PIMCO

PERSPECTIVA CÍCLICA

JANEIRO 2022

Investir em um ciclo em rápido avanço

Uma abordagem de longo prazo pode ajudar os investidores a se posicionarem para aproveitar as oportunidades em um ciclo de negócios volátil e em rápido avanço.

A company of Allianz

RESUMO

- O auge do apoio à política fiscal e, portanto, do crescimento real do PIB aparentemente ocorreram em 2021 e a economia global está avançando rapidamente para uma dinâmica de final de ciclo. Na maioria das regiões, a política monetária mudou o curso na direção da normalização.
- Atritos na oferta de produtos e no mercado de trabalho provocaram inflação. Nosso cenário base prevê um pico no primeiro trimestre, seguido por moderação para níveis próximos da meta dos bancos centrais ao final de 2022; estamos monitorando atentamente os riscos de alta desse cenário de inflação.
- Os rendimentos e os prêmios de risco não refletem os possíveis cenários de queda, em nossa opinião, o que justifica cautela e uma abordagem rigorosa na construção dos portfólios.
- De forma geral, favorecemos um pequeno underweight em duration em relação ao referencial e buscamos posicionar os portfólios para uma curva de juros mais inclinada. Dada a probabilidade de maior volatilidade, prevemos gestão ativa da duration para que, potencialmente, ela seja uma fonte de alfa mais significativa do que no passado.
- Buscamos exposição a crédito em fontes diversificadas, inclusive títulos hipotecários privados dos EUA, temas selecionados de recuperação da COVID-19 e oportunidades em nomes específicos. Temos uma visão positiva em relação às ações globais, mas estamos nos preparando para a dinâmica de final de ciclo com uma atenção maior à seleção de títulos.

AUTORES:

Tiffany Wilding
Executive Vice President
Economista

Tony Crescenzi
Portfolio Manager
Estrategista de Mercado

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Renda Fixa Global

A incerteza tornou-se um tema permanente nos mercados, economias e comunidades de todo o mundo. Dentro desse contexto, os profissionais de investimento da PIMCO se reuniram, mais uma vez virtualmente, para o Fórum Cíclico. Foram debatidas as principais tendências para as economias, políticas e setores de investimento globais em discussões que, em última análise, embasam a perspectiva da PIMCO para o próximo ano, bem como sua estratégia de alto nível para os portfólios.

PERSPECTIVA ECONÔMICA: MAIS VOLATILIDADE, MAIS INCERTEZA

Ao longo do horizonte secular, esperamos um ambiente macro mais incerto e volátil, com ciclos econômicos com duration mais curta, de amplitude maior e mais divergentes entre os países (ver detalhes na Secular Outlook "Era da transformação" da PIMCO). Esses temas seculares parecem estar se desenrolando também no horizonte cíclico: boa parte da economia global passou rapidamente de uma recuperação de início de ciclo para uma expansão de meio de ciclo, o que exigiu uma mudança mais rápida nas condições extraordinariamente folgadas da política econômica que prevaleceu em 2020 e 2021.

Para complicar ainda mais, a velocidade da recuperação, aliada à trajetória volátil do vírus, também contribuiu para gerar atritos mais significativos na oferta de produtos e no mercado de trabalho, alimentando a inflação. O momento e a extensão em que essas questões se resolverão e a inflação apresentará alguma moderação são bastante incertos, o que eleva o risco de um salto indesejado nas expectativas de inflação de longo prazo, um resultado que os bancos centrais querem mitigar ou evitar. De modo geral, esse ambiente macroeconômico mais volátil e incerto é uma evidência de que as últimas décadas de crescimento medíocre e inflação abaixo da meta foram deixadas para trás e o que teremos pela frente são trajetórias mais voláteis, incertas e diferentes entre os vários setores e regiões.

PEDRAS NO CAMINHO DA RECUPERAÇÃO

Desde a publicação da *Perspectiva Cíclica* de junho ("Inflexão da inflação"), a robusta recuperação global se manteve, embora desigual entre as diversas regiões e setores. De maneira geral, as políticas públicas para sustentar a demanda em meio a uma das maiores retrações econômicas da história moderna geraram uma das recuperações mais rápidas de que se tem notícia. Nos mercados desenvolvidos (MD), a produção retomou o pico anterior à pandemia no terceiro trimestre de 2021 e, com uma taxa média anual de crescimento de 5% projetada para 2021, deverá atingir seu ritmo mais rápido em mais de três décadas (os dados de crescimento e produto são da Haver Analytics).

Não obstante, como os maiores efeitos econômicos da pandemia talvez tenham ficado para trás, o auge do apoio à política fiscal e, portanto, do crescimento real do PIB provavelmente também foi atingido em 2021. Nos Estados Unidos, Canadá e Reino Unido, os programas de emprego e os subsídios salariais implementados durante a pandemia para sustentar a renda das famílias e o consumo terminaram no terceiro trimestre após se tornarem menos generosos ao longo do ano, enquanto programas similares nos países europeus terminaram no final do ano.

