



PERSPECTIVAS
SECULARES

OCTUBRE DE 2021

Una era de transformación

Ante los drásticos cambios en el panorama macroeconómico que se traslucen en el horizonte secular, los inversionistas deben prepararse para incursionar en terrenos desconocidos.

RESUMEN

- En los próximos cinco años, seguramente el crecimiento económico y la inflación a nivel mundial serán más inciertos, volátiles y divergentes que en la década de nueva normalidad que precedió a la pandemia.
- Se supone que tres importantes tendencias provocarán grandes cambios seculares: la transición a la energía verde, la adopción, más rápida, de nuevas tecnologías y una creciente inclinación a compartir las ganancias de forma más amplia.
- Es muy probable que en el horizonte secular la rentabilidad de todas las clases de activos sea menor y más volátil, dadas las valoraciones iniciales actuales y las perspectivas de perturbación, división y divergencia. Pero los inversionistas activos capaces de afrontar los cambios deben de encontrar buenas oportunidades para obtener alfa.
- Aunque observamos riesgos de alza de las tasas de interés a corto plazo a medida que las economías se recuperan, en el horizonte secular prevemos que las tasas se mantengan relativamente dentro de un rango, lo que daría lugar a una rentabilidad menor pero positiva de las asignaciones de bonos tradicionales. En general, nos sentimos optimistas con respecto a la renta variable, aunque vislumbramos una diferenciación sustancial entre regiones y sectores. Por otra parte, prevemos un atractivo potencial de rentabilidad en el crédito privado y el sector inmobiliario como consecuencia de la crisis de COVID-19, y trataremos de aprovechar estas oportunidades.

AUTORA:

Joachim Fels
Asesor económico global

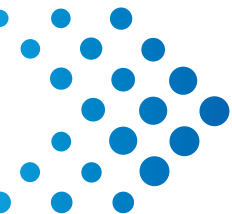
Andrew Balls
Chief Investment Officer
Renta fija global

Daniel J. Ivascyn
Group Chief Investment Officer

El Foro Secular anual de PIMCO de este mes de septiembre fue el número 40 en los 50 años de historia de nuestra empresa. Sin embargo, no hubo celebraciones presenciales porque, al igual que el año pasado, solo nos reunimos virtualmente. Aun así, basándose en las numerosas propuestas de los ponentes invitados (véase el recuadro), del Consejo Asesor Global y de los equipos temáticos internos de las distintas divisiones de PIMCO, nuestros especialistas en inversión global analizaron las perspectivas económicas pospandemia, la política, las políticas y los mercados financieros mundiales para los próximos cinco años, así como sus posibles impactos en los portafolios de los inversionistas. Estas son nuestras conclusiones.

TESIS

Tanto los inversionistas como los encargados de formular políticas tendrán que lidiar con un entorno macroeconómico radicalmente distinto en el horizonte secular, ya que la década de nueva normalidad posterior a la crisis financiera y anterior a la pandemia, con un crecimiento menor del promedio pero estable, una inflación inferior al objetivo, una volatilidad moderada y una jugosa rentabilidad de los activos, se está desvaneciendo rápidamente en retrospectiva. Lo que queda por delante es un entorno de crecimiento e inflación más incierto y desigual, con muchos escollos para los encargados de formular políticas. En medio de la perturbación, la división y la divergencia, probablemente la rentabilidad del mercado de capitales en general será menor y más volátil. Pero es de suponerse que los inversionistas activos



Seguramente tres importantes tendencias propiciarán una gran transformación de la economía global y los mercados mundiales.

capaces de moverse en este difícil terreno encuentren buenas oportunidades de obtener alfa.

CONDICIONES INICIALES

Por lo tanto, la tesis secular de este año desarrolla aún más los temas que destacamos en nuestras *Perspectivas Seculares 2020*, “Una disrupción creciente”, en las que argumentamos que la pandemia serviría de catalizador al acelerar y amplificar cuatro importantes disruptores seculares: la rivalidad entre China y Estados Unidos, el populismo, la tecnología y el cambio climático.

Los acontecimientos del último año han reforzado esas expectativas. Las tensiones entre China y Estados Unidos no sólo han continuado, sino que se han intensificado bajo la administración Biden. El populismo y la polarización han ido en ascenso en muchos países, alimentados por las divisiones con sesgo político sobre los cierres y las vacunas. La pandemia ha acelerado la digitalización y la automatización. Las condiciones meteorológicas extremas en muchas partes del mundo han infligido graves pérdidas humanas y económicas y contribuido a considerables giros en el mercado energético. En nuestros debates del foro concluimos que cada uno de estos disruptores seculares seguirá activo en el futuro próximo.

Otra importante *condición inicial* para las perspectivas seculares es el fuerte aumento de la deuda de los sectores público y privado a causa de la recesión provocada por la pandemia y la consiguiente respuesta de políticas. Sin duda, con los costos de endeudamiento en mínimos históricos o cerca de ellos, los extraordinariamente altos niveles de deuda no son una preocupación inmediata. No obstante, un mayor apalancamiento implica más vulnerabilidad de los balances generales de dichos sectores a las conmociones negativas en el crecimiento y las conmociones positivas en los tipos de interés, lo que incrementa el riesgo de que los prestatarios soberanos y privados tengan rachas desestabilizadoras. Además, los altos niveles de deuda y financiamiento de algunas economías, medidos por la relación entre patrimonio e ingresos, probablemente limitarán la capacidad de los bancos centrales para subir la tasas de interés de manera agresiva sin causar graves daños económicos —un tema relacionado con *el dominio del mercado financiero* que retomaremos más adelante.

