

The Weekly Globe



Itaú PrivateBank

12 de julho de 2022

**Bear market: um processo e não
um ponto isolado**
Por Paul Marson

Bear market: um processo e não um ponto isolado

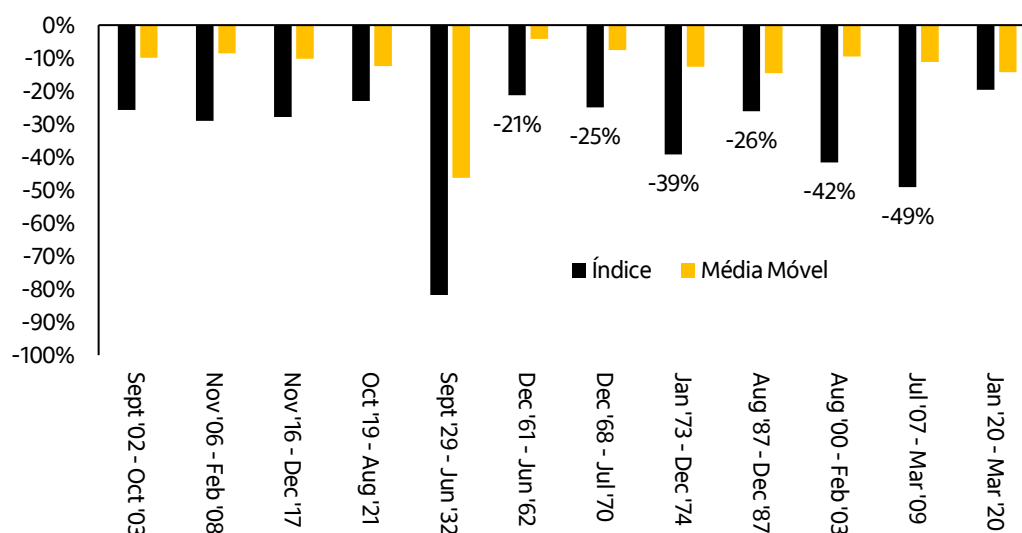
Paul Marson
Chief Global Macro Strategist
paul.marson@itau.us

Os períodos de Bear Markets – vamos considerar aqui aqueles que acontecem quando há 20% ou mais de queda no mercado – são, compreensivelmente, desagradáveis e devem ser evitados. Alguns podem dizer que são o oposto dos Bull Markets (longos períodos de mercados em alta), o preço que pagamos pelo 'upside' (potencial de alta de um ativo), enviados para testar nossa paciência. Afinal, o 'segredo' para a acumulação de riqueza, além do trabalho duro, é o tempo e o efeito acumulativo dos investimentos.

Para além disso, qual de nós pode olhar para trás e não desejar ter tido a coragem de comprar ativos naqueles tempos mais sombrios e força suficiente para não entrar no efeito manada e comprar ativos caros quando a “festa estava lotada”? Sem Bear Markets, teríamos pouco mais do que um grande esquema de pirâmide, em que os retornos são condicionados a um fluxo cada vez mais desesperado de 'investidores'. Em suma, os Bear Markets revelam quanto dinheiro queremos ganhar, não quanto de queda conseguimos aguentar!

Se apenas evitar o chamado drawdown (quando o mercado vai do pico ao piso) for o objetivo principal, aqui vai uma resposta simples: como mostra o primeiro gráfico deste artigo, venda seu patrimônio quando o índice estiver abaixo de sua média móvel simples de 10 meses (por outro lado, compre quando estiver acima da média móvel de 10 meses).

Bear Markets com queda de 20%+: Índice versus estratégia baseada na média móvel simples de 10 meses



O drawdown de tal estratégia foi significativamente menor do que o do próprio índice em cada Bear Market dos últimos 120 anos. De fato, no período pós-guerra, o drawdown máximo da estratégia de média móvel foi de apenas 15%. Obviamente, evitar uma queda severa vem ao custo dos retornos (depois de contabilizar os custos de transação, você obtém retornos de índice). Se os retornos de índice, com queda controlável, são atrativos, essa estratégia pode ser a ideal para você. Curiosamente, ela desencadeou um período de 'venda' no final de janeiro deste ano.

