

Hora da virada? Temas no setor de imóveis comerciais em 2025

Como destravar valor em um contexto complexo no mercado

Com os principais bancos centrais baixando os juros, será que a dolorosa e demorada piora do mercado de imóveis comerciais vai terminar? Sim, pelo menos em alguns setores, de acordo com gestores da plataforma de imóveis comerciais da PIMCO. Em uma mesa redonda realizada recentemente, eles enfatizaram que a recuperação provavelmente será lenta e desigual, exigindo foco estratégico em regiões geográficas e setores específicos, além de uma escolha cuidadosa entre investimentos em dívidas e ações.

O MERCADO DE IMÓVEIS COMERCIAIS ESTAGNOU DURANTE GRANDE PARTE DE 2024. VOCÊ ACHA QUE O MERCADO FINALMENTE VAI SAIR DESSA SITUAÇÃO EM 2025?

John Murray (diretor executivo, área de imóveis comerciais privados globais): Sim, parece haver mais disposição em levar transações ao mercado após o corte de juros pelo Federal Reserve em setembro. Estão começando a brotar, particularmente transações convencionais no setor de condomínios residenciais. E os resgates dos principais fundos abertos parecem estar diminuindo.

Dito isso, não espero uma forte recuperação em 2025, como ocorreu após a crise financeira global. Naquela época, o setor teve auxílio de uma infinidade de programas do Federal Reserve, incluindo a flexibilização quantitativa, que levou a uma queda drástica nas taxas de capitalização.

Embora o Fed tenha finalmente começado a baixar os juros, não esperamos que os juros longos recuem nem para perto de onde estavam em 2021. Portanto, as taxas de capitalização devem se manter elevadas em relação a 2021 e isso, junto com o acúmulo de vencimentos de empréstimos de imóveis comerciais, sugere que o processo de melhora será demorado.

Russell Gannaway (diretor executivo, área de crédito alternativo): Concordo que haverá um aumento na atividade e uma tendência de recuperação no próximo ano. Os mercados

públicos já indicam que estamos mais adiante na trajetória de recuperação do que os mercados privados sugerem. Por exemplo, as *valuations* dos fundos de renda variável do setor imobiliário (REITs) e dos títulos garantidos por hipotecas (CMBS) estão se aproximando dos níveis de 2021. Os mercados públicos podem estar errados, mas espero que os mercados privados estreitem essa diferença no ano que vem.

François Trausch (diretor executivo, PIMCO Prime Real Estate): Os investidores devem ter em mente que na Europa, ao contrário dos EUA, os juros estavam negativos ou próximos de zero entre 2009 e 2022, e a maioria dos participantes do mercado se acostumou com isso. Portanto, embora os juros estejam caindo, não é provável que se aproximem dos níveis observados após a crise financeira global. Isso requer uma mudança significativa de mentalidade: em nossa opinião, os investidores não devem contar com juros baixos ou taxas de capitalização decrescentes, mas se concentrar em bolsões de crescimento onde os aluguéis e o lucro operacional líquido vão aumentar. Essa transição levará tempo.

Dito isso, apesar de não esperarmos crescimento substancial na Europa, é razoável esperar crescimento na Ásia, excluindo a China, o que poderia ajudar os mercados a se recuperarem mais rapidamente.

AS VALUATIONS JÁ BATERAM NO FUNDO DO POÇO?

Gannaway: As *valuations* estão chegando ao ponto mínimo, se é que já não chegaram. Eu diria que isso já aconteceu em alguns segmentos.

Seray Incoglu (vice-presidente executivo, área de imóveis comerciais privados globais): Os edifícios Classe A provavelmente chegaram ao ponto mínimo, com alguns sendo vendidos abaixo do custo de reposição. No entanto, propriedades de Classe B e Classe C¹, particularmente em setores como escritórios e saúde, ainda têm espaço para queda. As taxas de inadimplência e de não pagamento de vencimentos estão marginalmente elevadas, mas talvez isso não reflita totalmente a extensão do problema. Por exemplo, as taxas de inadimplência das obrigações de empréstimos colateralizados (CLOs) no mercado de imóveis comerciais aumentaram de menos de 1% antes da pandemia para 7%. Os emissores de instrumentos vinculados a imóveis comerciais estão reabsorvendo empréstimos inadimplentes pelo valor de face, provavelmente mascarando problemas subjacentes que o mercado ainda enfrenta.

