

SECULAR
OUTLOOK

OUTUBRO DE 2021

Era da transformação

Os investidores devem se preparar para atravessar um terreno desconhecido enquanto o cenário macroeconômico passa por transformações radicais no horizonte secular.

RESUMO

- Nos próximos cinco anos, a economia global deve passar por um período de crescimento e inflação mais incerto, volátil e divergente do que na década do novo normal que culminou na pandemia.
- Três tendências podem determinar transformações seculares importantes: a transição para a energia verde, a rápida adoção de novas tecnologias e a tendência crescente de compartilhar ganhos.
- Os retornos das diversas classes de ativos tendem a ser menores e mais voláteis no horizonte secular, dadas as valuations atuais e as perspectivas de desestabilizações, divisões e divergências. Contudo, os investidores ativos que conseguirem navegar pelas mudanças poderão encontrar boas oportunidades de alfa.
- Embora a recuperação das economias possa acarretar uma alta das taxas de juros no curto prazo, elas devem se manter relativamente estáveis no horizonte secular, possibilitando retornos menores, mas positivos, nas alocações em renda fixa tradicional. Em relação às ações, continuamos positivos em geral, mas esperamos ver uma diferenciação substancial entre regiões e setores. Além disso, como resultado da crise da COVID-19, esperamos ver retornos atraentes em crédito privado e imóveis e buscaremos aproveitar essas oportunidades.

AUTOR:

Joachim Fels
Global Economic Advisor

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Renda Fixa Global

Daniel J. Ivascyn
Chief Investment Officer
do Grupo

O Fórum Secular anual da PIMCO, realizado em setembro, foi o 40 entre os 50 anos de história da empresa. Não houve comemoração presencial, pois, como no ano passado, nós nos reunimos apenas virtualmente. Mesmo assim, com tantas contribuições dos palestrantes convidados, do [Global Advisory Board](#) e das equipes temáticas internas e multidisciplinares da PIMCO, nossos profissionais de investimento globais se concentraram nas perspectivas pós-pandemia para a economia, a política e os mercados financeiros globais nos próximos cinco anos, além de discutir suas implicações para os portfólios dos investidores. Confira as conclusões do fórum.

TESE

Investidores e autoridades econômicas devem enfrentar um cenário macro radicalmente diferente no horizonte secular, à medida que a década do novo normal pós-crise financeira e pós-pandemia, com crescimento medíocre, mas estável, inflação abaixo da meta, volatilidade contida e retornos suculentos dos ativos, fica rapidamente para trás. O que virá pela frente será um cenário de crescimento e inflação mais incerto e irregular, com muitos desafios para as autoridades econômicas. Em meio a desestabilizações, divisões e divergências, os retornos dos mercados de capitais tendem a ser menores e mais voláteis em geral. Contudo, os investidores ativos que conseguirem navegar por esse terreno difícil poderão encontrar boas oportunidades de alfa.



Três tendências podem gerar uma transformação importante na economia e nos mercados globais.

CONDIÇÕES INICIAIS

A tese secular deste ano aprofunda os temas abordados na *Secular Outlook* de 2020, "[Escalada da desestabilização](#)". Na época, argumentamos que a pandemia funcionaria como um catalisador para acelerar e ampliar quatro fatores seculares importantes: a rivalidade entre China e EUA, o populismo, a tecnologia e as mudanças climáticas.

Os acontecimentos do último ano reforçaram essas expectativas. As tensões entre a China e os EUA não só continuaram, como se intensificaram na administração Biden. Em muitos países, o populismo e a polarização aumentaram, alimentados pelas divisões políticas quanto ao distanciamento social e à vacinação. A digitalização e a automação foram turbinadas pela pandemia. Em muitas partes do mundo, condições climáticas extremas infligiram graves perdas humanas e econômicas e contribuíram para fortes oscilações nos mercados de energia. Nas discussões do fórum, concluímos que todos esses fatores seculares continuarão ativos no futuro previsível.

Outra *condição inicial* importante para a perspectiva secular é o acentuado aumento das dívidas pública e privada, resultante da recessão causada pela pandemia, e as respostas políticas a ela. Sem dúvida, com o custo dos empréstimos em seus mínimos históricos ou perto deles, os altos níveis de endividamento não são uma preocupação imediata. Contudo, uma alavancagem elevada implica maior vulnerabilidade dos balanços dos setores público e privado a choques negativos de crescimento e positivos de taxa de juros, aumentando o risco de corridas desestabilizadoras contra tomadores soberanos e privados. Além disso, os altos níveis de endividamento e as economias altamente financiadas (medidos pela relação patrimônio/lucro) podem limitar a capacidade dos bancos centrais de aumentar agressivamente os juros sem causar sérios danos econômicos – um tema de *dominância do mercado financeiro* ao qual retornaremos adiante.

