

The Weekly Globe



Itaú PrivateBank

02 de maio de 2022

O que aconteceu na última semana

Sem sinais de alerta no mercado de crédito
Alejandro Estevez-Breton

Um guia de sobrevivência para recessões
Roberto Martins

02 de maio de 2022

O que aconteceu na última semana

Apesar de os casos de Covid-19 recuarem em Xangai nos últimos dias, a aceleração em Pequim aumentou os temores no mercado de que a China adote mais medidas restritivas. A divulgação do Produto Interno Bruto (PIB) americano foi outra surpresa para o mercado ao recuar 1,4% no primeiro trimestre, enquanto a expectativa era de uma alta de 1%. A leitura aponta para a primeira contração do PIB desde o segundo trimestre de 2020 e reflete a onda da variante Ômicron, a guerra entre Rússia e Ucrânia e as pressões inflacionárias.

O núcleo do PCE dos EUA, que exclui os itens mais voláteis como alimentos e energia e é a referência para a inflação usada pelo Federal Reserve (Fed, banco central americano) teve uma alta mensal de 0,3% em março, em linha com as projeções e com o resultado anterior. Na comparação anual, houve alta de 5,2%, ante os 5,3% de fevereiro, um pouco abaixo das projeções (5,3%). O índice cheio teve uma alta de 0,9%, em linha com as expectativas, mas acima dos 0,5% de fevereiro. Em 12 meses, houve avanço de 6,6%, ligeiramente abaixo das projeções (6,7%) e acima do resultado do mês anterior (6,3%). A alta reflete os aumentos nos preços de bens e de serviços, principalmente de energia e alimentação.

Na zona do euro, o PIB desacelerou na comparação com o trimestre anterior e

cresceu 0,2% no primeiro trimestre de 2022, em consequência ao choque causado pela guerra na Ucrânia. Já a inflação da região medida pelo CPI se manteve estável em abril na comparação anual, em 7,5%, em linha com as projeções. O núcleo do CPI registrou uma aceleração de 2,9% para 3,5%, acima das expectativas (3,2%) e pressionando o Banco Central Europeu (BCE) para que aperte a política monetária.

No Brasil, após uma pausa de cerca de um mês devido à greve dos servidores, o Relatório Focus voltou a ser divulgado, e mostrou deterioração das expectativas de inflação. O IBGE, por sua vez, divulgou o IPCA-15, que teve uma alta mensal de 1,73% em abril, abaixo das expectativas (1,84%). Mas essa é a maior variação para um mês de abril desde 1995 (1,95%) e a maior variação mensal desde fevereiro de 2003 (2,19%). Em 12 meses, a alta é de 12,03%, ante 10,79% de março. Já o índice de difusão, que mede o percentual de itens com aumento dos preços, atingiu 78,8% no mês, o que indica uma alta disseminada nos preços.

Nesse contexto global, o S&P recuou 3,3%, as bolsas emergentes variaram 0,1%, as europeias caíram 0,6%, enquanto o Ibovespa fechou mais uma semana com queda, dessa vez de 2,9%. Na renda fixa, a Treasury americana de 10 anos subiu 3 pontos-base. Já o DXY valorizou 1,7%.

Sem sinais de alerta no mercado de crédito

Alejandro Estevez-Breton
Chief Fixed Income Strategist
alejandro.estevez-breton@itau.us

Os mercados de renda fixa em dólar enfrentam alguns de seus piores meses e começos de ano em décadas, com perdas acentuadas impulsionadas por uma rápida reprecificação da trajetória de juros do Fed nos próximos anos. Os retornos fracos são visíveis em todos os ativos de renda fixa em dólares americanos. O índice UST Barclays atingiu retorno de -8,1% no acumulado do ano, semelhante ao retorno de High Yield (HY), de -7,8%. Investment Grade (IG) e Emerging Markets (EM) apresentaram resultados ainda piores, de -12,1% e -12,7% no acumulado do ano, respectivamente.