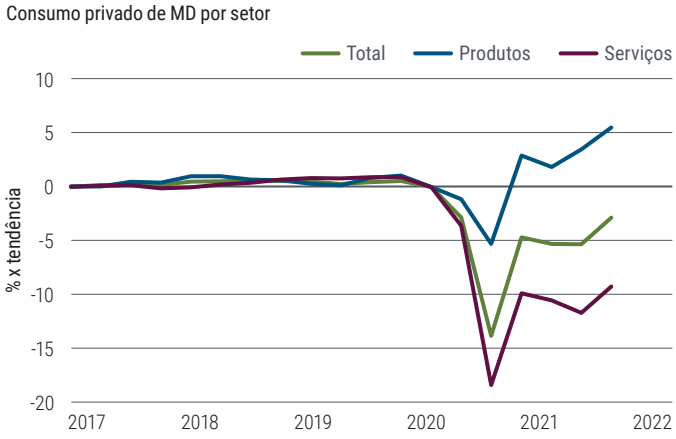
Na China, as condições de crédito mais restritas que persistiram até recentemente, bem como as políticas regulatórias implementadas como resultado da iniciativa governamental de prosperidade comum, desaceleraram o crescimento.

Na maioria das regiões, a política monetária também passou por uma firme mudança de curso, de uma postura ultra-acomodativa exigida pela pandemia para uma trajetória na direção da normalização. O Banco da Inglaterra (BOE) e o Banco do Canadá (BOC) encerraram completamente seus programas de compra de títulos públicos, e o Federal Reserve dos EUA deve acompanhá-los até março de 2022. Além disso, o BOE elevou a taxa de juros em dezembro de 2021 e, com exceção do Banco Central Europeu (BCE) e do Banco do Japão (BOJ), muitos outros bancos centrais de MD sinalizaram aumentos iminentes nos juros.

Embora o crescimento global observado ao longo dos últimos seis meses tenha ficado em linha com a perspectiva que traçamos em junho, três acontecimentos importantes nos levaram a rever vários aspectos da nossa perspectiva para 2022:

Primeiro, a variante delta da **COVID-19** deixou uma marca maior do que a prevista, embora provavelmente temporária, nas economias desenvolvidas e de mercados emergentes (ME). Embora a vacinação tenha ajudado a limitar novos casos da doença em todo o mundo, surtos mais graves nos ME afetaram a produção, alongaram os prazos de entrega e prejudicaram as cadeias de suprimento globais. Por exemplo, interrupções da produção na Malásia e na China tiveram impacto significativo sobre os estoques de produtos acabados nos setores automotivo, de utensílios domésticos e de construção civil. Nos principais mercados, o surto da variante delta também atrasou a recuperação do setor de serviços e paralisou a substituição prevista dos gastos com produtos por gastos com serviços, após a pandemia ter alimentado a demanda dos consumidores por bens duráveis em particular (ver Figura 1).

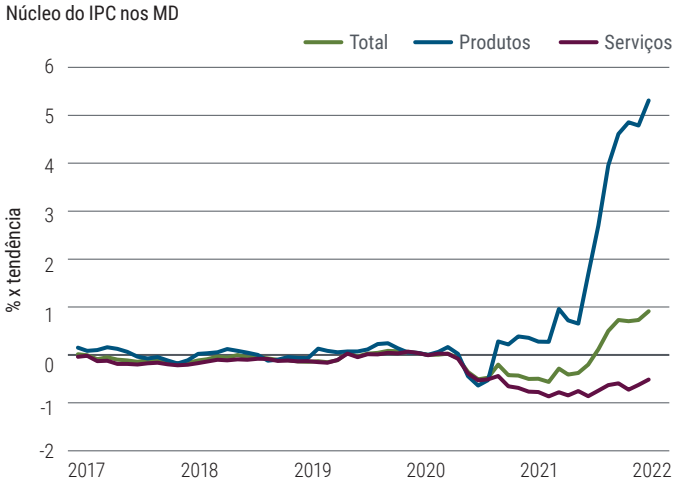
Figura 1: Nos MD, o consumo de produtos ainda está acima dos níveis anteriores à pandemia, enquanto o consumo de serviços ainda não se recuperou



Fonte: Haver Analytics, 2º trimestre de 2021
MD incluem Europa, EUA, Japão, Reino Unido e Canadá

Segundo, a **inflação** mostrou-se mais persistente e mais ampla em todas as regiões (ver Figura 2). A robusta demanda global por produtos, em meio a interrupções na produção e regulamentações ambientais mais rígidas, contribuiu para o aumento dos preços no varejo de diversas categorias de consumo, inclusive energia. Enquanto isso, a forte valorização dos imóveis residenciais, seja diretamente (embora com custos de reposição mais altos) ou indiretamente (pelos efeitos secundários dos aluguéis) aumentou a inflação dos serviços básicos na maioria das regiões.