Por último, mas não menos importante, a pandemia forçou ou estimulou muitos indivíduos a fazer uma pausa e repensar seu estilo de vida e o equilíbrio entre a vida pessoal e profissional. Ainda é muito cedo para dizer se e como as preferências mudarão e se essas mudanças serão duradouras. Mas é perfeitamente possível que vejamos alterações significativas nas preferências de trabalho versus lazer, trabalho em casa versus no escritório ou trabalho em alguns setores ou locais versus outros. Além disso, os padrões de consumo podem mudar permanentemente, já que muitas pessoas podem não se sentir mais à vontade para viajar ou participar de grandes aglomerações, mesmo após o fim da pandemia. Isso requer uma certa dose de humildade ao tentar prever os resultados econômicos no horizonte secular e reforça a nossa opinião anterior de uma elevada incerteza macroeconômica nos próximos anos.

FATORES SECULARES

Em nossas discussões, identificamos três tendências que podem gerar uma transformação importante na economia e nos mercados globais.

Embora um mundo com emissões neutras de carbono seja desejável por várias razões, o caminho para chegar lá dificilmente será sem percalços.

Transição da energia à base de combustíveis fósseis para a energia renovável. Devido à crescente atenção ao tema por parte de eleitores e consumidores de várias partes do mundo, governos, órgãos reguladores e setor corporativo estão intensificando esforços para se descarbonizar e alcançar emissões neutras de carbono até 2050. Isso significa que os investimentos públicos e privados em fontes renováveis de energia serão incrementados em nosso horizonte secular e ainda por muitos anos. Embora o trabalho pesado tenha de ser feito pelo setor privado, tanto a lei de infraestrutura bipartidária dos EUA quanto o fundo Next Generation da UE apoiarão a transição com gastos consideráveis em infraestrutura "verde" nos próximos cinco anos.

Certamente, os maiores gastos públicos e privados em energia renovável serão parcial, mas não integralmente, compensados por menores investimentos e pela destruição do capital destinado aos setores de energia à base de combustíveis fósseis, como carvão e petróleo. Durante a transição, possíveis interrupções no fornecimento e picos nos preços de energia podem minar o crescimento e elevar a inflação, como demonstrado pelos eventos recentes na China e na Europa. Além disso, à medida que o processo criar ganhadores e perdedores, existe a possibilidade de reações políticas adversas à perda de empregos nos setores de energia à base de combustíveis fósseis, de aumento de impostos e preços de carbono ou de mecanismos de ajuste de carbono nas fronteiras, levando ao encarecimento das importações. Embora o destino final – um mundo com emissões neutras de carbono – seja desejável por várias razões, inclusive econômicas, o caminho para chegar lá dificilmente será sem percalços.

Adoção mais rápida de novas tecnologias. Nas perspectivas do ano passado, esperávamos que a pandemia turbinasse a digitalização e a automação. Isso foi confirmado pelos dados disponíveis até o momento, que mostram um aumento significativo nos gastos das empresas com tecnologia. Aumentos similares no passado, por exemplo, durante a década de 1990 nos EUA, foram acompanhados por ganhos de produtividade. Os acontecimentos do ano passado sugerem que este pode ter sido novamente o caso, já que a produtividade aumentou, embora a recuperação cíclica também tenha contribuído claramente para isso. Resta saber se o recente aumento dos investimentos em tecnologia e produtividade é um acontecimento isolado ou o início de uma tendência mais forte, mas até agora os dados confirmam a noção de que a pandemia funcionou como um catalisador para a adoção mais rápida de novas tecnologias.

A digitalização e a automação levarão a resultados econômicos melhores, gerando novos empregos e tornando os existentes mais produtivos. Mas também serão desestabilizadoras para aqueles cujos empregos desaparecerem e para quem carecer das habilidades necessárias para conseguir se recolocar. Como ocorreu com a globalização, o lado negro da digitalização e da automação provavelmente será o aumento da desigualdade e do apoio a políticas populistas em ambos os lados do espectro político.

Muitas autoridades econômicas e a sociedade como um todo estão concentradas no enfrentamento das desigualdades de renda e riqueza e em tornar o crescimento mais inclusivo.

Maior compartilhamento dos ganhos com o crescimento. A terceira tendência potencialmente transformadora é o foco intensificado das autoridades econômicas e da sociedade como um todo no enfrentamento das desigualdades de renda e riqueza, visando a tornar o crescimento mais inclusivo. O caso mais recente é o novo foco da liderança chinesa na "prosperidade comum", com o objetivo de reduzir a riqueza privada e as disparidades de renda. No momento em que escrevemos este ensaio, outro exemplo é o pacote proposto pelos Democratas nos EUA, de US\$ 3,5 trilhões em gastos com "infraestrutura leve", que se concentra principalmente em programas de redes de seguridade social, como o Medicare, e inclui, entre outras coisas, a expansão de incentivos fiscais para a educação infantil das famílias trabalhadoras, a universalização da pré-escola e a gratuidade das faculdades comunitárias. Embora seja provável que o pacote aprovado pelo Congresso seja muito menor, as mudanças fariam com que fosse impossível alterar tais políticas por vários anos.

