



Aproveitar
oportunidades

Perspetivas para 2024

Índice

VISÃO MACRO

Crescimento mais lento — melhores rendimentos?

ESTRATÉGIA DE AÇÕES

A qualidade conta

ESTRATÉGIA DE OBRIGAÇÕES

De volta às luzes da ribalta

ESTRATÉGIA MULTIATIVOS

Um novo olhar

ESTRATÉGIA PARA OS MERCADOS PRIVADOS

Nova janela de oportunidade

Aproveitar oportunidades

À medida que as taxas de juro começam a estabilizar, está a surgir um novo ambiente de investimento com oportunidades que, possivelmente, não víamos há anos. A diversificação das carteiras — e a tomada de decisões mais audazes e baseadas na convicção — poderá ser essencial num momento de divergência do desempenho entre empresas, classes de ativos e economias. A incerteza continua elevada, ainda mais com o potencial de um choque nos preços do petróleo e as implicações das eleições de novembro nos EUA. Mas a boa notícia é que os investidores poderão ser recompensados por voltarem a assumir riscos.

Principais conclusões

- Contrariando o consenso, prevemos uma recessão nos EUA e pensamos que os mercados podem estar a subestimar o período de tempo em que os principais bancos centrais terão de manter as taxas mais elevadas.
- Será fundamental adotar uma abordagem ativa na seleção e gestão dos investimentos: nem todos os ativos vão ter um bom desempenho numa era em que o dinheiro volta a ter um custo.
- Os mercados podem apresentar volatilidade devido à incerteza em torno do crescimento, das taxas de juro e dos acontecimentos geopolíticos, mas as mudanças podem trazer oportunidades para construir posições a longo prazo baseadas em convicções fortes.
- Pensamos que estão a ser criadas as condições para que as obrigações se tornem atrativas e vemos pontos de entrada nas ações, com enfoque em nomes e temas de qualidade.
- A diversificação será essencial: o ambiente de mercado e as valorizações podem apresentar oportunidades em certos mercados privados, como o crédito privado e as infraestruturas.

VISÃO MACRO

Crescimento mais lento — melhores rendimentos?



Stefan Hofrichter
Diretor de Economia
e Estratégia Globais

O consenso sobre o crescimento económico mundial e, em particular, sobre o crescimento dos EUA, continua a ser bastante positivo. A maioria dos analistas espera uma “aterragem suave” para a economia norte-americana, na qual o banco central consegue abrandar a economia sem desencadear uma recessão, ou apenas uma ligeira recessão. Uma recessão mais profunda é considerada apenas um risco externo.¹

Só cerca de dois em cada cinco economistas norte-americanos preveem uma recessão nos próximos trimestres². Instituições internacionais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI) ou a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), preveem um crescimento mundial moderado, seguido de uma recuperação em 2024. As previsões de crescimento dos bancos centrais são semelhantes. A relativa resiliência da atividade económica até agora, sobretudo nos EUA, tem apoiado esta perspetiva positiva.

No entanto, parece-nos importante ter alguma cautela em relação ao consenso atual. Embora um cenário de crescimento moderado ou ligeira recessão seja totalmente possível, há várias razões para pensarmos que as coisas podem ser diferentes.

Em primeiro lugar, os economistas são notoriamente maus a antecipar recessões (ver Gráfico 1). Mesmo na véspera da recessão mais grave das últimas décadas — a crise financeira mundial —, a maioria esperava uma aterragem suave.

Em segundo lugar, **vários dos principais indicadores continuam a ser consistentes com o início de uma recessão nos EUA entre o final de 2023 e a primeira metade de 2024**: este é o sinal da *yield curve* invertida, da contração da massa monetária (devido ao aperto do banco central) e do facto de as taxas do banco central estarem acima dos níveis neutros e, por isso, em terreno “restritivo”.

Inflação: teimosamente elevada

A inflação continua teimosamente elevada e bastante acima do objetivo de 2% dos principais bancos centrais, apesar de estar significativamente abaixo das taxas de inflação máximas de 2022.

