrões de normalidade. Durante o mês de junho o Ibovespa teve volatilidade inferior ao Dow Jones, aproximando a volatilidade percebida em 2020 com a do índice norte-americano:

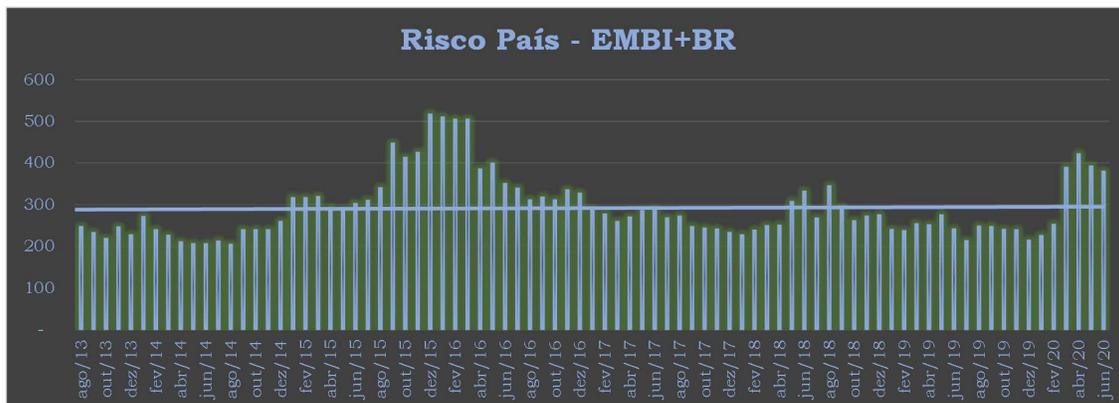
Índice	Volatilidade diária				
	JUN.20	2TRI20	MAR.20	2020	4TRI.19
IBOVESPA	1,67%	2,26%	7,53%	3,79%	0,93%
Dow Jones	2,19%	2,19%	6,18%	3,13%	0,60%

O risco país, medido pelo índice EMBI+BR⁽⁸⁾, fechou o mês de junho em 380 pontos, ligeiramente abaixo do mês de maio, quando atingiu 392 pontos. O índice vem apresentando declínio consistente nos dois últimos meses, desde que fechou o mês de abril aos 422 pontos. **Durante o mês de julho o índice saiu de seu nível de stress⁽⁹⁾ atingindo os 342 pontos no dia 22 deste mês quase 20% menor do que o patamar de fechamento de abril.**

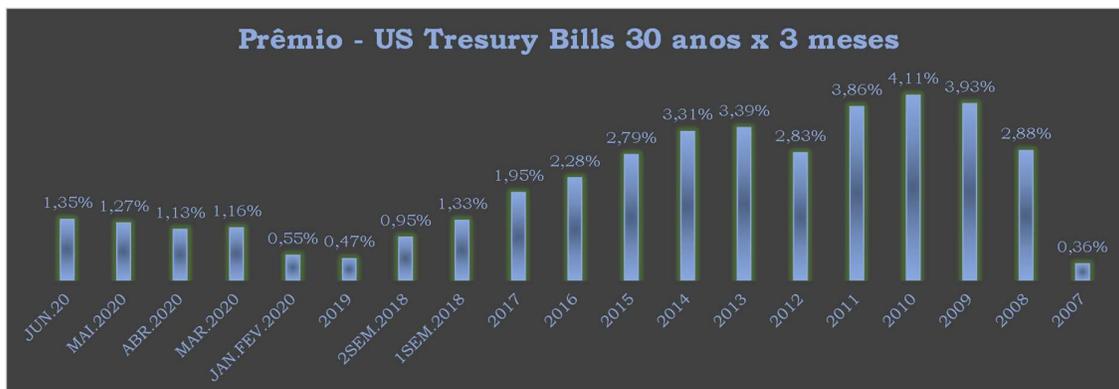
⁽⁷⁾ Os principais fatores de risco monitorados pela Gotham são: (a) quantitativos: (i) percepção de risco da economia brasileira; (ii) volatilidade dos mercados de renda variável; (iii) saturação cíclica dos mercados de renda variável e; (iv) risco geopolítico e; (b) qualitativos: (i) estagnação econômica, deflação e efeitos sobre o sistema financeiro; (ii) eleições norte-americanas; (iii) consequências da guerra comercial sino-americana.

