

Atualização da Estratégia Income: Busca de estabilidade com renda fixa de alta qualidade

AUTORES



Daniel J. Ivascyn
Chief Investment Officer
do Grupo



Esteban Burbano
Managing Director
Estrategista de renda fixa

Em um ambiente de incerteza elevada, nosso foco são investimentos de alta qualidade.

Resumo

- Em meio à volatilidade contínua em nossa perspectiva econômica global, buscamos investir em renda fixa de alta qualidade.
- Na Estratégia Income, mantemos uma posição overweight em títulos hipotecários emitidos por agências dos EUA, já que os spreads continuam elevados em comparação com créditos corporativos investment grade (IG); além disso, tais títulos hipotecários devem ser resilientes na improvável eventualidade de um pouso forçado.
- Os déficits dos EUA são preocupantes e damos preferência a um underweight no dólar, embora acreditemos que ele continuará a ser a moeda de reserva mundial.
- Vemos resiliência e potencial de retorno em créditos estruturados sênior, particularmente nos investimentos ligados a consumidores de renda mais alta. Temos exposição limitada a créditos corporativos devido aos spreads apertados.

A incerteza continua elevada, mas o mesmo ocorre com o rendimento dos títulos de renda fixa, o que, em nossa opinião, gera oportunidades atraentes para investidores ativos. Dan Ivascyn, que gere a Estratégia Income da PIMCO junto com Alfred Murata e Josh Anderson, conversa com o estrategista de renda fixa, Esteban Burbano. Eles discutem a perspectiva da PIMCO para a economia global e como ela afeta o posicionamento da Estratégia Income.

P: Você poderia resumir nossa perspectiva em relação aos principais temas que moldam o cenário de investimentos?

R: Em nossa perspectiva, “[A Era da Fragmentação](#),” publicada recentemente, apresentamos as visões de nosso Fórum Secular anual. Identificamos aumento da dívida pública, um mundo mais multipolarizado e volatilidade persistente como as dinâmicas que irão moldar a economia global e os mercados

financeiros ao longo dos próximos cinco anos. É provável que essas forças levem a ciclos econômicos, políticos e dos bancos centrais menos sincronizados, o que deve resultar em mercados menos correlacionados. Com efeito, isso é o que temos visto nos últimos anos.

Ao longo de vários anos, esperamos que o aumento da volatilidade econômica e da inflação crie alguns riscos para os mercados financeiros, mas também venha a oferecer oportunidades de valor relativo. Nesse ambiente, estamos otimistas quanto à capacidade de gerar retorno em comparação com abordagens passivas. Consideramos as avaliações iniciais da renda fixa bastante atraentes, e mercados que talvez fossem enfadonhos no passado agora parecem empolgantes, com volatilidade nas curvas de rendimento, moedas, setores e economias.

Tudo isso está acontecendo em um momento de inovação tecnológica disruptiva. Reconhecemos que, no longo prazo, a

inteligência artificial pode ser um divisor de águas para a produtividade, mas aumentos significativos na produtividade podem prejudicar determinados segmentos e nomes específicos no crédito corporativo.

P: Qual é nosso cenário base para o crescimento e a inflação nos EUA e no resto do mundo?

R: Nosso cenário básico é que o crescimento continuará a desacelerar em todo o mundo. Na Zona do Euro, o crescimento pode desacelerar de uma tendência anual de cerca de 1% antes da pandemia para cerca de 0,5% ao longo dos próximos cinco anos. A economia da China está passando para uma trajetória de crescimento menor em meio ao aumento do endividamento e de desafios demográficos.

Esperamos que o crescimento anual dos EUA se estabilize ao redor de 1,5% e nosso cenário base prevê que o país evite uma recessão no futuro previsível, embora os riscos para essa perspectiva sejam consideráveis — os preços de mercado sugerem alguma complacência em relação a esses riscos. Há também uma incerteza substancial sobre como o atual governo dos EUA calibra suas políticas com base nos dados econômicos e em outros sinais. Embora estejamos mais otimistas do que após o anúncio das tarifas em 2 de abril, acreditamos que os riscos econômicos são um pouco mais altos em relação ao que está precificado atualmente.