Murray: Para quantificar, acreditamos que os valores de liquidação atingiram o ponto mínimo, tendo caído de 20% a 40% em relação ao pico. Operações tradicionais recentes foram negociadas com descontos de 20% a 25% em relação aos níveis de 2021. Curiosamente, o NCREIF Open End Diversified Core Equity Index sugere que os valores dos instrumentos de imóveis comerciais nos EUA caíram apenas 16%, então provavelmente haverá alguma queda adicional adiante, pelo menos no que se refere a índices formais como este.

Trausch: Com os investidores mantendo seus ativos em carteira e as vendas forçadas sendo limitadas, estamos no ponto mínimo, pelo menos de acordo com as empresas de *valuation*. No entanto, se houver aumento nas vendas forçadas — e há boas razões para crer que isso pode acontecer — as *valuations* poderão sofrer mais pressão. Lembre-se, as práticas de fingir e estender que vieram após a crise financeira global poderiam ser justificadas na época porque os juros caíram muito rapidamente. Mas agora, se os juros caírem mais lentamente, isso se torna menos justificável para os credores, especialmente os bancos, que estão cada vez mais impacientes com a inadimplência e seu impacto nos custos do capital.

NA SUA OPINIÃO, QUAIS FATORES O MERCADO ESTÁ SUBESTIMANDO OU SUPERESTIMANDO ATUALMENTE?

Trausch: Os juros estão caindo na Europa, mas por motivos errados — especificamente a perspectiva de baixo crescimento econômico, particularmente na Alemanha e na França, embora o crescimento continue mais forte na Espanha e na Itália. Além disso, a empolgação recente do mercado com os escritórios pode ser exagerada. Os investidores institucionais vão manter suas melhores propriedades, mas vale lembrar que escritórios bem localizados e com usos alternativos representam apenas um pequeno segmento do mercado. Os inquilinos estão se tornando mais exigentes, favorecendo ativos de maior qualidade e mais sustentáveis. Essa tendência representa uma oportunidade para proprietários e credores elevarem o status das propriedades. Mas também destaca o risco para as propriedades mais fracas, que provavelmente continuarão enfrentando queda da ocupação.

Gannaway: Concordo. Não há benefício algum em chegar cedo a esta festa. Lembre-se que os shopping centers de Classe B e C levaram 10 anos para fazer a transição para usos alternativos. Além disso, não acho que o mercado compreenda totalmente que o Fed irá baixar os juros de forma lenta e cuidadosa.

Murray: Da mesma forma, acho que o mercado está superestimando a importância dos recentes cortes de juros nas *valuations*. Juros curtos menores são como uma atadura: reduzem o sangramento, mas não necessariamente curam a ferida, que é o aumento das taxas de capitalização.

Incoglu: O mercado também pode estar ignorando a redução secular nos empréstimos bancários por causa das pressões regulatórias sobre o capital. Apesar dos recentes sinais de melhora nas condições dos empréstimos bancários, o foco dos bancos é nos ativos principais e isso vai continuar, mantendo menor alavancagem, gerando renda com produtos como depósitos e comissões nas atividades de banco de investimento e criando oportunidades para credores alternativos.

1 Edifícios Classe A são propriedades premium com comodidades modernas e localização privilegiada, normalmente ocupadas por empresas de prestígio. Edifícios Classe B são propriedades antigas de boa qualidade em áreas menos desejáveis, enquanto edifícios Classe C são prédios de baixa qualidade que talvez exijam reformas significativas e geralmente estão em locais menos favoráveis, atraindo inquilinos preocupados com o orçamento.

NO RELATÓRIO *PERSPECTIVAS DO MERCADO IMOBILIÁRIO* DE JULHO DE 2024, INDICAMOS PREFERIR DÍVIDAS A AÇÕES EM SE TRATANDO DE INVESTIMENTO NO SETOR IMOBILIÁRIO. ESSA PREFERÊNCIA AINDA SE MANTÉM?