⁽⁸⁾ 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.

⁽⁹⁾ A Gotham avalia que o EMBI+BR acima de 366 pontos sinaliza uma percepção estressada do risco da economia brasileira.



O estreitamento da diferença dos prêmios dos Títulos de Dívida Norte-Americanos de curto e longo prazo⁽¹⁰⁾, que atingiu valores inferiores a 1% durante o segundo semestre de 2018, apresenta estabilidade, contudo ainda se mantendo em terreno de *stress*. **Ressalta-se que esta estabilidade está mais vinculada ao declínio dos juros de curto prazo, como efeito da política monetária estimulativa, do que pelo aumento da remuneração dos ativos de prazo mais longo.** Desta forma, os fluxos financeiros para estes ativos permanecem elevados, refletindo uma percepção ainda estressada do risco remanescente.

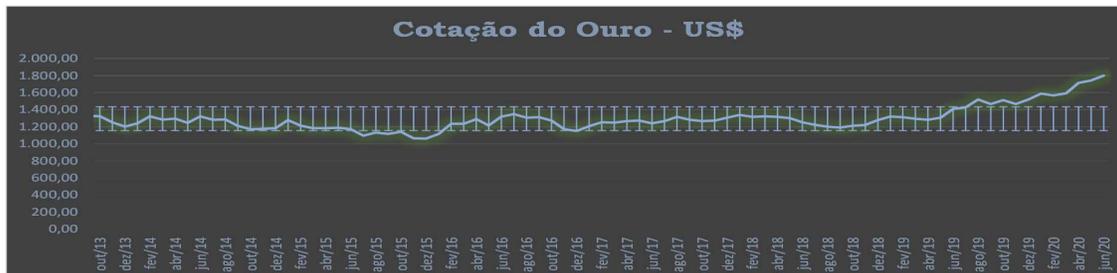


A cotação do Ouro⁽¹¹⁾ encontra-se acima de seu intervalo de estabilidade desde o segundo semestre de 2019. **Desde o início da pandemia do COVID-19, a cotação do metal vem se apreciando, tendo subido 3,21% durante o mês de junho e 14,83% desde 28 de fevereiro.** Este fenômeno deriva, não somente

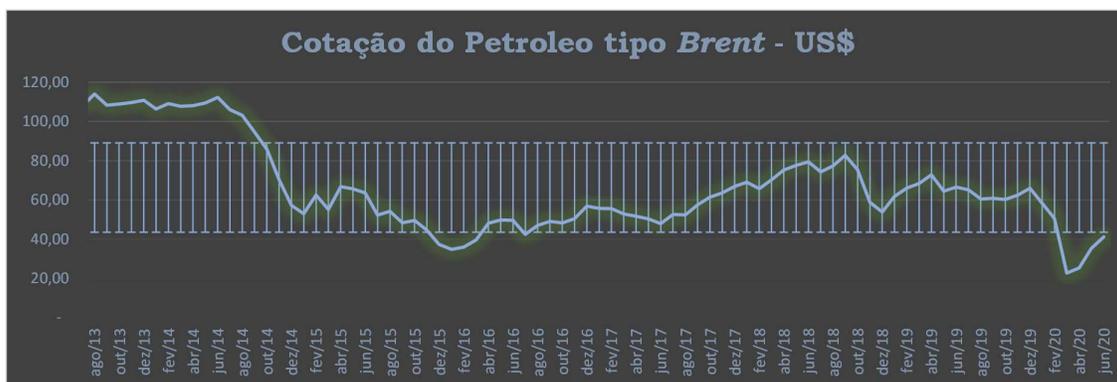
⁽¹⁰⁾ A redução dos prêmios dos títulos de longo prazo pode acontecer em função do aumento da demanda por estes papéis, cujo fluxo financeiro atrelado aumenta seu preço de mercado. Este movimento, quando intensificado a ponto de posicionar a taxa destes papéis em patamar próximo ou inferior às taxas dos papéis de curto prazo, pode ser entendido como um sinalizador de risco.