Em relação à inflação, somos da opinião que as tarifas levarão pelo menos a um aumento temporário no nível geral de preços. Contudo, ao longo dos próximos anos, esperamos que a inflação norte-americana apresente tendência de queda em relação aos níveis atuais, aproximando-se da meta do Federal Reserve. Em outras economias desenvolvidas, a inflação pode se mover um pouco no sentido contrário, levando, mais uma vez, a oportunidades interessantes de valor relativo.

P: Qual é a visão da PIMCO sobre a política dos bancos centrais em âmbito global?

R: Acreditamos que a maioria dos bancos centrais está considerando novas reduções nos juros e, ao longo do tempo, esperamos que o Fed reduza gradualmente suas taxas para um nível próximo do neutro — cerca de 3%. Essa redução pode ser maior caso ocorra uma recessão (o que não é nosso cenário base, mas é um risco), ou a instituição mantenha uma postura mais restritiva caso a economia esteja robusta e a inflação continue elevada ou volte a acelerar (o que também não é nosso cenário base). Não posso deixar de enfatizar que continuamos em um ambiente de grande incerteza, o que pode afetar a política monetária.

No exterior, vemos a possibilidade de que o Banco da Inglaterra adote uma trajetória mais baixa para a política monetária do que a que está sendo precificada atualmente pelo mercado. Por enquanto, o Banco Central Europeu e o Banco do Japão parecem estar em compasso de espera, com o primeiro possivelmente considerando uma nova redução dos juros, se justificada, e o segundo mantendo um viés de aperto num prazo mais longo.

P: Quais são seus pontos de vista em relação ao déficit dos EUA, a sustentabilidade da dívida pública norte-americana e o papel do dólar?

R: Em nossa opinião, o dólar dos EUA não perderá o status de moeda de reserva tão cedo. Contudo, na Estratégia Income temos um pequeno underweight nessa moeda; o dólar teve desempenho inferior ao de outros ativos globais. Esperamos que, ao longo dos próximos anos, o dólar continue a enfraquecer em relação a outras moedas.

O déficit é uma preocupação. Mesmo se a economia dos EUA continuar em expansão, esperamos déficits anuais na faixa de 5% a 7%, levando a relação da dívida sobre o PIB aos níveis dos picos anteriores. Ainda assim, considerando seu status diferenciado como moeda de reserva, as muitas vantagens estruturais da economia americana e o forte poderio militar dos Estados Unidos, o país deve ser capaz de administrar esses déficits e operar com níveis de dívida em relação ao PIB mais elevados do que outros países desenvolvidos poderiam se dar ao luxo de fazer sem causar perturbações significativas na curva de rendimentos.

Isso posto, os EUA não são o único mercado de taxas de juros de alta qualidade do mundo. Há outros locais onde os governos buscam equilibrar seus orçamentos com níveis de endividamento mais baixos e fragilidade econômica ainda maior. Isso apresenta oportunidades atraentes para diversificar nossa exposição global à taxa de juros.

P: Qual é sua opinião sobre o posicionamento da Estratégia Income, começando pelo risco de taxa de juros?

R: No mundo incerto que descrevi, em contraste com os mercados geralmente otimistas que estamos vendo, gostaria de destacar, primeiramente, que mantemos o foco na resiliência e na flexibilidade enquanto buscamos tirar proveito dos rendimentos em todo o conjunto de oportunidades globais.

Com efeito, após a alta significativa dos juros nos últimos anos, os rendimentos iniciais nos mercados globais de

renda fixa apresentam níveis iniciais elevados, parecendo particularmente interessantes quando utilizados como proteção cambial contra o dólar dos EUA. Recentemente, nossa exposição geral às taxas de juros se situa na faixa de quatro a cinco anos, o que é superior ao final de 2021, mas esse não é o nível mais alto já registrado e é inferior ao do Índice Bloomberg US Aggregate.

Visamos títulos com prazos de cinco a 10 anos, que deverão ser beneficiados pelo aumento da inclinação da curva de rendimentos e que poderão apresentar desempenho significativamente superior no caso de um pouso forçado ou se o mercado vier a precificar uma probabilidade maior de recessão.