O preço dos títulos cai conforme os mercados precificam uma inflação mais persistente, (juntamente com uma resposta mais agressiva do Fed para contê-la) e as taxas mais altas (que atuam como fator de desconto) reduzem o valor presente dos fluxos de caixa futuros. Em outras palavras, grandes aumentos nas taxas dos títulos do Tesouro dos EUA (UST) prejudicaram o valor temporal dos fluxos de caixa futuros da maioria dos ativos financeiros, incluindo títulos corporativos. Embora o impacto negativo das taxas mais altas do UST sobre os títulos seja bastante claro, há duas questões menos diretas: (1) se os riscos de recessão subiram substancialmente recentemente; e (2) se a desaceleração da atividade econômica pode levar a uma mudança no ciclo de crédito.

Embora determinar quando e se uma recessão pode ocorrer seja bastante difícil, alguns indicadores apontam para um risco crescente de que isso aconteça, incluindo a inversão de algumas curvas do UST (que abordamos em detalhes em uma edição anterior deste relatório). Vamos nos concentrar, então, na segunda pergunta, que busca descobrir o quão claro é o impacto de um ambiente de atividade enfraquecido no ciclo de crédito.

Até agora, há algumas indicações de enfraquecimento na atividade, como o ambiente geral de políticas fiscais e monetárias restritivas, o choque do petróleo, o dólar americano forte, o enfraquecimento das indústrias imobiliária e de caminhões (altamente cíclicas e historicamente boas preditoras do ciclo de negócios geral), além de algumas curvas UST invertidas. Além disso, do lado do consumidor (cerca de dois terços da demanda na economia), a confiança enfraqueceu rapidamente para níveis deprimidos, enquanto a renda disponível real se contraiu desde o quarto trimestre de 2021.

Se a atividade econômica enfrenta desafios crescentes, estariam os mercados de crédito sinalizando uma mudança de ciclo? Primeiro, os spreads de crédito (diferença entre as taxas dos títulos corporativos e as taxas do UST, refletindo o risco de crédito puro do emissor) aumentaram moderadamente, mas estão longe de níveis de recessão ou crise.

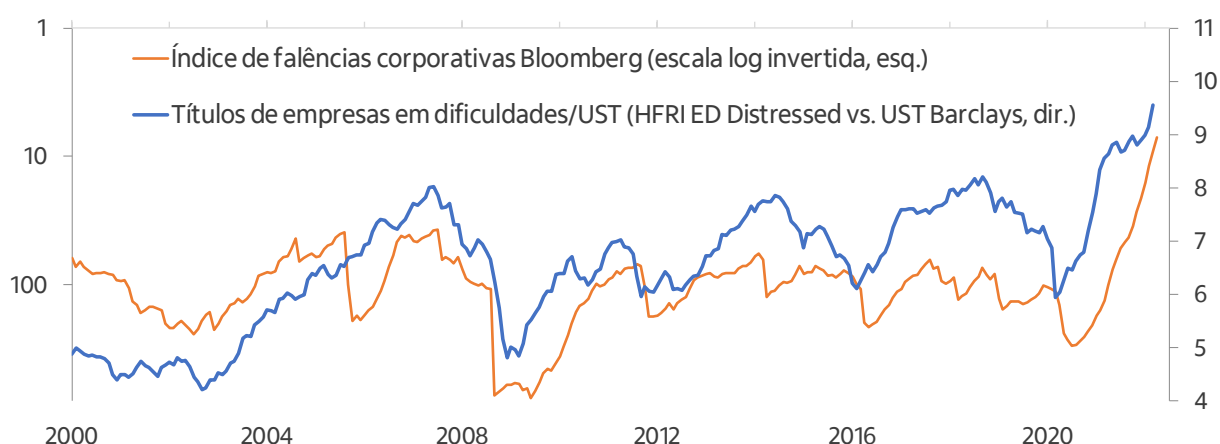
Por exemplo, os spreads IG e HY subiram após atingirem os menores níveis históricos, de 84 e 271 pontos-base (bps), antes do endurecimento de postura do Fed em novembro de

2021, para em torno de 150 e 400 bps em março, logo após a invasão russa na Ucrânia. Este pico não chegou nem perto dos níveis observados em recessões anteriores (IG acima de 200 bps e HY acima de 850 bps). De qualquer forma, os spreads IG e HY se estreitaram moderadamente (em torno de 135 e 376 bps) em relação aos picos recentes, já que o pior cenário para a guerra da Ucrânia parece não ter se materializado – pelo menos até agora.

