

Quando os mercados divergem, as oportunidades emergem

AUTORES



Erin Browne
Portfolio Manager
Alocação de Ativos



Emmanuel Sheref
Portfolio Manager
Alocação de Ativos e Multiativos Reais

As mudanças na dinâmica das economias e dos mercados globais apresentam uma série de oportunidades para as carteiras.

RESUMO

- Vemos trajetórias divergentes em todo o mundo para o crescimento, a inflação e a política do banco central. A resiliência econômica dos EUA deve persistir, mas a inflação continua a ser um risco. Em meio a essa perspectiva, nossas carteiras enfatizam a qualidade e a diversificação.
- Sinais top-down e bottom-up nos levaram a um pequeno overweight em ações, com foco em ações de capitalização elevada dos EUA, de mercados emergentes selecionados e de alguns setores cíclicos industriais. As alocações em ações também devem ajudar a atenuar o risco de inflação.
- A política do banco central deve estimular os investimentos em renda fixa nos mercados desenvolvidos fora dos EUA, como Austrália, Canadá, Reino Unido e Zona do Euro. Também damos preferência a títulos hipotecários emitidos por agências (Agency MBS) dos EUA e a várias áreas de crédito securitizado devido a seus perfis atraentes de risco/retorno.

A perspectiva global para a economia e os mercados sugere trajetórias divergentes entre as regiões e os setores. No ano passado, o crescimento global parecia estagnado, mas as tendências deste ano sugerem um potencial de pouso suave em lugar de recessão, principalmente devido à força da economia norte-americana. Contudo, essa resiliência apresenta riscos, notadamente a possibilidade de aquecimento da inflação.

Essa perspectiva macroeconômica divergente cria oportunidades interessantes entre as classes de ativos.

Nos mercados de renda fixa, estamos ampliando nossos investimentos fora dos EUA, pois a política monetária mais folgada em alguns países pode impulsionar a renda fixa este ano. Em ações, mantemos nossa preferência por empresas de alta qualidade – que estão preparadas para suportar um amplo leque de cenários macroeconômicos – mas estamos aumentando as alocações em uma gama mais abrangente de setores, inclusive o de cíclicos industriais. A diversificação e a flexibilidade continuam sendo essenciais, e a gestão ativa pode nos ajudar a identificar ideias intrigantes e, ao mesmo tempo, administrar os riscos.

De forma geral, vemos um ambiente rico em oportunidades para carteiras.