Figura 2: Nos MD, o núcleo da inflação de produtos está bem acima dos níveis anteriores à pandemia



Fonte: Haver Analytics, outubro de 2021
MD incluem Europa, EUA, Japão, Reino Unido e Canadá

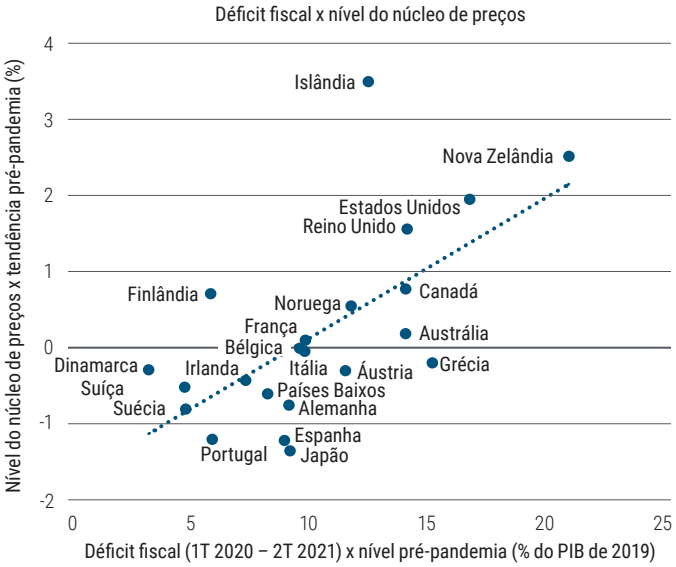
Terceiro, a maioria dos **bancos centrais** dos MD reagiu a esses desdobramentos apresentando planos para restringir a política monetária, como acima mencionado, ou aumentando os juros de forma mais agressiva, como ocorreu em diversos países de ME, inclusive no Brasil.

PERSPECTIVA PARA 2022: O CENÁRIO "CACHINHOS DOURADOS"

Devido a essa combinação de fatores, reduzimos nossas projeções de crescimento do PIB real em 2022 em todas as regiões. Esperamos ver uma desaceleração no crescimento do PIB dos MD de um ritmo anual médio de 5,0% em 2021 para 4,0% em 2022 (em comparação com a projeção anterior de 4,3%). Os constantes surtos da variante delta em todo o mundo no segundo semestre de 2021 restringiram a produção em várias economias, o que poderá pesar sobre as projeções de crescimento anual médio em 2022. Contudo, os efeitos sobre o produto pareciam em grande parte temporários. De fato, os indicadores de alta frequência sugerem que o crescimento acelerou novamente nos EUA e no Japão no quarto trimestre, bem como na China, após um contratempo temporário, no terceiro trimestre. Na Europa, que sofreu no quarto trimestre os efeitos econômicos de outro surto, o crescimento deve voltar a acelerar no início de 2022.

Também estamos elevando as projeções de inflação em todas as regiões. Ainda acreditamos que a inflação dos MD acabará por se moderar até atingir níveis próximos da meta dos bancos centrais até o final de 2022, mas somente após atingir o pico de 5,1% no 4º trimestre de 2021. Nos EUA, o núcleo do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) deve atingir o pico de 6,0% anuais no 1º trimestre de 2022, antes de recuar para 2,5-3,0% até o final do ano. O estímulo fiscal impulsionou a inflação em graus variados nas diferentes regiões (ver Figura 3). Contudo, as restrições na oferta de produtos e os ajustes nos preços relativos entre produtos e serviços também tiveram impacto. No entanto, ainda acreditamos que todos esses fatores perderão força conforme as economias se recuperarem da pandemia e os grandes gastos fiscais de 2020 e 2021 terminarem.

Figura 3: Os gastos fiscais contribuíram para a inflação em várias economias importantes



Fonte: Haver Analytics, 2º trimestre de 2021

Por fim, como resultado da magnitude e persistência do recente aumento da inflação, esperamos também a antecipação dos ciclos de alta de juros pelos bancos centrais dos MD e elevamos nossas expectativas para o provável nível final das taxas em muitas economias de ME.

Pelos padrões históricos, a alta das taxas nos MD deve ser gradual. Porém, a nosso ver, combinada com a rápida recuperação dos mercados de trabalho, a inflação elevada intensificou o foco dos bancos centrais no retorno da política à neutralidade. Ainda há muita incerteza em relação à taxa neutra. No entanto, na *Secular Outlook* "Era da transformação" (outubro de 2021), argumentamos que as taxas finais dos bancos centrais seriam mais baixas neste ciclo do que no último, como resultado dos níveis de endividamento mais elevados e dos esforços dos bancos centrais para reduzir seus balanços. Como resultado, os bancos centrais ainda podem ser relativamente graduais na tentativa de normalização da política.

Altas de juros são esperadas em meio a pressões inflacionárias, mas o momento será diferente entre as várias regiões

Nas economias de MD, após o aumento dos juros pelo BOE em dezembro, acreditamos que o BOC será o próximo a elevar as taxas, já no primeiro trimestre de 2022. O Federal Reserve deve encerrar as compras de ativos até março, começar a elevar os juros logo em seguida e a reduzir seu balanço no 2ª semestre de 2022. Também é provável que Reserve Bank da Austrália (RBA) aumente os juros em 2022, seguindo basicamente a trajetória do Fed.

Passando para os ME, esperamos que a maioria dos bancos centrais continue a aumentar os juros em 2022 após um aperto significativo para repelir as pressões inflacionárias em 2021. Ainda assim, embora a inflação possa ser mais moderada nos ME em 2022, é improvável que ela atinja a meta dos bancos centrais no horizonte cíclico.

OS RISCOS PARA A PERSPECTIVA PARECEM ESTAR MAIS AGUDOS

Não obstante, vemos três riscos importantes para nosso caso base, o que cria um ambiente mais incerto para os investidores.

