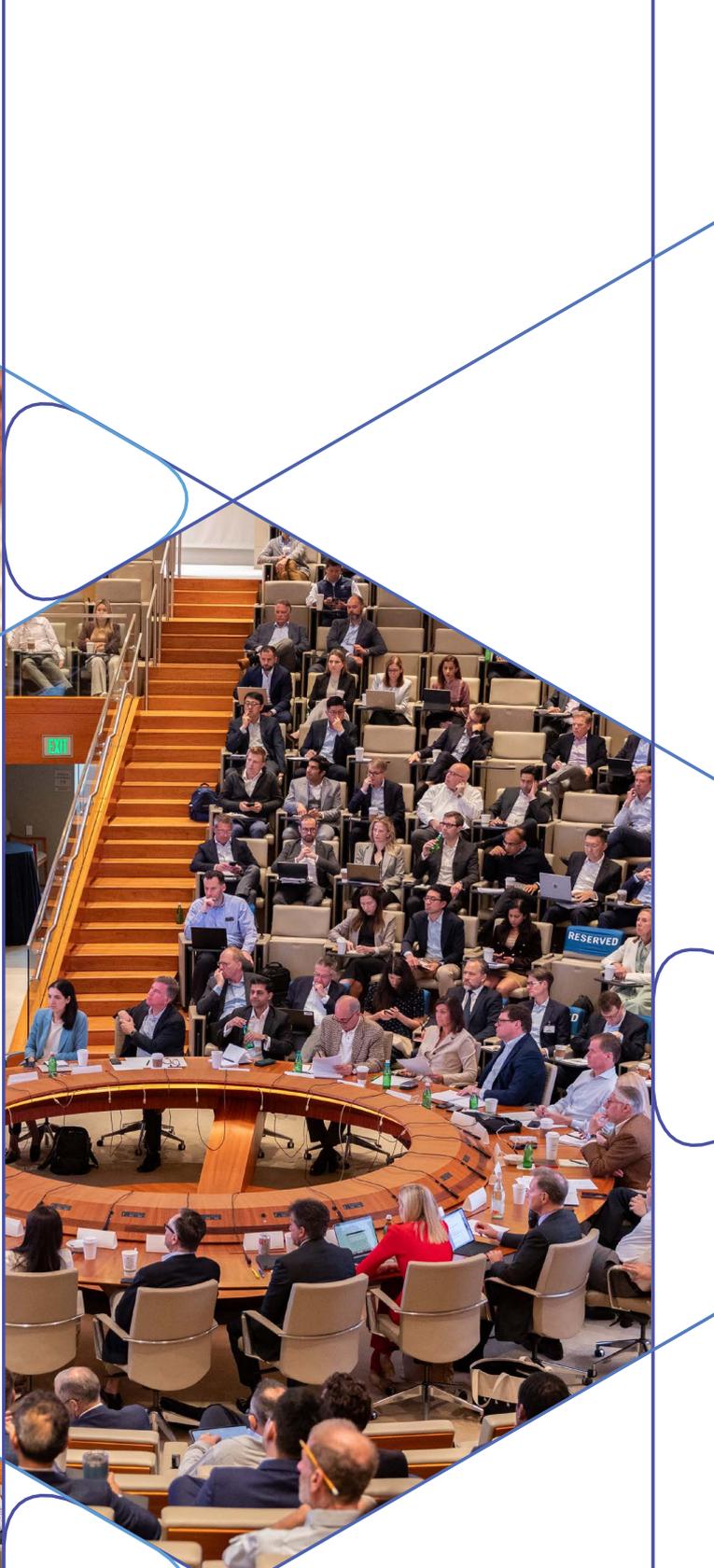


SECULAR  
OUTLOOK

JUNHO DE 2024

# Yield Advantage

O choque inflacionário pós-pandemia e o ciclo de alta de juros redefiniram os rendimentos da renda fixa, criando uma perspectiva favorável para esses títulos nos próximos anos à medida que a inflação recuar e os riscos aumentarem em outros mercados.



**Autores:****Richard Clarida**

Global Economic Advisor

**Andrew Balls**Chief Investment Officer  
Renda Fixa Global**Dan Ivascyn**Chief Investment Officer  
do Grupo

A economia mundial continua a se recuperar dos efeitos da pandemia, como deslocamentos no comércio exterior, intervenções monetárias e fiscais exageradas, inflação alta por muito tempo e episódios de volatilidade nos mercados financeiros. No Fórum Secular de 2024 da PIMCO, exploramos como os efeitos dessas perturbações produzem desdobramentos inesperadamente positivos e, ao mesmo tempo, introduzem riscos de longo prazo.

Entre os aspectos positivos, a desinflação foi mais rápida do que o previsto na maioria dos mercados desenvolvidos. Além disso, os riscos macroeconômicos e inflacionários parecem mais equilibrados do que estavam quando realizamos o Fórum Secular anterior, há um ano. Os bancos centrais também estão dando sinais de que começarão a cortar os juros, provavelmente com cronogramas diferentes.

Contudo, vemos três áreas principais em que os investidores se beneficiaram, mas podem estar negligenciando os riscos que talvez surjam em nosso horizonte secular de cinco anos:

- 1) O estímulo fiscal em larga escala impulsionou o crescimento dos EUA, mas esse ineditismo teve um custo: a trajetória da dívida dos EUA é insustentável e o governo terá de enfrentar esse problema. Enquanto isso, os mercados financeiros precisam cada vez mais operar sem a expectativa de apoio dos governos.
- 2) A inteligência artificial (IA) realinhará os mercados de trabalho e aumentará a produtividade, mas um impacto econômico significativo pode levar anos para ser sentido. Investimentos gigantescos foram seguidos por rápidos ganhos nos mercados de ações que nos fazem lembrar das fortes altas dos papéis de tecnologia no passado.
- 3) Em alguns mercados, os valuations dos ativos oferecem pouca proteção aparente aos investidores. Isso inclui as ações, com aparente exagero em valuations, e os mercados de empréstimos corporativos diretos a tomadores com classificação mais baixa, que são menos líquidos e mais expostos a juros flutuantes.