⁽¹¹⁾ 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.

da percepção estressada de risco, como também do excesso de liquidez disponível na economia, derivado dos programas de estímulo monetário colocados em curso como instrumento de combate à pandemia, que acabam ajudando a pressionar sua cotação.



O mercado de petróleo⁽¹²⁾ segue em lenta recuperação, após o *stress* agudo vivenciado durante o mês de abril. A cotação do barril tipo *Brent* finalmente superou a barreira dos US\$ 40,00 durante o mês de junho, considerada por muitos como o nível mínimo de sustentabilidade de parte da indústria e, apesar da demanda fraca derivada da pandemia do COVID-19, fechou o mês cotado a US\$ 41,18.



Os riscos avaliados sob uma perspectiva qualitativa permanecem estressados, contudo, com uma tendência a acomodação, reflexo da adaptação dos mercados e da própria sociedade aos efeitos da pandemia e do leve otimismo pela esperança do alcance de protocolos de tratamento que inibam a disseminação da doença enquanto as pesquisas de uma vacina permanecem em desenvolvimento.

O risco de estagnação econômica, desarranjo das cadeias produtivas, deflação e, conseqüentemente, de um evento sistêmico sobre os sistemas financeiros permanece elevado, contudo, temporariamente amenizado pelas políticas de estímulo colocadas em curso no âmbito das ações de combate à pandemia. **O excesso de liquidez**

⁽¹²⁾ 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.

produzido pelos bancos centrais ao redor do mundo tem o poder de reequilibrar, mesmo que artificialmente, a estrutura de preços dos mercados, evitando o aprofundamento dos efeitos decorrentes das políticas de isolamento social.

A instabilidade social que atingiu os Estados Unidos durante os meses de maio e junho parece ter, também, se acomodado. O desafio a ser enfrentado pela maior economia do planeta parece ter voltado às questões de reabertura sustentável de suas engrenagens econômicas, sem colapsar seu sistema de saúde ou aumentar o número de óbitos em razão do COVID-19.

As tensões entre China e Estados Unidos permanecem estressadas, ganhando um novo componente com o fechamento do consulado do país asiático em Huston, determinado pelo governo norte-americano no dia 22 de julho, sob o argumento de proteção da propriedade intelectual e das informações privadas dos americanos. Dois dias depois o governo chinês determinou o fechamento do consulado dos Estados Unidos na cidade de Chengdu, como uma resposta à determinação norte-americana.

O dimensionamento sobre as relações comerciais dessa nova etapa da crise diplomática entre as duas maiores economias do mundo ainda não está claro para os mercados, sendo que reações imediatas obviamente negativas, contudo de intensidade moderada.

Os meses de junho e julho foram de relativa estabilidade no ambiente de riscos, que, contudo, ainda permanece sobre forte *stress*. A liquidez proporcionada pelos programas de estímulo monetário trouxe equilíbrio aos mercados, contudo este efeito é temporário e artificial e precisa se adaptar à realidade nos próximos meses através de fatos econômicos e sanitários concretos, sob pena de o mercado voltar ao ambiente de pânico verificado no início da pandemia.

4. Renda fixa⁽¹³⁾

O cenário macroeconômico segue expansionista. Embora cenários expansionistas não sejam favoráveis a investimentos em ativos de renda fixa, existem oportunidades

⁽¹³⁾ 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 há pagamento de qualquer remuneração.

neste mercado que podem compor uma carteira diversificada sem comprometer sua expectativa de rentabilidade. Adicionalmente, investidores mais conservadores ainda preferem a segurança presente neste tipo de ativo.

As melhores oportunidades no mercado de ativos de renda fixa, disponíveis nos distribuidores acompanhado pela Gotham estão resumidas na tabela a seguir:

Ativos de renda fixa - 24 de julho de 2020			
Descrição	Pré fixada	Pré + Inflação	Pós-fixada % do CDI
Tributado com garantia do FGC	12,00%	4,50%	150%
Tributado sem garantia do FGC	N/D	4,60%	161%
Não tributado com garantia do FGC	5,53%	1,05%	116%
Não tributado sem garantia do FGC	N/D	5,00%	115%

A assimetria na remuneração dos ativos permanece como uma característica do mercado de renda fixa brasileiro, contrariando, inclusive, a lógica da relação risco retorno, uma vez que, em alguns casos, ativos com garantia do Fundo Garantidor de Crédito tem remuneração superior a ativos não garantidos por esta entidade, bem como ativos de maturação mais longa apresentam remuneração inferior a ativos de vencimento mais curto.