As taxas de inadimplência são excepcionalmente baixas em muitos setores, enquanto a geração de caixa e a lucratividade melhoraram drasticamente para IG e HY, não apenas em comparação com a fase mais fraca da pandemia, mas em comparação com as métricas anteriores ao surgimento da Covid-19 em alguns casos, especialmente no HY.

Uma das métricas mais rigorosas para monitorar uma possível mudança estrutural no ciclo de crédito é olhar para os mercados de empresas com dificuldades financeiras, que são a parte mais sensível do mercado de crédito. As dívidas são de companhias com dificuldades financeiras que já enfrentaram ou estão muito próximas da inadimplência ou falência. Isso significa que uma erosão substancial no ciclo de negócios se refletiria rapidamente nas condições de financiamento dessas empresas. Até agora, a proporção de títulos de empresas com dificuldades financeiras dividida pelos retornos do UST (link de crédito mais fraco vs. o título mais seguro) continuou a melhorar, mesmo diante de uma perspectiva de atividade mais desafiadora. O índice de falências da Bloomberg (que acompanha a ocorrência e a gravidade da falência entre empresas com dívidas de pelo menos US\$ 50 milhões) está atualmente no menor nível histórico, destacando as condições de crédito relativamente saudáveis no segmento inferior do mercado de crédito. Em outras palavras, o mercado de crédito está sinalizando que, embora a atividade tenha desacelerado (os spreads de crédito tenham aumentado modestamente), o risco de inadimplência e falência é historicamente baixo.

**Retorno Relativo de títulos de empresas em dificuldades financeiras/UST
vs. Índice de Falências**



Fonte: Bloomberg e Itaú Private Bank

Um guia de sobrevivência para recessões

Roberto Martins
Global Wealth Solutions International
roberto.martins@itau.us

O mundo caminha para uma recessão? Ninguém sabe, mas um Fed agressivo, uma guerra na Europa e um bilhão de pessoas trancafiadas na China devem fazer até os mais otimistas ponderarem a questão. Os modelos de previsão de recessão em todo o mundo estão cada vez mais vermelhos. Então, pensei que seria útil revisar algumas das regras que teriam ajudado os investidores a navegar as últimas recessões. Elas são simples, mas poderosas.

Regra nº 1 – Tudo passa, tudo passará. Nenhuma recessão dura para sempre e, talvez, o melhor que você possa fazer seja nada. Não é difícil saber quando estamos em recessão, mas é quase impossível saber exatamente quando pisar no freio ou quando acelerar novamente. A tabela abaixo mostra como os retornos da bolsa americana, por exemplo, são dramaticamente diferentes durante uma recessão.

Retornos Reais do S&P500

Dados de Janeiro 1871 – Abril 2022 – retornos mensais anualizados

Fonte: Robert Shiller, Yale University

+10.4%	-1.6%	-19.0%	+17.0%
Sem Recessão	Durante Recessão	Primeira Metade da Recessão	Segunda Metade da Recessão

Embora as carteiras possam sofrer sérios danos durante os períodos de recessão, tentar operar o mercado pode ser catastrófico.

Regra nº 2 – Mantenha as suas fichas. Embora as recessões não necessariamente destruam as carteiras, a alavancagem causa grandes danos. Se você concorda que a melhor definição de risco é perda permanente, não há nada mais permanente do que uma chamada de margem. A queda máxima média (*drawdown*) do S&P500 durante os períodos de recessão desde 1871 é de -19% (coincidentemente, o mesmo que o retorno médio durante a primeira metade das recessões). Enquanto uma carteira de ações não alavancada normalmente sai da recessão quase totalmente recuperada, uma carteira alavancada 2:1 precisaria de 76 meses para se recuperar.

Regra nº 3 – Diversificação funciona. O retorno médio anual dos títulos do Tesouro americano de dez anos durante as recessões é de 8,7%, o que certamente ajuda a aliviar a dor de quase todos os outros ativos. Além disso, a correlação entre ações e títulos, que é de 0,15 no longo prazo, cai para -0,67 durante a primeira metade das recessões. Mesmo um pequeno colchão pode fazer a diferença entre pânico e relativa normalidade.

