

The Weekly Globe



Itaú Private Bank

06 de junho de 2022

O que aconteceu na última semana

Spreads BB devem abrir vs. BBB, sinalizando performance pior para High Yield (HY)

Alejandro Estevez-Breton

Estamos realmente próximos do final do atual ciclo de alta da Selic?

Humberto Vignatti

06 de junho de 2022

O que aconteceu na última semana

Na semana em que a Guerra na Ucrânia completou 100 dias, a União Europeia chegou a um acordo para banir o petróleo russo por via marítima para o bloco. A exceção temporária seria o transporte por oleodutos para garantir tempo aos países que precisam diminuir a sua dependência dos russos. O embargo pode cobrir mais de dois terços das importações, e a expectativa é que cerca de 90% delas sejam cortadas até o fim do ano.

Ainda na zona do euro, o Índice de Preços ao Consumidor (CPI, na sigla em inglês) renovou seu recorde em maio, ao subir de 7,5% para 8,1% a/a. Já o núcleo do CPI, que exclui itens mais voláteis, como energia e alimentos, subiu de 3,5% para 3,8%. Ambos os indicadores ficaram acima das expectativas e mantêm as pressões para que o Banco Central Europeu (BCE) comece a elevar os juros.

Nos Estados Unidos, o Payroll indicou a criação de 390 mil vagas de trabalho em maio, acima das expectativas do mercado (318 mil). A taxa de desemprego permaneceu em 3,6%, ligeiramente acima do consenso (3,5%). Por outro lado, houve um leve aumento na taxa de participação, de 62,2% para 62,3%. Os ganhos salariais por hora trabalhada avançaram 0,3% m/m, ante expectativa de 0,4%. Nos últimos 12 meses, houve alta de 5,2%, desacelerando frente aos 5,5% de abril, em linha com as projeções.

O índice do Instituto de Gerência de Oferta (ISM, na sigla em inglês) de atividade manufatureira avançou de 55,4 para 56,1 em maio, acima das expectativas (54,5). Já o ISM de serviços recuou de 57,1 para 55,9 pontos, abaixo das projeções (56,5).

No Brasil, o PIB avançou 1% no primeiro trimestre, na comparação com o quarto trimestre de 2021, e 1,7% frente ao mesmo trimestre de 2021 (ambos abaixo das expectativas de 1,2% t/t e 2,1% a/a). Já a produção industrial de abril cresceu 0,1% m/m, em linha com o esperado. Foi o terceiro resultado positivo consecutivo do indicador, que acumula no período expansão de 1,4%. Esperamos que o PIB para o segundo trimestre seja de 0,8% t/t. Revisamos nossa projeção de crescimento para 2022, de 1,0% para 1,6%, mas esperamos um enfraquecimento da atividade no segundo semestre e mantivemos uma projeção de crescimento modesto para 2023 (+0,2%).

Diante de uma economia forte nos EUA e temores de que o Fed leve os juros para níveis mais restritivos, o S&P fechou a semana em baixa de 1,2% e a Treasury americana de 10 anos subiu 20 pontos-base. O dólar teve uma semana de valorização, com o DXY variando 0,5%. As bolsas europeias caíram 0,8% e o Ibovespa recuou 0,7%. Já as bolsas emergentes subiram 1,7%.

Spreads BB devem abrir vs. BBB, sinalizando performance pior para High Yield (HY)

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

À medida que a economia dos Estados Unidos enfrenta vários desafios nos próximos meses, incluindo políticas mais rígidas (tanto fiscal quanto monetária), redução da renda real disponível dos consumidores e rápida retração da confiança (incluindo investidores, consumidores e empresas), a principal questão é o quão defensivos devem ser os investidores com seus portfólios de crédito nos EUA.

Historicamente, a diferença entre os spreads de classificação mais alta de High Yield (HY), **BB**, e a classificação mais baixa de Investment Grade (IG), **BBB**, é um bom indicador da preferência do investidor por ativos de crédito mais seguros. Esse indicador é particularmente sensível ao ciclo de negócios, em parte porque alguns investidores podem estar aptos a investir em ambos os ratings, tornando-o um bom candidato para avaliar a exposição de crédito fundamentada pela conjuntura macro em portfólios.