CENÁRIO MACROECONÔMICO: DINÂMICA DE CRESCIMENTO, RISCO DE INFLAÇÃO

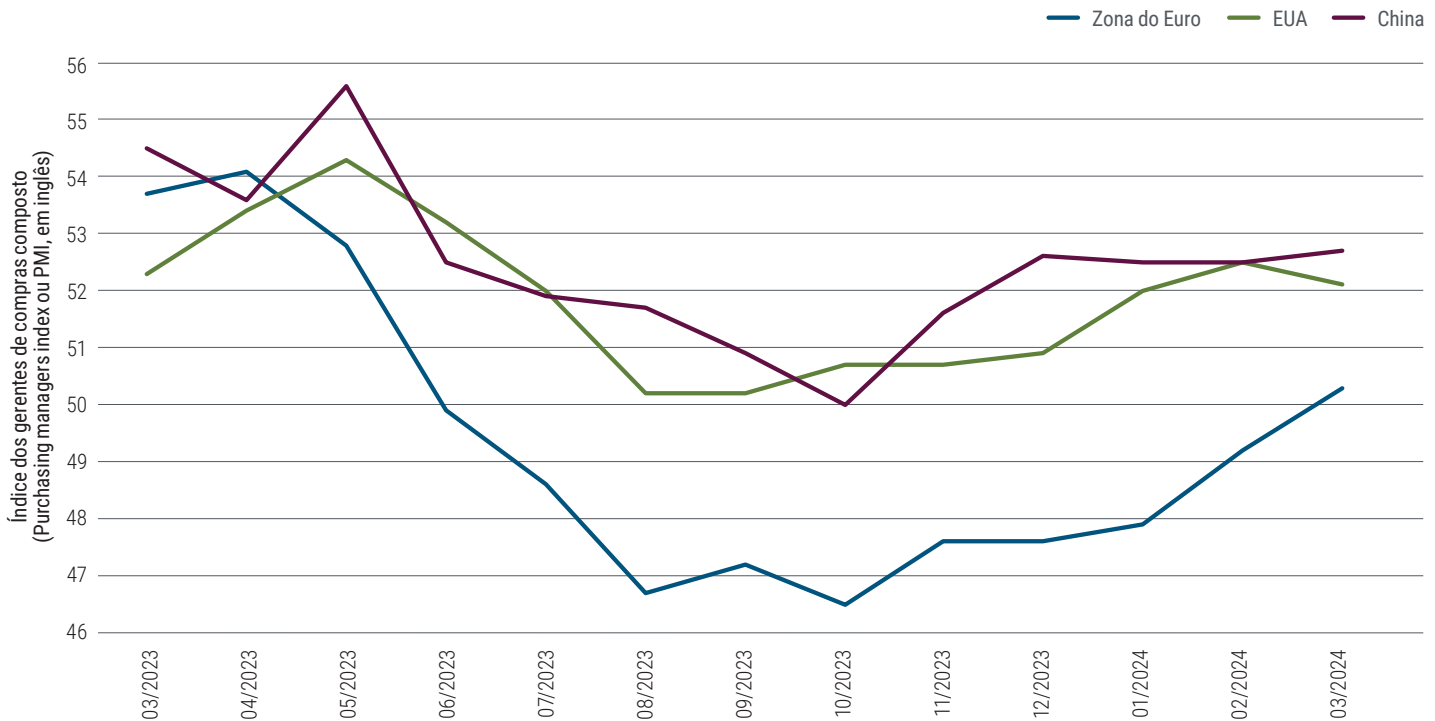
Nosso indicador exclusivo do ciclo de negócios (modelo de fatores dinâmicos que incorpora cerca de 750 variáveis macroeconômicas e de mercado) indica que a economia dos EUA está se aproximando de uma fase de expansão de final de ciclo. O crescimento real do PIB do país continuou robusto, enquanto a inflação se manteve estagnada em níveis um pouco acima da meta de 2% do Federal Reserve (Fed). Como resultado, é provável que as taxas de juros se mantenham elevadas por mais tempo do que se pensava, abrindo a porta para um aperto maior nas condições financeiras e um risco de volatilidade em áreas mais vulneráveis a juros altos: imóveis comerciais, crédito privado e bancos regionais. Isso significa que, embora os fatores que contribuíram para a resiliência econômica dos EUA pareçam duradouros, não podemos descartar o risco de recessão (para mais detalhes, leia a Perspectiva Cíclica mais recente, "[Mercados divergentes, carteiras diversificadas](#)").

Além da força econômica dos EUA, vemos alguns sinais iniciais de aceleração em outros lugares após um crescimento estagnado ou ligeiramente contracionista nos mercados desenvolvidos (ex-EUA) em 2023. Por exemplo, os índices dos gerentes de compras (PMIs), um indicador antecedente da atividade econômica, recuperaram-se em algumas regiões nos últimos dois meses (ver Figura 1). Contudo, os EUA devem continuar sendo a principal locomotiva do crescimento global, particularmente em relação a outros mercados desenvolvidos.

Contudo, a resiliência econômica não é isenta de riscos, principalmente porque os bancos centrais continuam focados em reduzir a inflação para os níveis da meta. Nos EUA, a inflação permaneceu bem acima da meta este ano, superando as expectativas do mercado e talvez atrasando os cortes de juros do Fed. Esse cenário de taxas mais altas por mais tempo tem o potencial de reduzir o momentum do próprio crescimento econômico.

Nesse ambiente, empresas com balanços patrimoniais sólidos e acesso fácil ao capital provavelmente se sairiam melhor do que as menores e as mais sensíveis às taxas de juros.

Figura 1: alta nos índices de gerentes de compras (PMIs) nos últimos meses



Fonte: Bloomberg, em 31 de março de 2024

CICLOS DE LUCROS E OPORTUNIDADES EM AÇÕES

As tendências macroeconômicas e os sinais bottom-up favoráveis nos levam a um modesto overweight em ações.