Para os investidores, o choque inflacionário e as altas de juros do início da década de 2020 redefiniram os rendimentos dos títulos de renda fixa, que agora embutem significativa proteção ajustada pela inflação. Os rendimentos iniciais apresentam correlação elevada com os retornos dos próximos cinco anos. Isso sugere uma boa perspectiva para os retornos da renda fixa a longo prazo à medida que a inflação recuar, principalmente se comparados a outros ativos e ajustados pelo risco. As oportunidades nos mercados globais de renda fixa também parecem excepcionalmente atraentes e diversificadas, desde que haja uma seleção ativa de países e títulos.

Acreditamos que esse cenário secular merece uma reavaliação – e até mesmo uma reversão – do paradigma tradicional de alocação de 60% em ações e 40% em renda fixa.

Como os bancos estão se retirando de alguns mercados, vemos boas oportunidades em empréstimos lastreados em ativos, principalmente no segmento de pessoas físicas, tendo em vista a força do consumidor norte-americano. A desintermediação bancária e as necessidades de capital também podem criar oportunidades em financiamentos de imóveis comerciais (CRE).

Nas sessões do Fórum Secular, analisamos o papel de liderança dos EUA e da China na transição para uma ordem mundial multipolarizada que provavelmente vai alterar a dinâmica dos mercados e das políticas econômicas. Os dividendos da paz colhidos nas últimas décadas estão se transformando em despesas com conflitos que podem causar rupturas.



## Palestrantes convidados para o Fórum Secular de 2024

### Tobias Adrian

Conselheiro Financeiro e Diretor do Departamento de Mercados de Capitais e Monetários do Fundo Monetário Internacional

### Anima Anandkumar

Professora de Ciências Matemáticas e da Computação na Cátedra Bren da Caltech

### David Autor

Professor de Economia na Cátedra Ford do MIT

### Jason Furman

Professor de Práticas de Política Econômica na Cátedra Aetna da Harvard Kennedy School e no Departamento de Economia da Universidade de Harvard

### Kevin Hassett

Professor Emérito de Economia na Cátedra Brent R. Nicklas da Hoover Institution; ex-Presidente do Conselho de Assessores Econômicos da Casa Branca

### John H. Cochrane

Pesquisador Sênior na Cátedra Rose-Marie and Jack Anderson da Hoover Institution

### Carmen Reinhart

Professora de Sistema Financeiro Internacional na Cátedra Minos A. Zombanakis da Harvard Kennedy School

### Brad Setser

Professor Sênior na Cátedra Whitney Shepardson do Conselho de Relações Exteriores

### Wendy R. Sherman

Ex-secretária de Estado Adjunta dos EUA

### Global Advisory Board da PIMCO

Especialistas de renome mundial em questões econômicas e políticas

# Tema secular: Os riscos estão equilibrados, mas é preciso ter cautela com as eras de ouro

Na tese secular de 2023, "A economia pós-choque", defendemos que os eventos do início da década de 2020 criariam uma nova realidade. O mundo viveu um período de grande volatilidade macroeconômica e crescimento lento. Previmos que os bancos centrais fariam o que fosse necessário para trazer a inflação de volta para "dois e pouco" por cento.

Embora essa tese se mantenha, nossa perspectiva para os próximos cinco anos precisa incorporar e avaliar os acontecimentos importantes desde o fórum de maio de 2023:

- A eclosão de uma guerra no Oriente Médio e um terceiro ano de guerra na Europa
- Desinflação rápida e, até o momento, indolor para "dois e pouco" por cento na maioria dos mercados desenvolvidos
- Grande divergência entre as trajetórias de inflação e crescimento nos EUA e em outros mercados desenvolvidos
- Duplicação inesperada do déficit orçamentário dos EUA em meio a um quadro de desemprego perto do menor nível em registro
- A volatilidade em papéis do Tesouro em outubro, desencadeada por preocupações com a trajetória fiscal insustentável dos EUA, que tende a se agravar nos próximos anos
- Retração da atividade bancária em consequência de regulamentações mais rígidas de capital e liquidez

Nossas visões seculares também se baseiam na última *Perspectiva Cíclica*, "Mercados divergentes, carteiras diversificadas". Nessa perspectiva, previmos que os bancos centrais seguiriam trajetórias distintas de cortes de juros. Previmos também que a economia dos EUA continuaria forte e que muitos mercados desenvolvidos grandes apresentariam desaceleração. Isso gerou o tema do "re-risco" nos mercados financeiros norte-americanos, além de dúvidas quanto à duração dessas tendências.

## OS BANCOS CENTRAIS SE MANTIVERAM FLEXÍVEIS...

Os profundos ajustes cíclicos pós-pandemia que se propagaram por toda a economia mundial estão dando lugar a tendências seculares mais duradouras com implicações importantes. Em nosso horizonte secular, continuamos prevendo crescimento lento e ciclos econômicos mais voláteis em todo o mundo. No entanto, os riscos dessa perspectiva parecem estar mais equilibrados do que há um ano.

Em parte, isso se deve à rápida volta da inflação para "dois e pouco" por cento na maioria das economias avançadas. O rápido aperto da política monetária controlou a inflação sem elevar as expectativas de inflação a médio prazo.