A resiliência da inflação não é surpreendente para nós: o aumento acentuado entre 2021 e 2022 foi impulsionado não só pelos choques da COVID-19 e dos preços da energia, mas também pela liquidez excessiva no sistema após uma flexibilização muito grande da política monetária.

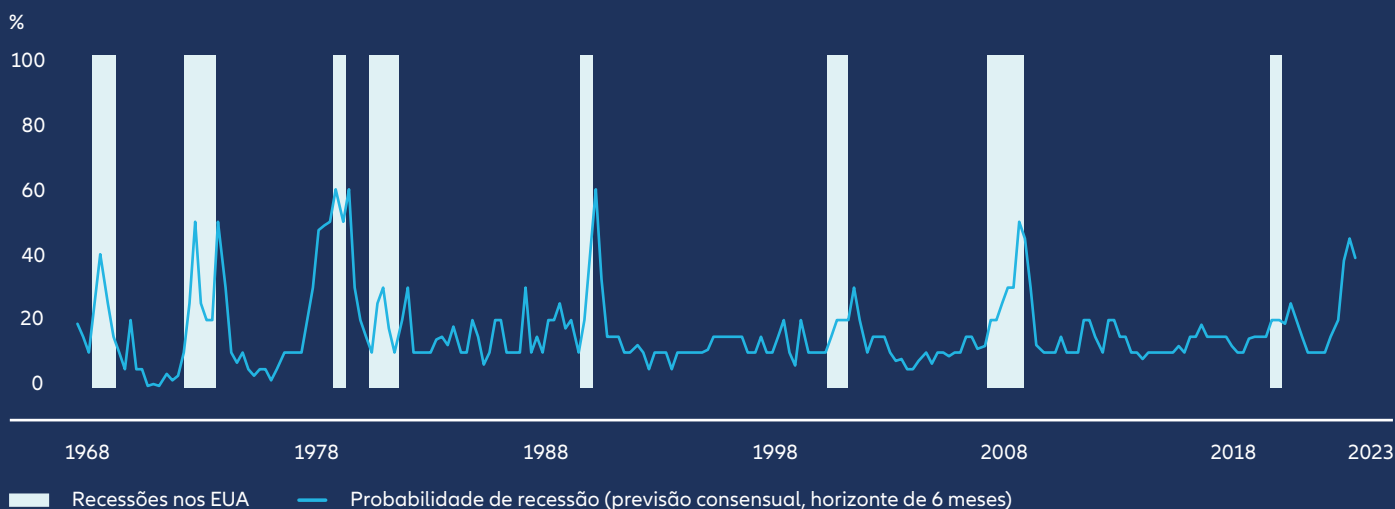
Três choques de longo prazo do lado da oferta também estão a contribuir para uma inflação estruturalmente mais elevada. O primeiro é a desglobalização. Mais precisamente, o facto de o crescimento do comércio em percentagem do Produto Interno Bruto (PIB) mundial estar a diminuir devido a uma maior regionalização das cadeias de abastecimento, entre outros fatores. A descarbonização e um mercado de trabalho estruturalmente mais retraído devido a alterações demográficas são outros fatores.

Sabemos de experiências anteriores que, após um período de inflação elevada, podem ser necessários vários anos para que a inflação volte a descer para níveis baixos devido a efeitos de segunda ordem, como espirais salários-preços (salários mais elevados conduzem a preços mais elevados e vice-versa) ou estratégias de *markup* por parte das empresas.

1) Fonte: inquérito do Bank of America a gestores de fundos em todo o mundo, outubro de 2023.

2) Fonte: Consensus Economics, outubro de 2023.

Gráfico 1: os economistas têm falhado sistematicamente na antecipação de recessões. Será igual desta vez?



Nota: probabilidade de recessão com base no Federal Reserve Bank of Philadelphia's Survey of Professional Forecasters (SPF). O gráfico corresponde aos períodos de expansão/recessão nos EUA com a mediana da probabilidade de recessão do inquérito de há dois trimestres.