Um sinal importante surge em nossa análise das divulgações de resultados das empresas, nos quais observamos que a porcentagem de empresas que mencionaram redução de estoques caiu de 27% em outubro do ano passado para 15% em abril deste ano. Isso sugere uma melhoria significativa no peso dos estoques, que foi uma preocupação para muitas empresas no ano passado (embora poucas estejam falando em recompô-los).

Também estamos observando uma retomada nos lucros por ação (LPA) à medida que vários setores emergem do que chamamos de "retrações periódicas no LPA", em que diferentes setores sofrem quedas nos lucros em momentos diferentes e depois se recuperam, um após o outro, ao longo de vários trimestres.

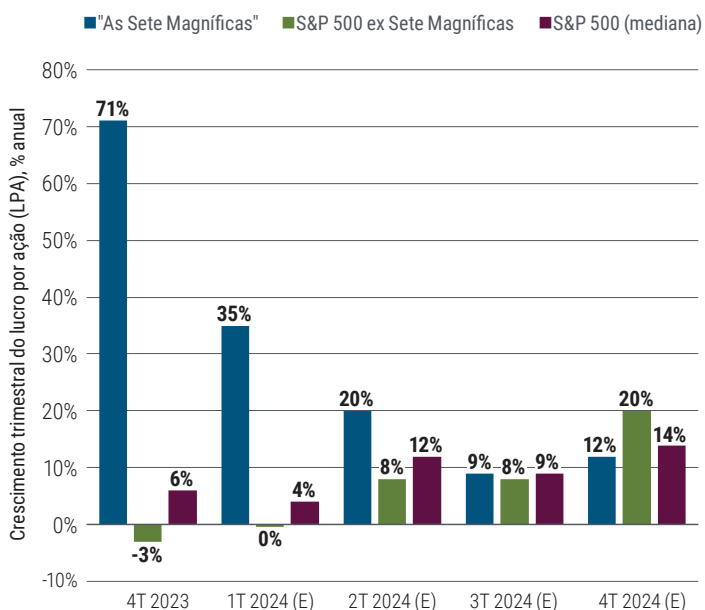
De fato, o setor de crescimento do S&P 500 (dominado pela tecnologia) passou por uma retração no LPA em 2022, recuperando-se em 2023 quando o LPA da maioria dos demais setores estava se contraindo (ver Figura 2). Com o passar dos meses, esperamos ver as ações defensivas e cíclicas emergirem de suas fases de retração dos lucros, o que pode levar a uma valorização significativa.

Figura 2: retrações periódicas no crescimento dos lucros nos diversos setores do S&P 500

	Consenso do crescimento do lucro por ação (LPA) do S&P 500 por setor, % anual		
	Crescimento	Defensivos	Cíclicos
1T 2022	0%	15%	18%
2T 2022	-10%	4%	30%
3T 2022	-7%	0%	18%
4T 2022	-17%	-1%	12%
1T 2023	-5%	-12%	8%
2T 2023	14%	-13%	-13%
3T 2023	24%	-7%	-1%
4T 2023	30%	-5%	-14%
1T 2024 (E)	21%	-1%	-8%
2T 2024 (E)	15%	10%	1%
3T 2024 (E)	12%	11%	1%
4T 2024 (E)	16%	15%	21%

Fontes: dados da Bloomberg e cálculos da PIMCO no 4T2023; consenso das estimativas para 2024. As porcentagens referem-se a valores anuais.

Figura 3: a dominância dos lucros das big techs no S&P 500 pode diminuir em 2024 com a melhoria de outros setores



Fontes: dados da FactSet e consenso das estimativas em março de 2024. As ações apelidadas de "As Sete Magníficas" são Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla.

O momento dessas retrações e recuperações periódicas pode levar a uma convergência nas taxas de crescimento do LPA entre os líderes e os retardatários do S&P 500. Embora as "Sete Magníficas" ações de tecnologia tenham apresentado crescimento anual de 71% no LPA no 4T2023, espera-se que esse número recue para 12% até o 4T2024 (ver Figura 3). Em contrapartida, projeta-se que os lucros das demais 493 ações melhorem de uma contração de 3% para um crescimento de 20% ao longo do mesmo período.

