

Seja para pausar ou mudar de direção, é hora de considerar a renda fixa

AUTORES



Erin Browne
Portfolio Manager
Estratégias de Multiativos



Emmanuel Sharef
Portfolio Manager
Alocação de Ativos e
Multiativos Reais

Uma alocação em renda fixa pode ajudar os investidores a lidar com uma possível recessão, assim como com a incerteza em relação à trajetória da política do Federal Reserve.

RESUMO

- Em seu esforço para conter a inflação, é provável que o Federal Reserve faça uma pausa no ponto mais alto de seu ciclo de taxas de juros, em vez de mudar rapidamente para o corte dos juros. Mas, não importa o cenário, a história sugere que a renda fixa pode oferecer um potencial de retornos atraentes, especialmente em comparação com as ações.
- Favorecemos os títulos de renda fixa por causa de sua diversificação, preservação de capital e oportunidades de alta. Os rendimentos iniciais parecem competitivos e damos preferência a exposições de crédito de alta qualidade e liquidez, bem como a títulos hipotecários emitidos por agências dos EUA.
- Acreditamos que a resiliência geral observada nos mercados acionários em 2023 diminuirá no caso de uma recessão. As expectativas de rendimentos parecem muito altas, enquanto que as valuations parecem muito caras. Estamos underweight em ações nos portfólios multiativos.
- Dentro dos portfólios multiativos, também vemos oportunidades atraentes nos mercados emergentes da Ásia, principalmente nas áreas que podem se beneficiar do crescimento econômico da China.

Ao longo das narrativas de mercado em mudança deste ano - aterrissagem suave, superaquecimento e crise de crédito - as condições macroeconômicas subjacentes apontaram de forma constante para o mesmo tema fundamental: a renda fixa está de volta.

A elevada incerteza macroeconômica, uma provável desaceleração econômica e rendimentos mais altos que reforçam o potencial de retorno podem apoiar uma mudança na alocação para a renda fixa. Políticas monetárias restritivas estão afetando as economias globais após defasagens longas e variáveis, o crédito está se tornando mais restrito e sinais de ruptura começaram a aparecer no setor

financeiro. Os modelos de ciclo de negócios da PIMCO preveem uma recessão nos EUA no final deste ano. O desempenho das diferentes classes de ativos provavelmente dependerá muito da gravidade da recessão (quando ou se ocorrer) e, principalmente, do comportamento do banco central.

Como o aperto no crédito reduz a necessidade de aperto monetário, acreditamos que o Federal Reserve (Fed) provavelmente está próximo do fim de seu ciclo de aumento e manterá as taxas de juros altas, enquanto a economia dos EUA entra em recessão. O que isso significa para os portfólios? Nossa análise dos retornos históricos das classes de ativos em meio às

mudanças de política do Fed oferece uma estrutura útil para o posicionamento do portfólio nos próximos 12 meses.

No horizonte cíclico, acreditamos que a renda fixa apresentará um desempenho significativamente melhor que as ações.

No entanto, este ano, os mercados de ações, até agora, permaneceram resilientes, mesmo com a deterioração da perspectiva para os lucros. Em nossa opinião, as expectativas de lucros para o segundo semestre de 2023 e para 2024 ainda são muito altas, e as valuations das ações parecem altas em todas as métricas que acompanhamos. Isso reforça nossa posição de que os investidores devem ter como objetivo ficar underweight nas ações, buscar qualidade e aproveitar a diversificação, a preservação do capital e as oportunidades de alta da renda fixa.

CONTEXTO MACROECONÔMICO: PERTO DO FIM DO CICLO DE AUMENTO DE JUROS

Diversas tendências podem reduzir a necessidade de uma política monetária mais restritiva para conter a inflação. O crescimento dos empréstimos, que já estava desacelerando antes do colapso do Silicon Valley Bank, deve diminuir ainda mais. É provável que os padrões de empréstimo sejam mais rígidos nos bancos regionais, afetando desproporcionalmente a atividade das pequenas empresas. E isso pode exercer uma pressão negativa sobre a criação de empregos - quase metade dos trabalhadores dos EUA é empregada por empresas de pequeno porte com menos de 500 funcionários (fonte: Administração de Pequenas Empresas dos EUA, em agosto de 2022).

