

The Weekly Globe



Itaú PrivateBank

20 de junho de 2022

O que aconteceu na última semana

**O interessante impacto das taxas de juros
mais altas nos preços dos títulos**
Marcelo Menuzzo

Já estamos lá?
Roberto Martins

20 de junho de 2022

The Weekly Globe

O que aconteceu na última semana

A semana passada foi muito movimentada nos mercados e na frente econômica. A inflação continua pressionada, sem dar sinais de queda. Na segunda-feira, os dados do índice de preços ao produtor (PPI, na sigla em inglês) dos Estados Unidos foram divulgados e seguiram em níveis altos: 0,8% m/m e 10,8% a/a. Isso se seguiu a uma leitura do Índice de Preços ao Consumidor (CPI, na sigla em inglês) também elevada na semana anterior, o que levou os bancos centrais a agirem com força.

Na quarta-feira, o Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC, na sigla em inglês) do Federal Reserve subiu as taxas de juros nos EUA em 75 pontos-base (bps), para 1,50-1,75% ao ano, e o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central elevou a Selic em 50 bps, para 13,25%. Na quinta-feira, o Banco Nacional Suíço surpreendeu ao aumentar as taxas de juros pela primeira vez desde 2007, em 50 bps, para -0,25%. Já o Banco da Inglaterra (BoE, na sigla em inglês) subiu sua taxa de juros em 25 bps, para 1,25%.

Em reunião de emergência para discutir a turbulência nos títulos públicos, o Banco Central Europeu anunciou que aplicará flexibilidade no reinvestimento dos resgates a vencer na carteira do PEPP, além de acelerar o desenvolvimento de uma nova ferramenta antifracturação.

Certos indicadores econômicos que foram divulgados vieram mais fracos do que o esperado ou em território negativo, apontando para alguma desaceleração econômica. Nos EUA, isso incluiu vendas no varejo, housing starts, pedidos iniciais de seguro-desemprego e o leading index.

Esse cenário monetário e econômico desafiador pesou nos mercados de ações nos EUA, que tiveram a pior semana desde março de 2020. O Dow Jones caiu 4,79%, o S&P 500 recuou 5,79%, e o Nasdaq caiu 4,78%. No Brasil, o Ibovespa e o Real tiveram quedas semanais de 6,79% e 3,33%, respectivamente.

O mercado de criptomoedas também foi um dos destaques, com quedas substanciais de 30% e 35% para Bitcoin e Ethereum, respectivamente. Mesmo as commodities, que têm mostrado uma performance muito forte no ano, tiveram um desempenho negativo. O petróleo Brent fechou em US\$ 113,12/bbl, uma queda de 7,29% s/s.

O Tesouro dos EUA de 10 anos atingiu 3,49% na terça-feira, mas depois recuou para 3,23% na sexta-feira, com o pesado sentimento de risco global. O índice de volatilidade VIX permaneceu acima de 30 ao longo dos últimos dias, fechando em 31,13 na sexta-feira, ante 27,75 na semana anterior.

O interessante impacto das taxas de juros mais altas nos preços dos títulos

Marcelo Menuzzo
Chief Credit Strategist
marcelo.menuzzo@itau.us

O preço de um título é determinado pelo valor presente líquido dos fluxos de caixa esperados que o título gere até o seu vencimento final. Diversas variáveis fazem parte desse cálculo, incluindo a taxa de cupom, o número de pagamentos (que também é função do vencimento) e o risco do emissor percebido pelo mercado (refletido no spread de crédito). A taxa até o vencimento é a taxa de desconto que torna o valor presente de todos os fluxos de caixa do título igual ao seu preço.

Quando as taxas de juros caem e/ou os spreads fecham, o preço de um título sobe. Por outro lado, quando as taxas de juros aumentam e/ou os spreads abrem, o preço de um título cai. E é exatamente isso que os mercados de renda fixa estão experimentando, de maneira muito significativa, em 2022. O amplamente seguido Tesouro dos EUA de 10 anos passou de 1,5% no final de 2021 para 3,2% no momento da redação deste artigo. O spread sobre títulos do Tesouro dos EUA de títulos corporativos* de mercados emergentes passou de 312 para 362 pontos-base no mesmo período.

