



The Weekly Globe

04

nov/25



Tempo
de leitura
5 min

Problemas em **crédito privado** nos EUA e empresas de mercados emergentes: **existe alguma conexão?**



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



Resumo

Eventos recentes no mercado de crédito privado nos EUA levantaram preocupações entre os investidores sobre a saúde dessa classe de ativos. Mas será que existe uma conexão desses eventos com as empresas de mercados emergentes? Para responder a essa pergunta, neste artigo, analisamos a reação do mercado aos acontecimentos, os fundamentos de crédito corporativo dos mercados emergentes e a perspectiva de inadimplência das empresas desses mercados nos próximos anos.

A classe de ativos de crédito privado tem tido um crescimento significativo nos últimos anos, à medida que os investidores buscam fontes adicionais de rendimento para seus portfólios de renda fixa. De acordo com várias estimativas de mercado – incluindo do Federal Reserve (Fed, o banco central dos EUA) –, o tamanho do mercado de crédito privado dos EUA ultrapassou US\$ 1 trilhão em ativos sob gestão.

Mas eventos recentes de crédito nos mercados privados dos EUA levantaram preocupações entre os investidores. Os participantes do mercado agora questionam se esses calotes sinalizam problemas mais profundos no crédito privado – e se tais problemas poderiam se traduzir em riscos sistêmicos, afetando potencialmente outras classes de ativos de crédito, incluindo títulos corporativos de mercados emergentes (EM, na sigla em inglês).

As recentes falências da Tricolor Holdings e do First Brands Group aumentaram as preocupações sobre a exposição de bancos e fundos a ativos de crédito privado. Esses eventos foram seguidos por baixas contábeis relacionadas a crédito no Zions Bancorporation e no Western Alliance Bancorporation. Mais recentemente, em 30 de outubro, o The Wall Street Journal noticiou que o braço de crédito privado da BlackRock e o BNP Paribas sofreram perdas com empréstimos a uma empresa de telecomunicações.

Desde então, CEOs de destaque e participantes do mercado global têm debatido se esses problemas de crédito são indicativos de problemas mais amplos no crédito privado ou apenas eventos isolados. Embora seja necessário um monitoramento rigoroso, até o momento acreditamos que essas perdas são isoladas e não um sinal de problemas sistêmicos futuros (para mais detalhes, veja [nossa última edição do The Weekly Globe](#), na qual discutimos esse tópico, entre outros).

Para avaliar o impacto potencial nos títulos corporativos de mercados emergentes, examinamos três indicadores:

1. Reação do mercado a eventos recentes.
2. O estado atual dos fundamentos de crédito corporativo de mercados emergentes.
3. A perspectiva de inadimplência para empresas de mercados emergentes em 2025 e 2026.

Reação do mercado

Os mercados financeiros reagiram negativamente às notícias relacionadas ao crédito privado no início do mês. O S&P 500 caiu 2,7% em um único dia e o índice de volatilidade VIX subiu de 16 para 22. Os *spreads* dos títulos de alto rendimento (HY, na sigla em inglês) dos EUA abriram 22 pontos-base – de 280 p.b. para 302 p.b. em relação aos títulos do Tesouro dos EUA.

Em contraste, o crédito corporativo de mercados emergentes permaneceu resiliente. Os *spreads* abriram apenas marginalmente: 8 p.b. – de 237 para 245. Isso é modesto em comparação com eventos anteriores. Por exemplo, durante a volatilidade do "Dia da Libertação" em abril, os *spreads* corporativos de EM abriram 50 p.b. e, durante a crise da Covid-19 em 2020, mais de 300 p.b.. No final de outubro, porém, os *spreads* corporativos de EM já haviam apertado para 236 p.b. e estavam novamente perto das mínimas em muitos anos.