Também atuamos ativamente em U.S. Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) de prazo mais curto. Investimos em TIPS não devido a preocupações com uma inflação significativa, mas sim em função dos preços interessantes nos prazos mais curtos. Finalmente, continuamos a diversificar em outros mercados de alta qualidade com rendimentos elevados, inclusive com posições no Reino Unido e alguma exposição à Austrália.

P: A Estratégia Income teve uma visão menos positiva em relação à parte longa da curva de rendimentos. Você poderia explicar melhor, considerando os comentários do mercado sobre déficits fiscais?

A: Não prevemos uma crise para os títulos de longo prazo do Tesouro dos EUA, mas acreditamos que a curva de rendimentos deverá tornar-se um pouco mais inclinada, considerando o déficit elevado e a volatilidade da inflação. Nosso ponto de vista reflete preocupações moderadas com o quadro fiscal dos EUA, no qual o governo talvez precise vender mais títulos de longo prazo, bem como o potencial para maior volatilidade da inflação em comparação com os anos que sucederam a crise financeira global. No entanto, também reconhecemos que um choque na economia poderia levar a uma recuperação repentina nos prazos longos.

P: Você poderia discutir os diversos setores do mercado de renda fixa, começando com o que você considera mais atraente?

R: Os títulos hipotecários emitidos por agências (Agency MBS) são um exemplo de setor de alta qualidade, além de operar com diferentes vencimentos e cupons para buscar retornos incrementais. Essa também é uma área que consideramos bastante resiliente em comparação com o crédito corporativo na improvável hipótese de um pouso forçado.

Além disso, os spreads dos títulos vinculados a agências continuam maiores que os das empresas investment grade,

o que reflete uma oportunidade única de valor relativo, uma vez que esses MBS são garantidos por uma agência dos EUA ou pelo próprio governo federal. Tem sido discutida a possibilidade de que o governo Trump favoreça a privatização das empresas patrocinadas pelo governo, mas não prevemos que isso venha a ocorrer.

P: A seguir, você poderia discutir a abordagem da estratégia à exposição a créditos estruturados e créditos corporativos?

R: Nos concentramos na resiliência, buscando posições de alta qualidade. Por consequência, favorecemos o crédito estruturado na faixa superior das classificações investment grade. Tendemos a manter um overweight no risco de crédito ao consumidor, particularmente em investimentos vinculados a famílias de renda mais alta com patrimônio líquido considerável.

As autoridades reguladoras não desejam socorrer os mesmos setores duas vezes, e esse setor causou problemas em 2007 e 2008. Atualmente, o crédito estruturado tende a ter documentação e cláusulas sólidas, além de práticas de subscrição mais conservadoras. Acreditamos ser possível que esse setor apresente um desempenho significativamente superior em caso de desaceleração econômica e que nossa exposição continue a ser um diferencial importante.

Em contrapartida, nossa exposição ao crédito corporativo está próxima do limite inferior de sua faixa histórica, em consonância com a visão de que os spreads estão muito apertados e que há um certo grau de complacência embutido nesses mercados. Uma área em que estamos sendo mais cautelosos é a dos empréstimos garantidos sênior. Esses títulos tiveram desempenho relativamente bom durante a crise financeira global, e o setor evitou um aumento na fiscalização. Contudo, estamos mais cautelosos em relação a esses empréstimos porque observamos um aumento significativo na emissão e uma tendência para mais empréstimos com taxas flutuantes vinculados a créditos subjacentes mais fracos.

Não quero parecer negativo em relação ao crédito corporativo; consideramos os fundamentos sólidos, mas, em nossa opinião, há outras áreas do mercado com perfis de risco/recompensa melhores.

P: Qual é sua opinião sobre os mercados emergentes?

R: Os mercados emergentes (ME) oferecem avaliações atraentes e é provável que tenham bom desempenho no longo prazo. Isso posto, nos últimos dois anos optamos por reduzir nossa exposição geral a eles, em consonância com os temas

gerais de redução da volatilidade e aumento da resiliência. No entanto, eles constituem uma fonte importante de geração de alfa, mesmo que sua participação seja pequena em termos percentuais. Temos exposições pequenas e direcionadas a mercados emergentes e moedas de ME selecionados, complementando nosso underweight em relação ao dólar dos EUA. Por exemplo, temos overweights modestos no Brasil, México, Turquia e África do Sul.