Os riscos mais equilibrados também se devem à adoção tácita por parte dos bancos centrais de uma estratégia de "desinflação oportunista" para atingir suas metas. Com essa estratégia, as autoridades econômicas têm margem de manobra para cortar os juros a fim de sustentar o crescimento em momentos em que a inflação parece contida.

As preocupações que tínhamos no ano passado com a possibilidade de as condições monetárias restritivas desencadearem instabilidade financeira não se concretizaram. Aparentemente, os riscos sistêmicos para os mercados financeiros globais bancários e não bancários parecem sob controle.

No entanto, as tendências estão claramente levando a regulamentações de capital e liquidez mais rígidas para os bancos. Sendo assim, os bancos podem ter dificuldades para administrar seus balanços patrimoniais em alguns mercados, e isso pode deslocar atividades de empréstimo para o capital privado.

Vemos cada vez mais espaço para os investidores atuarem como credores sêniores em áreas antes ocupadas por bancos regionais, como crédito ao consumidor, crédito imobiliário e financiamento de equipamentos. Os imóveis comerciais também serão uma oportunidade para o capital flexível, uma vez que a retração dos bancos pode exacerbar as dificuldades geradas pela queda nos preços dos imóveis e por mais de US\$ 2 trilhões em financiamentos que vencerão<sup>1</sup> nos próximos anos.

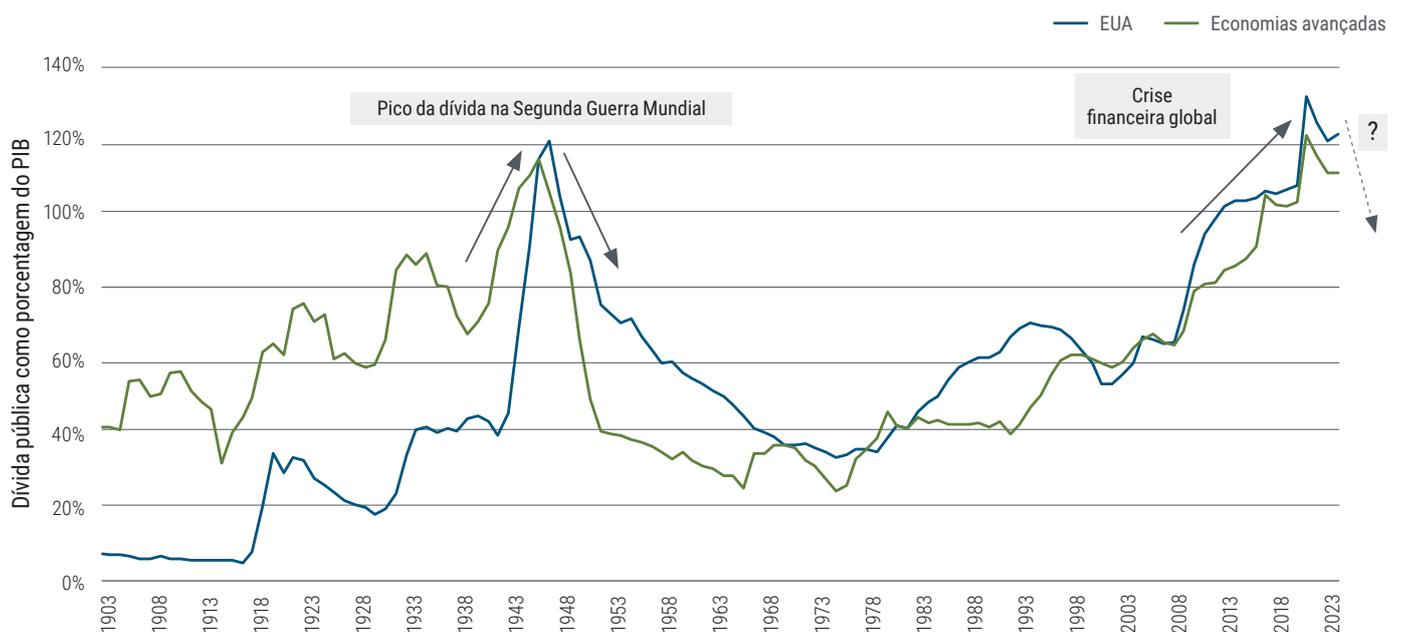
### ...MAS O ESPAÇO FISCAL É LIMITADO

Embora o contexto de política monetária tenha melhorado, o mesmo não aconteceu com o panorama fiscal. A trajetória fiscal em todo o mundo, em especial a dívida federal dos EUA, foi um dos focos do Fórum Secular deste ano.

Resta saber se a força cíclica da economia norte-americana é duradoura ou meramente resultado do suporte do governo durante a pandemia e do aumento da razão dívida/PIB. Se o país passar por um acerto fiscal, é provável que haja consolidação da dívida por meio de reformas nos gastos obrigatórios e aumento de impostos. Por mais improvável que pareça no cenário político atual, até mesmo o que parece intocável talvez tenha que evoluir.

O imenso estoque de dívida soberana em relação ao PIB que atormenta as economias avançadas (ver Figura 1) provavelmente causará maior inclinação nas curvas de juros em nosso horizonte secular, uma vez que os investidores continuam exigindo mais remuneração nos títulos de longo prazo. Há evidências – por exemplo, os rendimentos futuros dos títulos indexados pela inflação ou as estimativas para os prêmios de prazo dos títulos do Tesouro americano – de que os mercados já embutiram parte desse ajuste até mesmo antes de os bancos centrais começarem a cortar os juros (para saber mais, leia o artigo, "[Will the True Treasury Term Premium Please Stand Up?](#)").