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. Atualmente, todos os papéis disponíveis estão sendo negociados abaixo da taxa de juros de equilíbrio da economia brasileira estimada pela Gotham. Nestas circunstâncias, a Gotham não recomenda o investimento nestes papéis, considerando tanto seu custo de carregamento, inferior à outras oportunidades no mercado de renda fixa, como pelo risco potencial de perdas em uma eventual realização dos papéis antes de seus respectivos vencimentos, caso haja majoração das taxas de juros dos papéis ao nível de equilíbrio⁽¹⁴⁾.

⁽¹⁴⁾ 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.

A redução verificada nas taxas de juros das NTN-Bp (Tesouro IPCA+) com vencimento em 2035 e 2045, papéis que eram recomendados em nossos últimos relatórios, que pagavam, além da variação do IPCA, 4,20% em 10 de junho de 2020 e hoje, 24 de julho, pagam 3,61%, **proporcionou um ganho, neste período, de 7,88% para detentores dos papéis com vencimento em 2035 e 12,86% para detentores dos papéis com vencimento em 2045, capturando parte substancial do ganho previsto pela Gotham.**

6. Renda variável⁽¹⁵⁾

Os principais mercados de renda variável seguiram em recuperação no mês de junho, conforme destacado no item 2 deste relatório - Performance dos mercados, contudo ainda apresentam rendimento negativo no ano, influenciado pela pandemia do COVID-19.

6.1 Ações de companhias abertas

O Ibovespa fechou junho aos 95.056 pontos, com valorização de 8,76% no mês, apresentando desempenho positivo e superior a 8% pelo terceiro mês consecutivo.

Os mercados de risco ao redor do mundo estão sendo fortemente influenciados pelos programas de estímulo monetário colocados em prática pelos bancos centrais das principais economias, que ajudam o reequilíbrio dos preços dos ativos, mesmo que artificialmente. Este quadro permitiu a materialização do cenário benigno estimado pela Gotham nas edições anteriores deste relatório já durante o mês de julho, quando o Ibovespa voltou aos 100.000 pontos (nossa estimativa era que este patamar seria atingido pelo índice da bolsa paulista apenas durante o segundo trimestre de 2021).

A Gotham avalia que existe um grau importante de artificialidade na recuperação dos mercados de risco ao redor do mundo. A continuidade da recuperação das economias, e o não agravamento do quadro sanitário global, no entanto, podem incorporar esta artificialidade à dinâmica natural do processo econômico. Neste contexto, a Gotham entende que existe potencial para que o Ibovespa retorne aos 110.000 nos próximos 12 meses,

⁽¹⁵⁾ 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.

apresentando, no entanto, uma volatilidade superior ao seu padrão histórico. Contudo, caso haja um retrocesso nas condições sanitárias que resultem na necessidade de frear a retomada econômica, poderá haver uma nova onda de pessimismo nos mercados, com influência direta na precificação dos ativos de risco. Neste caso, o piso atingido pelo Ibovespa no momento mais agudo da crise, de 66.895 em 18 de março de 2020, pode servir como uma referência sobre onde o índice pode chegar em um momento onde o pânico se reestabeleça.

6.2 Fundos de investimento imobiliários

O desempenho dos fundos de investimento imobiliários mensurado pela variação do IFIX foi de 5,86% em junho de 2020. Este bom desempenho elevou a relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial⁽¹⁶⁾ dos 24 fundos acompanhados pela Gotham para 108% (maio – 102%), próximo ao que entendemos, ser o limite máximo sustentável desta relação. O *dividend yield*⁽¹⁷⁾ médio, com base nos rendimentos distribuídos nos últimos 12 meses, no entanto, recuou para 6,90% (maio - 7,43%), evidenciando que a valorização apresentada pelo IFIX está mais relacionada a fluxos de capital do que a fundamentos de rentabilidade.