Por último, la pandemia forzó o motivó a mucha gente a detenerse a reconsiderar su estilo de vida y el equilibrio entre el trabajo y la vida personal. Todavía es demasiado pronto para saber si las preferencias cambiarán y, si esto ocurre, cómo lo harán y cuán duraderos serán los cambios. Sin embargo, es muy posible que veamos cambios significativos en las preferencias respecto al trabajo frente al ocio, el trabajo en casa o en la oficina, y el trabajo en cierto lugar o sector en vez de en otros. También es posible que los patrones de consumo cambien de manera permanente si muchas personas dejan de sentirse cómodas viajando o participando en reuniones masivas incluso después de que termine la pandemia. Esto exige una mayor dosis de humildad a la hora de tratar de predecir los resultados económicos en el horizonte secular y refuerza nuestro punto anterior sobre la elevada incertidumbre a nivel macro en los próximos años.

VECTORES SECULARES

En nuestros debates, identificamos tres grandes tendencias que seguramente propiciarán una importante transformación de la economía y los mercados mundiales.

Aunque un mundo con cero emisiones de carbono es deseable por muchas razones, es improbable que la trayectoria hacia ese destino sea expedita.

Transición de la energía contaminante a la verde. Con el aumento de la atención de los votantes y los consumidores en muchas partes del mundo, los gobiernos, las autoridades reguladoras y el sector empresarial están intensificando sus esfuerzos para descarbonizar y lograr el objetivo de cero emisiones netas para 2050. Esto significa que tanto la inversión privada como la pública en fuentes de energía renovables se verá impulsada en nuestro horizonte secular y en los siguientes años. Aunque el sector privado tendrá que hacer el trabajo pesado, tanto el proyecto de ley bipartidista de infraestructura de EE.UU. como el fondo NextGenerationEU apoyarán la transición con un gasto considerable en infraestructura “verde” durante los próximos cinco años.

Desde luego, es probable que el mayor gasto público y privado en energía limpia se vea contrarrestado en parte por una menor inversión y la destrucción de capital en los sectores de energía sucia, como el carbón y el petróleo. Es posible que durante la transición ocurran interrupciones en el suministro y subidas de precios de la energía que minen el crecimiento y disparen la inflación, como han demostrado acontecimientos recientes en China y Europa. Además, dado que el proceso crea ganadores y perdedores, existe la posibilidad de que se produzcan reacciones políticas negativas a la pérdida de puestos de trabajo en las industrias sucias, al aumento de los impuestos y los precios del carbono o a los mecanismos de ajuste fronterizo del carbono que encarecen las importaciones. Aunque el destino —un mundo con cero emisiones netas de carbono— es deseable por muchas razones, incluidas las de carácter económico, es improbable que la trayectoria hacia ese destino sea expedita.

Adopción más rápida de nuevas tecnologías. En las perspectivas del año pasado previmos que la pandemia aceleraría la digitalización y la automatización. Y así lo confirman los datos disponibles hasta ahora, que muestran un aumento significativo del gasto empresarial en tecnología. Aumentos similares de la inversión en el pasado, por ejemplo, durante la década de 1990 en Estados Unidos, han ido acompañados de una aceleración del crecimiento de la productividad. La evolución del año pasado sugiere que volvió a suceder lo mismo, puesto que la productividad se incrementó, aunque el repunte cíclico también influyó. Queda por ver si el reciente aumento de la inversión en tecnología y de la productividad es algo puntual o el comienzo de una tendencia más fuerte, pero los datos hasta ahora apoyan la idea de que la pandemia sirvió de catalizador de la adopción de nuevas tecnologías.

La digitalización y la automatización propiciarán mejores resultados económicos en general, al crear nuevos empleos y hacer más productivos los existentes. Pero también serán problemáticas para aquellos cuyos puestos de trabajo desaparecerán y que quizá carezcan de las competencias necesarias para encontrar empleo en otro lugar. Al igual que que en el caso de la globalización, el lado oscuro de la digitalización y la automatización seguramente será el aumento de la desigualdad y un mayor apoyo a las políticas populistas en ambos extremos del espectro de políticas.

Un gran número de encargados de la formulación de políticas y muchas sociedades se concentran en abordar la creciente desigualdad de ingresos y riqueza y en hacer que el crecimiento sea más inclusivo.

Compartir más ampliamente los beneficios del crecimiento.

La tercera tendencia potencialmente transformadora es la mayor atención que prestan los encargados de formular políticas y la sociedad a la creciente desigualdad de ingresos y riqueza y a hacer que el crecimiento sea más inclusivo. El caso más reciente es el nuevo enfoque de los dirigentes chinos en la "prosperidad común", cuyo objetivo es reducir la brecha de riqueza e ingresos privados. Mientras escribimos este ensayo, surge otro ejemplo: el paquete de gastos de gastos de "infraestructura blanda" de US\$3.5 billones propuesto por los demócratas de los Estados Unidos, que se centra principalmente en programas de la red de seguridad social como Medicare e incluye, entre otras cosas, la ampliación de los créditos fiscales por hijo para las familias trabajadoras, la educación preescolar universal y los centros de estudios superiores gratuitos. Aunque seguramente el tamaño del paquete que se apruebe en el Congreso será mucho menor, los cambios "codificarían" esas políticas para los próximos años.