Cenário de risco 1: a inflação se mantém persistentemente elevada. Talvez: 1) as restrições de oferta não diminuam ou se agravem em função de novos surtos de COVID; 2) as tendências recentes de forte crescimento da produtividade, pelo menos nos Estados Unidos, falhem; ou 3) os ganhos incrementais na oferta de mão de obra resultantes da recuperação da participação da faixa etária de 25 a 54 anos e/ou da imigração não se materializem. Alternativamente, é possível que as expectativas inflacionárias aumentem em decorrência da inflação já elevada, levando a uma barganha salarial mais forte que, por sua vez, alimente uma inflação mais persistente.

Cenário de risco 2: variantes geram surtos de COVID, restringindo a atividade. O recente aumento nos casos de COVID-19 relacionados à variante ômicron, mais contagiosa, é um lembrete claro da incerteza que cerca a trajetória do vírus e, portanto, dos riscos para o nosso cenário base. No momento, esperamos que o salto recente no número de casos afete apenas temporariamente as taxas de crescimento dos MD no 1º trimestre, as quais devem apresentar uma sólida aceleração a partir do 2º trimestre. No entanto, estamos cientes de que ondas de novas infecções podem sobrecarregar ainda mais os recursos e alimentar mudanças de comportamento de consumidores e empresas, reduzindo a atividade e, possivelmente, estimulando mais pressões inflacionárias.

Cenário de risco 3: o aperto nas condições financeiras ocorre mais abruptamente do que o esperado. Após um período de política monetária bastante folgada, poderia ocorrer uma mudança mais drástica nas condições financeiras. Até o momento, acreditamos que os bancos centrais dos MD tenham feito um bom trabalho de preparação dos mercados para um aperto precoce, mas os mercados ainda estão precificando uma trajetória gradual até as taxas finais historicamente baixas. Ao longo dos próximos meses, quando é provável que a inflação continue elevada nos EUA antes de recuar mais ao final de 2022, as condições financeiras, particularmente nos EUA, podem ser apertadas mais abruptamente se os mercados precificarem o risco de um ciclo de aperto mais agressivo por parte do Fed.

Implicações de um ciclo em rápido avanço para os investimentos

Em nossa perspectiva econômica, é possível constatar que várias questões têm o potencial de influenciar significativamente as perspectivas de investimento, em particular a velocidade, a profundidade e a evolução dos esforços incipientes dos bancos centrais para reduzir sua extraordinária acomodação monetária.

Planejamos nos concentrar na volatilidade que pode resultar da rapidez com que o ciclo econômico está se movendo em direção à dinâmica de final de ciclo, um momento em que, como hoje, a inflação tende a se acelerar e pode levar a um aperto na política monetária, enervando muitos investidores.

No entanto, os mercados precificam um cenário de céu de brigadeiro, no qual os bancos centrais conseguem o elusivo pouso suave sem qualquer aumento significativo de juros. Ainda assim, a história nos lembra que, algumas vezes, "coisas acontecem" quando ocorre uma guinada na política monetária.

Os rendimentos e os prêmios de risco não refletem os possíveis cenários de queda, em nossa opinião, o que justifica cautela e uma abordagem rigorosa na construção dos portfólios.

Assumimos uma abordagem de investimento de longo prazo, atentos a possíveis reações exageradas no curto prazo

Em relação aos próximos dados de inflação, é importante evitar enfatizar a potencialmente preocupante série de dados esperada no início de 2022. De forma geral, planejamos evitar decisões de investimento de vulto que dependam de uma visão macro de curto prazo e permanecer atentos a possíveis reações exageradas das autoridades econômicas e dos investidores às informações de curto prazo.

Apesar da cautela, em geral favorecemos a construção de portfólios que acreditamos oferecer carrego positivo em relação aos seus referenciais, incorporando spreads com perfil de risco-retorno atraente. Apesar de tudo, estamos otimistas em relação às perspectivas macroeconômicas, com a projeção de um crescimento econômico que venha a reforçar os fluxos de caixa, o que pode beneficiar os investidores.

No entanto, capturar esses fluxos de caixa, que podem se movimentar, diminuir ou desaparecer dependendo da situação macroeconômica e financeira, requer uma abordagem rigorosa na construção dos portfólios. Por exemplo, preferimos reduzir a dependência do posicionamento no beta (desempenho do mercado como um todo), aumentar o uso do conjunto de oportunidades globais, submeter nossos portfólios a análises de cenário que avaliem o desempenho em potencial e aumentar sua liquidez e flexibilidade para aproveitar as oportunidades à medida que elas surgirem, deixando espaço em nossos orçamentos de risco para fazê-lo.

Passemos agora para os detalhes do posicionamento dos portfólios.

DURATION E CURVA DE JUROS

Níveis de duration: De forma geral, pretendemos ficar underweight em duration, principalmente com base na ausência do prêmio de risco que é embutido na estrutura de prazos. Dada a probabilidade de maior volatilidade, prevemos gestão ativa da duration para que, potencialmente, ela seja uma fonte de alfa mais significativa do que no passado. Continuamos a acreditar que a duration pode funcionar com um diversificador para contrabalançar os componentes mais arriscados de um portfólio de investimentos, mas ainda assim monitoramos as possíveis mudanças nas correlações.