Figura 1: O cenário fiscal pode ser limitado



Fontes: Fundo Monetário Internacional (FMI), Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff e PIMCO; dados anuais até dezembro de 2023. "Economias avançadas" são as economias avançadas do G-20 (Alemanha, Austrália, Canadá, Coreia do Sul, EUA, França, Itália, Japão e Reino Unido) até 2015 e todas as economias definidas pelo FMI como avançadas até 2023.

As autoridades enfrentarão mais limitações se recorrerem à política fiscal discricionária para conter os danos das futuras retrações no ciclo econômico. Nosso cenário-base não prevê uma crise financeira abrupta, mas episódios recorrentes de volatilidade se o foco das autoridades passar para as questões fiscais.

Apesar dessas pressões fiscais, acreditamos que o dólar continuará sendo a moeda predominante do planeta, em grande parte devido à inexistência de alternativa viável. Pode acontecer um grande ajuste na situação de dívida do país, mas não é iminente, dado o dinamismo da economia, suas vantagens em termos de imigração, produtividade e inovação e o fato de os títulos do Tesouro serem reserva global. Até o momento, a alta demanda por esses títulos -- considerados "porto seguro" e reserva líquida de valor -- conteve as preocupações do mercado de renda fixa em relação à sustentabilidade fiscal. Isso sugere que o cronograma das reformas fiscais poderá ir além do horizonte secular.

Em comparação com outras economias, os EUA ainda podem ser a alternativa menos ruim. Na China, as perspectivas são afetadas pela recessão no setor imobiliário, pelo envelhecimento populacional e pela abertura limitada dos mercados exportadores. Na Europa, a fragmentação política dificulta a criação de uma estratégia de crescimento abrangente. Somam-se a isso os conflitos regionais, a insegurança energética e a maior concorrência com a China em produtos manufaturados de maior valor agregado.

## MUDANÇA PARA UM MUNDO MULTIPOLARIZADO

O cenário geopolítico é cada vez mais definido por tensões entre uma superpotência dominante (EUA) e uma rival em ascensão (China). Tanto a China quanto a Rússia têm visões claras de longo prazo que destoam dos ideais ocidentais. Os dividendos da paz colhidos nas últimas três décadas estão se transformando em gastos com conflitos.

Isso salienta a transição para uma ordem mundial multipolarizada na qual surgem novas médias potências, mas há pouca cooperação. Tal transição pode mudar a correlação entre os mercados e elevar suas divergências em termos de potencial de crescimento e política econômica. Os ciclos de negócios provavelmente serão menos sincronizados. A macroeconomia e os mercados financeiros podem ficar mais voláteis do que antes da pandemia devido às suas forças subjacentes.

Há riscos para a estabilidade financeira, os quais podem se tornar problemáticos se os conflitos começarem a alterar demais os fluxos financeiros internacionais ou criarem condições para deterioração do capital. Em nossa opinião, o prêmio do risco de investir em crédito na China é muito baixo para ser atraente.

Acreditamos que o crescimento da China continuará mais lento, mas sem estagnar. Cabe destacar que o país está se "reglobalizando". Seu novo modelo de crescimento - centrado em produção e infraestrutura para contrabalançar o colapso do setor imobiliário - está impulsionando as exportações de produtos manufaturados. Essa guinada requer a reavaliação do papel do país na economia mundial, particularmente seu impacto na inflação e nos mercados de commodities, bem como sua integração à ordem financeira global.

Os principais mercados emergentes demonstraram uma resistência surpreendente neste ciclo. A típica combinação de fatores que costuma desencadear crises nesses mercados - como fuga de capitais, condições financeiras mais restritas e queda nos preços das commodities - não é evidente no momento nem parece provável no horizonte secular. O endividamento está aumentando nesses mercados, mas, até o momento, permanece em níveis sustentáveis em comparação com o dos mercados desenvolvidos.

Nações responsáveis por cerca de 60% do PIB mundial terão eleições importantes este ano. Os primeiros sinais indicam que os partidos populistas estão ganhando força, principalmente na Europa. Essas eleições têm potencial para mudar as prioridades econômicas e geopolíticas. As votações podem intensificar tendências de fragmentação, multipolaridade e protecionismo, favorecendo investimentos de nações amigas e/ou aliadas (friend-shoring). Países como Índia, Indonésia e México estão em posição favorável para se beneficiar dessas tendências.

Passando para as eleições presidenciais dos EUA, vemos espaço para mudanças maiores no comércio internacional, política fiscal, imigração, regulamentação e política ambiental. Independentemente do resultado dessas eleições, os EUA devem continuar com o déficit fiscal historicamente elevado. Ambos os partidos políticos estão determinados a manter a postura rigorosa em relação à China.

## OS EFEITOS DA IA ESTÃO FICANDO EM EVIDÊNCIA

A IA generativa pode transformar os mercados de trabalho e democratizar o acesso aos processos decisórios, pois mais pessoas poderão participar das decisões estando em posse de informações.

Contudo, muitas empresas enfrentarão dificuldades para adotar a IA. Talvez os ganhos significativos de produtividade e eficiência não se revelem nos dados macroeconômicos nos próximos cinco anos. Para que isso ocorra, além de adotar a tecnologia em si, as empresas precisarão reconfigurar fluxos de trabalho e reformular processos de produção.

Assim como aconteceu com outras tecnologias que surgiram nas últimas décadas, melhorias modestas em práticas de trabalho existentes não serão suficientes para gerar ganhos significativos de produtividade. Mas em algumas áreas, como ciência e saúde, mudanças revolucionárias poderão causar um impacto maior nos ganhos de produtividade.