O crescimento dos lucros pode ser um forte suporte para a valorização das retardatárias, e esperamos ver mais amplitude no desempenho das ações em comparação com os retornos concentrados principalmente nas Sete Magníficas (que responderam por 5 pontos percentuais do retorno total de 11% do S&P 500 no 1T2024). Os setores específicos cujos lucros podem acelerar mais este ano são energia e saúde. Por outro lado, big techs e serviços de comunicação podem sofrer uma desaceleração no crescimento do LPA (ainda assim relativamente alto).

Passando para os fatores de ações, a dinâmica de final de ciclo tende a ser um bom presságio para a qualidade e, em um grau um pouco menor, para o momentum e a volatilidade baixa. Isso se baseia em nossos cálculos dos índices de Sharpe históricos para vários fatores de ações em várias fases do ciclo nos últimos 40 anos.

No contexto de uma carteira, o ambiente top-down e as tendências bottom-up combinam-se para sugerir um pequeno overweight em ações. Damos preferência a nomes de capitalização elevada e de melhor qualidade, particularmente nos EUA, mas também em mercados emergentes selecionados com valuations razoáveis. Os cíclicos industriais também poderão oferecer oportunidades instigantes à medida que saírem do período de retração nos lucros.

Além disso, acreditamos que a exposição aos mercados acionários é uma abordagem com bom custo/benefício à gestão do risco de inflação, de modo que nossas carteiras de alocação de ativos estão, em geral, neutras em ativos reais.

PERSPECTIVAS DIVERGENTES SUSTENTAM UMA ALOCAÇÃO DIVERSIFICADA EM RENDA FIXA

Em nossa opinião, os rendimentos iniciais elevados que prevalecem em boa parte do mercado de renda fixa são um bom presságio para a valorização do capital, e tendemos a dar preferência aos prazos intermediários. Dessa forma, como as perspectivas e o escopo da inflação, do crescimento e da política do banco central divergem entre os países, o desempenho dos títulos soberanos também pode divergir.

Vemos oportunidades particularmente atraentes em regiões onde o crescimento continua lento ou estagnado e a inflação está sob controle, sugerindo uma política monetária mais folgada no futuro que pode proporcionar um forte impulso aos títulos de renda fixa. Especificamente, damos preferência aos títulos da Austrália, onde o banco central está atento ao endividamento elevado das famílias e às hipotecas de taxas flutuantes. Com base nas tendências de inflação e nas perspectivas econômicas, o Reino Unido, a Zona do Euro e o Canadá também apresentam potencial para que um afrouxamento pelo banco central ocorra mais cedo e de forma mais agressiva do que nos EUA. De forma geral, essa assincronia nas trajetórias dos bancos centrais dos EUA e de outras economias desenvolvidas importantes cria perspectivas para diversificar a alocação em renda fixa e buscar retornos atraentes.

Os EUA podem manter uma trajetória de crescimento sólido, acompanhado por uma inflação ainda elevada. Isso torna os títulos de renda fixa dos EUA menos atraentes do que os de muitos outros mercados desenvolvidos. Contudo, ainda preferimos os títulos hipotecários de agências dos EUA devido aos spreads atraentes em relação aos títulos do Tesouro, além do potencial de encolhimento desses spreads quando houver mais clareza quanto ao cronograma de redução de taxas pelo Fed, o que deve reduzir a volatilidade dos juros.

Nos mercados de crédito, vemos valuations atraentes e fundamentos resilientes em diversas áreas de crédito securitizado. Devido aos spreads apertados, de forma geral nossas carteiras estão neutras em créditos corporativos investment grade (IG) e underweight em high yield (HY), já que a inadimplência pode começar a aumentar.

Em relação ao câmbio, a perspectiva global nos leva a preferir o dólar dos EUA e mercados emergentes selecionados, enquanto estamos underweight em euros.

PRINCIPAIS TEMAS PARA OS INVESTIDORES: IA

A inteligência artificial tem impulsionado significativamente o retorno das ações. A nosso ver, esse impulso deve continuar com a melhoria das tecnologias e o avanço das aplicações comerciais.