Como destacamos na *Secular Outlook*, embora diversas transformações possam afetar a economia global, esperamos que os bancos centrais mantenham as taxas de juros baixas por vários anos. Os participantes do mercado parecem concordar, o que tem sido uma força limitadora na estrutura de prazos das taxas de juros.

De maneira geral, inclinaremos os portfólios com exposição relativamente alta a crédito ou ações mais próximos de neutro em duration, com posicionamento similar na curva.

Posicionamento na curva de juros: tendemos a um posicionamento em uma curva de juros mais inclinada, embora um pouco menos do que o normal, devido a algumas evidências de enfraquecimento das influências que alicerçaram o steepener por décadas e à luz do reajuste recente nas taxas de curto prazo em função dos próximos aumentos dos juros.

Dada a nossa perspectiva secular para as taxas dos bancos centrais, não prevemos que os rendimentos da renda fixa superem *significativamente* o nível atual do mercado futuro, mantendo-se dentro de uma faixa relativamente estreita. Além disso, não esperamos que os participantes do mercado embutam um prêmio de risco significativo nos prazos mais longos, eliminando nesses prazos dois dos maiores influenciadores históricos desses rendimentos.

Nossa perspectiva macroeconômica também justifica nossa visão sobre o posicionamento na curva, com a expectativa de que a moderação da inflação limite o aumento dos juros. Contudo, esse ponto de vista é um tanto cauteloso, dada a ampla gama de resultados possíveis, justificando um posicionamento modesto para a exposição à curva e utilizando nossos orçamentos de risco em outras áreas de investimento.

Vemos algumas oportunidades para diversificar nosso posicionamento na curva, inclusive assumindo exposições nas curvas de juros do Canadá, Reino Unido, Nova Zelândia e Austrália.

CRÉDITO

Dada a nossa visão de crescimento econômico contínuo e o grau de preparação dos mercados para a guinada agressiva dos bancos centrais de todo o mundo, de forma geral estamos overweight em crédito, com algumas ressalvas. Por um lado, procuramos obter nossa exposição a crédito em fontes diversificadas, sendo que os títulos corporativos de curto prazo compõem uma parcela menor dessa exposição, devido ao espaço restrito para uma contração dos spreads. Como um substituto e em um esforço para reforçar a liquidez, o carrego, a convexidade e a rolagem das nossas exposições a títulos corporativos, cada vez mais tendemos para índices de crédito, que acreditamos poder proporcionar benefícios de diversificação e demonstrar características defensivas.

Nossos especialistas em crédito continuam a identificar inúmeros créditos individuais merecedores de exposição, mas estamos atentos a desafios estruturais na liquidez do mercado de títulos corporativos gerados pela ruptura do modelo principal-agente, quando os spreads de crédito podem ser mais amplos do que seria justificado pelos fundamentos.

> Buscamos exposição a crédito em fontes diversificadas, inclusive em títulos hipotecários privados dos EUA, temas selecionados de recuperação da COVID-19 e oportunidades em nomes específicos

Não obstante, acreditamos que a seleção de nomes específicos continue a ser um determinante de retorno nos mercados de crédito, inclusive o investimento em nomes com classificação BBB, que preferimos em detrimento dos nomes com classificação A. Estamos investindo em temas de recuperação selecionados (hotelaria, aeroespacial e turismo), ainda que modestamente, bem como em empresas financeiras e em setores que acreditamos que deverão ser beneficiados pelas grandes transformações que identificamos.

Continuamos a buscar ativos dos quais nossos especialistas em crédito possam extrair prêmios de iliquidez e de complexidade atraentes. Nesse aspecto, nossos ativos preferidos incluem alguns produtos estruturados e títulos lastreados em ativos, inclusive títulos hipotecários privados (MBS) dos EUA. Esse mercado em retração continua repleto de estruturas atraentes do ponto de vista de senioridade, características defensivas em relação ao crédito corporativo e fluxos de caixa. Estamos otimistas em relação ao mercado imobiliário dos EUA.

Em títulos hipotecários com garantia das agências federais, temos um viés na direção de um underweight, refletindo o que consideramos valuations elevadas e a possibilidade de uma reação exagerada à redução e encerramento do programa de compras mensais de títulos pelo Fed que, antes do abrandamento, incluía US$ 40 bilhões desses títulos. De uma perspectiva de portfólio, uma redução nas posições de MBS pode melhorar o perfil de convexidade dos portfólios que têm MBS em seu referencial.

Nossos especialistas identificaram diversas oportunidades de diversificação das exposições de crédito entre países e regiões, e estamos investindo nas que se enquadram em nossos mandatos. De maneira geral, estamos atentos aos créditos de ME.

Em contraste com os mercados públicos de crédito, que proporcionam acesso relativamente fácil aos investidores e, portanto, são propensos a se valorizar, os mercados de crédito privados não apresentam essa característica, e vemos oportunidades selecionadas para investidores qualificados que consigam suportar o risco adicional envolvido e considerar ativos privados em sua alocação a investimentos ilíquidos.

TÍTULOS VINCULADOS À INFLAÇÃO

Consideramos os títulos vinculados à inflação como diversificadores contra os riscos de inflação e como forma de obter um pequeno montante de beta de crédito. Esperamos manter o posicionamento global em títulos indexados basicamente estável, líquido de oportunidades de valor relativo identificadas por nossos especialistas. Um eventual encerramento do programa de compra de títulos do Fed

eliminará um ponto de sustentação importante do mercado de títulos do tesouro dos EUA vinculados à inflação (TIPS).