Nosso cenário-base prevê que o impacto dos grandes modelos de linguagem da IA se manifestarão aos poucos ao longo do nosso horizonte secular, mas não descartamos a possibilidade de inovações mais imediatas. A explosão dos investimentos em computação, data centers e energia verde aumenta a disponibilidade desses recursos para aplicações além da IA. Ao mesmo tempo, os investimentos em IA viabilizam inovações baseadas em IA em outros ramos. Surpresas negativas também são uma possibilidade, principalmente se os modelos de IA forem usados de forma indevida para vigilância, manipulação ou ameaça à segurança e isso resultar em restrições que sufoquem as inovações.

Por enquanto, os investimentos podem levar a um pico passageiro de atividade no curto prazo. Em última análise, os ganhos de eficiência serão fundamentais para gerar crescimento sustentável a longo prazo.

A demanda por chips, data centers e capacidade de geração para sustentar esses ganhos de eficiência será explosiva, e essa tendência terá consequências imediatas nos setores.

## AS TAXAS NEUTRAS CONTINUARÃO BAIXAS

Os juros atuais elevados são resultado de forças cíclicas, especificamente de um pico inflacionário. Caso a inflação volte para perto das metas dos bancos centrais, os juros neutros nas economias avançadas poderão se estabilizar abaixo dos níveis anteriores à crise financeira global.

Acreditamos que o juro neutro dos EUA ficará na faixa de 2% a 3% em nosso horizonte secular (o que implica juro neutro real entre 0% e 1% a longo prazo). Em contrapartida, os preços atuais sugerem que os mercados não esperam juro neutro muito abaixo de 4%. Isso pode representar mais oportunidades para os investidores de renda fixa, uma vez que os rendimentos atuais já embutem proteção em forma de taxa de juros positiva e prêmio de prazo.

Os balanços patrimoniais dos bancos centrais, que estão sendo diminuídos por programas de aperto quantitativo (QT), devem continuar maiores do que antes da era do afrouxamento quantitativo (QE). Os bancos centrais dos mercados desenvolvidos provavelmente continuarão usando programas de compra de ativos para assegurar o bom funcionamento dos mercados de dívida soberana e recompra, bem como para atuar como último recurso para empréstimos. Exemplos incluem o Programa Emergencial de Financiamento Bancário a Prazo do Federal Reserve dos EUA, de 2023, e a operação de 2022 do Banco da Inglaterra para sustentar o mercado de gilts (títulos públicos britânicos).

Entretanto, somos da opinião de que é menos provável que os bancos centrais implementem programas abertos de compra de ativos de QE em reação a eventuais recessões. A pressão financeira vinda de grandes carteiras de títulos com retornos inferiores aos custos de financiamento está cada vez mais evidente.

Atualmente, as "opções de venda" monetárias e fiscais – ou seja, as expectativas de medidas governamentais de alívio em caso de recessão – estão com preços ainda mais baixos do que os preços de exercício. Isso limita a capacidade dos governos de estimular economias debilitadas e amortecer choques. Esperamos ainda mais volatilidade se os mercados passarem a negociar mais com base em fundamentos e menos com base em expectativas de socorro dos governos.

# Implicações para os investimentos: Ressurgimento da renda fixa

Nossa *Secular Outlook* de 2024 sugere que devemos voltar a prestar atenção aos mercados públicos de renda fixa, pois eles podem gerar retornos competitivos com risco menor comparados a outras classes de ativos. Os rendimentos atuais e as perspectivas de estabilização da inflação reafirmam as vantagens fundamentais desses títulos para as carteiras: potencial de renda atraente, resiliência em caso de eventos negativos e estabilidade devido à sua baixa correlação com as ações.

Muitos investidores sofisticados estão além do paradigma tradicional de 60% em ações e 40% em renda fixa. Mesmo assim, esta continua sendo uma regra geral citada com frequência e que orienta muitas discussões de investimentos. Em nossa opinião, estamos entrando em uma era que justifica repensar e reverter este conceito.

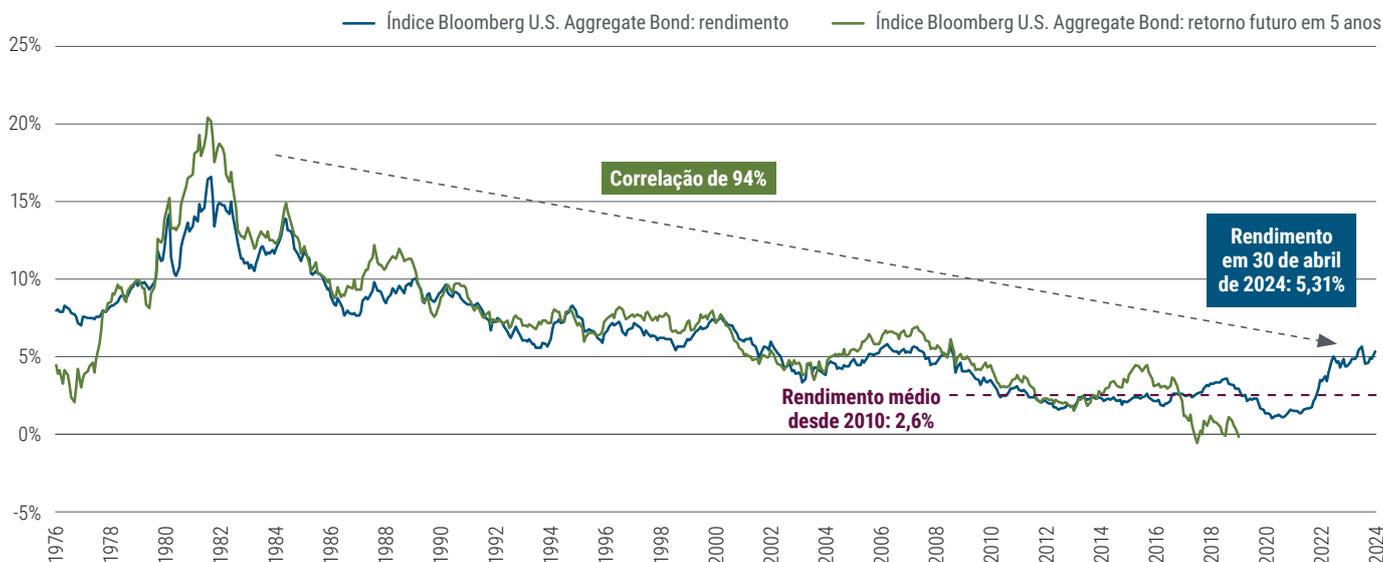
O choque inflacionário pós-pandemia e o subsequente ciclo de alta das taxas básicas de juros fizeram com que os rendimentos da renda fixa aumentassem drasticamente. Historicamente, os rendimentos iniciais são uma boa indicação dos retornos da renda fixa em um horizonte de vários anos (ver Figura 2). Em 30 de abril de 2024, os rendimentos dos índices Bloomberg U.S. Aggregate e Global Aggregate (com hedge em dólares dos EUA), duas referências para títulos de alta qualidade, estavam em 5,31% e 5,41%, respectivamente.