Mientras tanto, en parte debido a la presión de los inversionistas, cada vez más centrada en los aspectos ambientales, y en parte debido al interés propio, muchas empresas se enfocan en mejorar las condiciones laborales, las estructuras salariales y la diversidad de la fuerza laboral. La evidencia empírica anecdótica sugiere que en muchas empresas, el equilibrio de poder en la relación empleador-empleado ha comenzado a cambiar de lo primero a lo segundo, aumentando así el poder de negociación de los trabajadores. Queda por ver si esta tendencia continúa o si el trabajo desde casa con la ayuda de tecnología finalmente permite a las empresas subcontratar más puestos de trabajo en ubicaciones nacionales e internacionales más baratas, y así preservar o incluso aumentar el poder de negociación de los empleadores.

IMPLICACIONES MACRO

En una era de transformación caracterizada por tendencias disruptivas y políticas más intervencionistas, los ciclos económicos pueden ser más cortos, más amplios y más divergentes entre países. No es difícil imaginar auges de inversión propulsados por la aceleración de la inversión verde con uso intensivo de mano de obra y los esfuerzos para diversificar o reapuntalar las cadenas de suministro con el fin de aumentar la resiliencia, seguidos de colapsos causados por las políticas fiscales de intervalos de restricción y aumento, las conmociones de precios de la energía o los cambios normativos excesivamente ambiciosos y abruptos.

Lo que nos espera a nivel mundial es un entorno de crecimiento e inflación más incierto y desigual.

También es probable que la divergencia cíclica entre regiones y países aumente a medida que las distintas transformaciones avancen a diferentes velocidades y que la política fiscal, que suele estar impulsada por ciclos electorales asincrónicos entre países, adquiera mayor importancia como motor de la demanda. Además, dado que China es cada vez más autosuficiente y su crecimiento económico probablemente se ralentice aún más en el horizonte secular debido a la demografía, el desapalancamiento y la descarbonización, es probable que pierda importancia un gran impulsor común del crecimiento de las exportaciones en muchas economías emergentes y desarrolladas.

Al igual que el crecimiento económico, es probable que en esta era de transformación la inflación se vuelva más volátil dentro de los países y más divergente entre las regiones. Seguimos creyendo que las colas de inflación se han hecho más gruesas, por lo que es más probable que haya periodos de inflación mucho más alta y periodos de inflación mucho más baja. Los riesgos al alza emanan de la transición al cero neto y su impacto en los precios del carbono, así como de la desglobalización, el activismo fiscal y la posible "desviación de la misión" de los bancos centrales. Los riesgos a la baja se derivan de la posibilidad de que las empresas aprendan a hacer más con menos gracias a las mejoras tecnológicas. Además, los altos niveles de deuda y apalancamiento aumentan el riesgo de deflación de la deuda en caso de conmociones negativas en el crecimiento.

En conjunto, la década de nueva normalidad anterior a la pandemia, con un crecimiento menor del promedio pero estable, una inflación inferior al objetivo, una volatilidad moderada y una jugosa rentabilidad de los activos, se está desvaneciendo rápidamente en retrospectiva. Lo que queda por delante en la era de transformación es un entorno de crecimiento e inflación más incierto y desigual, con muchos escollos para los encargados de formular políticas.

Oradores invitados al Foro Secular 2021

Susan Athey

Profesora de Economía de la Tecnología en la Escuela de Graduados en Administración de Negocios de Stanford

Arminio Fraga

Ex presidente del Banco Central de Brasil

Jason Furman

Profesor de la Cátedra Aetna de Práctica de Política Económica de la Escuela Kennedy de Harvard

Kai-Fu Lee

Informático, empresario y escritor

Meghan O'Sullivan

Ex viceconsejera de Seguridad Nacional para Irak y Afganistán; profesora de la Cátedra Jeane Kirkpatrick de Práctica de Asuntos Internacionales en la Escuela Kennedy de Harvard

Alfonso Prat-Gay

Exministro de Hacienda y Finanzas Públicas de Argentina; ex presidente del Banco Central de Argentina

Ricardo Reis

Profesor de la Cátedra A.W. Phillips de Economía en la Escuela de Economía y Ciencia Política de Londres

Daniel Yergin

Experto en energía e historiador económico; vicepresidente de IHS Markit

Conclusiones de inversión

Creemos que en los próximos cinco años la era de la transformación significará perspectivas más inciertas en cuanto al crecimiento y la inflación, dentro de los países y en todas las regiones. Un mundo de disrupción y divergencia presentará un terreno más difícil para los inversionistas que la experiencia de la nueva normalidad de la última década. Pero también creemos que brindará buenas oportunidades de alfa a los inversionistas activos que estén equipados para aprovechar lo que esperamos que sea un período de mayor volatilidad y "colas más gruesas" que la distribución común de curva de campana.

Es muy probable que una mayor volatilidad macroeconómica y de mercado suponga una menor rentabilidad en los mercados de renta fija y renta variable. Las valoraciones iniciales —bajos rendimientos reales y nominales en los mercados de renta fija y múltiplos de renta variable históricamente altos— refuerzan esta expectativa.

Las intervenciones de los bancos centrales han inflado los precios de los activos como subproducto de las intervenciones macro de las autoridades monetarias. Las medidas de política monetaria y fiscal de los países desarrollados para combatir la crisis de COVID-19 han ayudado a evitar los peores resultados económicos, pero pueden haber contribuido a las vulnerabilidades del mercado financiero a mediano plazo. Dado el aumento de los niveles de deuda pública y privada a nivel mundial, hay menos margen de error, lo que exige un fuerte acento en la preservación del capital.