Além disso, uma série de indicadores macroeconômicos dos EUA está se estabilizando, como as vendas no varejo, a produção industrial e os Índices dos Gerentes de Compras (Purchasing Managers' Index, ou PMI) de serviços e manufatura. De fato, o atual ciclo de negócios parece estar se desenvolvendo

de acordo com a experiência histórica: nossa análise de 70 anos em 14 mercados desenvolvidos indica que os aumentos nos riscos de recessão e desemprego geralmente começam cerca de 2 a 2,5 anos após o início de um ciclo de aumento dos juros. (Para saber mais sobre isso, leia nossa última *Perspectiva Cíclica*, "[Mercados fraturados, renda fixa forte](#)"). O atual ciclo de aumento dos juros começou há pouco mais de um ano, em março de 2022. Mas o ritmo acelerado e a extensão dos aumentos subsequentes podem aumentar o risco de que a recessão e o aumento do desemprego ocorram mais cedo do que a média histórica.

Ainda assim, a inflação nos EUA permanece bem acima da meta do Fed. Uma questão fundamental para os alocadores de ativos é se o Fed encerrará esse ciclo de alta com uma longa pausa no nível mais alto para conter a inflação persistente ou se mudará para um ciclo de flexibilização este ano a fim de estimular o crescimento em meio a um crédito mais apertado e uma maior desinflação. As classes de ativos podem apresentar um desempenho muito diferente nesses dois cenários.

LONGA PAUSA OU MUDANÇA RÁPIDA: IMPLICAÇÕES DO INÍCIO DE UMA RECESSÃO PARA OS INVESTIMENTOS

Realizamos uma análise histórica dos retornos das classes de ativos em vários cenários para a política do Fed e o crescimento dos EUA desde 1950. Se o nosso cenário base para 2023 se concretizar, ou seja, se o Fed fizer uma pausa no ponto da sua taxa de juros mais alta por pelo menos seis meses e os EUA entrarem em recessão, a história sugere que os retornos de 12 meses após o último aumento dos juros podem ser estáveis para os títulos do Tesouro dos EUA de 10 anos, enquanto o S&P 500 pode sofrer uma forte queda (veja a Figura 1). Se o Fed mudar sua política mais rapidamente e reduzir os juros dentro de seis meses após o último aumento,

Figura 1: Conforme a recessão se concretiza, não importa se o Fed fizer uma pausa no ponto mais alto da sua taxa de juros ou rapidamente muda sua política, os títulos do Tesouro dos EUA têm historicamente apresentam um desempenho superior ao das ações.

	Pausa do Fed (expansão)	Pausa do Fed (recessão)	Mudança da política do Fed (expansão)	Mudança da política do Fed (recessão)	Outra (expansão)	Outra (recessão)
S&P 500	21,6%	-20,7%	33,7%	7,7%	15,1%	6,6%
Títulos de 10 anos do Tesouro americano	8,1%	0,0%	19,2%	11,8%	4,6%	12,3%
Alteração da correlação entre ações e renda fixa	-0,05	-0,03	0,12	0,19	-0,03	-0,02

Desempenho passado não é garantia nem indicação confiável de resultados futuros.

Fonte: Bloomberg, Federal Reserve e cálculos da PIMCO em abril de 2023. Os títulos de 10 anos do Tesouro dos EUA são representados pelo Merrill Lynch 10-year U.S. Treasury Futures Total Return Index (MLTUS10). Dados desde 1950. A "pausa do Fed" representa a média dos retornos projetados de 12 meses para esses índices no caso de o corte (ou aumento) inicial da taxa de juros do Federal Reserve ocorrer pelo menos seis meses após o último aumento (ou corte) dos juros. A "mudança do Fed" representa a média dos retornos projetados de 12 meses para esses índices no caso de o corte (ou aumento) inicial da taxa dos juros do Federal Reserve ocorrer dentro de seis meses após o último aumento (ou corte) dos juros. A correlação se refere ao grau em que os retornos das classes de ativos se movem em direções paralelas (positivas) ou opostas (negativas). Não é possível investir diretamente em um índice não administrado.