A consequência desse forte aumento nos títulos do Tesouro americano e nos spreads foi um aumento substancial nas taxas dos títulos globais. Para títulos corporativos de mercados emergentes*, a taxa até o vencimento passou de 4,6% no final de 2021 para 6,9% no momento da redação deste artigo.

Os preços, por outro lado, caíram muito significativamente. Vários títulos estão sendo negociados com descontos consideráveis em relação aos preços de emissão e bem abaixo do par (100). Podemos ver isso claramente para os títulos sob nossa cobertura. O preço médio dos títulos corporativos que cobrimos é de 92,2 e dos soberanos é de apenas 85,7. Esses níveis geralmente estão associados a emissores com perfil de crédito mais arriscado. Este não é necessariamente o caso na atual conjuntura do mercado. Até mesmo alguns títulos com grau de investimento estão sendo negociados agora com um preço médio bem abaixo do par.

* J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified

Preços Médios de Títulos (17/06/2022) – Cobertura de Crédito Itaú Private Bank
Títulos Corporativos:

Rating Agregado	Media	<= 1 ano	1 a 2 anos	2 a 3 anos	3 a 5 anos	5 a 7 anos	7 a 10 anos	10 a 20 anos	20 a 30 anos	30+ anos
Media	92.2	99.8	99	98.7	95.4	92.8	84.4	96	85.9	92.8
BBB+	99.7	100.3	99.9	--	99.8	98.7	--	--	--	--
BBB	97.9	99.7	99.7	98.8	--	--	91.5	96.8	--	--
BBB-	93.9	--	101.3	99.9	96.3	93.8	85	104	94.9	--
BB+	92.1	99.4	--	98.5	96.5	95.4	74.4	--	91.7	--
BB	91.1	--	--	--	99.2	92.1	84.6	--	--	101.7
BB-	89.3	101	102.8	99.4	94.8	89.6	84.4	77.1	75.4	84
B+	78.1	--	--	--	--	--	78.1	--	--	--
B	93.1	98.2	--	92.2	88.6	100.4	91.8	--	--	--
CCC+	97.2	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CCC-	81	--	85.3	--	78.8	--	--	--	--	--

Títulos Soberanos:

Rating Agregado	Media	<= 1 ano	1 a 2 anos	2 a 3 anos	3 a 5 anos	5 a 7 anos	7 a 10 anos	10 a 20 anos	20 a 30 anos	30+ anos
Media	85.7	--	97.9	--	92.3	90.7	83.5	95.4	82.1	66.9
A	81.4	--	--	--	--	--	84.5	75.2	--	--
A-	83.1	--	--	--	--	--	--	--	83.1	--
BBB	85.4	--	--	--	--	--	88.4	101.9	93	66.9
BB+	86.9	--	97.9	--	92.3	88.5	76.8	90.5	--	--
BB-	86.8	--	--	--	--	91.8	82.7	96.9	70.8	--

Fonte: Itaú Private Bank

Quando os preços dos títulos caem significativamente abaixo do par, a volatilidade do preço e a sensibilidade aos movimentos das taxas de juros tendem a diminuir. Isso ocorre porque o preço do título não está tão longe de uma recuperação teórica em caso de um evento de default. Assumindo um valor de recuperação de 40 centavos de dólar, por exemplo, o risco de *downside* de um título negociado a 60 centavos de dólar seria muito menor do que de um título negociado ao par. Isso cria alguns efeitos interessantes nas curvas de títulos.

Um efeito interessante é que as curvas de juros tendem a ficar distorcidas. Se um título mais longo já está a um preço em dólar muito baixo, ele frequentemente rende menos do que um título mais curto na curva porque seu preço tende a ser mais resiliente. Outra observação interessante é que as oscilações de preço causadas por movimentos nas taxas de juros dos mais longos com preços muito baixos tendem a não ser muito diferentes dos mais curtos negociados a preços mais altos. Como resultado, tudo o mais constante, geralmente os participantes do mercado preferem aqueles negociados com descontos, com preços mais baixos.