En nuestra línea de base suponemos que las bajas tasas de los bancos centrales anclarán los mercados globales de renta fija.

LA BAJA TRAYECTORIA DE LAS TASAS

Creemos que siguen vigentes los factores seculares que motivaron la bajada de las tasas de interés de referencia neutrales —demografía, equilibrio entre el ahorro y la inversión, altos niveles de deuda, etc.— Si bien un repunte potencial del crecimiento de la inversión y la productividad durante los próximos años podría elevar la tasa neutral, también cabe la posibilidad de que los hogares aumenten el ahorro preventivo para compensar parcial o totalmente estas presiones. La incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento e inflación significa que en el horizonte secular se perfila una variedad de resultados posibles con respecto a las tasas de referencia. Sin embargo, en nuestra línea de base seguimos previendo tasas de interés neutrales

bajas, así como la fijación de tasas terminales aún más bajas en el próximo ciclo por los bancos centrales que fueron capaces de alejarse significativamente de su límite inferior en el último ciclo debido a la sensibilidad del mercado financiero a las tasas altas.

Consideremos, por ejemplo, el caso de la Reserva Federal. A finales de 2018, este banco central logró elevar la tasa de interés de los fondos federales a un rango objetivo de entre el 2,25% y el 2,5% y en ese momento pensó que le quedaba camino por recorrer. Pero las grietas en los mercados financieros la obligaron a dar marcha atrás y volver a bajar su tasa de interés objetivo hasta el 1,5% y el 1,75% en 2019, incluso antes de la pandemia y las posteriores medidas de emergencia. El dominio de los mercados financieros puede dificultar de nuevo que la Reserva Federal y los bancos centrales de otros países endurezcan considerablemente su política en los próximos cinco años. Si se materializan mayores riesgos de inflación, esto daría lugar a decisiones difíciles, una mayor volatilidad y oportunidades para los inversionistas activos.

Los bonos deberían de seguir ofreciendo beneficios de diversificación dentro de los portafolios de asignación de activos en general.

En nuestra línea de base suponemos que las bajas tasas de los bancos centrales anclarán los mercados globales de renta fija. Seguramente habrá periodos de optimismo y pesimismo sobre el crecimiento y la inflación —tal como sucedió el año pasado—, dada la incertidumbre que el entorno post COVID inyecta en la toma de decisiones tanto de los encargados de formular políticas como de los participantes en el mercado.

Los rendimientos reales son bajos e incluso negativos en los mercados de los países desarrollados. Los rendimientos nominales son bajos y también negativos en algunas partes de los mercados tradicionales de la zona del euro y de Japón. Estimamos que los mercados estarán ampliamente anclados y que la rentabilidad de las asignaciones de bonos tradicionales será más baja pero positiva; y aunque vemos riesgos al alza en las tasas de interés a corto plazo a medida que las economías sigan recuperándose, suponemos que en el horizonte secular las tasas se mantendrán relativamente dentro de un rango.

Esperamos que los bonos sigan ofreciendo beneficios de diversificación en términos de asignación de activos, y aunque las expectativas de rentabilidad deberían ser moderadas en todas las clases de activos, hay estados del mundo donde la

renta fija podría superar a la renta variable, especialmente en función de la rentabilidad por unidad de volatilidad. ([Conozca en detalle nuestra investigación](#) sobre los bonos en un entorno de bajos rendimientos.) Aunque nuestra perspectiva de base no es un periodo sostenido de inflación elevada, seguimos pensando que los títulos del Tesoro protegidos contra la inflación (*TIPS*), al igual que los commodities y otros activos reales, ayudan a protegerse contra el riesgo de inflación.

Esperamos encontrar buenas oportunidades en los mercados emergentes y las abordaremos como un amplio conjunto.

MERCADOS EMERGENTES Y DESARROLLADOS

Anticipamos un entorno de inversión en el que las macrotendencias, los disruptores y los factores impulsores, combinados con los elevados niveles de deuda, dan lugar a una diferenciación sustancial entre regiones, países y sectores. El divergente desempeño a nivel macro creará ganadores y perdedores. En Asia, las perspectivas de mayor crecimiento y el desarrollo de los mercados de capitales seguramente ofrecerán buenas oportunidades de inversión, a pesar de los riesgos asociados a la ralentización del crecimiento de China y a las actuales tensiones geopolíticas. En términos más generales, si bien varios países de mercados emergentes (ME) afrontan circunstancias seculares difíciles, como siempre es importante abordar dichos mercados como un amplio conjunto de oportunidades, no como una inversión pasiva en beta, y esperamos encontrar muy buenas oportunidades en todos ellos. (Para mayor información sobre el enfoque de inversión de PIMCO en ME, [haga clic aquí](#).)

En los países desarrollados, ante los bajos niveles de las tasas de interés de referencia de los bancos centrales, esperamos que la política fiscal sea un motor más importante durante los periodos de debilidad económica. No esperamos que se repita la misma posición de "tiempo de guerra" que se adoptó durante lo peor de la pandemia, pero sí un uso más activo de la política fiscal en caso de una desaceleración cíclica en comparación con el periodo de nueva normalidad en que los bancos centrales eran la única opción.