CÂMBIO E MERCADOS EMERGENTES

Vemos influências concorrentes puxando as principais taxas de câmbio. Dessa forma, esperamos nos manter próximos do neutro em dólar norte-americano, que pode ser beneficiado pela guinada agressiva do Fed, mas também ser prejudicado pelas dinâmicas de mais longo prazo, como o grande déficit dos EUA em transações correntes e a dependência de recursos estrangeiros para financiamento do déficit. Esperamos que nossas posições em dólares sejam determinadas mais por uma combinação de posições em moedas por si só consideradas atraentes. Isso poderia perfeitamente incluir, por exemplo, certas moedas de ME, embora, em nossa opinião, as oportunidades em moedas do G-10 sejam escassas.

Investimentos selecionados em ME parecem atraentes no contexto de um portfólio diversificado

Em dívida local e externa de ME, estamos atentos a uma série de riscos de investimento nessa classe de ativos volátil, especialmente em meio a uma política monetária mais rígida nos EUA. No entanto, somos atraídos por diversos fatores que tornam os ME interessantes no contexto de um portfólio diversificado e por nossa preferência por uma exposição reduzida a instrumentos de crédito corporativo de curto prazo.

De forma mais específica, embora a volatilidade histórica dos ativos de ME seja um motivo para cautela, sua atratividade atual está relacionada aos princípios básicos de investimento que podem tornar um ativo atraente, inclusive um declínio significativo nos preços e um sentimento extremamente pessimista. Ambos pesaram sobre os ativos de ME no ano passado, principalmente sobre os títulos em moeda local, que contam agora com o amortecedor de um rendimento real superior ao dos MD. Para nós, esse amortecedor tem valor se encarado sob a ótica da diversificação.

Vemos algumas poucas oportunidades em moedas de ME, que encaramos como expressões relativamente líquidas da classe de ativos de ME. De maneira mais ampla, permanecemos atentos à natureza idiossincrática de investir em ME e, portanto, contaremos com nossos especialistas para identificar valor.

AÇÕES

Como nossa equipe de alocação de ativos discute em sua recente perspectiva "Oportunidades em meio a transformações", a PIMCO tem uma visão positiva em relação às ações globais, dado o cenário de ganhos lentos, mas positivos. Isso posto, estamos nos preparando para a dinâmica de final de ciclo, dando maior atenção à seleção de títulos. Empresas de capitalização elevada e alta qualidade se destacam por terem um desempenho superior no final do ciclo de negócios, compatível com os padrões históricos. Empresas com poder de fixação de preços também têm a ganhar. O setor de semicondutores tem potencial para apresentar desempenho superior no longo prazo, beneficiado pela forte demanda relacionada aos temas transformadores discutidos na *Secular Outlook*, inclusive a digitalização e muitas partes do esforço de neutralização das emissões de carbono. Espera-se que as tendências inflacionárias afetem negativamente os múltiplos de resultados dos preços das ações, sendo provável uma queda de alguns pontos percentuais no cenário base.

COMMODITIES

A perspectiva para os mercados de commodities apresenta nuances. Estamos relativamente otimistas em relação aos preços da energia, mas esperamos que o preço do petróleo bruto seja limitado pelo aumento da produção de energia nos EUA, embora mais lentamente do que em ciclos anteriores, dada a mobilização mais disciplinada do capital. Os preços do gás natural são sustentados por fortes exportações, embora o aumento da produção norte-americana nos tenha deixado mais cautelosos em relação às perspectivas para 2022. Em nossos modelos, o ouro teve desempenho significativamente inferior ao rendimento real, trazendo os preços para perto dos níveis mais baixos dos últimos 15 anos, embora, em uma ótica de curto prazo, o metal pareça apenas um pouco barato. Somos atraídos pelo mercado de emissões cap-and-trade, que esperamos ser fortemente sustentado pela passagem da energia marrom para a verde. Juntamente com os preços favoráveis, esse vento de cauda é a razão pela qual colocamos o mercado de permissões da Califórnia como uma de nossas principais ideias no mercado de commodities (veja mais detalhes no artigo recente em inglês sobre o mercado de carbono cap-and-trade da Califórnia).

TODOS OS ATIVOS

Sem dúvida, ao considerar todas as classes de ativos aqui discutidas, de commodities a títulos de renda fixa, esperamos que os mercados sejam mais voláteis do que o normal, o que exigirá reavaliações frequentes dos fatores de exposição dos portfólios. Assumimos uma visão de longo prazo e, ao mesmo tempo, reconhecemos a necessidade de avaliação constante das circunstâncias de curto prazo.

