

The Weekly Globe



Itaú Private Bank

30 de maio de 2022

O que aconteceu na última semana

**Mercados emergentes: a relação entre ativos
de renda variável e renda fixa**
Rodrigo Lopes & Eduardo Cocco

Falling Knives
Paul Marson

30 de maio de 2022

O que aconteceu na última semana

A China permaneceu no centro das atenções na última semana. Enquanto Xangai deve sair do lockdown em 1º de junho, seguem os temores por restrições mais rigorosas em Pequim, diante do alto nível de casos de Covid-19. A menor eficácia das vacinas aplicadas e a baixa taxa de vacinação entre os idosos sugerem que a política de tolerância zero deve seguir ativa no país. O governo, porém, anunciou mais medidas para estabilizar a economia, como abatimento de créditos fiscais a mais setores, redução de imposto para compra de veículos de passageiros e medidas para apoiar o mercado imobiliário. Mas a taxa de crescimento do país ainda deve ser menor do que a meta para 2022 (5,5%).

Nos Estados Unidos, a ata da última reunião do Federal Reserve (Fed, banco central americano) mostrou que as autoridades consideram apropriado promover mais altas de 50 pontos-base nos encontros de junho e julho, movendo a política monetária rapidamente para uma posição próxima à sua estimativa de nível neutro. Há ainda a possibilidade de seguir para um campo restritivo, a depender das perspectivas econômicas.

Na frente de dados, o Índice de Preços das Despesas de Consumo Pessoal (PCE, na sigla em inglês) dos EUA subiu 0,2% m/m e 6,3% a/a em abril, desacelerando frente a março (0,9% m/m e 6,6% a/a). O núcleo do

PCE, que exclui os itens mais voláteis, teve uma alta de 0,3% m/m e 4,9% a/a, em linha com as projeções. Mas o gasto dos consumidores subiu 0,9%, acima das expectativas (0,8%). Houve também revisão dos dados de março, de 1,1% para 1,4%. O gasto real (ajustado pela inflação) cresceu 0,7% m/m, acelerando na comparação com março (número revisado de 0,2% para 0,5%) e acima das estimativas (0,6%). A leitura reforça a avaliação do Fed de uma economia forte, sob pressões inflacionárias.

No Brasil, o IPCA-15 subiu 0,59% m/m, desacelerando frente ao registrado em abril (1,73% m/m), mas acima das expectativas do mercado (0,45%). Em 12 meses, a alta é de 12,20%, acelerando ante a leitura de 12,03% de abril. O índice de difusão, que mede o percentual de itens com aumento dos preços, atingiu 74,9%, abaixo dos 78,7% de abril. Apesar da queda, a leitura segue em patamares elevados, o que indica pressão inflacionária generalizada no país.

Nesse contexto global, o S&P fechou a semana em alta de 6,6%, assim como as bolsas europeias, que subiram 3,0%. As bolsas emergentes variaram 0,8% e o Ibovespa subiu 3,2%. Na renda fixa, a Treasury americana de 10 anos caiu 4 pontos-base. Já o dólar teve uma semana de desvalorização, com o DXY fechando em -1,4%.

Mercados emergentes: a relação entre ativos de renda variável e renda fixa

Rodrigo Lopes
EM Equity Strategist
rodrigo.s.lopes@itau-unibanco.com.br

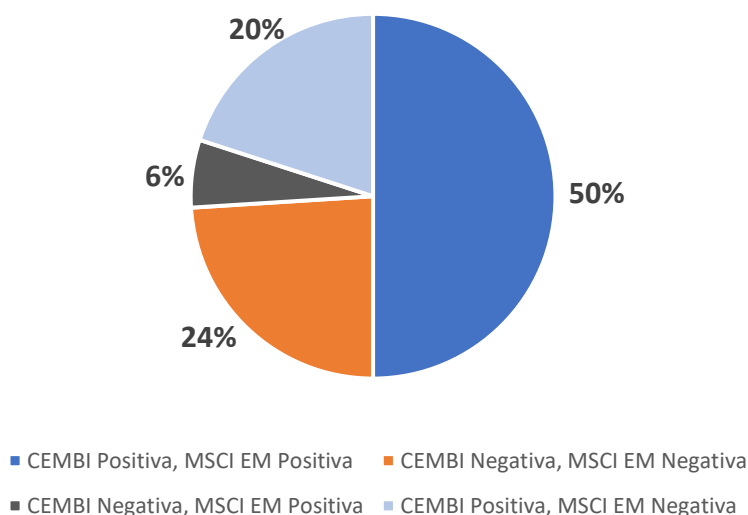
Eduardo Coccaro
Strategy analyst
eduardo.coccaro@itau-unibanco.com.br

As elevações das taxas de juros globais combinadas aos riscos recessivos, que são exacerbados por fatores geopolíticos na Europa e pela política de Covid zero da China, têm influenciado o ambiente para ativos de países emergentes, com impacto negativo direto na performance dos títulos corporativos de renda fixa.