Mesmo entre as empresas de alto rendimento de EM, a abertura do *spread* foi limitada – apenas 11 p.b., de 391 para 402. Isso sugere que, até agora, praticamente não houve contágio de eventos de crédito privado dos EUA para o crédito corporativo de mercados emergentes. Diante disso, acreditamos que o contágio provavelmente permanecerá limitado, a menos que as perdas com crédito privado aumentem significativamente, tornando mais difícil e caro para as empresas de EM acessarem os mercados de capitais globais.

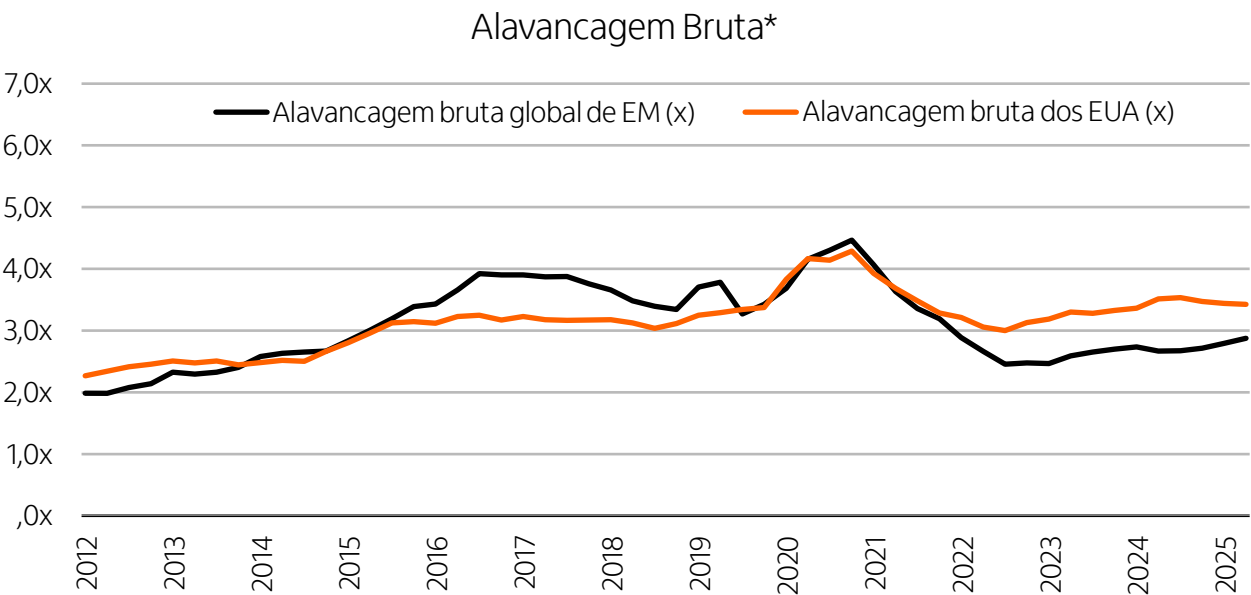
Fundamentos de crédito

A maioria das empresas emissoras de títulos de mercados emergentes está em uma situação financeira sólida. Aproximadamente 60% do índice de empresas de EM possui grau de investimento. Ele é composto por grandes empresas com modelos de negócios robustos e fluxos de caixa em moeda forte. As métricas de crédito das empresas de mercados emergentes são frequentemente mais fortes do que as de seus pares nos EUA.