Usando esse cenário-base, os gestores ativos podem aumentar os rendimentos dos investidores. Ao identificar oportunidades em áreas de alta qualidade, como títulos hipotecários emitidos por agências (Agency MBS), gestores de perfil ativo podem montar carteiras que rendem de 6% a 7% sem assumir riscos significativos de juros, crédito ou liquidez.

Como resultado, uma alocação diversificada em títulos de renda fixa tem o potencial de gerar retornos de longo prazo semelhantes aos das ações, mas com perfil de risco mais favorável, sobretudo se levarmos em conta os valuations exagerados dos mercados de ações (ver Figura 3). Os mercados aparentemente não consideram um risco significativo de recessão, o que significa que a renda fixa pode ser uma forma barata de proteção contra esse risco.



**Figura 2: Historicamente, os rendimentos iniciais dos mercados de renda fixa apresentam correlação com os retornos futuros em 5 anos**



Fontes: Bloomberg e PIMCO, em 30 de abril de 2024. **O desempenho passado não é uma garantia nem uma indicação confiável do desempenho futuro.** O gráfico é apresentado para fins meramente ilustrativos e não é indicativo do desempenho passado ou futuro de qualquer produto da PIMCO. O rendimento e o retorno referem-se ao índice Bloomberg U.S. Aggregate Bond. Não é possível investir diretamente em um índice não administrado.

**Figura 3: As ações estão caras em termos absolutos e em relação aos títulos do Tesouro dos EUA**

| Em 30 de abril de 2024:  | Valor | Percentil |
|--|-------|-----------|
| <b>CAPE</b>  | 33,38 | 93,50%    |
| <b>Rendimento real das ações (1/CAPE)</b>  | 3,00% | 6,50%     |
| <b>Rendimento real dos títulos de 30 anos</b>  | 2,41% | 36,60%    |
| <b>Prêmio de risco de mercado (rendimento das ações - rendimento real da renda fixa)</b> | 0,59% | 12,50%    |

Prêmio de risco de mercado



Fontes: Bloomberg, dados on-line da Robert Shiller, Global Financial Data e PIMCO, em 30 de abril de 2024. Todos os indicadores de valor são relativos ao Índice S&P 500. CAPE (cyclically adjusted price-to-earnings ratio) é a relação preço/lucro ajustada ciclicamente. O índice de rendimento real das ações é a média dos lucros reais nos últimos 10 anos dividida pelo último preço. O rendimento real dos títulos de 30 anos corresponde ao rendimento dos Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) de 30 anos ajustado pelo rendimento nominal dos Títulos do Tesouro dos EUA de 30 anos menos a inflação esperada. Para computar as expectativas de inflação, estimamos a tendência de inflação de acordo com a calibração de Cieslak e Povala (2015) e projetamos a inflação nos próximos 30 anos.

Atualmente, a renda fixa embute também um prêmio de prazo que oferece alguma proteção. Se as taxas básicas caírem, esperamos ver uma inclinação nas curvas de juros e um aumento nos prêmios de prazo (para mais informações, leia as *Perspectivas da PIMCO* de fevereiro, "[Back to the Future: Term Premium Poised to Rise Again, With Widespread Asset-Price Implications](#)") e temos o steepener de curva como operação estrutural.

Após sofrer a inversão mais prolongada até hoje, a curva de juros dos EUA continua relativamente achatada. Isso significa que os investidores não precisam assumir muito risco de juros. Vemos valor na faixa de 5 anos da curva e estamos cautelosos com os prazos mais longos devido às preocupações fiscais. Se não houver recessão em nosso horizonte secular, a renda fixa ativa terá bom desempenho. Se houver recessão, a perspectiva para a renda fixa será ainda mais favorável, com potencial de valorização se os rendimentos caírem, o que a tornará atraente em comparação com os instrumentos de curto prazo (cash).

Os mercados globais de renda fixa oferecem oportunidades atraentes e diversificadas — que os investidores podem estar negligenciando — para ampliar os rendimentos sem aumentar demais os riscos. Os rendimentos globais, tanto nos mercados desenvolvidos quanto nos mercados emergentes, voltaram a níveis interessantes. Muitas economias fora dos EUA estão frágeis, mas com condições fiscais iniciais melhores, o que favorece os títulos de renda fixa.