Entretanto, juros mais altos costumam também afetar as bolsas emergentes. O custo de financiamento mais elevado, tanto em moeda local quanto em dólar americano, deteriora as expectativas de resultados futuros. Além disso, o custo de capital mais alto reduz o valor de fluxos de caixa futuros, exercendo uma força negativa na precificação dos ativos.

Nos últimos 18 anos, ativos emergentes de renda fixa corporativa e renda variável tiveram uma correlação de 63% em seus retornos mensais. Em metade dos meses, ambas as classes tiveram resultados positivos e, em 24% dos meses, ambas mostraram performances negativas. Em 20% dos meses, os títulos de renda fixa corporativa tiveram um resultado positivo, enquanto as ações sofreram e, em apenas 6%, os títulos de renda fixa tiveram um resultado negativo, enquanto as ações subiram [veja no gráfico 1, abaixo].

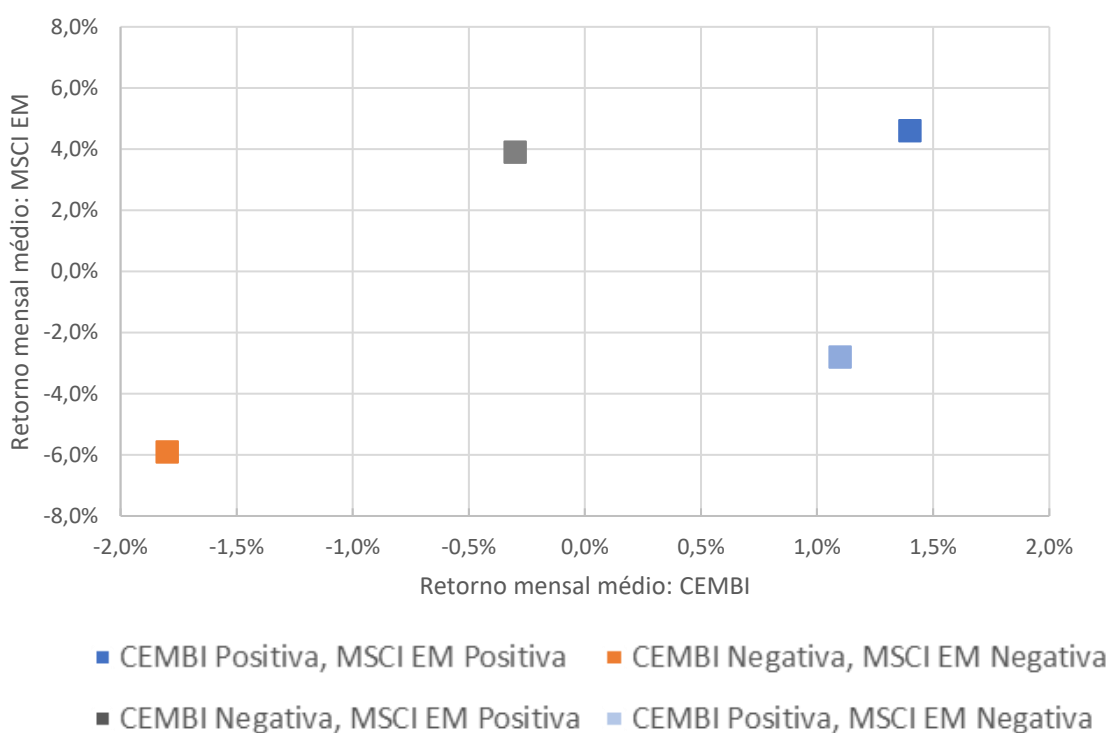
Gráf. 1: Variações da performance mensal das cestas de títulos corporativos de renda fixa EM (CEMBI) e ações EM (MSCI EM)



Fonte: MSCI, Bloomberg, J.P. Morgan. Retornos de títulos de renda fixa representados pelo J.P. Morgan Corporate EMBI Broad Diversified Composite Index. Retornos de renda variável representados pelo MSCI EM Total Returns Index.