Enquanto isso, em parte devido à pressão dos investidores cada vez mais atentos aos fatores ESG (ambientais, sociais e de governança) e em parte devido a interesses próprios, muitas empresas estão voltadas para a melhoria das condições de trabalho, as estruturas salariais e a diversidade da força de trabalho. Evidências empíricas sugerem que, em muitas delas, o equilíbrio de poder na relação empregador-empregado começou a mudar do primeiro para o segundo, melhorando assim o poder de negociação dos trabalhadores. Resta saber se essa tendência será mantida ou se o trabalho a distância, com a ajuda da tecnologia, terminará por permitir que as empresas terceirizem mais postos de trabalho para locais mais baratos dentro ou fora do país, preservando ou até mesmo aumentando o poder de barganha dos empregadores.

IMPLICAÇÕES MACRO

Em uma era de transformação, caracterizada por tendências desestabilizadoras e políticas mais intervencionistas, os ciclos econômicos dos países podem perfeitamente ser mais curtos, amplos e divergentes. Não é difícil imaginar expansões alimentadas pela aceleração de investimentos verdes intensivos em mão de obra e esforços para diversificar ou trazer as cadeias de suprimentos de volta para o país visando a aumentar a resiliência, seguidas por retrações causadas por políticas fiscais de *stop-and-go*, choques nos preços de energia ou mudanças regulatórias abruptas e excessivamente ambiciosas.

Em termos globais, o que nos espera é um cenário mais incerto de crescimento e inflação irregulares.

As divergências cíclicas entre as regiões e os países também podem aumentar se as diversas transformações avançarem em velocidades diferentes e a política fiscal, muitas vezes determinada pelos ciclos eleitorais (que são assíncronos entre os países) se tornar um fator mais preponderante para a demanda. Além disso, se a China se tornar mais autossuficiente e seu crescimento econômico desacelerar ainda mais no horizonte secular em decorrência da demografia, da desalavancagem e da descarbonização, sua importância como fator de crescimento das exportações de muitas economias emergentes e desenvolvidas pode diminuir.

Da mesma forma que o crescimento econômico, é provável que, na era da transformação, a inflação se torne mais volátil dentro dos países e mais divergente entre as regiões. Continuamos a acreditar que as caudas de inflação se tornaram mais gordas e que poderemos ter períodos de inflação muito mais alta ou muito mais baixa. Os riscos de alta decorrem da transição para emissões neutras de carbono e seu impacto sobre os preços do carbono, bem como da desglobalização, do ativismo fiscal e da potencial ampliação da missão dos bancos centrais. Os riscos de baixa decorrem do fato de as empresas aprenderem a fazer mais com menos, graças à tecnologia. Além disso, os níveis recordes de endividamento e alavancagem aumentam o risco de deflação da dívida em caso de choques negativos de crescimento.

A década do novo normal que antecedeu a pandemia, com crescimento medíocre, mas estável, inflação abaixo da meta, volatilidade moderada e retornos suculentos dos ativos, está rapidamente ficando para trás. O que virá pela frente na era da transformação será um cenário de crescimento e inflação mais incerto e irregular, com muitos desafios para as autoridades econômicas.

Palestrantes convidados do Fórum Secular de 2021

Susan Athey

Professora de Economia da Tecnologia na Stanford Graduate School of Business

Arminio Fraga

Ex-presidente do Banco Central do Brasil

Jason Furman

Professor de Práticas de Política Econômica na Cátedra Aetna da Harvard Kennedy School

Kai-Fu Lee

Cientista da computação, empresário e escritor

Meghan O'Sullivan

Ex-assessora adjunta de segurança nacional para o Iraque e Afeganistão; professora na cátedra Jeane Kirkpatrick de Práticas de Assuntos Internacionais da Harvard Kennedy School

Alfonso Prat-Gay

Ex-ministro da Fazenda e das Finanças Públicas da Argentina; ex-presidente do Banco Central da Argentina

Ricardo Reis

Professor de Economia na Cátedra A.W. Phillips da London School of Economics and Political Science

Daniel Yergin

Especialista em energia e historiador econômico; vice-presidente da IHS Markit

Conclusões de investimento

Acreditamos que, nos próximos cinco anos – a era da transformação –, as perspectivas serão mais incertas para o crescimento e a inflação, dentro dos países e entre as regiões. Em um mundo de desestabilizações e divergências, o terreno será mais acidentado para os investidores do que no novo normal da década passada. Contudo, acreditamos também que haverá boas oportunidades de alfa para os investidores ativos que estiverem equipados para tirar proveito do que, em nossa opinião, será um período de maior volatilidade e com "caudas mais gordas" do que as de uma distribuição normal comum.

É muito provável que a maior volatilidade macroeconômica e de mercado se traduza em retornos menores nos mercados de ações e de renda fixa. As valuations iniciais – rendimentos nominais e reais baixos nos mercados de renda fixa e múltiplos de ações historicamente elevados – reforçam essa expectativa.