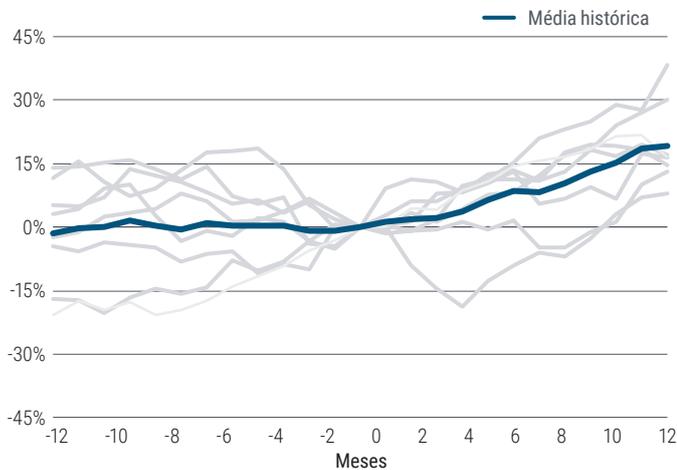
a história sugere que as ações podem se recuperar nos 12 meses seguintes ao último aumento dos juros, mas os títulos de renda fixa ainda podem apresentar um desempenho superior ao das ações.

Essa análise histórica sugere que um ambiente de recessão geralmente exige um posicionamento cauteloso, mesmo depois do fim de um ciclo de alta. Embora a média de todos os resultados de crescimento mostre que as ações tendem a se recuperar depois do pico da taxa dos Fed Funds, elas também tendem a desvalorizar quando a economia se aproxima da recessão.

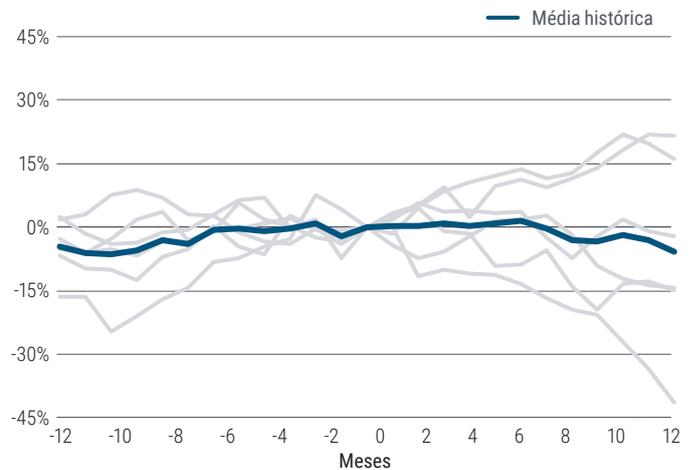
Dentro dessas observações mais amplas, os resultados variaram significativamente. Em um conjunto de dados de desde 1950, o desempenho das ações dos EUA (medido pelo S&P 500) 12 meses após o pico das taxas de juros variou de -41% a +38% (ver Figura 2). Entre os anos em que o Fed fez uma pausa, as ações apresentaram ganhos significativos nos períodos de 12 meses subsequentes, em 2006 e 2019. Mas, em 1981, quando a inflação atingiu níveis extremamente altos e houve uma recessão, o S&P 500 sofreu uma queda, enquanto os retornos da renda fixa foram positivos. Nessa figura, usamos o rendimento de 10 anos do Tesouro dos

Figura 2: Em média, os títulos do Tesouro dos EUA historicamente apresentam um bom desempenho depois de o Fed pausar ou mudar sua política.