Es probable que Estados Unidos y otros países de habla inglesa tengan más disposición y capacidad para utilizar palancas fiscales que los países de la zona del euro, dadas las complicaciones de una unidad monetaria con muchas autoridades fiscales

diferentes. Aunque la zona del euro ha evitado una crisis soberana y parece poco probable que imponga austeridad a los agentes fiscales más débiles tras la recesión causada por la COVID-19, seguramente Alemania y sus vecinos del norte seguirán teniendo una postura fiscal conservadora, sin importar que el costo de los empréstitos sea bajo o incluso negativo.

Sin embargo, la respuesta de la zona a la pandemia y la puesta en marcha del fondo NextGenerationEU para otorgar financiamiento común de la Unión Europea (UE) en apoyo de la recuperación de la pandemia plantea la perspectiva de un apoyo fiscal común continuo durante los periodos de debilidad económica y para financiar los objetivos ecológicos de la UE. Es la primera vez que vemos un financiamiento común de la UE para transferencias transfronterizas mediante subvenciones y préstamos. La política europea y en especial la gobernanza de Italia —dada la importancia sistémica del mercado de bonos del país—, seguirán siendo un motivo de incertidumbre y potencialmente de tensión. Pero al menos existe la perspectiva de una mayor estabilidad en la zona del euro, y trataremos de aprovechar las oportunidades de inversión que surjan ahí.

Los proveedores de semiconductores, automatización de fábricas, energía verde y movilidad deberían prepararse para aprovechar las tendencias seculares.

ASG

La transición de la energía contaminante a la verde, la adopción más rápida de nuevas tecnologías, y los cambios pospandémicos en las cadenas de suministro y las preferencias crearán igualmente una serie de ganadores y perdedores y subrayarán la importancia de la gestión activa en los mercados de deuda corporativa. Los cambios en la normativa ambiental supondrán incertidumbre y complejidad, pero también oportunidades. Los elevados niveles de endeudamiento son especialmente preocupantes en el caso de los países y empresas con altas probabilidades de salir perdiendo en la transición de la energía contaminante a la verde. Es fundamental tener en cuenta los factores ASG en todas nuestras estrategias, no solo en los portafolios de inversión ASG y climática, y nuestro objetivo es ofrecer procesos de inversión y un servicio al cliente de alta calidad en estos ámbitos. (Véase la barra lateral sobre inversión ASG).

Acerca de nuestros foros

Nuestro proceso de inversión, que hemos venido probando y perfeccionando durante 50 años prácticamente en todos los entornos de mercado, está anclado en el Foro Secular y el Foro Cíclico de PIMCO. Cuatro veces al año, nuestros profesionales de inversión de todo el mundo se reúnen para analizar y debatir la situación de los mercados y la economía globales e identificar las tendencias que creemos que tendrán implicaciones de inversión importantes.

En el Foro Secular, que se celebra anualmente, nos centramos en las perspectivas para los próximos tres a cinco años, lo que nos permite posicionar los portafolios de manera que podamos beneficiarnos de los cambios estructurales y las tendencias en la economía global. Dada nuestra convicción de que la diversidad de ideas produce mejores resultados de inversión, invitamos a oradores distinguidos — economistas galardonados con el premio Nobel, responsables de formular políticas, inversionistas e historiadores— que aportan valiosas perspectivas multidimensionales a nuestros debates. También, nos complace la participación activa del Consejo de Asesores Globales de PIMCO, un equipo de cinco expertos en asuntos económicos y políticos reconocidos en todo el mundo.

En el Foro cíclico, que se celebra tres veces al año, nos centramos en las perspectivas para los próximos seis a doce meses, analizando la dinámica del ciclo de negocios en las principales economías de mercados desarrollados y emergentes, con énfasis en la identificación de los posibles cambios en las políticas monetarias y fiscales, las primas de riesgo de mercado y las valoraciones relativas que determinan el posicionamiento de los portafolios.

EVALUACIONES DE CLASES DE ACTIVOS

En un entorno en que los bancos centrales siguen prestando apoyo, que es posible aplicar una política fiscal anticíclica en caso de una recesión, y que los rendimientos reales son negativos o bajos, vemos con optimismo la renta variable en nuestros portafolios de asignación de activos. Como se señaló antes, creemos que la recuperación post COVID-19 ha puesto de manifiesto la necesidad de invertir en infraestructura física —tras años de subinversión— debido a las tendencias de la digitalización y la automatización y al impulso hacia la adopción de medidas ecológicas. Mientras que la década pasada se caracterizó por las inversiones en software, la próxima se definirá más bien por las inversiones en equipos informáticos relacionadas con estas tendencias. El tema de la diferenciación y los ganadores y perdedores en la recuperación será crucial en todos los países y sectores, así como a nivel de la selección de acciones. En particular, consideramos que pueden salir beneficiados los fabricantes de semiconductores y los proveedores de equipos de automatización de fábricas, de energía verde y de movilidad, y que estos sectores serán una parte importante de la construcción de nuestros portafolios.

Trataremos de aprovechar la prima de iliquidez buscando oportunidades en el crédito privado, el sector inmobiliario y determinados mercados de capital en desarrollo.

En una era de transformación en la que es probable que las tasas de interés reales y nominales permanezcan ancladas en niveles bajos, creemos que tiene sentido tratar de maximizar las oportunidades en las estrategias tradicionales de renta fija con mandatos flexibles destinados a aprovechar todo el conjunto de oportunidades a nivel global. En nuestra opinión, también tiene sentido buscar alternativas más allá de la renta fija tradicional —por ejemplo, el uso de crédito privado y la evolución de los mercados de capital mundiales—, cuando sea coherente con las necesidades y expectativas de los clientes.