As intervenções dos bancos centrais inflaram os preços dos ativos como um subproduto das intervenções macro das autoridades monetárias. As medidas monetárias e fiscais adotadas pelos países desenvolvidos para combater a crise da COVID-19 ajudaram a evitar resultados econômicos mais graves, mas também podem ter contribuído para as vulnerabilidades de médio prazo dos mercados financeiros. Com níveis mais elevados de endividamento público e privado, a margem para erros é bem menor, o que exige atenção especial à preservação do capital.

Em nosso cenário base, esperamos que as taxas baixas dos bancos centrais ancorem os mercados globais de renda fixa.

A TRAJETÓRIA DE CORTE DAS TAXAS

Acreditamos que os fatores seculares que derrubaram as taxas monetárias neutras, inclusive a demografia, o equilíbrio entre poupança e investimento e os níveis de endividamento elevado, continuem presentes. Embora um possível aumento nos investimentos e na produtividade nos próximos anos possa levar a uma alta na taxa neutra, também existe a possibilidade de um aumento na poupança preventiva por parte das famílias para compensar parcial ou integralmente essas pressões. As incertezas em relação às perspectivas de crescimento e inflação significam que existe uma série de resultados

possíveis para as taxas de juros ao longo do horizonte secular. Contudo, nosso cenário base continua a ser de taxas monetárias neutras baixas, com a possibilidade de taxas terminais mais baixas no próximo ciclo no caso dos bancos centrais que conseguiram se afastar significativamente de sua barreira inferior no último ciclo devido à sensibilidade do mercado financeiro a taxas mais altas.

O Federal Reserve é um exemplo. No final de 2018, o Fed conseguiu elevar a taxa dos fed funds (reservas bancárias) para uma faixa de 2,25% a 2,50% e, naquele momento, acreditava que tinha espaço para ir mais longe. Entretanto, em 2019, fissuras nos mercados financeiros o forçaram a reverter o curso e reduzir a meta para 1,50% a 1,75%, mesmo antes da pandemia e das medidas emergenciais subsequentes. A dominância do mercado financeiro pode, mais uma vez, impedir que o Fed e outros bancos centrais apertem significativamente a política monetária nos próximos cinco anos. A concretização dos riscos de inflação mais alta levaria a escolhas difíceis, a maior volatilidade e também a oportunidades para os investidores ativos.

Em nosso cenário base, esperamos que as taxas baixas dos bancos centrais prevaleçam e ancorem os mercados globais de renda fixa. É possível que tenhamos períodos de otimismo e pessimismo em relação ao crescimento e à inflação, exatamente como aconteceu no ano passado, devido às incertezas que o cenário pós-COVID injeta nas decisões das autoridades econômicas e dos participantes do mercado.

A renda fixa continuará a proporcionar benefícios de diversificação nos portfólios de alocação de ativos.

Nos mercados de países desenvolvidos, os rendimentos reais estão baixos e até mesmo negativos. Os rendimentos nominais também estão baixos e até negativos no Japão e em partes dos mercados tradicionais da Zona do Euro. Esperamos mercados basicamente ancorados e retornos mais baixos, mas ainda positivos, nas alocações em renda fixa tradicional, e, embora existam riscos de alta das taxas de juros no curto prazo devido à recuperação das economias, esperamos que elas se mantenham relativamente estáveis no horizonte secular.

A renda fixa pode continuar a proporcionar benefícios de diversificação em termos de alocação global de ativos e, embora as expectativas de retorno devam ser baixas em todas as classes de ativos, existem locais onde ela poderá superar as ações, particularmente em termos de retorno por unidade de volatilidade (leia mais sobre nossa análise de renda fixa em um cenário de rendimentos baixos [aqui](#)). Embora um período sustentado de inflação elevada não faça parte do nosso cenário base, continuamos a considerar que as Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) dos EUA, as commodities e outros ativos reais façam sentido como proteção contra os riscos de inflação.

Esperamos identificar boas oportunidades em mercados emergentes e as abordaremos como um conjunto amplo de oportunidades.

MERCADOS EMERGENTES E DESENVOLVIDOS

Esperamos navegar por um cenário de investimento no qual as macro tendências, os desestabilizadores e os impulsionadores, combinados com níveis elevados de endividamento, levem a uma diferenciação substancial entre regiões, países e setores. O desempenho macro divergente criará ganhadores e perdedores. Na Ásia, as perspectivas de crescimento mais forte e de desenvolvimento do mercado de capitais provavelmente proporcionarão boas oportunidades de investimento, apesar dos riscos associados à desaceleração do crescimento chinês e das tensões geopolíticas existentes. De forma mais ampla, embora vários países de mercados emergentes (ME) enfrentem circunstâncias seculares difíceis, como sempre, é importante abordar esses mercados como um conjunto amplo de oportunidades, não como um investimento beta passivo, e esperamos encontrar muitas boas oportunidades nos ME (leia mais sobre a abordagem de investimento em ME da PIMCO [aqui](#)).