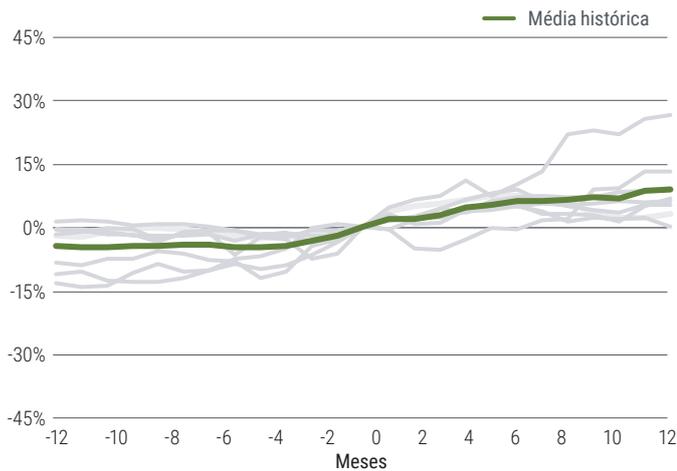
Mudança da política do Fed – S&P 500



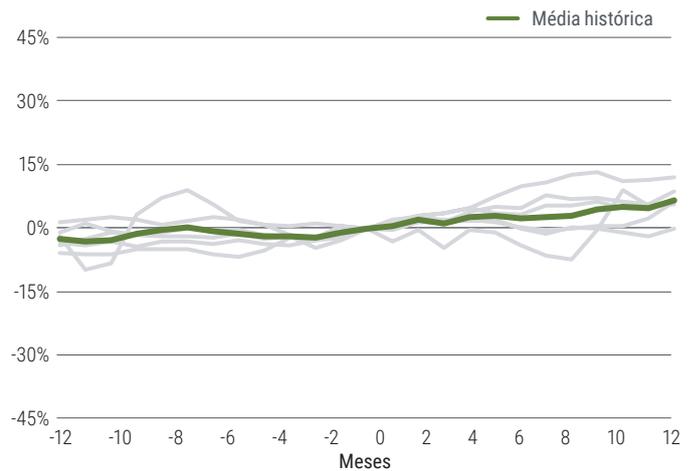
Pausa do Fed – S&P 500



Mudança da política do Fed – Títulos de 10 anos do Tesouro dos EUA



Pausa do Fed – Títulos de 10 anos do Tesouro dos EUA



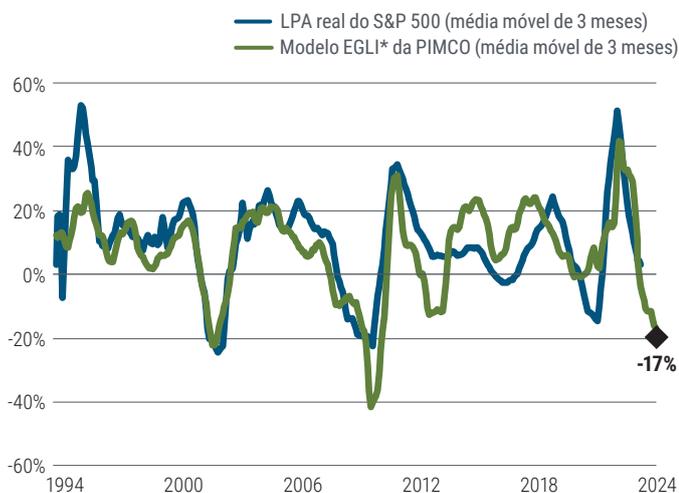
Desempenho passado não é garantia nem indicação confiável de resultados futuros.

Fonte: Bloomberg, Federal Reserve e cálculos da PIMCO em abril de 2023. Os títulos de 10 anos do Tesouro dos EUA são representados pelo Merrill Lynch 10-year U.S. Treasury Futures Total Return Index (MLTUS10). Dados desde 1950. Os gráficos representam os retornos históricos acumulados de 12 meses do S&P 500 e dos títulos de 10 anos do Tesouro dos EUA em torno do último aumento ou corte das taxas de juros do Fed em um determinado ciclo, representado pelo mês 0. As linhas escuras/em negrito representam o desempenho médio ao longo desse período de tempo em cada cenário do Fed; as linhas mais claras representam o desempenho acumulado em um único ciclo. A "pausa do Fed" representa a média dos retornos projetados de 12 meses para esses índices no caso de o corte (ou aumento) inicial da taxa de juros do Federal Reserve ocorrer pelo menos seis meses após o último aumento (ou corte) dos juros. A "mudança da política do Fed" representa a média dos retornos projetados de 12 meses para esses índices no caso de o corte (ou aumento) inicial da taxa dos juros do Federal Reserve ocorrer dentro de seis meses após o último corte (ou aumento) dos juros. Não é possível investir diretamente em um índice não administrado.

EUA como indicador do desempenho da renda fixa, mas observamos que a duration dos EUA tende a apresentar um desempenho relativamente positivo nos diferentes segmentos da curva.