Passando agora para a duração dos Bear Markets, a visão comum parece ser que eles terminam quando o *valuation* se torna 'barato'. Mas há muitos problemas com essa abordagem, sobretudo porque a métrica preferida de avaliação das empresas prevê retornos e pode ser medida com alguma certeza. No caso do índice Preço/Lucro Operacional a Prazo (lembre-se, os Lucros RELATADOS estão sujeitos aos Princípios Contábeis Geralmente Aceitos, os Lucros OPERACIONAIS são totalmente discricionários e podem ser o que você quiser), ele NÃO prevê retornos futuros de um ano e sempre cai nos estágios iniciais de um Bear Market, pois o Preço cai e o Lucro fica defasado e permanece elevado.

Além disso, uma queda no *valuation* não implica que esteja 'tudo precificado'.

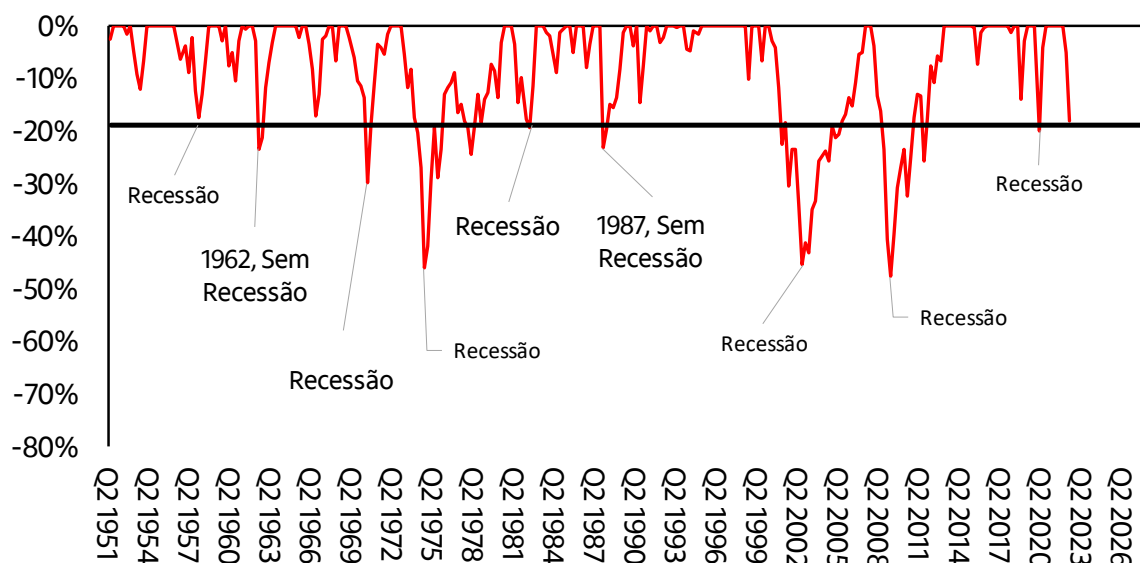
A experiência sugere que os Bear Markets são uma sequência de eventos, um processo que estabelece as bases para a recuperação, e não são resolvidos por uma afirmação de quão baratos estão os preços dos ativos.

Uma sequência para esse processo pode ser algo como:

- Uma queda acentuada nos lucros realizados, seguida por um declínio acentuado nas margens de lucro;
- Um declínio acentuado nas expectativas de ganhos por meio de revisões para baixo;
- Uma reavaliação acentuada do crédito, particularmente crédito de baixa qualidade e High Yield;
- Uma fase de 'limpeza'.

Lembre-se: em oito das 10 recessões entre 1950 e 2019, o mercado de ações caiu ANTES de a economia entrar em recessão (definido, grosseiramente, como dois trimestres de crescimento negativo, segundo o National Bureau of Economic Research). Como mostra o segundo gráfico, Bear Markets nos mercados acionários causam recessões; recessões não causam Bear Markets!

Queda do Índice S&P500 (linha de -20%)



Fonte: Datastream

Como mostra o terceiro gráfico, a queda na demanda derivada de um declínio no mercado de ações precede uma queda nos lucros REALIZADOS. E, como os analistas de ações não são muito bons em prever lucros, eles demoram um pouco para revisar suas expectativas - quando a realidade colide com a previsão, a realidade invariavelmente vence!