Nos países desenvolvidos, com as taxas de juros em níveis baixos, julgamos que a política fiscal será um fator mais importante durante períodos de enfraquecimento econômico. Embora não esperemos que o posicionamento de "tempo de guerra" adotado durante a pior fase da pandemia venha a se repetir, projetamos que, na eventualidade de retrações cíclicas, a política fiscal será usada mais ativamente do que no período do novo normal, quando os bancos centrais reinavam absolutos.

Provavelmente, os EUA e outros países de língua inglesa estarão mais dispostos e capacitados a utilizar as alavancas fiscais do que os países da Zona do Euro, devido às

complicações geradas por uma moeda única com autoridades fiscais diferentes. Embora a Zona do Euro tenha evitado uma crise soberana e pareça improvável que a UE force os países fiscalmente mais fracos a um regime de austeridade na esteira da recessão gerada pela COVID, pode ser que a Alemanha e seus vizinhos do norte mantenham o conservadorismo fiscal, não importando o quanto os custos de captação sejam baixos ou mesmo negativos.

Dessa forma, a reação da Zona do Euro à pandemia e o lançamento do fundo Next Generation da UE, destinado a fornecer aos seus países um financiamento comum para a recuperação dos efeitos da pandemia, criam a perspectiva de um apoio fiscal comum contínuo em períodos de enfraquecimento econômico e de que ele seja usado para financiar as metas verdes da UE. Esta é a primeira vez que ocorre um financiamento comum transfronteiriço na UE por meio de doações e empréstimos. A política europeia, particularmente a governança italiana (dada a importância sistêmica do mercado de títulos públicos italianos), continuará a ser uma fonte de incertezas e, possivelmente, de tensão. Contudo, existe pelo menos a perspectiva de uma Zona do Euro mais estável, e procuraremos explorar as oportunidades de investimento que vierem a surgir.

Fornecedores de semicondutores, automação de fábricas, energia renovável e mobilidade podem ser beneficiados pelas tendências seculares.

ESG

A transição da energia à base de combustíveis fósseis para a energia renovável, a rápida adoção de novas tecnologias e as mudanças nas preferências de consumo e nas cadeias de suprimentos após a pandemia criarão uma série de ganhadores e perdedores e reforçarão a importância da gestão ativa nos mercados de dívidas corporativas. Mudanças nos regulamentos ambientais trarão incertezas e complexidades, mas também oportunidades. Níveis de endividamento elevados são uma preocupação específica no caso de países ou empresas que têm mais a perder na transição da economia à base de combustíveis fósseis para a energia renovável. É fundamental levar em consideração os fatores ESG nas estratégias de investimento, não apenas nos portfólios dedicados a ESG e clima, e pretendemos oferecer processos de investimento e atendimento ao cliente de mais alta qualidade nessa área (confira a barra lateral do Spotlight no ESG).

Sobre nossos fóruns

Aprimorado ao longo de quase 50 anos e testado em praticamente todos os ambientes de mercado, o processo de investimento da PIMCO é ancorado por nossos Fóruns Econômicos Seculares e Cíclicos. Quatro vezes por ano, nossos profissionais de investimento de todo o mundo reúnem-se para discutir e debater a situação dos mercados e da economia mundial e identificar as tendências que, em nosso ponto de vista, terão implicações mais importantes para os investimentos.

Em nosso Fórum Secular, realizado anualmente, nós nos concentramos na perspectiva para os próximos três a cinco anos, o que nos permite posicionar os portfólios visando a aproveitar as tendências e mudanças estruturais na economia global. Como acreditamos que ideias diferentes produzem resultados de investimento melhores, convidamos palestrantes ilustres – economistas ganhadores do Prêmio Nobel, autoridades econômicas, investidores e historiadores – que contribuem para nossas discussões com perspectivas valiosas e multidimensionais. Contamos também com a participação ativa do Global Advisory Board da PIMCO, uma equipe formada por experts de renome mundial em assuntos econômicos e políticos.

No Fórum Cíclico, realizado três vezes por ano, nós nos concentramos nas perspectivas para os próximos seis a 12 meses, analisando a dinâmica do ciclo de negócios nas principais economias emergentes e desenvolvidas, visando a identificar possíveis mudanças nas políticas fiscal e monetária, prêmios de risco de mercado e valuations relativas que direcionam o posicionamento dos portfólios.

AVALIAÇÃO DAS CLASSES DE ATIVOS

Em um cenário de apoio constante por parte dos bancos centrais e com o potencial de políticas fiscais contracíclicas em caso de retração econômica, bem como de rendimentos reais baixos ou negativos, esperamos continuar positivos em relação às ações em nossos portfólios de alocação de ativos. A recuperação pós-COVID-19 destacou a necessidade de investimentos em infraestrutura física – após anos de investimentos insuficientes – devido às tendências de digitalização e automação e do impulso na direção da adoção de práticas verdes. Embora a última década tenha sido liderada pelo software, a próxima será definida por mais investimentos em hardware relacionados a essas tendências. O tema de diferenciação e de ganhadores e perdedores na recuperação será fundamental para a escolha de países e setores e também para a seleção de ações específicas. Em particular, julgamos que fornecedores de semicondutores, equipamentos para automação de fábricas, energia renovável e mobilidade serão beneficiados e esperamos que esses setores sejam importantes em nossa construção de portfólio.