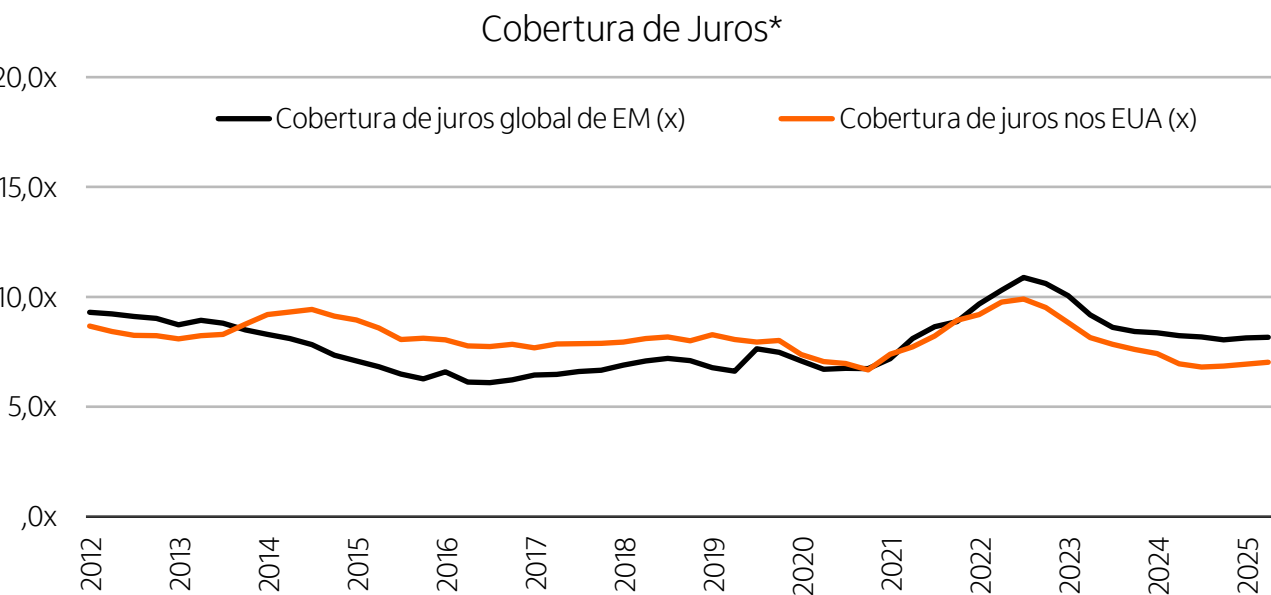
A nível de índice:

- a alavancagem bruta é de 2,9x para empresas de mercados emergentes, contra 3,4x para empresas dos EUA.
- a cobertura de juros é de 8,2x para empresas de mercados emergentes, contra 7,0x para empresas dos EUA.

Esses fundamentos sólidos devem ajudar as empresas de mercados emergentes a navegar em um ambiente macroeconômico mais desafiador, mesmo que as perdas com crédito privado piorem significativamente a partir de agora.



Fonte: Bank of America Global Research e Itaú Private Bank.



Fonte: Bank of America Global Research e Itaú Private Bank.

*A alavancagem bruta é calculada como dívida bruta / Ebitda dos últimos 12 meses, e a cobertura de juros é calculada como Ebitda dos últimos 12 meses / despesas com juros dos últimos 12 meses.

Perspectiva de inadimplência

Os fortes indicadores de crédito são o principal motivo por trás das expectativas moderadas de inadimplência para empresas de mercados emergentes em 2025 e 2026. Isso ocorre após um período de inadimplências elevadas de 2021 a 2023, impulsionadas pela crise imobiliária na China e pela guerra entre Rússia e Ucrânia – ambas com significativa redução desde 2024.

Muitos títulos inadimplentes saíram dos índices corporativos de EM, e um cenário macroeconômico mais favorável melhorou o acesso ao mercado de capitais. Além disso, as empresas de EM têm gerenciado proativamente seus perfis de dívida, com muitas emitindo títulos em 2025 para refinaranciar vencimentos de 2026.

Como resultado, as expectativas de inadimplência para 2026 são moderadas e alinhadas com as médias históricas. Em 31 de outubro, o JP Morgan projetou uma taxa de inadimplência de 3,0% para empresas de EM em 2026 – corroborando a visão de que os emissores de mercados emergentes estão bem-posicionados para enfrentar possíveis turbulências decorrentes dos mercados de crédito privado.