No início de 2023, o potencial da IA de gerar ganhos generalizados de produtividade e desbloquear novas possibilidades analíticas estimulou expansões significativas nos múltiplos (ou seja, aumentos nos valuations), particularmente entre as empresas de tecnologia. Desde então, temos visto lançamentos de novos produtos, hardware cada vez mais potente, ganhos de eficiência mensuráveis e aumentos nos gastos de capital à medida que as empresas adotam os recursos da IA. Isso levou a um aumento considerável nos lucros das empresas na cadeia de suprimentos de infraestrutura de IA, podendo a demanda superar a oferta no futuro próximo. As empresas de tecnologia estão priorizando os investimentos em IA, enquanto pesquisas mais amplas com CIOs indicam uma recuperação nos orçamentos de tecnologia em 2024 após dois anos de desaceleração.

A IA generativa ainda está em um estágio muito inicial. O longo caminho de crescimento pela frente e os fortes influxos financeiros dos principais participantes sugerem que não estamos testemunhando uma bolha, apesar dos valuations elevados. Para uma cesta de ações proeminentes de capitalização elevada vinculadas à IA ("large cap AI-linked stocks"), o consenso das estimativas é de um crescimento nos lucros superior a 30% em 2024 e a 28% em 2025, superando bastante as estimativas para o mercado acionário dos EUA como um todo.

Atualmente, os investimentos em IA são canalizados principalmente para hardware, de modo que as empresas que vendem "pás e picaretas" têm sido as mais beneficiadas. Os exemplos incluem semicondutores, servidores, redes e centros de processamento de dados. Um CEO do setor prevê que a base instalada de centros de processamento de dados dobrará ao longo dos próximos quatro ou cinco anos, atingindo US\$ 2 trilhões.

Com a maturação da infraestrutura correspondente, o impacto da IA se ampliará e os investidores devem buscar as próximas fases dessa evolução. O mercado reconheceu a enorme demanda de energia gerada pela IA, de forma que as concessionárias bem posicionadas para fornecer eletricidade aos centros de processamento de dados estão sendo recompensadas. Serviços públicos, energia, saúde, tecnologia e diversos outros setores do S&P tiveram aumento acentuado na quantidade de empresas que mencionaram a IA em suas apresentações de resultados.

Pre vemos que os futuros beneficiários do tema IA incluirão: 1) empresas capazes de automatizar as necessidades de mão de obra e reduzir os custos; 2) empresas de software selecionadas que desenvolvem aplicativos para usuários finais; e 3) empresas de biotecnologia, dado o potencial da IA de acelerar drasticamente o processo de desenvolvimento de medicamentos.

PRINCIPAIS TEMAS PARA OS INVESTIDORES: ELEIÇÃO NOS EUA

As eleições de 2024 nos EUA têm implicações importantes para os mercados, tanto em nível macro como em nível setorial. Nenhum dos partidos políticos tem apetite para estímulos fiscais adicionais em larga escala nem para reformas nos gastos de longo prazo. Entretanto, as divergências nas políticas de comércio exterior, industrial e tributária, entre outras, significam que as consequências variarão de acordo com o ocupante da Casa Branca e a composição do Congresso.

Uma vitória dos Republicanos – seja geral ou apenas para a presidência – provavelmente possibilitaria uma combinação de políticas que poderia ser inflacionária. Provavelmente teríamos aumento de tarifas de importação, manutenção das proibições à imigração e prorrogação da maior parte – senão da totalidade – das reduções de impostos que estão prestes a expirar. Os setores beneficiados sob a liderança Republicana seriam petróleo e gás, oleodutos, automóveis, finanças e áreas ligadas aos gastos com defesa. A energia renovável enfrentaria ventos contrários, empresas de consumo enfrentariam o risco de tarifas elevadas e as empresas de tecnologia poderiam ser atingidas por manchetes negativas.

Por outro lado, uma vitória Democrata provavelmente significaria um maior apoio à energia verde – embora o espaço fiscal tenda a ser limitado dado o quadro de déficit e endividamento – e restrições mais rígidas aos setores de combustíveis fósseis. Os impostos sobre as pessoas jurídicas poderiam aumentar, embora fosse possível uma expansão nos créditos tributários reembolsáveis para as famílias. Os setores financeiros também poderiam enfrentar um ambiente regulatório mais rigoroso. As tarifas e os controles de exportação poderiam ser usados taticamente, mas não na mesma extensão que poderiam ser usados sob uma liderança Republicana. Uma vitória total dos Democratas provavelmente levaria à expansão dos subsídios da Affordable Care Act, o que tenderia a beneficiar o setor de saúde.