A Gotham entende que os efeitos da pandemia do COVID-19, especificamente sobre ativos imobiliários, tem o potencial de impactar significativamente os três principais vetores de valor dos fundos imobiliários: (i) a taxa de retorno dos aluguéis contratados pode ser afetada temporariamente pela inadimplência, gerada pela parada abrupta das atividades dos locatários e permanentemente, fruto de eventuais renegociações dos contratos; (ii) a 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 na 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 novos investimentos a este tipo de ativo.

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

6.3 Fundos multimercado⁽¹⁸⁾

A Gotham mensura o desempenho dos fundos multimercado através do *Gotham Finance Index* cuja performance por estratégia⁽¹⁹⁾ pode ser resumida como segue:

Período	Performance comparativa					
	GFI	Macro	Multi	Global	Ñ Dir.	Estratégias Long Bia.
JUN.2020	3,66%	1,99%	-0,34%	4,07%	1,39%	10,44%
1SEM.2020	-1,05%	-7,27%	5,75%	4,88%	-2,46%	-7,18%
1TRI.2020	-13,91%	-14,63%	-5,26%	-13,61%	-4,55%	-31,40%
2019	17,58%	13,54%	10,88%	28,20%	10,07%	37,00%

Os fundos multimercado que integram o *Gotham Finance Index* estão próximos de zerar as perdas verificadas durante o período mais agudo da pandemia, tendo apresentado rendimento de 3,66% em junho, porém fecham o semestre ainda apresentando performance negativa de 1,05%. Mais uma vez, a performance mensal foi alavancada pela estratégia *Long Biased*, que capturou o bom desempenho do mercado acionário verificado em junho.

A gestão ativa dos fundos que compõem as estratégias vinculadas a *benchmarks* específicos, como os fundos globais e *long biased*, sustentaram a recuperação mais rápida destes fundos em relação aos próprios mercados aos quais estão vinculados. Os fundos globais já apresentam retorno positivo no semestre, o que ainda não foi percebido pela maioria dos indicadores de mercado internacionais, que apresentam recuperação, contudo ainda operam em terreno negativo. Os fundos *long biased* apresentam performance negativa no semestre, contudo, 10 pontos percentuais melhor do que o resultado do Ibovespa no mesmo período.

⁽¹⁸⁾ Fundos multimercado atuam arbitrando oportunidades nos mercados de ações, taxas juros, câmbio, títulos públicos, crédito privado e commodities, tanto em âmbito local como internacional.

⁽¹⁹⁾ A análise e comparabilidade de desempenho dos fundos multimercado é dificultada pela vasta gama de atuação e estratégias existentes. O *Gotham Finance Index* é um portfólio teórico composto por 21 fundos que representam as principais estratégias de atuação: (i) Fundos Macro Consistência (24% do portfólio teórico): São os fundos multimercado tradicionais, que exploram diversos mercados buscando valorização de suas posições e oportunidades de arbitragem; (ii) Fundos Multi Estratégia (24% do portfólio teórico): Possuem perfil similar aos fundos macro consistência, contudo incorrem em maior volatilidade e, portanto, maior exposição a riscos e oportunidades; (iii) Fundos Globais (14% do portfólio teórico): Apresentam perfil similar aos fundos macro consistência e multi estratégia, atuando preponderantemente em mercados internacionais; (iv) Fundos Não Direcionais (14% do portfólio teórico): Exploram assimetrias entre índices financeiros, ações ou indicadores macroeconômicos correlacionados, sem incorrer em exposição direcional a mercados específicos e; (v) Fundos Long Biased (24% do portfólio teórico): São, em essência, fundos de ações que, ao contrário dos fundos tradicionais, que só operam posições compradas, podem desenvolver estratégias defensivas através da manutenção de posições vendidas.

A performance combinada dos fundos multimercado macro consistência e multiestratégia, similares em estratégia, apresentou rendimento negativo próximo a 2% no semestre, performance similar aos fundos sem exposição direcional.