Procuraremos tirar proveito do prêmio de iliquidez, buscando oportunidades em crédito privado, setor imobiliário e alguns mercados de capitais em desenvolvimento.

Em uma era de transformação, onde os juros nominais e reais devem continuar ancorados em níveis baixos, acreditamos que faça sentido buscar maximizar as oportunidades em estratégias de renda fixa tradicional com mandatos flexíveis voltados a aproveitar todo o conjunto global de oportunidades. Também faz sentido buscar alternativas além da renda fixa tradicional, incluindo em crédito privado e mercados de capitais em desenvolvimento, quando for compatível com as necessidades e expectativas dos clientes.

Acreditamos que o mercado imobiliário e o crédito alternativo proporcionem potencial atraente para geração de renda, e a PIMCO, como uma empresa, continuará a investir nessas áreas (confira as barras laterais do destaque).

Recursos quantitativos e tecnologia serão importantes para todos os gestores de ativos. Continuaremos a desenvolver esses recursos para fornecer estratégias quantitativas especializadas para atender à demanda dos clientes, bem como para fornecer percepções e apoio a um processo de investimento voltado à geração de alfa, além de gerir eficientemente os riscos em todos os portfólios de clientes.

Destaque secular

Oportunidades e tendências no ESG

Nosso fórum abordou as considerações macroeconômicas e geopolíticas decorrentes da transição energética, bem como os requisitos regulatórios para os investimentos em ESG.

O mundo continua longe de atingir o limite de aquecimento global máximo de 1,5 ou 2,0 graus Celsius adotado em 2016 no Acordo de Paris. As metas e compromissos de descarbonização aumentaram marcadamente, mas as medidas necessárias para atingi-los continuam insuficientes.

O substancial capital (político, financeiro e humano) necessário para fomentar esses objetivos apresenta o potencial de ser altamente desestabilizador para a economia global. A mobilização de capital por parte dos atores públicos e privados será expressiva, dado o potencial comercial para soluções escaláveis, resultando em oportunidades de investimento em uma série de classes de ativos. A realocação do capital para fontes de energia mais limpas por parte de governos e investidores apresenta méritos de longo prazo, mas também apresenta a possibilidade de causar desarticulações de curto prazo ao longo da transição.

A trajetória do pico da demanda por combustíveis fósseis, paralelamente ao aperto das pressões regulatórias e de ESG na exploração e produção desses combustíveis, aumenta o risco de volatilidade nos preços de energia no horizonte secular e pode se traduzir em uma pressão de alta mais ampla sobre a inflação.

Além disso, as fontes concentradas de minerais e matérias-primas necessárias às tecnologias de energia renovável causam uma dependência excessiva de certos países e cadeias de suprimentos, resultando em um dilema entre diversificar o suprimento e obter um futuro energético mais limpo no menor tempo possível. Um esforço conjunto para

atingir a meta bem abaixo de 2,0 graus Celsius significaria quadruplicar o uso dos minerais necessários para as tecnologias de energia renovável até 2040. A forma de assegurar que a oferta e a demanda por energia antiga e nova permaneçam relativamente equilibradas será de importância fundamental para manter a estabilidade dos mercados financeiros e a confiança nas autoridades econômicas.

As exigências de divulgação de informações sobre o clima estão se expandindo em todo o mundo, por meio de uma série de iniciativas regulatórias, enquanto uma parcela crescente de investidores considera o clima um fator relevante para o desempenho. A adaptação e a mitigação das mudanças climáticas podem vir a ser um foco importante para as autoridades econômicas e os órgãos reguladores ao longo do horizonte secular. A precificação do carbono e conceitos como mecanismo de ajuste de carbono na fronteira continuarão a ganhar impulso em muitas economias. Embora a probabilidade de uma política federal de precificação do carbono seja remota nos EUA, alguns governos estaduais continuarão a avançar com tais esforços em suas jurisdições, com impacto considerável.

De forma geral, a transição energética representa um evento de mobilização de capital de proporções históricas. Mensurar os riscos e as oportunidades diretas da transição e suas implicações indiretas sobre as classes de ativos será cada vez mais essencial para os investidores. A PIMCO está constantemente envolvida com as autoridades econômicas e as organizações internacionais para ajudar a desenvolver as melhores estruturas, ferramentas e soluções para capacitar os investidores a analisar os riscos e as oportunidades nesse cenário em rápida evolução.

Oportunidades em crédito privado

O crédito privado continua a ser uma área relativamente atraente, já que os investidores podem olhar para prêmios de liquidez e complexidade para gerar retornos ajustados pelo risco significativos quando comparados aos dos mercados públicos. Alertamos que a busca global por rendimentos resultou na formação significativa de capital em determinados segmentos dos mercados privados de crédito, o que pode levar a valuations mais apertadas e cláusulas contratuais mais fracas. Isso talvez seja mais evidente nos empréstimos para empresas de médio porte apoiadas por patrocinadores de private equity (PE).