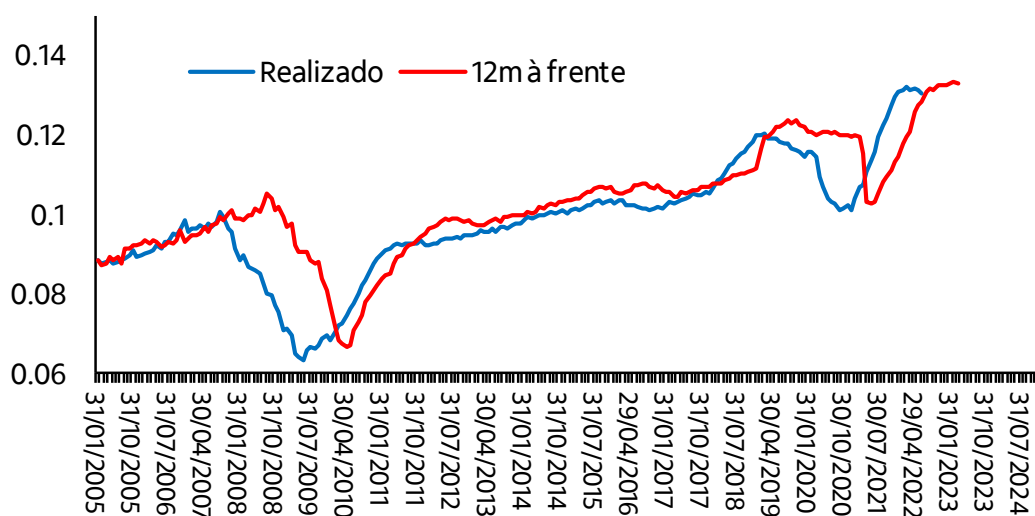
Lucro por Ação: Previsão Implícita (US IBES analyst) de lucro à frente vs Realizado nos últimos 12 meses



Fonte: Datastream

Os analistas também revisaram para baixo suas previsões para as margens de lucro APÓS as margens terem diminuído (veja o gráfico 4).

Previsão implícita IBES de margens 12 meses à frente vs.
Margens de lucro realizadas (LPA/Vendas)



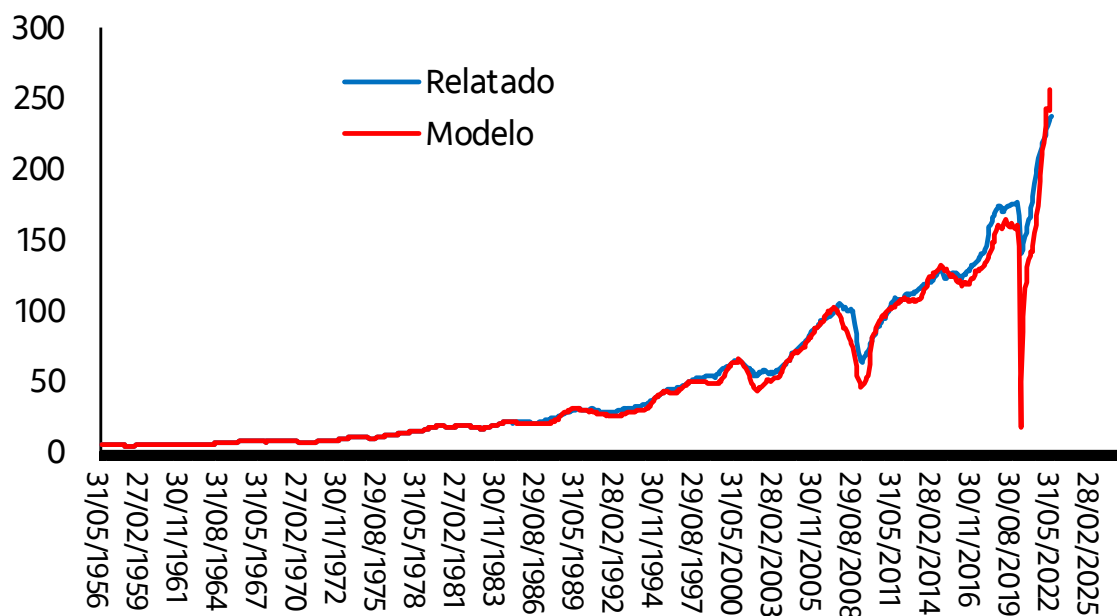
Fonte: Datastream

Como é possível ver, Lucros e Margens REALIZADOS ainda não diminuíram. Certamente, o mercado está em baixa, mas ainda não temos a pressão necessária sobre lucros e margens para moderar expectativas muito otimistas, que estão embutidas na precificação de ações e créditos. Essa é a próxima etapa, inevitável, no processo de um Bear Market.