Murray: Sim, ainda é um momento atraente para atuar como credor em todo o espectro de risco. Os juros permanecem elevados e as *valuations* das propriedades e os planos de negócios foram interrompidos pelo contexto de fraqueza econômica. Especificamente, estamos vendo muito mais oportunidades na ponta superior do espectro de risco para empréstimos emergenciais e para preenchimento de lacunas de financiamento.

Trausch: Já recomendamos: “Vá amplo em dívidas e permaneça restrito em ações” (em inglês, “go broad in debt and stay narrow in equity”). Isso ainda vale em termos gerais, mas acreditamos que o mercado oferece um ponto de entrada mais atraente agora do que há seis meses para quem investe em ações a longo prazo, à medida que os valores de liquidação recuam e as pressões de oferta diminuem. Dito isso, os investidores devem permanecer disciplinados e altamente seletivos.

QUAIS SÃO SUAS OPINIÕES DE MAIOR CONVICÇÃO SOBRE ONDE E COMO INVESTIR?

Gannaway: Continuo a gravitar para o setor residencial, que é sustentado por uma forte dinâmica de oferta/demanda de longo prazo. Nos EUA, prevemos uma escassez de moradias nos próximos cinco anos, o que terá implicações claras para a demanda sustentada ou crescente por estratégias de construção para alugar e para propriedades existentes para uma ou mais famílias. Apesar dos desafios de oferta no curto prazo, acreditamos que, a longo prazo, este é o lugar certo para investir. A região do Cinturão do Sol é um ótimo exemplo disso.

Trausch: Devemos prestar atenção ao setor residencial, mas como disse Russ, é essencial discernir e identificar os bolsões de oportunidade corretos. Um desses é o segmento de condomínios residenciais no Japão, onde a formação de famílias ainda está aumentando em cidades grandes como Tóquio e Osaka, inquilinos inadimplentes são raros e as condições de financiamento são atraentes.

De forma mais geral, o segmento de alojamento estudantil tem mostrado forte crescimento dos aluguéis — não apenas nos mercados tradicionais dos EUA, Reino Unido e Austrália, mas também na Europa Continental e em partes da Ásia.

Murray: Os data centers continuam no topo da minha lista, principalmente na Europa. A demanda continua crescendo globalmente, mas acreditamos na narrativa de convergência na Europa, que está cinco a sete anos atrás dos EUA em termos da capacidade de data centers em relação à população. A lacuna ocorre em parte devido às regulamentações de soberania digital, que exigem manutenção de dados, software e hardware críticos dentro das fronteiras nacionais.

Incoglu: Eu seria negligente se não citasse os setores nos quais estamos mais cautelosos. Durante e imediatamente após a Covid-19, o setor de saúde teve grande procura, tanto para investimento quanto para incorporação. No entanto, a absorção líquida deu sinais de desaceleração nos últimos trimestres devido à nova oferta e à redução da demanda pelos inquilinos em vários mercados. Dito isso, determinadas operadoras em mercados específicos estão bem posicionadas para navegar e superar os desafios atuais do mercado.

ALGUM COMENTÁRIO FINAL?

Incoglu: Este ciclo não evoluirá como qualquer outro no passado. Isso por si só criará volatilidade e oportunidades táticas de negociação, especialmente em mercados públicos. Sendo assim, os investidores devem considerar alocações em todos os quatro quadrantes — ações, private equity, dívida pública e privada.

Gannaway: Ainda existe uma clara lacuna entre os mercados público e privado que deve se fechar em uma direção ou outra. Avaliar com precisão o valor relativo — seja em mercados públicos ou privados, ou para determinar onde investir em todo o espectro de capital — será talvez a habilidade que vai separar os vencedores dos perdedores em 2025.