Nesse cenário, esperamos que as soluções de capital corporativo e as oportunidades de empréstimos mais complexos lastreados em ativos ofereçam retornos ajustados pelo risco superiores aos dos empréstimos patrocinados por PE mais tradicionais para empresas de médio porte. As dificuldades geradas pela pandemia colocaram pressão significativa sobre muitos modelos de negócios e balanços, resultando na entrada de muitos tomadores com estruturas de capital altamente complexas e alavancadas. Isso cria oportunidades para os financiadores privados, dadas as necessidades personalizadas de muitos tomadores. Essas oportunidades podem assumir a forma de empréstimos sênior, mas também de investimentos de capital júnior ou estruturados em ações, que podem se beneficiar de cláusulas

negociadas exaustivamente, e tudo isso pode oferecer uma combinação poderosa de potencial de mitigação de riscos e de ganhos semelhantes aos das ações.

Também esperamos um conjunto de oportunidades relativamente rico nos mercados de financiamento habitacional e de finanças especializadas, onde acreditamos que os investidores possam se beneficiar de uma sólida cobertura de ativos, da diversificação de mutuários e/ou de fluxos de renda menos correlacionados com os mercados de crédito mais tradicionais. Embora os rendimentos tenham sido comprimidos em determinados segmentos de crédito habitacional de maior qualidade, esperamos continuar a encontrar oportunidades em portfólios de empréstimos mais maduros nos EUA e em partes da Europa, bem como de originar novos empréstimos com cláusulas de crédito bem estruturadas para os investidores finais. Em finanças especializadas, esperamos oportunidades nas formas de crédito direto ao consumidor de maior qualidade, bem como em financiamentos lastreados em ativos, inclusive transportes, direitos de propriedade intelectual e portfólios de empréstimos maduros.

Saiba mais como a PIMCO investe em investimentos alternativos [aqui](#).

Oportunidades em imóveis comerciais

A COVID-19 afetou significativamente os mercados globais de imóveis comerciais (CRE na sigla em inglês), criando dispersão entre os tipos de propriedades. Além dessas mudanças cataclísmicas, várias tendências seculares estão presentes na mente dos investidores, inclusive a urbanização global, a ascensão da classe média nas economias em desenvolvimento, a carência de moradias, a aceleração do comércio eletrônico e os avanços nas ciências da vida.

Analisando o horizonte secular, acreditamos que os seguintes temas direcionarão o conjunto global de oportunidades em CRE:

- Recuperação dos distúrbios causados pela COVID-19, principalmente nos setores globais de hospedagem e de espaços para escritórios.

- Setores beneficiados pela aceleração das tendências seculares, inclusive imóveis industriais e residenciais, bem como outros setores emergentes de nicho, como centrais de processamento de dados e moradias alternativas.
- Dificuldades seculares crescentes amplificadas pelas pressões da COVID-19 sobre o varejo e pelos empréstimos inadimplentes europeus, cuja aceleração está prevista em 2022 e nos anos seguintes.

Dada a amplitude do conjunto de oportunidades, esperamos um ambiente de investimento relativamente rico em todo o espectro de risco. Para os investidores orientados para renda, é provável que os ativos tradicionais e core-plus, que são beneficiados pelas tendências acima, proporcionem rendimento ajustado pelo risco atraente em comparação com os ativos de crédito e de renda fixa tradicional. Além disso, o

aumento dos volumes transacionados, as necessidades de capital para reposição de ativos e o ambiente regulatório podem criar oportunidades atraentes para os credores sênior de CREs.

Para os investidores oportunistas e agregadores de valor, acreditamos que existam oportunidades para adquirir ou recapitalizar ativos com a continuidade da recuperação. Especificamente, existe uma necessidade significativa de

reposição e desenvolvimento de ativos para que a próxima geração de imóveis seja à prova do futuro e incorpore fatores ESG. Finalmente, dados os níveis de endividamento elevado, esperamos que as instituições financeiras acelerem as iniciativas para sanear seus balanços, o que resultará na alienação de volumes consideráveis de empréstimos não essenciais, de curso anormal e inadimplentes lastreados em ativos de CRE.