Fonte: Allianz Global Investors Global Economics & Strategy, Bloomberg (dados de 30 de setembro de 2023). Os resultados anteriores não são um indicador dos resultados futuros.

Neste contexto, **questionamos se os mercados estão corretos ao preverem que os principais bancos centrais não vão voltar a subir as taxas e que haverá cortes significativos a partir de meados de 2024. Em suma, esperamos taxas mais elevadas durante mais tempo do que o cenário considerado pelo consenso.**

Pode este consenso estar a refletir a expectativa de que um maior crescimento da produtividade possa ajudar a baixar a inflação? É verdade que estamos a assistir a grandes mudanças tecnológicas, sendo a inteligência artificial (IA) generativa apenas o exemplo mais recente. Estes avanços podem aumentar a oferta agregada na economia mundial e, eventualmente, ajudar a baixar a inflação. Mas ainda não temos dados concretos sobre isso. Até agora, os números do crescimento da produtividade não estão a mostrar sinais de um aumento estrutural. Embora o crescimento da produtividade possa ser apoiado pela inovação tecnológica, também pode ser travado por fatores como os "maus investimentos" e as consequências a longo prazo do rebentamento de bolhas de crédito ou guerras, como a história nos mostra.

Um pico nos *yields* das obrigações?

Os *yields* nos níveis mais elevados em mais de uma década e meia, com a iminência de uma recessão económica, tornariam as obrigações soberanas de elevada qualidade objetivamente atrativas. No entanto, continua a ser difícil prever o pico dos *yields* das obrigações. **Estariamos mais confortáveis se os preços nos mercados estivessem a refletir a trajetória futura das taxas dos bancos centrais de forma mais conservadora e numa perspetiva de taxas mais elevadas durante mais tempo.**

Os investidores devem estar atentos ao potencial fim da política de longa data do Banco do Japão (BoJ) de limitar as taxas de juro de longo prazo, uma medida que poderá ter repercussões nos mercados obrigacionistas mundiais. Os preços da energia são outro fator de incerteza, sobretudo após o terrível ataque a Israel no início de outubro de 2023.

Acreditamos que as expectativas de crescimento têm de ser ajustadas em baixa e, por isso, é provável que os ativos de risco enfrentem maiores desafios e uma maior volatilidade. Historicamente, tem sido mais rentável investir em ações e obrigações não soberanas durante uma recessão, e não antes dela. E qualquer potencial reavaliação do preço das obrigações teria provavelmente repercussões nas ações.

Nos dois últimos anos também assistimos a "acidentes" no sistema financeiro: em 2022, o sistema de pensões do Reino Unido esteve sob pressão, enquanto no início de 2023 testemunhámos a falência de vários bancos, nomeadamente nos EUA. O pior pode já ter passado, mas não podemos excluir mais acontecimentos, como nos recordam repetidamente o Conselho de Estabilidade Financeira, o FMI, os bancos centrais e outras instituições. O elevado grau de alavancagem da economia mundial e o aumento sustentado das taxas de juro são a receita para a instabilidade financeira. Desta vez, o risco pode estar mais nas instituições financeiras não bancárias do que nos bancos. Uma cobertura do risco de cauda pode ser uma boa ideia.

ESTRATÉGIA DE AÇÕES

A qualidade conta



Virginie Maisonneuve
CIO Global
de Ações

Acreditamos que os mercados acionistas em 2024 serão moldados por vários temas importantes. Alguns desses temas passam pela divergência dos mercados e das economias a nível mundial — impulsionada por perspectivas de crescimento dessincronizadas e por posições de política monetária — e uma interação da geopolítica com tendências cíclicas e estruturais, como a tecnologia e a transição climática. Segue-se um período de normalização e adaptação a um novo mundo onde a disciplina do capital está de volta e uma ordem geopolítica incerta está a desenvolver-se. 2023 foi um ano dividido em duas partes à medida que este processo se desenrolava. O primeiro semestre foi favorável às ações de crescimento porque os mercados aguardavam que a Reserva Federal dos EUA (FED) se afastasse do seu ciclo de subida das taxas de juro. Mas o sentimento inverteu-se no segundo semestre, com as ações de valor a superarem mais uma vez o desempenho das ações de crescimento, à medida que os mercados se confrontavam com um cenário de taxas mais elevadas durante mais tempo, para o qual já vínhamos a alertar há algum tempo.