Creemos que el sector inmobiliario y el crédito alternativo ofrecen un atractivo potencial de generación de ingresos, y son áreas en las que PIMCO, como negocio, seguirá invirtiendo. (Véanse las barra laterales.)

Las capacidades cuantitativas y la tecnología serán importantes para todos los gestores de activos. Seguiremos desarrollando estas capacidades para ofrecer estrategias cuantitativas específicas que satisfagan la demanda de los clientes, así como fundamentar y respaldar un proceso de inversión enfocado en generar alfa y gestionar el riesgo de forma eficaz en todos los portafolios de nuestros clientes.

Enfoque seculares

Oportunidades y tendencias en ASG

Nuestro foro abordó las consideraciones macroeconómicas y geopolíticas derivadas de la transición energética, así como la evolución de la normativa en materia de inversión ASG.

El mundo sigue estando lejos de cumplir el objetivo del límite máximo de calentamiento global de 1,5 a 2,0 grados centígrados que se estableció en el Acuerdo de París adoptado en 2016. Los compromisos y objetivos de descarbonización han aumentado notablemente, pero las acciones necesarias para colmar esas ambiciones aún son insuficientes.

El considerable capital (político, financiero y humano) que se requiere para facilitar la consecución de los objetivos puede perturbar en gran medida la economía mundial. El despliegue de capital de los sectores público y privado representará montos significativos dado el potencial comercial de las soluciones escalables, por lo que se prevén oportunidades de inversión en todas las clases de activos. La transferencia de recursos financieros a fuentes de energía más limpia por los gobiernos y los inversionistas se justifica a largo plazo, pero a corto plazo podría causar disrupciones durante la transición.

Por otro lado, la demanda de combustibles fósiles ha alcanzado un pico, en tanto se acentúan las restricciones ASG y normativas a las actividades de exploración y producción, lo que incrementa el riesgo de volatilidad de los precios de la energía en el horizonte secular y con ello crear mayores presiones inflacionarias.

Además, la concentración de las fuentes de las materias primas y los minerales subyacentes necesarias para las tecnologías energéticas limpias genera una dependencia excesiva de determinados países y cadenas de suministro; y esto plantea la disyuntiva entre la diversificación de los suministros y la consecución de un futuro energético más limpio en el plazo más breve posible. Un esfuerzo concertado para alcanzar el objetivo de un máximo de 1,5 a 2,0 grados centígrados supondría cuadruplicar las necesidades de

minerales para las tecnologías de energía limpia de aquí a 2040. La forma en que el mundo asegure que la oferta y la demanda de energía antigua y de energía nueva se mantengan relativamente equilibradas será de vital importancia para preservar la estabilidad de los mercados financieros y la confianza en los encargados de formular políticas.

Los requisitos de divulgación de información sobre el clima se están ampliando en todas las zonas geográficas por medio de una serie de iniciativas normativas, mientras que un número cada vez mayor de inversionistas considera que el clima es un factor sustancial del desempeño. Seguramente la adaptación al cambio climático y la mitigación de sus efectos serán uno de los principales focos de atención para los encargados de formular políticas y las autoridades reguladoras en el horizonte secular. La tarificación del carbono y conceptos tales como el mecanismo de ajuste en la frontera del carbono seguirán ganando importancia en muchas economías. En Estados Unidos, aun cuando una política de fijación de precios del carbono a nivel federal es una posibilidad política remota, algunos gobiernos estatales continuarán avanzando en esta dirección a nivel local, con un impacto considerable.

En general, la transición energética representa un acontecimiento de despliegue de capital de proporciones históricas. Para los inversionistas, cada vez será más crítico medir los riesgos y oportunidades de la transición directamente, así como las repercusiones indirectas en todas las clases de activos. PIMCO está comprometida a colaborar continuamente con los encargados de formular políticas y las organizaciones internacionales en el establecimiento de los mejores marcos, herramientas y soluciones para que los inversionistas puedan analizar los riesgos y las oportunidades de este espacio en rápida evolución.

Oportunidades en crédito privado

El crédito privado sigue siendo un área relativamente atractiva, ya que los inversionistas pueden recurrir a las primas de iliquidez y complejidad para generar rendimientos ajustados al riesgo más atractivos en comparación con los de los mercados públicos. Cabe señalar que la búsqueda global de rentabilidad ha propiciado una considerable formación de capital en ciertos segmentos del mercado de crédito privado, lo que a su vez ha dado lugar a valoraciones más ajustadas y acuerdos de financiamiento más débiles. Esto es quizás más notable en los préstamos corporativos del mercado medio a empresas respaldadas por patrocinadores de capital privado.

En este contexto, prevemos que las soluciones de capital corporativo y las oportunidades de financiamiento basado en activos, más complejas, ofrezcan rendimientos ajustados al riesgo superiores a los de los préstamos patrocinados con capital privado, más tradicionales, a empresas del mercado intermedio. Los desafíos planteados por la pandemia han ejercido una gran presión sobre muchos modelos de negocio y balances generales, lo que ha provocado que numerosos prestatarios entren al entorno actual con estructuras de capital muy complejas y apalancadas. Esto crea oportunidades para los prestamistas privados, debido a las necesidades específicas de múltiples prestatarios. A menudo, tales oportunidades pueden presentarse en la forma de préstamos preferentes, pero también en la de capital secundario o inversiones de capital estructuradas que pueden beneficiarse de acuerdos sumamente negociados, todo lo cual puede constituir una potente combinación de mitigación del riesgo a la baja y alza de los instrumentos similares a las acciones.

