

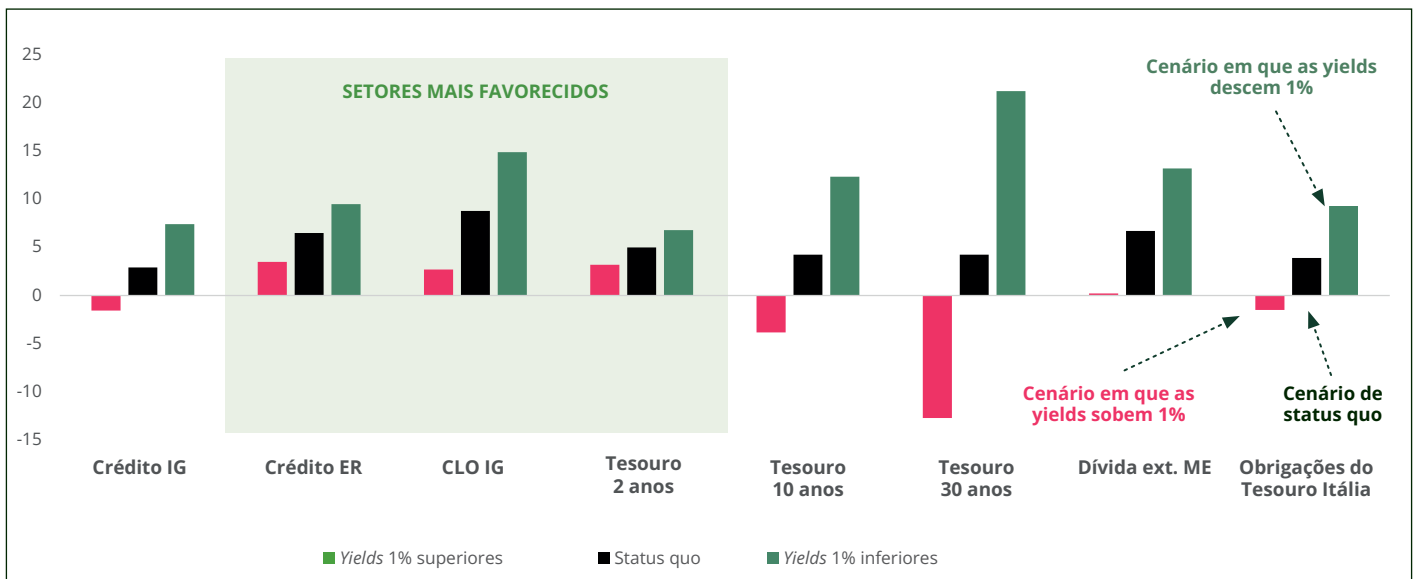
**CARMIGNAC'S NOTE**

# O “RENDIMENTO” ESTÁ DE VOLTA AO “RENDIMENTO FIXO”, MAS O QUE DIZER DO “FIXO”?

28/09/2023 | KEVIN THOZET

**Privilegiamos segmentos de rendimento fixo que oferecem assimetria.**

**Retornos esperados a 1 ano de vários segmentos de rendimento fixo de acordo com diferentes cenários (em %)**



Fonte: Carmignac, Bloomberg a 29/08/2023. Os cenários de aumento e diminuição das yields correspondem à duração modificada ou à duração do spread, quando aplicável.

Nos últimos dois anos, as yields dos segmentos de rendimento fixo registaram aumentos múltiplos. As yields das obrigações de dívida pública core saíram do terreno negativo, as das obrigações dos mercados emergentes duplicaram (de 4,5% para quase 9%), e as dos índices de elevado rendimento europeu passaram de 2,3% para mais de 7%, ou seja, triplicaram. E as yields estabilizaram agora nessas taxas elevadas.

## O “rendimento” está de volta ao “rendimento fixo”!

O aumento das yields das obrigações significa que, mais uma vez, o carry<sup>(1)</sup> se assume como o principal fator de desempenho do rendimento fixo. Este é um bom presságio para o mercado, uma vez que, a longo prazo, o principal fator que contribui para o desempenho de uma obrigação é a sua yield – isto é, desde que sejam mitigados os incidentes de crédito, o que é a função dos gestores ativos. Tal é verdade em especial agora que o carry<sup>(1)</sup> – em vez da compressão dos spreads<sup>(2)</sup> – é o principal fator de desempenho. Quanto

mais tempo se mantiverem os spreads, mais tempo haverá oportunidades atrativas para aproveitar.

Assim, a questão é: Se a situação atual se alterar e os mercados de rendimento fixo não apresentarem a yield “prometida” (como ilustrado pelas barras pretas no gráfico acima), o que poderemos esperar que ocorra e qual o impacto nos mercados de rendimento fixo?

## O “fixo” está de volta ao “rendimento fixo”?

De acordo com o nosso cenário económico principal, prevemos que a recuperação económica da China retome e que a economia norte-americana mantenha a resiliência, o que provavelmente apoiará a ideia de uma aterragem suave do ciclo económico mundial nos próximos seis meses – um ambiente particularmente favorável para os mercados de rendimento fixo.