Os títulos emitidos entre o segundo semestre de 2020 e a primeira metade de 2021 foram particularmente atingidos pela recente volatilidade do mercado. Dadas as taxas de juros extremamente baixas naquele período, empresas e países conseguiram emitir títulos com cupons muito baixos e, em alguns casos, também com prazos longos. Com a reprecificação das taxas de juros dos EUA e dos spreads de crédito, esses títulos recentes caíram significativamente abaixo do par. Em alguns casos, é possível encontrar títulos emitidos por créditos sólidos a 60-70 centavos de dólar, incluindo títulos soberanos e com grau de investimento.

Dado que o risco de *downside* é mais limitado quando os preços dos títulos atingem esses patamares, achamos que essas podem ser oportunidades interessantes para investidores de renda fixa. Para obter mais detalhes sobre nossa visão de crédito e recomendações específicas de títulos, entre em contato com seu representante registrado no Itaú e consulte nossas publicações *Credit Coverage* e *Credit Top Picks*.

Já estamos lá?

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

Antes mesmo de fornecer uma justificativa, a resposta é – não sei. Ninguém sabe. Apesar do exército de analistas e profissionais tentando responder a essa pergunta, a realidade é que prever os mercados não é apenas difícil, é quase fútil, porque o futuro não é uma meta estática, mas depende de nossa conclusão hoje. Em outras palavras, o que quer que eu conclua sobre o futuro o terá mudado, tornando todo o exercício uma referência circular. De qualquer forma, isso é o que sabemos neste momento:

1. A probabilidade de uma recessão em 2023 está aumentando. A maioria das estimativas aponta para mais de 40% neste momento. Nosso Comitê de Investimentos acredita que há mais de 50% de probabilidade de recessão, o que exige ainda mais cautela. Se essa probabilidade continuar a aumentar, podemos dizer com confiança que ainda não chegamos lá. As bolsas e o crédito sofreriam mais, mas a renda fixa se sairia muito melhor, compensando as perdas em uma carteira equilibrada.

2. O *upside* em ações está se tornando relevante. Embora não acreditemos que as chances de um cenário de pouso suave (soft-landing) sejam grandes, o *upside* das ações nesse cenário pode ser muito relevante, acima de 20%, em nossos cálculos.

Em um dado momento, os investidores perceberão, o que normalmente sinaliza o começo da recuperação. Em outras palavras, apesar da perspectiva problemática, as ações vão parar de cair antes que as coisas melhorem. Já estamos lá? Provavelmente não, e não é inconcebível que os mercados de ações caiam bem abaixo de seu valor justo. No entanto, os níveis atuais estão descontando uma boa quantidade de más notícias, portanto, a menos que a economia entre em uma recessão profunda, podemos dizer que estamos quase lá em ações.

3. O mercado de renda fixa ainda não precifica uma recessão. Embora o mercado de renda fixa geralmente detecte recessões antes do mercado de ações, hoje temos o contrário. Algumas partes da curva de juros estão invertidas, mas principalmente porque tivemos um movimento incomum nas taxas de curto prazo. É difícil falar em recessão quando as taxas de juros reais disparam para cima.

Isso pode significar duas coisas: as ações erroneamente precificaram uma recessão e já estamos lá, ou os mercados de renda fixa estão dizendo que as taxas continuarão altas, mesmo se tivermos uma recessão, e ainda não chegamos lá. A segunda hipótese faria mais sentido;

se isso for verdade, poderemos ver ações e títulos caindo ainda mais. Em conclusão, na frente econômica, podemos dizer com confiança que ainda não estamos lá. As coisas vão piorar antes de melhorar. Na frente dos preços dos ativos, o *downside* é mais limitado, dado o quanto os preços já ajustaram, mas ainda existe, então podemos dizer que já estamos em mais da metade do caminho. Permaneça cauteloso - nada para comemorar aqui.

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.