CONCLUSÕES

Pre vemos divergências regionais no crescimento e na inflação, o que também levará a trajetórias diferentes nas políticas monetárias. A força econômica dos EUA deve continuar. A inflação persistente, como a que vimos nos EUA este ano, continua a ser um risco importante para as economias e os mercados.

Damos preferência a exposições de maior qualidade e enfatizamos a diversificação. Em nossa opinião, as ações de capitalização elevada dos EUA ("U.S. large cap stocks"), os mercados de títulos soberanos fora dos EUA e algumas oportunidades em crédito securitizado parecem particularmente atraentes. Em todos os mercados, uma abordagem rigorosa e ativa nos ajuda a identificar oportunidades atraentes e, ao mesmo tempo, gerir os riscos.

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" mais longas tendem a ser mais sensíveis e voláteis do que aqueles com "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.

Ações podem perder valor devido a condições setoriais, econômicas e de mercado reais ou supostas. **Títulos de alto rendimento, com classificação de crédito mais baixa**, envolvem um risco maior que aqueles com melhor classificação; as carteiras que aplicam neles podem estar sujeitas a níveis mais elevados de risco de crédito e de liquidez do que as que não o fazem. 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. **Títulos lastreados em hipotecas e ativos** podem ser sensíveis a oscilações nas taxas de juros, estar sujeitos ao risco de pagamento antecipado e seu valor pode variar em reação à percepção do mercado sobre a qualidade de crédito do emissor; embora geralmente sejam garantidos por um governo, órgão governamental ou garantidor privado, não há garantia de que tal garantidor honrará suas obrigações. De forma geral, os **títulos soberanos** são garantidos pelo governo emissor. As obrigações de agências e autoridades governamentais dos EUA são garantidas em graus variados, mas, de forma geral, não contam com a garantia incondicional do governo dos EUA. As carteiras que aplicam em tais títulos não são garantidas e seu valor pode oscilar. O valor dos **imóveis** e das carteiras que investem neles pode variar devido a prejuízos decorrentes de acidentes ou condenação, mudanças nas condições econômicas locais e gerais, oferta e demanda, taxas de juros, alíquotas de imposto sobre a propriedade e limitações regulatórias aos aluguéis, leis de zoneamento e despesas operacionais. O **crédito privado** envolve o investimento em títulos que não são negociados em mercados públicos, o que os torna sujeitos ao risco de iliquidez. As carteiras que investem em créditos privados podem ser alavancadas e participar de práticas de investimento especulativas, o que aumenta o risco de perda do investimento. A **diversificação** não é uma garantia contra prejuízos.

As referências a títulos específicos e seus emissores destinam-se exclusivamente a fins ilustrativos e não se destinam nem devem ser interpretadas como recomendações de compra ou venda de tais títulos. A PIMCO pode ou não deter os títulos citados. Caso ela os detenha, não é feita qualquer declaração de que continuarão a ser mantidos.

O S&P 500 é um índice não administrado de mercado, geralmente considerado representativo do mercado acionário como um todo. O índice é concentrado no segmento de empresas de capitalização elevada do mercado de ações dos EUA. Não é possível investir diretamente em um índice não administrado.

A PIMCO não oferece assessoria jurídica ou tributária. Consulte seus próprios assessores tributários e/ou jurídicos para esclarecer dúvidas e questões tributárias e jurídicas específicas.

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.

As previsões, 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 previsões e estimativas apresentam certas limitações inerentes e, ao contrário de um registro de desempenho efetivo, não refletem as transações, restrições de liquidez, taxas e/ou outros custos propriamente ditos. Além disso, as referências a resultados futuros não devem ser interpretadas como uma estimativa ou promessa de resultados que o portfólio de um cliente pode alcançar.

Este material contém as opiniões atuais do gestor, que estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Este material foi distribuído para fins exclusivamente informativos e não deve ser considerado uma orientação de investimentos 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.

São Paulo

PIMCO Latin America Administradora de Carteiras Ltda.

Av. Brigadeiro Faria Lima, 3477, Torre A, 5º andar

São Paulo, SP, Brasil CEP: 04538-133

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. ©2024, PIMCO.