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 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 atual 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. **Títulos de renda fixa vinculados à inflação (ILBs)** emitidos por um governo são títulos de renda fixa cujo valor principal é corrigido monetariamente de acordo com a inflação; ILBs perdem valor quando a taxa de juros real aumenta. **Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)** são ILBs emitidos pelo governo dos EUA. **Ações** podem perder valor devido a condições setoriais, econômicas e de mercado reais ou supostas. **Commodities** apresentam riscos maiores, inclusive de mercado, condições naturais, políticos e regulatórios, e podem não ser adequadas a todos os investidores. O valor dos **imóveis** e dos portfólios que investem em imóveis pode flutuar devido a perdas decorrentes de acidentes ou condenação, mudanças nas condições econômicas locais e gerais, oferta e demanda, taxas de juros, alíquotas de imposto predial, limitações regulatórias de aluguéis, leis de zoneamento e despesas operacionais. **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 oscilar em reação à percepção do mercado sobre a credibilidade do emissor; apesar de geralmente contarem com o respaldo de um governo, órgão governamental ou garantidor privado, não há garantia de que tal garantidor honrará suas obrigações. 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 riscos políticos e econômicos, que podem ser maiores nos **mercados emergentes**. **As taxas de câmbio** podem oscilar significativamente em períodos curtos e reduzir o retorno de um portfólio. **Estratégias de ações e private equity** envolvem um grau de risco elevado, e os potenciais investidores são alertados que elas são apropriadas apenas a pessoas com recursos financeiros adequados, que não tenham necessidade de liquidez em seus investimentos e que possam suportar o risco econômico, inclusive a eventual perda da totalidade de seu investimento. **Risco de gestão** é o risco de que as técnicas de investimento e as análises de risco aplicadas pela PIMCO não produzam os resultados desejados e de que determinadas políticas ou acontecimentos possam afetar as técnicas de investimento à disposição da PIMCO para gestão da estratégia.

A PIMCO está comprometida com a integração de fatores Ambientais, Sociais e de Governança ("ESG") em seu amplo processo de pesquisa e com o envolvimento com os emissores em fatores de sustentabilidade e nossa análise de investimentos na mudança climática. Na PIMCO, definimos a integração de ESG como a ponderação sistemática dos fatores materiais de ESG em nosso processo de pesquisa de investimento, que pode incluir, entre outros, riscos da mudança climática, diversidade, inclusão e igualdade social, riscos regulatórios e gestão de capital humano. Informações adicionais estão disponíveis na Declaração da Política de Investimento Ambiental, Social e de Governança (ESG) da PIMCO.

No que diz respeito aos fundos combinados com objetivos de sustentabilidade ("fundos dedicados a ESG"), aproveitamos o processo de investimento utilizado pela PIMCO há mais de 50 anos e utilizamos três princípios orientadores: Excluir, Avaliar e Engajar. Dessa forma, os fundos da PIMCO dedicados a ESG procuram proporcionar retornos atraentes e, ao mesmo tempo, seguem estratégias que a PIMCO acredita que possam ajudar na obtenção de resultados positivos de ESG. Veja no prospecto do fundo dedicado a ESG informações mais detalhadas sobre objetivos de investimento, estratégias de investimento e abordagem de ESG.

Por sua própria natureza, o investimento em ESG é qualitativo e subjetivo, de modo que não é possível assegurar que os critérios adotados ou o juízo exercido pela PIMCO refletirão as opiniões de qualquer investidor, nem que os fatores utilizados pela PIMCO poderão ser diferentes daqueles que um investidor considera relevantes para a avaliação das práticas de ESG de um emissor. Na avaliação de um emissor, a PIMCO depende de informações e dados obtidos em relatórios voluntários ou de terceiros, que podem estar incompletos, inexatos ou indisponíveis, ou ainda apresentar dados e informações conflitantes em relação a um emissor, o que, em cada caso, poderia levar a PIMCO a avaliar incorretamente as práticas de negócios de um emissor no que tange a suas práticas de ESG. As normas socialmente responsáveis diferem por região, e as práticas de ESG de um emissor ou a avaliação delas pela PIMCO podem mudar ao longo do tempo. Não é possível assegurar que as estratégias de investimento em ESG empregadas serão bem-sucedidas. O desempenho passado não é garantia nem indicação confiável de resultados futuros.

As afirmações relativas às tendências do mercado financeiro ou às estratégias de 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 em longo prazo, principalmente em períodos de queda no mercado. As perspectivas e estratégias estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio. Os investidores devem consultar seus profissionais financeiros antes de tomarem uma decisão de investimento.

Alpha é um indicador de desempenho com ajuste ao risco calculado pela comparação da volatilidade (risco do preço) de um portfólio em contraste com seu desempenho ajustado ao risco a um índice de referência; a retorno excedente relativo à referência é o alfa. **Beta** é um indicador de sensibilidade dos preços aos movimentos do mercado. O beta do mercado equivale a 1.

Este material contém as opiniões 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 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.

A PIMCO presta serviços apenas a instituições e investidores qualificados. Esta não é uma oferta para qualquer pessoa em qualquer jurisdição onde seja ilícita ou não autorizada. | **PIMCO Latin America** Av. Brigadeiro Faria Lima 3477, Torre A, 5º andar São Paulo, Brasil 04538-133. Nenhuma parte desta publicação pode ser reproduzida em qualquer forma, nem citada em qualquer outra publicação, sem autorização prévia por escrito. PIMCO e THE NEW NEUTRAL são marcas registradas da Allianz Asset Management of America L.P. nos Estados Unidos e em todo o mundo. ©2021, PIMCO.