Esperamos ver ciclos econômicos menos sincronizados e, portanto, uma correlação menor entre os mercados financeiros. As diferenças na política monetária e nas condições de mercado criam oportunidades únicas para plataformas globais de gestão ativa de investimentos, que podem ampliar ainda mais seus retornos por meio de uma boa seleção de títulos e países. Os subsídios industriais e as políticas comerciais que promovem o repatriamento da produção (onshoring), a compra de mercadorias de países aliados e amigos (friend-shoring) e a transição energética podem gerar setores e países vencedores e perdedores, apresentando mais oportunidades para os investidores ativos.

Diante da possível volatilidade dos índices de preços, os títulos do Tesouro protegidos da inflação (TIPS), as commodities e os ativos reais oferecem proteção contra a inflação e juros reais acima dos níveis pré-pandemia.

## **PRIORIZAR A SELEÇÃO DE INSTRUMENTOS DE CRÉDITO E A LIQUIDEZ**

Embora os spreads de crédito pareçam razoáveis, a seleção de instrumentos de crédito e setores será ainda mais importante em nosso horizonte secular. Em períodos de volatilidade, o crescimento dos mercados de créditos

públicos e privados proporcionará mais oportunidades para os investidores ativos que tiverem capital flexível.

Empresas mais sólidas e resilientes geram caixa significativo e não dependem muito de financiamento. Por outro lado, companhias menos sólidas geralmente precisam de acesso contínuo a crédito. Quanto mais as tecnologias de IA aumentarem a produtividade, mais disruptivas serão para empresas e setores, criando mais vencedores e perdedores. No passado, a chegada de novas tecnologias geralmente era seguida por ciclos de expansão e retração que geravam volatilidade, mas também oportunidades de gestão ativa de investimentos a partir da abordagem bottom-up.

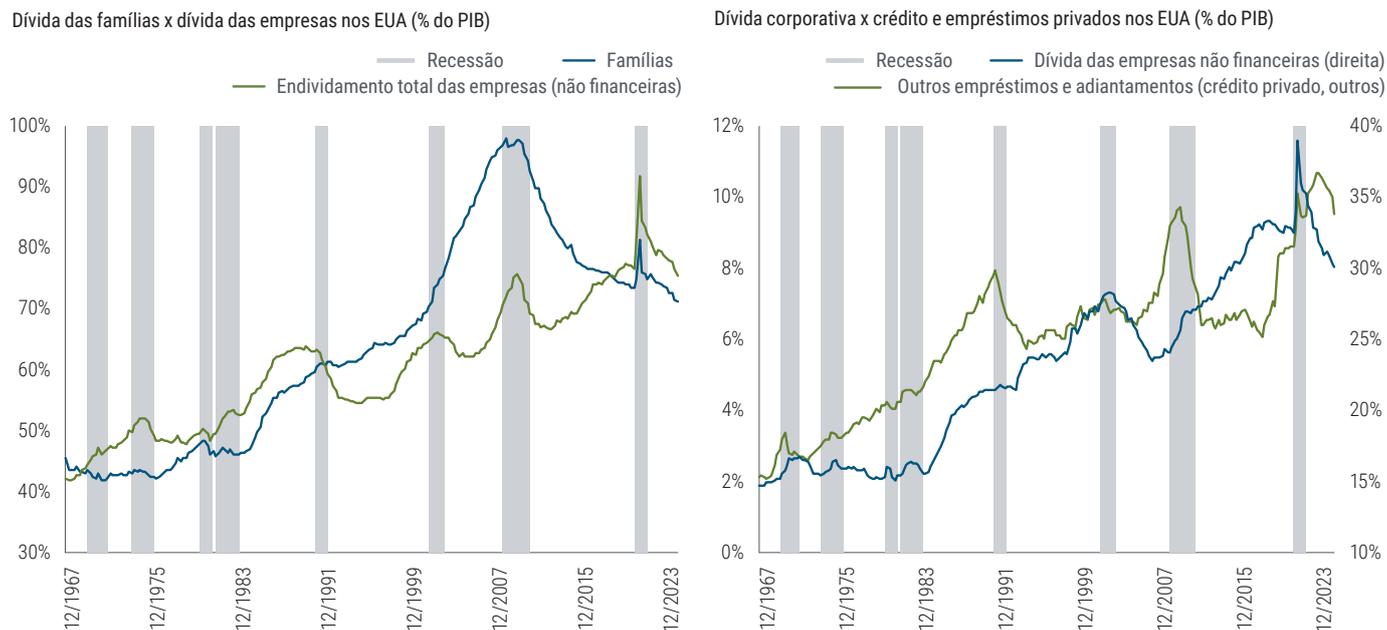
Esperamos aumento da regulamentação bancária, causando mais desintermediação e direcionando recursos para os mercados privados. Portanto, continuamos focados nas deficiências de liquidez decorrentes das pressões para os bancos gerirem seu capital e atenderem às exigências regulatórias. Por exemplo, a atual retração dos bancos pode criar para o capital flexível oportunidades em instrumentos de dívida CRE, dado que os detentores de ativos que enfrentarão muitos vencimentos precisarão de capital em grande escala.

Os empréstimos lastreados em ativos são um ótimo exemplo de oportunidade de investimento menos concorrida. Os empréstimos para empresas de médio porte parecem populares nos mercados privados. Mas, a nosso ver, o crédito ao consumidor oferece ótimos fundamentos e valor a longo prazo, uma vez que a alavancagem das famílias norte-americanas diminuiu (ver Figura 4) e os mercados de imóveis residenciais permanecem sustentados.