También esperamos que los mercados de crédito inmobiliario residencial y finanzas especializadas presenten un conjunto de oportunidades relativamente grande que ofrezca a los inversionistas una sólida cobertura de activos, diversificación de prestatarios y/o flujos de ingresos menos correlacionados con los mercados de crédito más tradicionales. Si bien los rendimientos se han comprimido en ciertos segmentos de crédito inmobiliario residencial de mayor calidad, creemos que seguiremos encontrando oportunidades en los portafolios de préstamos preexistentes en Estados Unidos y partes de Europa, así como oportunidades de originación de nuevos préstamos con acuerdos crediticios bien estructurados para los inversionistas finales. Dentro de las finanzas especializadas, prevemos oportunidades en formas de crédito al consumo de mayor calidad, así como en el financiamiento basado en activos, incluidos el transporte, los derechos de propiedad intelectual y los portafolios de préstamos preexistentes.

Oportunidades en el sector inmobiliario comercial

El gran impacto de la COVID-19 en los mercados globales de inmuebles comerciales ha provocado una dispersión entre los tipos de propiedades. Además de estos cambios sísmicos, hay numerosas tendencias seculares en la mente de los inversionistas, como la urbanización mundial, el crecimiento de la clase media en las economías en desarrollo, la falta de oferta de vivienda, la aceleración del comercio electrónico y los avances en las ciencias de la vida.

Al observar el horizonte secular, creemos que el conjunto de oportunidades globales en el sector inmobiliario comercial los se centrará en los siguientes temas:

- La recuperación de las dislocaciones inducidas por la COVID-19, sobre todo en los sectores de alojamiento y oficinas;
- Los sectores beneficiados por la aceleración de las tendencias seculares, como el industrial y el residencial, así como otros sectores de nicho emergentes, por ejemplo, los centros de datos y la vivienda alternativa.
- Las crecientes perturbaciones seculares, amplificadas por las presiones de la COVID-19 sobre el crédito al consumo y los préstamos improductivos europeos, que según las previsiones se acelerarán a partir de 2022 y en años posteriores.

Dada la amplitud del conjunto de oportunidades, vislumbramos un entorno de inversión con un número de objetivos relativamente grande a lo largo del espectro de riesgo. En el caso de los inversionistas orientados a los ingresos, los activos tradicionales y los activos alternativos beneficiados por las tendencias antes indicadas seguramente ofrecerán rendimientos ajustados al riesgo más atractivos en comparación con los de los activos de renta fija y de crédito más tradicionales. Por otra parte, es probable que el aumento de los volúmenes de transacciones, las necesidades de capital para reposicionar activos y el entorno normativo creen oportunidades atractivas para los prestamistas principales del sector inmobiliario comercial.

En el caso de los inversionistas de valor agregado y en busca de oportunidades, consideramos que la recuperación les ofrecerá posibilidades de adquirir o recapitalizar activos. Concretamente, es muy necesario reposicionar y mejorar los activos para adaptarse a las exigencias de la próxima generación e incorporar los factores ASG. Por último, habida cuenta de los altos niveles de deuda, esperamos que las instituciones financieras aceleren las iniciativas destinadas a restaurar su balance general y deshacerse de una gran parte de sus préstamos alternativos, subproductivos e improductivos respaldados por activos inmobiliarios comerciales.

La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros.

Todas las inversiones implican riesgos y pueden perder valor. Invertir en el **mercado de bonos** conlleva riesgos, incluidos los riesgos de mercado, tasas de interés, emisor, crédito, inflación y liquidez. El valor de la mayoría de los bonos y las estrategias de renta fija se ve afectado por los cambios de las tasas de interés. Los bonos y las estrategias de renta fija de mayor duración tienden a ser más sensibles y volátiles que los de corta duración; por lo general, los precios de los bonos disminuyen a medida que suben las tasas de interés y los entornos de tasas de interés bajas aumentan este riesgo. Las reducciones de la capacidad de las contrapartes de bonos pueden motivar que la liquidez de mercado disminuya y la volatilidad de precios aumente. Las inversiones en bonos pueden valer más o menos que el costo original al rescate. **Los bonos atados a la inflación (ILB)** emitidos por un gobierno son títulos de renta fija cuyo valor principal se ajusta periódicamente de acuerdo con la tasa de inflación. Pierden valor cuando aumentan las tasas de interés reales. **Los títulos del Tesoro protegidos contra la inflación (TIPS)** son *ILB* emitidos por el gobierno de los Estados Unidos. **La renta variable** puede perder valor debido a las condiciones generales del mercado, la economía y la industria, tanto reales como percibidas. **Los commodities** presentan mayores riesgos, como los de mercado, político, de reglamentación y de condiciones naturales, y pueden no ser adecuados para todos los inversionistas. El valor de los **inmuebles** y de los portafolios que invierten en dicho sector puede fluctuar debido a pérdidas por siniestro o embargo, cambios en las condiciones económicas locales y generales, la oferta y la demanda, las tasas de interés, el impuesto predial, las restricciones normativas sobre alquileres, las leyes de zonificación y los gastos operativos. **Los valores respaldados por hipotecas y activos** pueden ser sensibles a los cambios de las tasas de interés y estar expuestos al riesgo de pago anticipado, además de que su valor puede fluctuar en respuesta a la percepción del mercado de la solvencia del emisor; y pese a que en general están respaldados por una garantía pública o privada, no hay seguridad de que el garante privado cumpla con sus obligaciones. La inversión en **títulos denominados en moneda extranjera o domiciliados en el extranjero** puede implicar riesgos elevados debido a las fluctuaciones cambiarias y los riesgos político y económico, que pueden aumentar en los **mercados emergentes**. **Las tasas cambiarias** pueden fluctuar considerablemente en períodos cortos y reducir la rentabilidad del portafolio. **Las estrategias de crédito y renta variable privadas** entrañan un alto grado de riesgo, por lo que se advierte a los inversionistas potenciales que estas estrategias solo son adecuadas para personas con suficientes medios financieros y que no tengan necesidad de liquidez con respecto a su inversión y puedan correr el riesgo económico, que incluye la posible pérdida de toda su inversión. **El riesgo de gestión** es el riesgo de que las técnicas de inversión y los análisis de riesgo aplicados por PIMCO no produzcan los resultados deseados y que determinadas políticas o eventos puedan afectar las técnicas de inversión disponibles para PIMCO en relación con la gestión de la estrategia.