Ao analisar os resultados médios para as duas classes de ativos, observamos que, em meses em que crédito corporativo e renda variável apresentaram resultados negativos, o retorno médio de ações emergentes foi de -5,9%, contra -1,8% de títulos de renda fixa. Em meses em que títulos de renda fixa performaram negativamente e ações postaram resultados positivos, a cesta de ações teve retorno de 3,9% (ante um ganho de 4,6% quando ambas as cestas tiveram resultados positivos) [Gráfico 2].

Gráf. 2: Retornos mensais médios, CEMBI e MSCI EM



Fonte: MSCI, Bloomberg, J.P. Morgan.

Em nossa opinião, o estresse em crédito corporativo deve exercer uma força negativa sobre os preços de ações de emergentes. Porém, mesmo esse possível fator adverso não deve sacramentar uma performance negativa para bolsas de emergentes como um todo. Após anos de performance muito inferior e múltiplos descontados, acreditamos que alguns países emergentes podem ter retornos relativos superiores, como aqueles da América Latina, que se beneficiam de preços de commodities pressionados.

Falling Knives

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

Em certas fases do ciclo econômico e de mercado, as perspectivas de crescimento se deterioram, as de inflação melhoram e a tendência dos preços dos ativos fica negativa. Então, a volatilidade aumenta estruturalmente e a queda se torna algo mais extremo. Sabemos que, nesses momentos, quando o preço dos ativos cai - e o retorno esperado geralmente sobe - devemos, a princípio, querer que os preços caiam, pois isso nos dá a oportunidade de comprar mais ativos bons a preços mais baixos. Como, então, conciliar o instinto de fuga dessas grandes quedas com o desejo racional de comprar ativos bons mais baratos?

Em outras palavras, como podemos ter a certeza de que não estamos tentando pegar uma "falling knife"? Em tradução literal, o termo significa pegar uma "faca caindo". A expressão é utilizada para definir uma estratégia arriscada de investimento, quando se compra uma ação em queda na expectativa de que ela vá valorizar. O perigo é que ela continue a depreciar. O fim do Bear Market, ou de fases de severas quedas, certamente pode ser identificado por uma reversão da tendência negativa (se observa que vender quando o retorno do S&P500 rompeu suas médias móveis de 10 meses reduziu substancialmente a magnitude da queda nos últimos 150 anos). Mas existe outra maneira de determinar quando o

mau humor e a dominante propensão a vender se esgotaram? Dito de outra forma, como podemos identificar a capitulação ("*capitulation*", em inglês), aquele ponto em que a última pessoa jogou a toalha e a maré virou?

Os investidores analisam muitas variáveis para identificar a capitulação, desde pesquisas de opinião do investidor até análises técnicas mais esotéricas, além de ordens de compra e venda e o caixa do investidor. Mas essa é a nossa ferramenta favorita, simples de calcular e fácil de monitorar em tempo real: várias coisas, quando tomadas em conjunto, sinalizam a capitulação.

Em primeiro lugar, porém, quero dar um exemplo simples para ilustrar a confiança na inferência. Suponha que você esteja em uma praia e queira saber se a maré está subindo. Como você pode ter certeza de que, se uma onda toca seus dedos dos pés, ela está de fato subindo e não foi apenas um vento mais forte? A melhor maneira pode ser colocar quatro pessoas a 100 metros de distância ao longo da praia e observar se a água toca simultaneamente os dedos dos pés de todos. Se isso acontecer, chegamos a nossa conclusão com uma confiança maior, e a probabilidade de inferência a partir do "acaso" cai enormemente.

Então, vamos pegar quatro índices: o S&P500, o Dow Industrials, Dow Transports e o NYSE Composite. Precisamos observar um comportamento semelhante, simultâneo, em todos eles para identificar a capitulação do mercado.

Para medir as mudanças na margem no comportamento do mercado, determinamos a média móvel exponencialmente ponderada de 20 dias para cada um desses índices de mercado (a média móvel simples pondera igualmente todas as observações; enquanto a média móvel exponencialmente ponderada dá maior peso às observações próximas e menor peso às observações distantes).

Definimos a capitulação como uma condição em que, simultaneamente, para todos os quatro índices, a observação do preço atual está 10% ou mais abaixo da média exponencialmente ponderada.