P: Os investidores têm demonstrado muito interesse em conhecer nossa opinião sobre cash ou renda fixa em relação às ações. O que eles devem esperar no futuro das alocações a renda fixa?

P: Somos da opinião que, considerando os níveis atuais de rendimentos absolutos, o potencial de geração de retorno da renda fixa é bastante interessante em comparação com ações ou cash. Na verdade, as ações estão próximas de seus máximos históricos em relação ao nível atual das taxas de juros. As pessoas me perguntam o tempo todo se as taxas podem subir mais. É claro que podem, mas, se a história servir

de referência, em um ambiente de taxas mais altas é provável que as ações tenham desempenho medíocre.

No que diz respeito ao cash, vemos uma oportunidade para que os investidores avancem no espectro de risco e garantam os rendimentos elevados da renda fixa, afastando-se do cash cujas taxas podem cair muito rapidamente se ocorrer um choque imprevisto no crescimento.

Dependendo da sua meta geral de risco e do seu horizonte temporal, os investidores teriam níveis diferentes de exposição ideal à renda fixa, mas eles provavelmente deveriam ser mais elevados hoje do que há alguns anos.

A experiência recente do mercado reforça nossos pontos de vista. Até o momento, este ano a abordagem consciente dos riscos da Estratégia Income, que enfatiza a estabilidade em meio à incerteza, ajudou a gerar retornos positivos.

Em resumo, vemos argumentos sólidos para ter hoje uma alocação maior à renda fixa do que na época de juros mais baixos.

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

Uma palavra sobre riscos: 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 mais longas tendem a ser mais sensíveis e voláteis do que os de durations mais curtas. 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. Os **títulos vinculados à inflação (ILBs)** emitidos por um governo são títulos de renda fixa cujo valor principal é corrigido monetariamente de acordo com a inflação; de forma geral, eles perdem valor quando a taxa de juros real aumenta. **Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)** são ILBs emitidos pelo governo dos EUA. 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 lastreados por hipotecas e ativos** podem ser sensíveis a oscilações nas taxas de juros, estar sujeitos ao risco de pagamento antecipado e seu valor pode flutuar em reação à percepção do mercado em relação à qualidade de crédito do emissor; embora geralmente contem com alguma forma de garantia governamental ou privada, não é possível assegurar que tal garantidor honrará suas obrigações. As menções a títulos hipotecários emitidos por agências e a títulos hipotecários privados referem-se a títulos hipotecários emitidos nos Estados Unidos. Títulos lastreados em hipotecas emitidos pela agência Ginnie Mae (GNMA) contam com a garantia incondicional do governo dos EUA. Os títulos emitidos pela Freddie Mac (FHLMC) e Fannie Mae (FNMA) contam com garantia da agência para a amortização pontual do principal e dos juros, mas não com uma garantia incondicional do governo dos EUA. **Títulos de alto rendimento, com classificação de crédito mais baixa**, envolvem um risco maior que os títulos de melhor classificação; as carteiras que aplicam neles podem ficar sujeitas a níveis mais elevados de risco de crédito e de liquidez do que as que não o fazem. **Ações** podem perder valor devido a condições setoriais, econômicas e de mercado reais ou supostas. As **taxas de câmbio** podem oscilar significativamente em períodos curtos, reduzindo o retorno da carteira. Derivativos podem envolver determinados custos e riscos, como de liquidez, taxa de juros, mercado, crédito e gestão, além do risco de que uma posição não possa ser encerrada no momento mais propício. No investimento em derivativos, é possível perder mais do que o valor investido. A **diversificação** não é uma garantia contra prejuízos.

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. Os investidores devem consultar o seu profissional financeiro antes de tomar uma decisão de investimento.

As projeções, estimativas e determinadas informações aqui contidas são baseadas em pesquisas próprias e não devem ser encaradas como uma orientação de investimento nem como uma recomendação de qualquer título, estratégia ou produto de investimento. Não há garantia de que os resultados serão alcançados.

Este material contém as opiniões de seu autor, que estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Este material foi distribuído exclusivamente para fins informativos e não deve ser considerado consultoria de investimento nem 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.