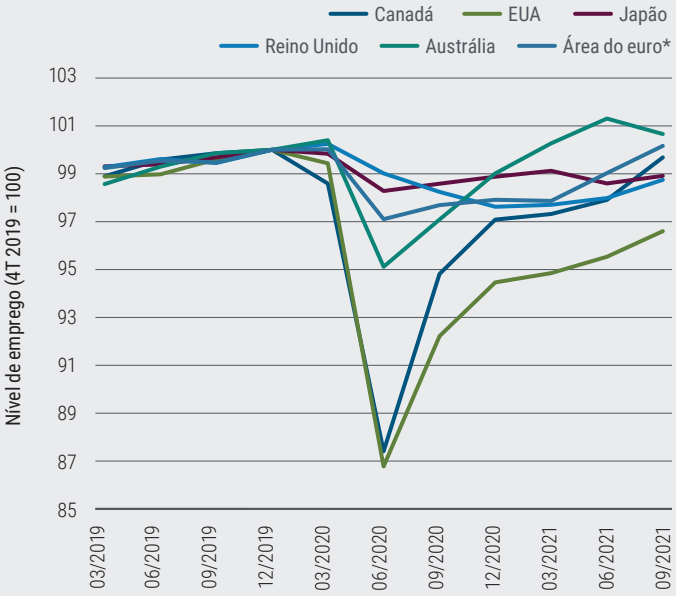
Destaque cíclico

ESCASSEZ DE MÃO DE OBRA NAS ECONOMIAS DESENVOLVIDAS

A maior retração econômica da história moderna foi seguida pela recuperação mais rápida já registrada, particularmente nos mercados de trabalho (segundo a Haver Analytics). Não obstante, a recuperação do mercado de trabalho tem sido desigual e variada, tanto dentro das economias de mercados desenvolvidos como entre elas. A avaliação da extensão da escassez de mão de obra e do aumento das pressões salariais, que é repassado para os preços, é essencial para a perspectiva da política monetária.

Comparamos seis economias de MD para identificar onde o mercado de trabalho parece estar relativamente mais escasso. A Figura 4 mostra a tendência da taxa de emprego como um todo após o início da pandemia; contudo, os esquemas governamentais de licenças dificultam a comparação entre países. Após incorporar um conjunto amplo de dados sobre a oferta de mão de obra e os desafios da procura de emprego, acreditamos que o mercado de trabalho dos EUA se destaque como relativamente mais escasso, seguido pelos mercados da Austrália e do Reino Unido. Isso é compatível com a atuação dos bancos centrais, considerando-se que o BOE já aumentou os juros e o Fed o RBA sinalizaram que o farão em 2022.

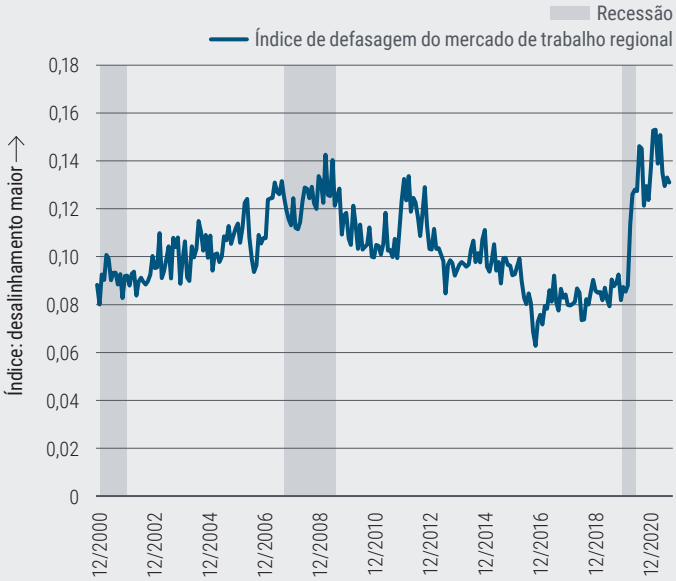
Figura 4: Níveis de emprego nos MD antes e depois da pandemia



Fonte: Haver Analytics e PIMCO, 3º trimestre de 2021
* Área do euro = França, Alemanha, Itália, Espanha

Vemos diversas razões para que os EUA se destaquem. Primeiro, a reação à pandemia dependeu mais fortemente do seguro-desemprego do que de esquemas de licença, o que resultou em um menor apego ao emprego. Segundo, de acordo com algumas pesquisas, as famílias dos EUA têm ansiedade maior em relação à saúde, o que provavelmente contribuiu para uma queda maior na participação na força de trabalho. Terceiro, um aumento patrimonial maior e um sistema de aposentadoria predominantemente privado oferecem mais flexibilidade em relação ao momento da aposentadoria. Finalmente, é provável que as dificuldades para procurar emprego também estejam desempenhando um papel mais importante nos EUA. Taxas elevadas de teletrabalho têm aumentado o descompasso geográfico entre o local onde os empregos estão disponíveis e onde a mão de obra é fornecida (ver Figura 5).

Figura 5: Índice de defasagem do mercado de trabalho regional dos EUA



Fonte: Lazear and Spletzer (2012), Haver Analytics e PIMCO, agosto de 2021

Como resultado, a inflação de salários acelerou mais nos EUA do que em outras economias de MD. Por enquanto, a aceleração dos salários continua concentrada nos setores de serviços de remuneração mais baixa, onde a dificuldade de procura é particularmente elevada. Contudo, o impacto final dos salários sobre a inflação também dependerá da produtividade, que, nos EUA, superou a de seus pares internacionais.

O mercado de trabalho dos EUA parece escasso em diversos indicadores. Entretanto, após levar a produtividade em consideração, as pressões inflacionárias relacionadas à mão de obra parecem similares em todas as economias de MD.