De fato, a comparação do spread BB-BBB da Bloomberg com o índice de Indicadores Antecedentes (LEI, na sigla em inglês, produzido pelo Conference Board) anualizado de 6 meses, um excelente indicador do ciclo de negócios dos EUA, mostra uma relação relativamente robusta, em que os spreads tendem a aumentar quando o ciclo econômico começa a enfraquecer e, inversamente, caem quando ele ganha força.

O LEI sinaliza que o ciclo de negócios perdeu força consistentemente desde o quarto trimestre de 2021, mas os spreads BB-BBB não aumentaram tanto quanto a relação histórica sugere. Um possível motivo para isso pode estar relacionado às taxas de inadimplência historicamente baixas (não há inadimplência de empresas classificadas como BB desde setembro de 2021) e um estresse muito baixo na frente de falência. De fato, o índice de falências da Bloomberg (que mede a ocorrência e a gravidade da recente atividade de falências nos EUA para empresas com pelo menos US\$ 50 milhões em passivos) tem apresentado o menor risco desde a criação da medida em janeiro de 2000.

Outra possível causa é que o crescimento desacelerou de níveis anormalmente altos (LEI em média de 10% no terceiro trimestre de 2021) para níveis ainda robustos (nos últimos três meses, em média de 3%, o que é mais rápido do que a média de 10 anos pré-Covid, de 2,2%). A abundância de recursos permitiu que muitas empresas classificadas como BB financiassem suas necessidades com prazos mais longos e taxas de juros mais baixas, deixando-as mais bem posicionadas contra possíveis estresses financeiros.

No entanto, se a economia continuar a desacelerar, em direção a uma desaceleração acentuada ou a uma recessão, a história sugere que os spreads BB ficarão sob estresse, com muitas das elevações previstas nos ratings BB provavelmente sendo adiadas.

Mesmo que muitas das empresas com classificação BB não precisem de financiamento imediato (os vencimentos gerais de HY para 2022 são pequenos, em US\$ 11 bilhões, versus US\$ 47-53 bilhões em 2023-2024 e US\$ 150-234 bilhões em 2025-2030), um crescimento substancialmente mais lento nos EUA corroeria rapidamente a lucratividade, especialmente em um contexto de inflação alta e renda disponível real moderada dos consumidores. As empresas HY provavelmente terão uma capacidade menor de manter os preços de mercado, pois seus negócios provavelmente são mais “comoditizados” e têm menos reconhecimento de marca em comparação com Investment Grade (IG), incluindo emissores com classificação BBB.

Os spreads de companhias BB nos EUA têm sido notavelmente bem contidos em comparação com os de mercados emergentes e europeus, possivelmente devido a uma maior exposição ao setor de energia e ao desempenho relativamente robusto da economia dos EUA. Se a economia americana continuar perdendo força, os spreads BB provavelmente refletirão mais estresse, assim como seus pares europeus e emergentes tem mostrado.

De qualquer forma, embora os preços mais altos do petróleo possam beneficiar o resultado das empresas de energia (sempre que os altos preços do petróleo estão associados a uma volatilidade extremamente alta e restrições logísticas, incluindo embarque e refino, os benefícios tendem a ser muito mais diluídos, à medida que o planejamento financeiro se torna também mais desafiador), as margens são menos confiáveis e a contratação de mão de obra e recursos se torna mais incerta.

Acreditamos que os spreads BB nos EUA parecem muito estáveis, dadas as condições macroeconômicas e de como os pares emergentes e europeus reagiram, e é apenas uma questão de tempo até que o spread BB-BBB aumente e reflita a realidade de crescimento mais desafiadora.

Spreads BB-BBB vs. Índice de Indicadores Antecedentes dos EUA



Estamos realmente próximos do final do atual ciclo de alta da Selic?