Os dois principais riscos para o nosso cenário principal são: a inflação surpreender a nível de crescimento, o que faria subir as taxas de juro à medida que os participantes no mercado revissem o percurso previsto para a desinflação e a política monetária; ou o crescimento do PIB abrandar de forma acentuada, o que levaria a taxas de juro mais baixas, em especial tendo em conta que as taxas de juro reais são agora particularmente restritivas. Ambos os cenários estão representados no gráfico acima, nas barras verdes e vermelhas.

É interessante constatar que, no espaço do rendimento fixo, o nosso modelo simples, porém realista, mostra que alguns segmentos apresentariam retornos positivos nos três

cenários. Os mercados de crédito que oferecem taxas de rentabilidade atrativas, o crédito estruturado e as obrigações de dívida pública a curto prazo são particularmente apelativos e, por conseguinte, desempenham um papel decisivo na nossa alocação.

Assim, agora que o “rendimento” está de volta ao “rendimento fixo”, os investidores não precisam de se preocupar com o facto de o ambiente se tornar mais “fixo” em termos de taxas de juro.



### A TEORIA SUBJACENTE À NOSSA AVALIAÇÃO

A utilização de um modelo baseado em pressupostos simples pode ajudar-nos a determinar a trajetória do retorno previsto de um investimento de rendimento fixo. O retorno previsto de um instrumento de rendimento fixo pode ser dividido em duas componentes:

- 1. A componente carry**, que depende da *yield* oferecida pela obrigação.
- 2. A componente preço**, que é uma função da tendência das *yields* das obrigações (se tudo o resto se mantiver constante, um aumento da *yield* das obrigações tem um impacto negativo no preço das obrigações, e uma diminuição da *yield* das obrigações tem um impacto positivo no preço das obrigações).

Assim, a médio prazo – um ano, digamos – podemos calcular o ganho ou a perda de cada componente.



### TOMEMOS UM EXEMPLO HIPOTÉTICO DE UM ÍNDICE DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA ITALIANA

Atualmente, a *yield* de um índice de obrigações de dívida pública italiana é de 4% e tem uma duração modificada de 5,4.

- **Cenário principal:**  
a obrigação apresenta um carry de 4% no prazo de ano
- **Cenário alternativo 1:**  
as *yields* das obrigações sobem 1%. O retorno seria de 4% para a componente carry -5,4% para a componente preço = -1,4%.
- **Cenário alternativo 2:**  
as *yields* das obrigações descem 1%. O retorno seria de 4% para a componente carry + 5,4% para a componente preço = 9,4%.

**1. Carry:** Pode definir-se *carry* como o dinheiro que um investidor ganhará com uma obrigação depois de considerado o custo de financiamento. O *carry* é uma medida que diz aos investidores como o tempo vai jogar a seu favor e em que medida (ou não!).

**2. Spread:** Os gestores de obrigações observam os spreads das *yields* entre diferentes tipos de obrigações para comparar os prémios de risco. Por exemplo, quando os spreads entre as obrigações de dívida pública e as obrigações de empresas se reduzem, significa que o prémio de risco entre as obrigações de dívida pública e as obrigações de empresas está a diminuir. Por exemplo, diz-se que uma obrigação do Tesouro a 10 anos com uma *yield* de 5% e uma obrigação empresarial a 10 anos com uma *yield* de 7% têm um spread de crédito de 200 pontos base.

## INFORMAÇÕES LEGAIS

Esta é uma **comunicação publicitária**. Este documento não pode ser reproduzido, integralmente ou em parte, sem a prévia autorização da sociedade gestora. Não constitui qualquer oferta de subscrição ou aconselhamento de investimento. As informações contidas neste artigo podem ser incompletas e suscetíveis de alteração sem aviso prévio. Os resultados anteriores não constituem qualquer garantia de resultados futuros. A referência a determinados valores ou instrumentos financeiros apenas é feita a título de exemplo para destacar determinados valores que integram ou tenham integrado as carteiras de fundos da gama Carmignac. Não se destina a promover o investimento direto nestes instrumentos e não constitui qualquer aconselhamento de investimento. A Sociedade Gestora não está proibida de efetuar transações envolvendo estes instrumentos antes da divulgação da comunicação. As carteiras de Fundos Carmignac podem ser alteradas a qualquer momento.

**Carmignac Gestion** - 24 place Vendôme - 75001 Paris. Tel: (+33) 01 42 86 53 35 – Sociedade gestora de patrimónios aprovada pela AMF

Sociedade Anónima de capital aberto com um capital social de 13.500.000 € - RCS de Paris B 349 501 676.

**Carmignac Gestion Luxembourg** - City Link - 7, rue de la Chapelle - L-1325 Luxembourg. Tel: (+352) 46 70 60 1 – Filial da Carmignac Gestion. Sociedade gestora de fundos de investimento aprovada pela CSSF. Sociedade Anónima de capital aberto com um capital social de 23.000.000 € - RC do Luxemburgo B 67 54.