MERCADOS EMERGENTES: MOMENTUM DE DESACELERAÇÃO, FATORES IDIOSSINCRÁTICOS

Como contribuidores fundamentais para a economia global, os ME enfrentam muitos dos ventos contrários e a favor que os MD, mas frequentemente com fatores idiossincráticos que podem gerar tanto riscos como oportunidades. A perspectiva macro para os ME em 2022 é confusa, com desaceleração do crescimento devido à maturação da recuperação e à inflação acima da meta e ainda em alta. Entre os países, há uma forte variação no ritmo da recuperação, dada a dinâmica da COVID, dependência das commodities, susceptibilidade a choques globais e eventos idiossincráticos específicos de cada país. Isso pode se acentuar em 2022 se houver uma divergência maior entre a recuperação nos EUA e na Europa e China. Projetamos uma desaceleração de 7,5% anuais em 2021 para 4,1% em 2022 no crescimento ponderado pelo PIB de quatro dos países de ME mais importantes – Brasil, Rússia, Índia e México (BRIM). A atividade econômica pode atingir os níveis anteriores à pandemia no primeiro semestre de 2022.

A inflação continua a ser um fator essencial para a perspectiva cíclica dos ME, com a inflação total e o núcleo da inflação bem acima da meta. Embora haja alguns sinais de moderação à frente, dadas as tendências recentes de produção e a desaceleração do momentum de crescimento, projetamos uma inflação geral anual de 6,2% nos BRIM em 2022, o mesmo nível de 2021, com riscos de alta.

A política monetária dos ME pode permanecer restrita ao longo dos próximos trimestres, particularmente na Europa emergente e na América Latina. Paralelamente a isso, esperamos que o impulso fiscal nos ME seja também amplamente contracionista em 2022, conforme o apoio relacionado à COVID seja retirado e os grandes déficits fiscais de 2020 e 2021 sejam reduzidos para ajudar a estabilizar os índices de endividamento.

A dívida externa total dos ME pode apresentar ligeiro aumento em 2022, mas somos da opinião de que ela continua sustentada por contas de capital em geral estáveis, regimes cambiais flexíveis e alocações de DES (Direitos Especiais de Saque) do FMI concedidas em 2021, que reduziram as reservas em moeda estrangeira, particularmente nos países de ME mais vulneráveis. O ciclo de classificações de crédito dos ME se estabilizou após os rebaixamentos que se seguiram ao início da pandemia, e acreditamos que o risco de novos rebaixamentos seja baixo ao longo do horizonte cíclico. Ao contrário, estamos concentrados em fatores de risco específicos dos ME, inclusive nas eleições no Brasil e na Hungria e no ressurgimento das tensões entre a Rússia e a Ucrânia.

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 das 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 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. As **commodities** apresentam riscos maiores, inclusive de mercado, políticos, regulatórios e de condições naturais, e podem não ser adequadas a todos os investidores. As **ações** podem perder valor devido a condições setoriais, econômicas e de mercado reais ou supostas. O investimento em **títulos denominados em moeda estrangeira e/ou de empresas sediadas no exterior** pode envolver um risco maior devido a oscilações cambiais e a riscos políticos e econômicos, que podem ser maiores nos mercados emergentes. As taxas de câmbio podem oscilar significativamente em períodos curtos e reduzir o retorno do portfólio. Os **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 há garantia de que tal garantidor honrará suas obrigações. Referências a títulos hipotecários por agências e não agências referem-se a hipotecários emitidas nos Estados Unidos. Os **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. Os Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) são ILBs emitidos pelo governo dos EUA. O **crédito privado** envolve o investimento em títulos que não são negociados em mercados públicos, o que os torna sujeitos ao risco de iliquidez. Os portfólios que investem em créditos privados podem ser alavancados e podem participar de práticas de investimento especulativas, o que aumenta o risco de perda do investimento. A **diversificação** não é uma garantia contra prejuízos.

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. "**Roll-down**" é uma modalidade de retorno realizada quando um título se aproxima do vencimento, supondo uma curva de rendimentos ascendente.

Conforme usados aqui, os termos "barato" e "caro" geralmente se referem a um título ou classe de ativos considerada substancialmente sub ou supervalorizada em relação a sua média histórica e às expectativas do gestor de investimento. Não existe uma garantia de resultados futuros nem de que a valuation de um título assegurará lucros ou protegerá contra perdas.

A qualidade de crédito de um título ou grupo de títulos específico não garante a estabilidade nem a segurança do portfólio como um todo. Os ratings de qualidade de emissões/emissores individuais são apresentados para indicar sua qualidade de crédito e, de forma geral, variam de AAA, Aaa ou AAA (mais elevados) até D, C ou D (mais baixos) na S&P, Moody's e Fitch, respectivamente.

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 do portfólio são baseadas nas condições atuais de mercado, que podem se alterar. Não é possível garantir que essas estratégias de investimento funcionem em todas as condições de mercado ou sejam adequadas a todos os investidores, de modo que cada investidor deve avaliar sua capacidade de investir a longo prazo, principalmente em períodos de queda no mercado. 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.

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

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, 5° 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 registrada da Allianz Asset Management of America L.P. nos Estados Unidos e em todo o mundo. ©2022, PIMCO.