Se, ao que parece, as EXPECTATIVAS de Lucros e Margens são 'adaptativas' (ou seja, a melhor expectativa de ganhos amanhã é o lucro de ontem, portanto, elas são condicionais ao passado) e não 'racionais' (isto é, formadas por agentes perfeitamente bem-informados com exato entendimento de todas as entradas para a determinação dos Lucros), podemos usar isso para determinar quando as más notícias estão 'precificadas'?

Os Lucros OPERACIONAIS ESPERADOS, ao olhar para o Gráfico 4, parecem ser 'Lucros RELATADOS passados + uma margem de lucro'. De fato, como mostra o Gráfico 5, eles são formados como um 'mark-up' (prêmio) "M" aplicado ao nível de pico dos ganhos RELATADOS anteriores, onde "M" é determinado pelo quão distante estamos do nível de pico anterior de lucro RELATADO e um fator que indica se estamos em recessão:

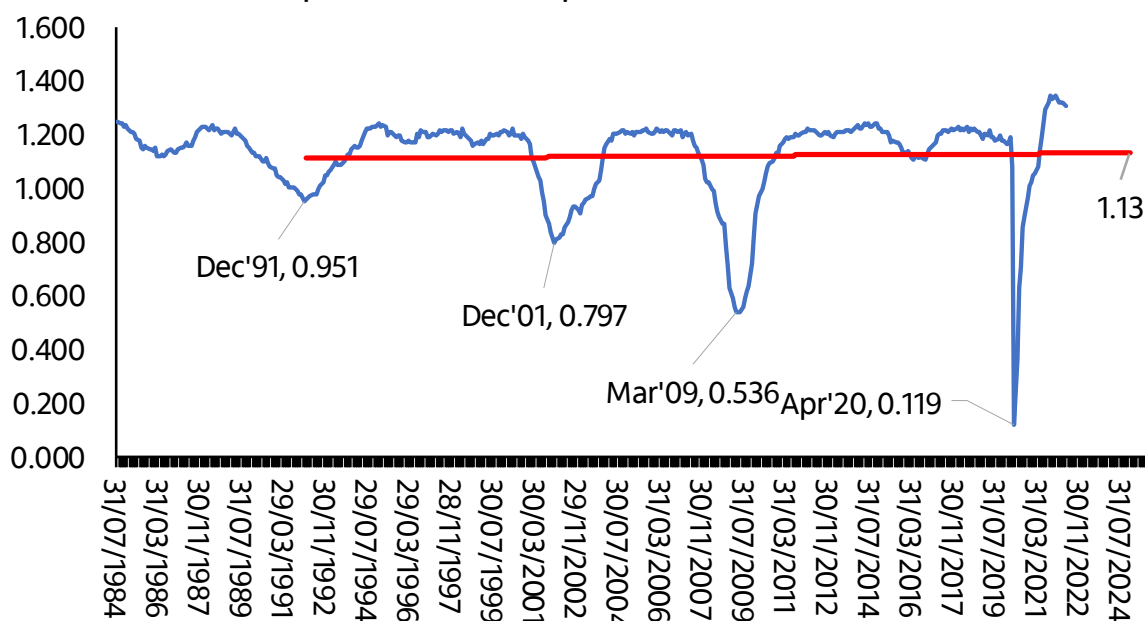
Lucro operacional RELATADO 12m à frente vs. Lucro operacional MODELADO 12m à frente (modelado pré-1985)



Fonte: Datastream

E, finalmente, o Gráfico 6 mostra como o 'mark-up' sobre os ganhos anteriores "M" varia ao longo do tempo - normalmente, é cerca de 13%, mas veja como ele cai acentuadamente durante os Bear Markets.

Lucros reportados mark-up "M": efetivo versus tendência



Fonte: Datastream

Na verdade, o vale que forma o 'mark-up' "M" tem uma tendência notável de coincidir com os vales do Bear Market! Talvez possamos dizer que 'tudo está precificado' quando os analistas capitularam do otimismo ao pessimismo?

Além de os Lucros e Margens REALIZADOS ainda não terem caído, o 'mark-up' "M" ainda permanece próximo dos níveis mais altos de todo o período pós-guerra. Otimismo e exuberância permanecem inviavelmente altos, contra as expectativas para a política do Federal Reserve... certamente?

Então, vimos P (o índice) cair, mas as etapas restantes do processo do Bear Market ainda não começaram. Os Lucros e Margens Realizados precisam diminuir, e as Expectativas ("M") precisam se ajustar drasticamente para baixo antes que possamos dizer com confiança que 'está tudo precificado' e a fase de limpeza possa começar, preparando o cenário para o próximo Bull Market.

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.