Todos os investimentos apresentam riscos e podem perder valor. Os investimentos em hipotecas comerciais e residenciais e dívidas imobiliárias comerciais estão sujeitos a riscos, que incluem pagamento antecipado, atrasos, execução hipotecária, risco de perda, risco administrativo e eventos regulatórios adversos, que podem ser agravados em caso de empréstimos inadimplentes. O valor dos imóveis e das carteiras que investem neles pode variar devido a: prejuízos decorrentes de acidente ou condenação, mudanças nas condições econômicas locais e gerais, oferta e demanda, taxas de juros, alíquotas de imposto predial, limitações regulatórias aos aluguéis, leis de zoneamento e despesas operacionais. Investimentos em títulos lastreados em hipotecas e ativos são instrumentos de alta complexidade, que podem ser sensíveis a oscilações nas taxas de juros e estar sujeitos ao risco de pagamento antecipado. REITs estão sujeitos a riscos como mau desempenho do gestor, mudanças adversas na legislação tributária ou não enquadramento para isenção de impostos no repasse de renda. Produtos estruturados, como obrigações de dívidas colateralizadas (Collateralized Debt Obligations ou CDOs), também são instrumentos bastante complexos que normalmente envolvem um grau de risco elevado; o uso desses instrumentos pode envolver derivativos que podem perder mais do que o principal investido. As obrigações de empréstimos colateralizados (Collateralized Loan Obligations ou CLOs) podem envolver um grau de risco elevado e sua venda é destinada apenas a investidores qualificados. Os investidores podem perder parte ou a totalidade do investimento e podem ocorrer períodos de não recebimento de distribuições de caixa. As CLOs estão expostas a riscos como de crédito, inadimplência, liquidez, gestão, volatilidade e taxa de juros. Investimentos em ativos reais, incluindo data centers, estão sujeitos a uma variedade de riscos inerentes que podem ter um impacto adverso nos valores e retornos (se houver) de tais investimentos, incluindo: mudanças no clima econômico geral, nas condições locais (como excesso de oferta de espaço ou redução na demanda por espaço), qualidade e filosofia de gestão, concorrência baseada em aluguéis, atratividade e localização das propriedades, condição física das mesmas, bem como a condição financeira dos inquilinos, compradores e vendedores de propriedades. Crédito privado e private equity envolvem um investimento em instrumentos não negociados publicamente que podem estar sujeitos a risco de iliquidez. As carteiras que investem em crédito privado podem ser alavancadas e participar de práticas de investimento especulativas que aumentam o risco de perda do investimento. O investimento em private equity também está sujeito ao risco de financiamento ou ao potencial de inadimplência em compromissos de capital e risco de mercado. Um investimento em private equity é considerado especulativo e envolve alto risco de perda de investimento.

Não é possível afirmar que as tendências mencionadas acima se manterão. As afirmações relativas às tendências do mercado financeiro se baseiam 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.

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

A PIMCO, em geral, 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 apropriadas para sua situação financeira. Esta não é uma oferta para qualquer pessoa em nenhuma jurisdição onde seja ilegal ou não autorizada. A Pacific Investment Management Company LLC, 650 Newport Center Drive, Newport Beach, CA 92660 é regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos. | A PIMCO Europe Ltd (empresa nº 2604517, 11 Baker Street, Londres W1U 3AH, Reino Unido) é autorizada e regulamentada pela Autoridade de Conduta Financeira (FCA) (12 Endeavour Square, Londres E20 1JN) no Reino Unido. Os serviços fornecidos pela PIMCO Europe Ltd não estão disponíveis para investidores de varejo, que não devem confiar nessa comunicação, mas entrar em contato com seu consultor financeiro. Como os serviços e produtos da PIMCO Europe Ltd são fornecidos exclusivamente a clientes profissionais, sua adequação é sempre confirmada. | PIMCO Europe GmbH (empresa nº 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Munique, Alemanha), filial italiana da PIMCO Europe GmbH (empresa nº 10005170963, via Turati nn. 25/27 (ângulo via Cavallieri n. 4), 20121 Milão, Itália), filial irlandesa da PIMCO Europe GmbH (empresa nº 909462, 57B Harcourt Street Dublin D02 F721, Irlanda), filial da PIMCO Europe GmbH no Reino Unido (número da empresa. FC037712, 11 Baker Street, Londres W1U 3AH, Reino Unido), filial espanhola da PIMCO Europe GmbH (N.I.F. W2765338E, Paseo de la Castellana 43, Oficina 05-111, 28046 Madrid, Espanha) e filial francesa da PIMCO Europe GmbH (número da empresa 918745621 R.C.S. Paris, 50 52 Boulevard Haussdorf, Espanha) Mann, 75009 Paris, França) são autorizados e regulamentados pela Autoridade Federal de Supervisão Financeira da Alemanha (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 (Frankfurt am Main) na Alemanha, de acordo com a Seção 15 da Lei Alemã de Instituições de Valores Mobiliários (WpIG). A filial italiana, a filial irlandesa, a filial britânica, a filial espanhola e a filial francesa também são supervisionadas por: (1) Filial italiana: a Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) (Giovanni Battista Martini, 3 - 00198 Roma) de acordo com o artigo 27 da Lei Financeira Consolidada Italiana; (2) Filial irlandesa: Banco Central da Irlanda (New Wapping Street, North) Wall Quay, Dublin 1 (D01, F7X3), de acordo com o Regulamento 43 dos Regulamentos da União Europeia (Mercados de Instrumentos Financeiros) de 2017, conforme alterado; (3) Filial do Reino Unido: a Conduta Financeira Autoridade (FCA) (12 Endeavour Square, Londres E20 1JN); (4) Filial espanhola: a Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