PIMCO se compromete a integrar los factores **ambientales, sociales y de gobernanza ("ASG")** en nuestro amplio proceso de investigación y a comprometerse con los emisores sobre los factores de sostenibilidad y nuestro análisis de inversión en el cambio climático. En PIMCO, definimos la integración de ASG como la consideración constante de los factores ASG materiales en nuestro proceso de investigación de inversiones, que puede incluir, entre otros, los riesgos de cambio climático, la diversidad, la inclusión y la igualdad social, los riesgos regulatorios, la gestión del capital humano y otros. Hay más información disponible en la Declaración de Política de Inversión Ambiental, Social y de Gobernanza (ASG) de PIMCO.

Con respecto a los fondos combinados con objetivos de sostenibilidad ("fondos dedicados a ASG"), nos hemos basado en los procesos de inversión centrales de 50 años de PIMCO y utilizamos tres principios rectores: excluir, evaluar y comprometer. De esta manera, los fondos dedicados a ASG de PIMCO buscan generar retornos atractivos al mismo tiempo que buscan lograr resultados ASG positivos a través de sus inversiones. Consulte el prospecto de cada fondo dedicado a ASG para obtener información más detallada relacionada con sus objetivos de inversión, estrategias de inversión y enfoque de ASG.

La inversión ASG es cualitativa y subjetiva por naturaleza, y no hay garantía de que los factores utilizados por PIMCO o sus opiniones reflejen los de un inversionista en particular; y dichos factores pueden diferir de aquellos que un determinado inversionista considera pertinentes para evaluar las prácticas ASG de un emisor. Al evaluar a un emisor, PIMCO depende de información y datos obtenidos de informes voluntarios o de terceros que pueden estar incompletos o inexactos, o no estar disponibles, o ser contrarios a los de ese emisor, lo que podría inducir a la empresa a evaluar incorrectamente sus prácticas de negocios en materia ASG. Las normas de responsabilidad social varían de una región a otra, y es posible que las prácticas ASG de un emisor o la evaluación de PIMCO de las mismas cambien con el tiempo. No se ofrece ninguna garantía de que la estrategia o las técnicas de inversión producirán los resultados deseados. La rentabilidad pasada no es garantía ni un indicador confiable de los resultados futuros.

Las declaraciones relacionadas con las tendencias de los mercados financieros o las estrategias de cartera se basan en las condiciones de mercado actuales, que pueden fluctuar. No existe ninguna garantía de que estas estrategias de inversión funcionen en todo tipo de condiciones de mercado o que resulten apropiadas para todos los inversionistas. Cada uno de ellos debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente durante períodos bajistas, y consultar a un profesional de inversiones antes de tomar una decisión de inversión. Las proyecciones y estrategias están sujetas a cambios sin previo aviso.

Alfa es una medida de rendimiento ajustado al riesgo y se calcula comparando la volatilidad (riesgo de precio) de un portafolio con su rendimiento ajustado al riesgo conforme a un índice de referencia; la rentabilidad excedente en relación con este índice se denomina alfa. **Beta** es una medida de sensibilidad del precio a las fluctuaciones del mercado. La beta de mercado es 1.

El presente material refleja las opiniones del gestor, que están sujetas a cambios sin previo aviso. Se distribuye solo a título informativo y no debe considerarse como una asesoría o recomendación de inversión respecto a un valor, una estrategia o un producto en particular. La información aquí contenida se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, pero no podemos ofrecer ninguna garantía al respecto.

PIMCO ofrece servicios exclusivos para instituciones e inversionistas calificados. Esta oferta no está dirigida a personas residentes en jurisdicciones donde es ilegal o no está autorizada. | **PIMCO Latin America** Av. Brigadeiro Faria Lima 3477, Torre A, 5º andar São Paulo, Brasil 04538-133. | Se prohíbe reproducir en cualquier forma el presente material ya sea en su totalidad o en parte, así como hacer referencia a él en cualquier otra publicación, sin previo permiso expreso por escrito. PIMCO es una marca comercial de Allianz Asset Management of America L.P. en los Estados Unidos y el resto del mundo. ©2021, PIMCO