Isso poderia ser comparado ao capital que está atualmente concentrado em empréstimos corporativos. Estamos muito preocupados com o rápido crescimento dos mercados privados de taxas flutuantes, que podem não ter sido testados em ciclos anteriores de inadimplência. Essas condições aumentam os riscos de excesso em áreas como tecnologia e empréstimo direto a empresas com alavancagem elevada e classificação de crédito mais baixa. Podem surgir dificuldades em nosso horizonte secular.

Dado o potencial de retorno elevado nos segmentos mais líquidos do mercado de renda fixa, os investidores devem impor exigências significativas — em forma de potencial de retorno atraente e cláusulas sólidas de proteção — para abrir mão de liquidez. Aos rendimentos atuais, o potencial de retorno ajustado pelo risco da exposição aos mercados públicos de renda fixa — por exemplo, o aumento das alocações em títulos de alta qualidade de mercados desenvolvidos e emergentes — é maior comparado às áreas menos líquidas dos mercados de crédito.

**Figura 4: A dívida das famílias diminuiu, enquanto os empréstimos corporativos aumentaram**



Fontes: Dados do fluxo de fundos do Federal Reserve, Haver Analytics e cálculos da PIMCO, em 31 de dezembro de 2023. Observação: a categoria de outros empréstimos e adiantamentos a empresas não financeiras é usada como indicativo de ativos como crédito privado e empréstimos bancários.

## Sobre nossos fóruns

A PIMCO é líder global em renda fixa ativa e conta com uma profunda experiência em mercados públicos e privados. O processo de investimento da PIMCO é ancorado por nossos Fóruns Econômicos Seculares e Cíclicos. Quatro vezes ao 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 importantes para os investimentos. Nessas discussões abrangentes, aplicamos práticas de ciência comportamental para maximizar a troca de ideias, questionar nossas suposições, evitar vieses cognitivos e produzir insights inclusivos.

Em nosso Fórum Secular, realizado anualmente, nós nos concentramos nas perspectivas 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 relativos que direcionam o posicionamento dos portfólios.

1 Segundo cálculos da Newmark Research em 12 de fevereiro de 2024.

"Porto Seguro" é um investimento considerado capaz de manter ou aumentar seu valor em momentos de volatilidade do mercado. Os investidores buscam portos seguros para limitar sua exposição a perdas na eventualidade de turbulência no mercado. Todos os investimentos apresentam riscos e podem perder valor.

**O desempenho passado não é uma garantia nem um indicador confiável dos resultados futuros.**

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 longos tendem a ser mais sensíveis e voláteis do que aqueles com "durations" mais curtos; os preços dos títulos geralmente caem quando as taxas de juros sobem, e o ambiente de juros baixos aumenta esse risco. Reduções na capacidade de títulos de renda fixa da contraparte podem contribuir para a diminuição da liquidez do 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. O investimento em **títulos denominados em moeda estrangeira 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 por hipotecas e ativos** podem ser sensíveis a oscilações nas taxas de juros, estar sujeitos ao risco de pagamento antecipado e, embora geralmente sejam garantidos por um governo, órgão governamental ou garantidor privado, não é possível assegurar que tal garantidor honrará suas obrigações. As menções a títulos hipotecários emitidos por agências e a títulos hipotecários privados referem-se a títulos emitidos nos Estados Unidos. **Dívidas imobiliárias de imóveis comerciais** estão sujeitas a riscos que incluem pagamento antecipado, inadimplência, execução, risco de perdas, administração e eventos regulatórios adversos, que podem ser maiores no caso de empréstimos inadimplentes. **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. **Commodities** apresentam riscos mais altos, inclusive de mercado, políticos, regulatórios e relacionados a condições naturais, e podem não ser adequadas a todos os investidores. **Ativos** podem perder valor devido a condições setoriais, econômicas e de mercado reais ou supostas. **Risco de gestão** é o risco de que as técnicas de investimento e as análises de risco aplicadas por um gestor de investimentos não produzam os resultados desejados, e que determinadas políticas ou acontecimentos possam afetar as técnicas de investimento à disposição do gestor para a gestão da estratégia. A **qualidade de crédito** de um título ou grupo de títulos específico não garante a estabilidade nem a segurança do portfólio como um todo. A **diversificação** não é uma garantia contra prejuízos.

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.

As afirmações relativas às tendências do mercado financeiro ou às estratégias da carteira 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. Os investidores devem consultar seus próprios assessores antes de tomar uma decisão de investimento. As perspectivas e estratégias estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio.

O **CAPE (cyclically adjusted price-to-earnings ratio, P/L ajustado ciclicamente)** é uma medida de valuation que utiliza o lucro real por ação (LPA) ao longo de um período de 10 anos para amenizar as oscilações que ocorrem nos lucros das empresas nos diferentes períodos de um ciclo de negócios. **Correlação** é uma medida estatística de como cada um de dois títulos se move em relação ao outro. A correlação de vários índices ou valores mobiliários entre si ou em relação à inflação é baseada em dados de um determinado período. Essas correlações podem variar substancialmente no futuro ou ao longo de períodos diferentes, o que pode resultar em volatilidade maior. **Ativos reais** são recursos tangíveis, especificamente imóveis, infraestrutura e commodities com valor intrínseco vinculado a sua utilidade.

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

De forma geral, a PIMCO presta serviços a instituições qualificadas, intermediários financeiros e investidores institucionais. Investidores individuais devem entrar em contato com seu próprio profissional financeiro para determinar as opções de investimento mais adequadas a sua situação financeira. Esta não é uma oferta para qualquer pessoa em qualquer jurisdição onde ela seja ilícita ou não autorizada. | 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 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.