Taxas de inadimplência de títulos corporativos de alto rendimento em EM – de 2015 a 2025 (até o momento) e projeções para 2025 e 2026

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025- YTD	2025F	2026F
Ásia	3,1%	1,0%	1,0%	2,5%	1,8%	3,4%	13,3%	16,9%	10,0%	5,4%	3,5%	4,0%	2,5%
Europa Emergente	2,5%	3,6%	3,6%	0,0%	0,0%	3,3%	0,0%	32,0%	20,8%	0,5%	2,7%	3,5%	3,3%
América Latina	5,7%	9,2%	2,0%	2,1%	2,3%	4,4%	2,5%	3,7%	5,4%	4,6%	2,3%	7,1%	3,0%
Oriente Médio & África	4,0%	5,7%	3,2%	0,0%	1,8%	2,1%	0,0%	0,6%	0,0%	1,1%	0,0%	0,3%	3,7%
Mercados Emerg. Corp. HY*	3,8%	5,1%	2,2%	1,6%	1,7%	3,5%	7,1%	14,2%	8,7%	3,9%	2,4%	4,0%	3,0%

Fonte: JP Morgan e Itaú Private Bank.

*J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified Index para mercados emergentes corporativos e Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index para high yield americano.

Consequentemente, acreditamos que os riscos de default em títulos corporativos de mercados emergentes decorrem mais provavelmente de fatores idiossincráticos do que de contágio relacionado com perdas de crédito privado. Os setores com maior alavancagem e menor liquidez – como o imobiliário, o de transportes e o petroquímico – apresentam riscos mais elevados, particularmente em função de ciclos negativos prolongados nesses setores.

Qualquer impacto negativo do crédito privado provavelmente seria indireto, principalmente por meio da redução do acesso aos mercados de capitais. Para que isso se materialize, as perdas com crédito privado precisariam aumentar significativamente, desencadeando uma volatilidade mais ampla no mercado e spreads de crédito consideravelmente maiores. Até o momento, esse risco parece estar contido, mas os participantes do mercado certamente continuarão monitorando de perto os desdobramentos nos mercados privados.

Principais conclusões

- As recentes perdas no crédito privado dos EUA ainda não levaram a um contágio significativo nos títulos corporativos de mercados emergentes, que apresentaram apenas uma modesta abertura de *spreads*.
- Os fundamentos de crédito da maioria dos emissores de títulos corporativos de EM permanecem sólidos e mais fortes do que os de seus pares nos EUA a nível de índice.
- As expectativas de inadimplência corporativa em mercados emergentes para o restante de 2025 e 2026 permanecem modestas e em linha com os níveis históricos.
- Os riscos de inadimplência em títulos corporativos de mercados emergentes tendem a ser mais idiossincráticos e concentrados em setores com maior alavancagem e menor liquidez, como imobiliário, de transporte e petroquímico.
- Qualquer impacto negativo decorrente das perdas no crédito privado provavelmente será indireto, principalmente por meio do acesso reduzido aos mercados de capitais – um risco que, por ora, parece estar contido.

Veja também



Diversificação global, resultados de bancos e falências recentes

 [acessar relatório](#)



Dólar, inflação e juros: nossa análise sobre o encontro de outono do FMI

 [acessar relatório](#)



O que explica a atual valorização do ouro?

 [acessar relatório](#)

Este e muitos outros conteúdos **você encontra em um só lugar**

[Acesse o Private Insights](#)

O que achou deste conteúdo?



Informações relevantes



Este material foi preparado pelo Banco Itaú International e disponibilizado pelo Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). 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.

Este relatório não deve ser considerado um relatório de análise para os fins da regulamentação que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.

Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição.

As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem a precisão das informações contidas neste material e não são responsáveis por quaisquer danos diretos ou indiretos que possam resultar do uso deste material e de seu conteúdo. Este documento e qualquer informação relacionada 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, ao Itaú Unibanco ou a qualquer de seus executivos, funcionários ou agentes.

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

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco se reservam o direito de 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 a análise 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.

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 ou redistribuídos a terceiros sem o consentimento expresso por escrito do Banco Itaú International ou do Itaú Unibanco.