(Edison, 4, 28006 Madrid) de acordo com as obrigações estipuladas nos artigos 168 e 203 a 224, bem como as obrigações contidas no Título V, Seção I da Lei do Mercado de Valores (LSM) e nos artigos 111, 114 e 117 do Decreto Real 217/2008, respectivamente e (5) Filial francesa: ACPR/ Banque de France (4 Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09) de acordo com o art. 35 da Diretiva 2014/65/UE sobre mercados financeiros instrumentos e sob a vigilância da ACPR e da AMF. Os serviços fornecidos pela PIMCO Europe GmbH estão disponíveis somente para clientes profissionais, conforme definido na Seção 67, parágrafo 2, da Lei Alemã de Negociação de Valores Mobiliários (WpHG). Eles não estão disponíveis para investidores individuais, que não devem confiar nessa comunicação. De acordo com o art. 56 do Regulamento (UE) 565/2017, uma empresa de investimento tem o direito de assumir que os clientes profissionais possuem o conhecimento e a experiência necessários para compreender os riscos associados aos serviços ou transações de investimento relevantes. Como os serviços e produtos da PIMCO Europe GmbH são fornecidos exclusivamente a clientes profissionais, sua adequação é sempre confirmada. | PIMCO (Schweiz) GmbH (registrada na Suíça, Empresa No. CH-020.4.038.582-2, Brandschenkestrasse 41 (Zurique 8002, Suíça). De acordo com a Lei Suíça de Esquemas de Investimento Coletivo de 23 de junho de 2006 ("CISA"), uma empresa de investimento tem o direito de presumir que os clientes profissionais possuem o conhecimento e a experiência necessários para compreender os riscos associados aos serviços ou transações de investimento relevantes. Como os serviços e produtos da PIMCO (Schweiz) GmbH são fornecidos exclusivamente a clientes profissionais, sua adequação é sempre afirmada. Os serviços fornecidos pela PIMCO (Schweiz) GmbH não estão disponíveis para investidores de varejo, que não devem confiar nessa comunicação, mas entrar em contato com seu consultor financeiro. | A PIMCO Asia Pte Ltd (8 Marina View, #30-01, Asia Square Tower 1, Singapore 018960, número de registro 199804652K) é regulamentada pela Autoridade Monetária de Cingapura como detentora de uma licença de serviços de mercado de capitais e consultora financeira isenta. Os serviços de gestão de ativos e os produtos de investimento não estão disponíveis para pessoas onde a prestação desses serviços e produtos não é autorizada. | A PIMCO Asia Limited (Suite 2201, 22nd Floor, Two International Finance Centre, No. 8 Finance Street, Central, Hong Kong) é licenciada pela Comissão de Valores Mobiliários e Futuros para atividades regulamentadas dos tipos 1, 4 e 9 de acordo com a Portaria de Valores Mobiliários e Futuros. A PIMCO Asia Limited está registrada como gestora de investimentos discricionários transfronteiriços na Comissão de Supervisão Financeira da Coreia (número de registro 08-02-307). Os serviços de gestão de ativos e os produtos de investimento não estão disponíveis para pessoas onde o fornecimento desses serviços e produtos não é autorizado. | PIMCO Investment Management (Shanghai) Limited, endereço do escritório: Suite 7204, Torre de Xangai, 479 Lujiazui Ring Road, Pudong, Xangai 200120, China (código de crédito social unificado: 91310115MATK41MU72) está registrado na Associação de Gestão de Ativos da China como Gerente de Fundos Privados (número de registro. P1071502, Tipo: Outros). | PIMCO