Regra nº 4 – Se você não consegue resistir e quer se preparar para uma recessão, pequenos ajustes podem ser úteis. O dólar americano é o grande vencedor, mas o iene japonês e o franco suíço às vezes são melhores. Empresas de utilidade pública e produtos básicos de consumo tendem a ser os setores com melhor desempenho e, dependendo da profundidade da recessão, o balanço da empresa pode ser o filtro mais importante para uma cesta de recessão. É praticamente impossível evitar perdas durante as recessões. Ajustes podem ajudar, mas não fazem milagres.

Regra nº 5 – Escreva seu *Investment Policy Statement* (IPS) agora. Ter regras bem estabelecidas é a única maneira que conheço de reduzir significativamente os erros. Como Daniel Kahneman, psicólogo que ganhou o prêmio Nobel de economia, escreveu em “Noise”, as regras são melhores do que o julgamento e devem ser decididas em tempos normais, não no meio da tempestade. Um bom IPS deve definir a estratégia de longo prazo para a carteira e as regras de gestão de risco. O documento pode não evitar perdas temporárias, mas serve como um lembrete de que algum dia, em algum lugar, você tinha um plano de longo prazo que contemplava momentos turbulentos. Se isso não for suficiente, por favor, volte para a regra nº 1.

O que achou
deste conteúdo?





Este material foi preparado pelo Banco Itaú International. Este documento contém informações obtidas de fontes consideradas confiáveis pelo Banco Itaú International e reproduzidas no todo ou em parte, e na forma original ou modificada. Ele está sendo fornecido apenas para fins informativos e não pretende ser uma recomendação ou oferta para um produto, serviço ou opinião legal.

As informações neste documento são fornecidas como uma acomodação ao solicitante. O Banco Itaú International não garante a precisão das informações contidas neste material e não é responsável por quaisquer danos diretos ou indiretos que possam resultar do uso deste material e de seu conteúdo. Este documento e qualquer informação fornecida a ele são fornecidos com a condição de que sejam estritamente confidenciais e que nenhuma responsabilidade ou obrigação relacionada a ele se vincule ao Banco Itaú International ou a qualquer de seus executivos, funcionários ou agentes.

O Banco Itaú International não garante que essas informações sejam atuais e não tem obrigação de atualizá-las no futuro.

O Banco Itaú International se reserva o direito de alterar, alterar ou excluir qualquer parte das informações aqui contidas, sem aviso prévio.

Este documento não leva em consideração objetivos individuais de investimento, condição financeira ou necessidades dos investidores. As informações contidas no documento não devem, em circunstância alguma, por si só constituir fundamento para qualquer decisão de investimento. Além disso, não exclui nem substitui sua confirmação e a investigação preliminar que deve ser realizada por qualquer investidor antes de tomar uma decisão de investimento. Nem as informações nem as opiniões aqui expressas constituem uma oferta ou convite para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou produtos de investimento.

Os investidores devem procurar consultoria financeira, tributária, jurídica e / ou contábil independente, conforme o caso, antes de tomar qualquer decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. As decisões de investimento só devem ser tomadas após a compreensão dos riscos envolvidos, a análise dos objetivos pessoais e a leitura cuidadosa do material de vendas e outros documentos relacionados ao investimento desejado.

Os mercados financeiros estão sujeitos a variações repentinas e importantes, e os instrumentos e outros produtos financeiros no documento podem perder de forma rápida e imprevisível uma parte substancial de seu valor, ou mesmo todo o seu valor. Certos produtos financeiros podem envolver riscos importantes, a tal ponto que podem gerar perdas que excedem o valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. As estimativas de desempenho futuro são baseadas em premissas que podem não ser realizadas.

As contas mantidas no Banco Itaú International são regidas pelos termos e condições específicos sob a jurisdição dos Estados Unidos da América.

Este documento e qualquer informação fornecida em conexão com este documento são estritamente confidenciais e não podem ser reproduzidos, redistribuídos ou o conteúdo deste documento ou comunicado a terceiros, sem o consentimento expresso por escrito do Banco Itaú International. Nem o Banco Itaú International, nem nenhum de seus diretores, funcionários ou agentes são responsáveis pelas representações aqui contidas.