Humberto Vignatti
BR Fixed Income Strategist
humberto.assis-silva@itau-unibanco.com.br

É indiscutível que a economia brasileira tem enfrentado um forte processo inflacionário, em consequência de diversos choques que ocorreram sucessivamente nos últimos anos. Para combater essa pressão, o Banco Central elevou a taxa Selic em mais de 10% desde o início do ano passado, e já se espera um novo aumento para a reunião da próxima semana, resultando em uma taxa acima de 13%.

O mercado tem debatido sobre a proximidade do encerramento deste ciclo de alta da Selic. Ao analisar os três últimos ciclos de alta na taxa básica de juros no Brasil, observamos que, em todos eles, quando o Banco Central estava próximo de interromper a alta, suas respectivas projeções para a inflação do ano seguinte também estavam acima das metas, inclusive em magnitudes superiores à que ele antevê agora. A tabela abaixo ilustra essa primeira mensagem:

	Proj BC (% - ano seguinte)	Meta IPCA	Dif (%)	
Ciclo 1 - última alta Set/2008	4,70	4,50	0,20	RI Jun/2008
Ciclo 2 - última alta em Jul/2011	4,90	4,50	0,40	RI Jun/2011
Ciclo 3 - última alta em Jul/2015	5,10	4,50	0,60	RI Jun/2015
	Média		0,40	
Ciclo atual	3,40	3,25	0,15	RI Mar/2022 (Cenário B)

Fonte: B3, Banco Central do Brasil e IBGE

Outro argumento recorrente em defesa da continuidade da elevação da Selic pelos próximos meses diz respeito à perspectiva de que a inflação em 2023 será ainda mais alta do que os agentes esperam hoje. Novamente, ao analisar os episódios anteriores, é possível perceber que, com exceção de 2009 – quando o mundo enfrentou os efeitos desinflacionários da grande crise global iniciada em 2008 –, nos demais pós-ciclos de alta da Selic, a inflação também surpreendeu por larga margem não apenas as respectivas metas de inflação para o ano seguinte, como também o que se projetava quando tomada a decisão pelo término da alta de juros. Ou seja, enfrentar um quadro inflacionário mais duradouro do que se antevia por si só não parece ser suficiente para justificar novas elevações da Selic. Vejam na página a seguir.

	IPCA Efetivo	Dif Proj BC	Dif Meta
2009*	4,31	-0,39	-0,19
2012	5,84	0,94	1,34
2016	6,29	1,19	1,79
Focus 2023	4,39	0,99	1,14

*Grande crise financeira global

Fonte: B3, Banco Central do Brasil e IBGE

Um último ponto interessante que merece ser destacado é que, não obstante observar uma inflação no ano seguinte ao encerramento do ciclo de alta da Selic acima do que se esperava nos dois últimos episódios analisados, isso não foi um impeditivo para que acontecesse uma redução posterior da Selic. A tabela abaixo ilustra a taxa Selic máxima ocorrida em cada um dos ciclos, e para onde ela convergiu após dois anos da pausa:

	Selic		Dif
	max ciclo	após 24m	
2008	13,75	10,25	-3,50
2011	12,50	8,00	-4,50
2015	14,25	10,25	-4,00
2022	13,75	11,50	-2,25
	Expec Itaú	Mercado Futuro	

Fonte: B3, Banco Central do Brasil e IBGE

A tabela acima também indica que a expectativa de redução da Selic – prevista para ocorrer até 2024 de acordo com os preços vigentes no mercado futuro de taxas de juros – é de magnitude reduzida em comparação não apenas ao que acreditamos, como também ao que se observou nesses períodos, do que resulta que existe prêmio atrativo para alocações em juro nominal nos preços atuais.

Reiteramos nossa visão de que os efeitos das altas de juros serão intensos e crescentes nos próximos meses, o que exige cautela nas próximas decisões de política monetária, de modo a não comprometer em demasia a atividade econômica nos próximos anos. Além disso, os pontos acima ajudam a explicar nossa recomendação mais positiva para a renda fixa brasileira neste momento.

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.