Ao olhar para trás, mais especificamente nos últimos 50 anos, vemos na tabela a seguir todos os casos em que a condição simultânea foi observada. Como você pode ver, as datas correspondem aos mercados em baixa (alguns terminam sem capitulação, é claro, mas muitos não).

TODOS os casos de Capitulation após 1970

				dias até a mínima																
				median	-26%	-2%	5													
				média	-25%	-7%	16	retorno												
				máxima	-16%	0%	56													
				mínima	-36%	-30%	0													
				meses à frente a partir da capit'n				>marcados à média móvel de 10 meses												
% pico da queda até capit'n	% queda da capit'n até a mínima	Data da Capit'n	S&P500 no dia da capit'n		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
-19%	-19%	09/03/2020 10 dias até a mínima	2747	Índice	2790	2930	3207	3152	3360	3399	3477	3551	3673	3800	3911	3875				
				Retorno	2%	7%	17%	15%	22%	24%	27%	29%	34%	38%	42%	41%				
-16%	-2%	08/08/2011 39	1119	Índice	1186	1195	1276	1234	1281	1350	1366	1382	1364	1326	1352	1402				
				Retorno	6%	7%	14%	10%	14%	21%	22%	23%	22%	18%	21%	25%				
-30%	-1%	02/03/2009 5	701	Índice	834	907	945	896	1003	995	1025	1043	1109	1133	1103	1118				
				Retorno	19%	29%	35%	28%	43%	42%	46%	49%	58%	62%	57%	60%				
-22%	-7%	20/11/2008 0	752	Índice	872	805	770	769	832	903	893	951	1007	1065	1091	1091				
				Retorno	16%	7%	2%	2%	11%	20%	19%	26%	34%	41%	45%	45%				
-28%	-30%	07/10/2008 32	996	Índice	931	910	907	870	677	816	907	939	881	1010	1025	1058				
				Retorno	-7%	-9%	-9%	-13%	-32%	-18%	-9%	-6%	-12%	1%	3%	6%				
-27%	-5%	22/07/2002 56	820	Índice	963	834	900	931	896	878	833	864	911	932	982	988				
				Retorno	17%	2%	10%	14%	9%	7%	2%	5%	11%	14%	20%	21%				
-26%	0%	20/09/2001 1	985	Índice	1090	1143	1140	1119	1098	1152	1108	1092	1006	820	937	845				
				Retorno	11%	16%	16%	14%	12%	17%	13%	11%	2%	-17%	-5%	-14%				
-19%	0%	31/08/1998 0	957		986	1112	1175	1229	1273	1236	1286	1355	1294	1381	1328	1320				
					3%	16%	23%	28%	33%	29%	34%	42%	35%	44%	39%	38%				
-36%	0%	19/10/1987 0	225		240	250	249	262	269	258	253	269	268	260	269	277				
					7%	11%	11%	16%	20%	15%	12%	20%	19%	16%	20%	23%				

Fonte: Itaú Private Bank, Bloomberg

É possível ver a data de capitulação, a queda do pico anterior até a capitulação e a queda da capitulação até a mínima subsequente do mercado. Movendo-se transversalmente pela tabela, é possível observar, ainda, o nível do índice para os 12 meses após a capitulação e o retorno acumulado a partir desse ponto.

As caixas mostram o ponto em que o índice S&P500 voltou acima da tendência e entrou em momentum positivo (na maioria dos casos, o mercado já havia se recuperado bastante neste ponto). Em 89% das vezes, o mercado está em alta de 1 a 12 meses à frente.

Em sete dos nove casos de capitulação desde 1970, a queda adicional do mercado para a mínima, a partir do ponto da capitulação, foi de 7% ou menos. Em seis deles, a mínima veio dentro de 10 dias! As duas exceções são 2008 e 2020, ambos exemplos de ameaça existencial sistêmica (colapso do sistema bancário global e uma pandemia global), mas mesmo em 2008 o mercado subiu em 10 meses.

Assim, da mesma forma como você deve continuar não tentando pegar uma faca caindo, também deve saber determinar quando “já basta”, quando o pânico, e não o lucro, é o que motiva os investidores. É preciso tentar identificar a capitulação. Este método faz um trabalho muito bom historicamente, é simples, intuitivo e fácil de monitorar para qualquer pessoa com o Google e uma planilha do Excel. E onde estamos agora? Seguiremos observando...

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.