Um portfólio de investimentos diversificado composto por fundos multimercado se mostrou resiliente em relação à turbulência observada nos mercados de risco ao longo do semestre. Conforme descrito no item 2 deste relatório - Performance dos mercados, os retornos de longo prazo destes ativos permanecem relevantes e sustentáveis, absorvendo os transtornos causados pela pandemia do COVID-19. Comparativamente aos indicadores dos demais mercados de risco, o *Gotham Finance Index* apresenta melhor desempenho tanto a curto como a médio e longo prazos.

São Paulo, 24 de julho de 2020

SÉRGIO ROGANTE
ECONOMISTA - CORECON-SP 27.528
GOTHAM
CONSULTORIA FINANCEIRA PERSONALIZADA

Adendo: *Disclaimer*

Este material foi preparado pelo economista Sérgio Rogante através da Gotham Consultoria Financeira Personalizada, nome fantasia de atuação do economista e tem caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de qualquer ativo ou produto financeiro. As perspectivas apresentadas neste material refletem a interpretação do contexto macroeconômico e do ambiente de riscos vigente conjugada a oportunidades de investimento disponíveis no mercado e acompanhadas pela Gotham na data de sua emissão ou em datas específicas mencionadas, com o propósito de fornecer ao investidor subsídios em sua tomada de decisão individual de investimento.

Embora a Gotham faça um acompanhamento amplo dos ativos disponíveis no mercado financeiro brasileiro, podem existir outras oportunidades que devam ser avaliadas pelo investidor em sua tomada de decisão de investimentos. Como já mencionado, não é propósito deste relatório direcionar o investidor à ativos financeiros específicos, razão pela qual as oportunidades não são identificadas individualmente.

Os trabalhos descritos neste material foram elaborados em concordância com a Regulamentação Profissional do Economista, consolidada pelo Conselho Federal de Economia, e compreenderam, de forma geral, os seguintes itens dispostos na referida normatização: (i) a análise e elaboração de cenários econômicos; (ii) o estudo e análise de mercado financeiro e de capitais e; (iii) a análise financeira de investimentos.

Este material foi elaborado com base em informações disponíveis ao público e nas análises econômico-financeiras produzidas pela Gotham. Estas análises são baseadas em simulações, sendo que os resultados reais poderão ser significativamente diferentes, considerando a volatilidade intrínseca do mercado financeiro. Desta forma, não é possível garantir a exata consistência das análises projetadas neste material considerando o comportamento futuro e incerto do mercado e de seus participantes.

As opiniões, estimativas e projeções expressas neste material refletem a opinião do responsável técnico pelo seu conteúdo na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. A Gotham e o responsável técnico pela elaboração deste material certificam que as opiniões expressas nele refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões e foram produzidas de forma independente e autônoma.

As informações contidas neste material foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A Gotham não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão destas informações. Outras informações eventualmente não consideradas podem alterar os resultados das análises aqui apresentadas.

Alguns investimentos descritos neste material referem-se a fundos de investimento. Investimentos em fundos de investimento representam riscos elevados e estão sujeitos, inclusive, a perda superior ao valor total do capital investido. A rentabilidade passada percebida por de fundos de investimento não assegura sua rentabilidade futura. Embora a rentabilidade passada destes veículos de investimento possa ser utilizada em análises financeiras como referência de performance em conjunto com outras perspectivas macroeconômicas, ela não representa e não deve ser interpretada como uma garantia de rentabilidade futura. Fundos de investimentos não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Leia o prospecto, o formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais e o regulamento, quando aplicável, dos fundos de investimento selecionados por V.Sas. em seu processo decisório antes de efetuar seu investimento.

A Gotham se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização de informações contidas neste material ou seu conteúdo no seu processo de decisão individual de investimentos. Ao aceitar este material, V.Sas. concorda com as presentes limitações.



Edifício Comercial Casa das Caldeiras

Av. Francisco Matarazzo, 1.752 Cj. 2214
Pompéia – São Paulo – SP
05001-200

Tel: 2889.8847
Cel: 97410.8847

www.gothamfinance.com.br

A **GOTHAM** celebra a democracia, a liberdade individual, a equidade e a busca pela felicidade.