Australia Pty Ltd ABN 54 084 280 508, AFSL 246862. Esta publicação foi preparada para levar em conta os objetivos, a situação financeira ou as necessidades dos investidores. Antes de tomar uma decisão de investimento, os investidores devem obter aconselhamento profissional e considerar se as informações aqui contidas são apropriadas em relação aos seus objetivos, situação financeira e necessidades. Na medida em que envolve a Pacific Investment Management Co LLC (PIMCO LLC) fornecendo serviços financeiros a clientes atacadistas, a PIMCO LLC está isenta da exigência de possuir uma licença australiana de serviços financeiros em relação aos serviços financeiros fornecidos a clientes atacadistas na Austrália. A PIMCO LLC é regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários de acordo com as leis dos EUA, que diferem das leis australianas. | A PIMCO Japan Ltd, Número de Registro Comercial de Instrumentos Financeiros, é diretora do Departamento Financeiro Local de Kanto (Empresa de Instrumentos Financeiros) nº 382. A PIMCO Japan Ltd é membro da Japan Investment Advisers Association, da Investment Trusts Association do Japão e da Type II Financial Instruments Firms Association. Todos os investimentos contêm riscos. Não há garantia de que o valor principal do investimento será preservado ou de que um certo retorno será obtido; o investimento pode sofrer uma perda. Todos os lucros e perdas são para o investidor. Os valores, valores máximos e metodologias de cálculo de cada tipo de taxa e despesa e seus valores totais variarão de acordo com a estratégia de investimento, o status do desempenho do investimento, o período de gerenciamento e o saldo pendente de ativos e, portanto, tais taxas e despesas não podem ser estabelecidas neste documento. | A PIMCO Taiwan Limited é uma empresa operada e administrada de forma independente. O número de referência da licença comercial da empresa aprovada pela autoridade competente é (112) Jin Guan Tou Gu Xin Zi No. 015. O endereço registrado da empresa é 40F., No.68, Sec. 5, Zhongxiao East Rd., Distrito de Xinyi, Taipei City 110, Taiwan (R.O.C.), e o número de telefone é +886 2 8729-5500. | PIMCO Canada Corp. (199 Bay Street, Suite 2050, Commerce Court Station, PO Box 363, Toronto, ON, M5L Os serviços e produtos do 1G2) só podem estar disponíveis em determinadas províncias ou territórios do Canadá e somente por meio de revendedores autorizados para esse fim. | Nota para leitores na Colômbia: Isto O documento é fornecido por meio do escritório de representação da Pacific Investment Management Company LLC, localizado na Carrera 7 No. 71-52 TB Piso 9, Bogotá D.C. (Promoción y oferta de los negocios y servicios del mercado de valores por parte de Pacific Investment Management Company LLC, representada en Colombia.). Nota aos leitores no Brasil: PIMCO Latin America Administradora de Cartas Ltda. Av. Barg. Faria Lima, 3477 Itaim Bibi, São Paulo - SP 04538-132 Brasil. Nota aos leitores na Argentina: Este documento pode ser fornecido por meio do escritório de representação da PIMCO Global Advisors LLC AVENIDA CORRIENTES, 299, Buenos Aires, Argentina. | Nenhuma parte desta publicação pode ser reproduzida de qualquer forma ou mencionada em qualquer outra publicação, sem permissão expressa por escrito. PIMCO é marca registrada da Allianz Asset Management of America LLC nos Estados Unidos e em todo o mundo. ©2024, PIMCO.