Além disso, considerando que as estimativas de lucro por ação (LPA) historicamente caíram em média 15% durante as recessões, as atuais expectativas de consenso para o crescimento dos lucros do S&P de 1,2%, em 2023, e 12%, em 2024, sem dúvida parecem otimistas. De fato, o Indicador Antecedente do Crescimento dos Lucros da PIMCO (Earnings

Figura 3: O modelo da PIMCO sugere que o crescimento dos lucros das ações dos EUA continuará sua tendência de queda



Fonte: Bloomberg e cálculos da PIMCO em 07 de abril de 2023. LPA = lucro por ação. * EGLI = Earnings Growth Leading Indicator (Indicador Antecedente do Crescimento dos Lucros), uma medida própria da PIMCO que utiliza diversos indicadores econômicos e dados de mercado para projetar o crescimento anual dos lucros das empresas do S&P 500.

Growth Leading Indicator, ou EGLI) (ver Figura 3) continuou a cair e agora sugere um crescimento dos lucros de -17% nos próximos 12 meses. Com um P/L projetado de 18,4x no momento da redação deste artigo, o S&P 500 também está sendo negociado bem acima do nível de 14x-16x que nossa análise histórica sugere ser coerente com a recessão. Em resumo, não acreditamos que as ações estejam posicionadas para atender às expectativas do consenso.

Em setores específicos, ações defensivas, como saúde e bens de consumo básicos, tendem a superar o desempenho de bens de consumo discricionários e tecnologia da informação durante pausas em períodos de recessão, mas os retornos continuam negativos em quase todos os setores.

Por fim, as correlações entre ações e renda fixa têm sido, em geral, de estáveis a ligeiramente negativas durante as pausas do Fed no pico das taxas de juros, o que significa que as duas classes de ativos tendem a se mover em direções

opostas. Considerando uma pausa como nosso cenário base, acreditamos que um portfólio multiativos possa se beneficiar das propriedades diversificadoras da renda fixa.

IMPLICAÇÕES PARA O POSICIONAMENTO DOS PORTFÓLIOS

Na nossa anterior *Perspectiva de Alocação de Ativos* "[Sai o risco, entra o yield](#)", enfatizamos que estávamos nos afastando de um mundo "TINA" (acrônimo em inglês de "não há alternativa às ações") para um mundo em que a renda fixa parece barata em relação às ações. Agora, a renda fixa também parece atraente devido ao atual estágio do ciclo econômico.

Considerando nosso cenário base de recessão nos EUA com uma pausa do Fed, bem como a gama de possíveis resultados em ambos os lados desse cenário base, buscamos a renda fixa para fortalecer os portfólios. Especificamente, preferimos adicionar duration de alta qualidade em níveis atraentes, especialmente durante as baixas, se os temores de inflação ressurgirem. Historicamente, os rendimentos iniciais tendem a ser bons indicadores dos futuros retornos em renda fixa, e os níveis atuais tornam a duration competitiva em relação aos rendimentos das ações. Se o Fed reverter a política mais rapidamente, a duration ainda poderá superar o desempenho das ações, de acordo com nossa análise histórica.

Mantemos nosso underweight em ações e adotamos uma abordagem cautelosa, com foco em baixa alavancagem e ações de alta qualidade, especialmente aquelas que podem gerar lucros durante uma desaceleração econômica. Analisando os fatores tradicionais das ações, a qualidade tem historicamente proporcionado sólidos retornos ajustados ao risco em relação a outros fatores, tanto durante as expansões do final do ciclo quanto nos estágios iniciais de uma recessão. Em um ambiente propenso a mudanças rápidas, é aconselhável manter-se ágil para tirar proveito dos deslocamentos e, ao mesmo tempo, manter visões temáticas por meio de negociações de valor relativo.

Em crédito, favorecemos manter a liquidez por meio dos índices de *credit default swap* (CDX) e preferimos a exposição a índices em vez de emissores individuais genéricos. Nosso objetivo é minimizar a exposição às empresas vulneráveis a taxas de juros mais altas. Mantemos nossa preferência por produtos estruturados e securitizados garantidos por ativos colaterais e acreditamos que os títulos hipotecários emitidos por agências dos EUA permanecem atraentes, uma vez que, em geral, são muito líquidos e contam com a garantia do governo ou de uma agência dos EUA.

OPORTUNIDADES GLOBAIS EM TEMPOS INCERTOS

Com os EUA provavelmente entrando em uma recessão, os investidores estão perguntando se existem melhores oportunidades para alocação nos mercados globais. Temos uma abordagem seletiva.

Estamos neutros em relação às ações europeias, uma vez que o enfraquecimento do crescimento global, a falta de rebaixamentos dos LPA e um ciclo de aumento de juros, que está atrasado em relação ao dos EUA podem pressionar os índices europeus cíclicos e voltados para o valor. Da mesma forma, o Japão é muito dependente de setores cíclicos e voltados para a exportação e enfrenta incertezas adicionais devido à possível remoção da política de controle da curva de juros do Banco do Japão.

Em vez disso, olhamos para os mercados asiáticos emergentes em busca de oportunidades interessantes. Na China, por exemplo, as ações podem se destacar. Elas permanecem baratas e as revisões positivas dos lucros têm sido modestas, apesar de uma melhor perspectiva de crescimento. Também continuamos a monitorar os pontos de inflexão no ciclo de semicondutores à medida que avaliamos oportunidades potenciais na Coreia do Sul e em Taiwan.

Nos mercados de câmbio, algumas moedas dos mercados emergentes permanecem atraentes, amortecidas pelo alto carry e pela valuation barata, com maior potencial para acabar com a diferença em valuation depois que o Fed encerrar seu ciclo de aumento de juros.

PRINCIPAIS CONCLUSÕES

Tendo em vista nossas previsões macroeconômicas e de mercado, damos preferência aos títulos para a alocação de portfólio devido à sua diversificação, preservação de capital e oportunidades de alta. Em ações, entretanto, continuamos cautelosos, pois as expectativas de lucro parecem muito altas e as valuations muito caras.

Muito depende das decisões do Federal Reserve e das forças macroeconômicas pertinentes. Mas, à medida que a economia se encaminha para a recessão, a renda fixa pode ajudar os portfólios a enfrentar desafios e incertezas.

Desempenho passado não é garantia nem indicação confiável de resultados futuros.

Todos os investimentos apresentam riscos e podem perder valor. O investimento no **mercado de renda fixa** está sujeito a riscos, inclusive riscos de mercado, taxa de juros, emissor, crédito, inflação e liquidez. O valor da maioria dos títulos e estratégias de renda fixa é afetado pelas oscilações nas taxas de juros. Títulos e estratégias de renda fixa com "durations" (prazo médio) mais longos tendem a ser mais sensíveis e voláteis do que aqueles com "durations" mais curtos; os preços dos títulos geralmente caem quando as taxas de juros sobem, e o ambiente de juros baixos aumenta esse risco. Reduções na capacidade de títulos de renda fixa da contraparte podem contribuir para a diminuição da liquidez de mercado e o aumento da volatilidade dos preços. Quando resgatados, os investimentos em títulos de renda fixa podem ter valor superior ou inferior ao seu custo original. As **taxas de câmbio** podem oscilar significativamente em períodos curtos e reduzir o retorno de um portfólio. As **ações** podem perder valor devido a condições setoriais, econômicas e de mercado reais ou supostas. O investimento em **títulos denominados em moeda estrangeira e/ou de empresas sediadas no exterior** pode envolver um risco maior devido a oscilações cambiais e a riscos políticos e econômicos, que podem ser maiores nos mercados emergentes. Os **títulos de alto rendimento, com classificação de crédito mais baixa**, envolvem um risco maior que os títulos de melhor classificação; os portfólios que aplicam neles podem ficar sujeitos a níveis mais elevados de risco de crédito e de liquidez do que os que não o fazem. Os **títulos lastreados em hipotecas e ativos** podem ser sensíveis a oscilações nas taxas de juros, estar sujeitos ao risco de pagamento antecipado e, embora geralmente sejam garantidos por um governo, órgão governamental ou garantidor privado, não é possível assegurar que tal garantidor honrará suas obrigações. **Títulos hipotecários emitidos por agências dos EUA** emitidos pela Ginnie Mae (GNMA) contam com a garantia incondicional do governo dos Estados Unidos. Se emitidos pela Freddie Mac (FHLMC) ou pela Fannie Mae (FNMA), contam com a garantia da agência para a amortização pontual do principal e dos juros, mas não com a garantia incondicional do governo dos EUA. As menções a títulos hipotecários emitidos por agências e a títulos hipotecários privados referem-se a títulos hipotecários emitidos nos Estados Unidos. O valor dos **imóveis** e dos portfólios que investem em imóveis pode variar devido a prejuízos decorrentes de acidentes ou condenação, mudanças nas condições econômicas locais e gerais, oferta e demanda, taxas de juros, taxas de imposto sobre a propriedade e limitações regulatórias sobre aluguéis, leis de zoneamento e despesas operacionais. Os **empréstimos bancários** muitas vezes têm liquidez menor do que outros tipos de instrumentos de dívida, e as condições financeiras e de mercado podem afetar sua quitação antecipada, de forma que não é possível prever com exatidão as antecipações de pagamento. Não há como assegurar que a liquidação da garantia de um empréstimo bancário satisfará a obrigação do tomador ou que essa garantia poderá ser liquidada. **Diversificação** não é uma garantia contra prejuízos.

A correlação de vários índices ou títulos entre si ou em relação à inflação é baseada em dados de um determinado período. Essas correlações podem variar sobremaneira no futuro ou no decorrer de períodos diferentes, o que pode resultar em volatilidade maior.

Conforme usados aqui, os termos "**barato**" e "**caro**" geralmente se referem a um título ou classe de ativos considerada substancialmente sub ou supervalorizada em relação a sua média histórica e às expectativas do gestor de investimento. Não existe uma garantia de resultados futuros nem de que a valuation de um título assegurará lucros ou protegerá contra perdas.

As projeções, estimativas e determinadas informações aqui contidas são baseadas em pesquisas próprias e não devem ser interpretadas como consultoria de investimento, oferta ou convite e tampouco como compra ou venda de qualquer instrumento financeiro. As projeções e estimativas apresentam certas limitações inerentes e, ao contrário de um registro de desempenho efetivo, não refletem transações efetivas, restrições de liquidez, taxas e/ou outros custos. Além disso, as referências a resultados futuros não devem ser interpretadas como uma estimativa ou promessa de resultados que o portfólio de um cliente possa alcançar.

As afirmações relativas às tendências do mercado financeiro ou às estratégias do portfólio são baseadas nas condições atuais de mercado, que podem se alterar. Não é possível garantir que essas estratégias de investimento funcionem em todas as condições de mercado ou sejam adequadas a todos os investidores, de modo que cada investidor deve avaliar sua capacidade de investir a longo prazo, principalmente em períodos de queda no mercado. As perspectivas e estratégias estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio.

Os emissores citados são exemplos que a PIMCO considera bem conhecidos e que podem se enquadrar nos setores apresentados. Referências a emissores específicos não se destinam a ser recomendações para comprar, vender ou manter seus títulos e não devem ser interpretadas como tal. Os produtos e estratégias da PIMCO podem ou não incluir títulos dos emissores mencionados e, quando os incluírem, não é feita qualquer declaração de que tais títulos continuarão a ser incluídos.

Este material contém as opiniões atuais do gestor, que estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Este material é distribuído para fins exclusivamente informativos e não deve ser considerado uma orientação de investimento nem uma recomendação de qualquer título, estratégia ou produto de investimento específico. As informações aqui contidas foram obtidas junto a fontes consideradas confiáveis, mas não podem ser garantidas.

De forma geral, a PIMCO presta serviços a instituições qualificadas, intermediários financeiros e investidores institucionais. Investidores individuais devem entrar em contato com seu próprio profissional financeiro para determinar as opções de investimento mais adequadas a sua situação financeira. Este material contém as opiniões do [selecionar um: gestor – ou – autor], mas não necessariamente as da PIMCO, e tais opiniões estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Este material foi distribuído para fins exclusivamente informativos e não deve ser considerado uma consultoria de investimento nem uma recomendação de qualquer título, estratégia ou produto de investimento específico. As informações aqui contidas foram obtidas junto a fontes consideradas confiáveis, mas não podem ser garantidas. Nenhuma parte deste material poderá ser reproduzida em qualquer forma, nem citada em qualquer outra publicação, sem autorização prévia por escrito. PIMCO é uma marca registrada da Allianz Asset Management of America LLC. nos Estados Unidos e em todo o mundo. ©2023, PIMCO.