Divergência macroeconómica

A caminho de 2024, os EUA, a União Europeia e a China enfrentam perspectivas macroeconómicas divergentes. Os EUA parecem resilientes, com os números do emprego e os índices de gestores de compras (PMI) a apresentarem um quadro relativamente otimista. A economia da China parece estar a beneficiar de uma aterragem suave, mas encontra-se numa encruzilhada. Ainda há questões por resolver no setor imobiliário, que representa cerca de 20% do seu PIB. No entanto, estamos otimistas com a “nova economia” da China (que abrange tecnologia, fintech, serviços financeiros, tecnologias da saúde e “economia verde”), que esperamos que seja o motor do crescimento futuro. Noutros locais, a Europa enfrenta riscos de recessão e uma inflação potencialmente persistente, com a Alemanha — a maior economia do continente — a enfrentar ventos desfavoráveis estruturais. **As perspectivas divergentes podem oferecer condições favoráveis para a escolha ativa de ações.**

Normalmente, as ações de tecnologia têm um bom desempenho quando as ações de crescimento como um todo também têm: por exemplo, quando as perspectivas de aumento das taxas de juro são cada vez mais baixas. **Com o fim dos aumentos das taxas à vista, uma abordagem *bottom-up* disciplinada pode ajudar os investidores a descobrir oportunidades nos próximos meses**, desde que a economia global não caia numa recessão profunda. Nos EUA, o ano tem sido dominado pelas tecnológicas, mas à medida que a inteligência artificial (IA) e outras tecnologias começam a ser implantadas em todos os setores, os investidores



podem olhar de forma mais ampla para o mercado. A cibersegurança e as tecnologias da saúde estão a registar uma grande atividade, a título de exemplo. Na China, a nova economia pode trazer oportunidades.

Agora que o dinheiro voltou a ter um custo, é provável que vejamos menos empresas “zombie” (ver Gráfico 2). Impulsionadas pelo financiamento barato a que puderam aceder durante a última década, estas empresas de baixa qualidade enfrentam um “ajuste de contas” e podem ter dificuldades em sobreviver. A “zombificação” é mais frequente em alguns setores. Os nossos dados mostram que é mais frequente nos setores do petróleo e do gás, dos materiais naturais e dos cuidados de saúde, por exemplo. Assim, os investidores devem procurar navegar nestes setores — que podem continuar a ser atrativos por outras razões — com os conhecimentos necessários. Mais uma vez, será vital um compromisso com a qualidade em toda a carteira e em todos os estilos de investimento.

Interação entre geopolítica e temas estruturais e conjunturais: investir numa nova ordem mundial

Embora as diferentes regiões enfrentem desafios associados à sua posição específica no ciclo económico, as questões estruturais também vão ter um papel importante. Por exemplo, a forma como a China gerir a sua transição vai ser crucial para o seu futuro a médio prazo, bem como para manter a confiança dos investidores que estão a acompanhar atentamente estes desenvolvimentos. Neste contexto, é importante acompanhar o desenrolar da rivalidade comercial entre os EUA e a China, sobretudo

no domínio da tecnologia, nos próximos anos. A nível mundial, a transição energética é uma questão estrutural fundamental para todas as regiões, especialmente para a Europa, que teve de se adaptar rapidamente aos problemas de abastecimento nos últimos dois anos. Os beneficiários diretos e indiretos da evolução do papel da China na cadeia de abastecimento mundial também vão continuar a ser uma tendência na Ásia, com os investidores a procurarem um posicionamento estratégico “China + 1”.

Uma última consideração estrutural que provavelmente vai moldar o desenvolvimento económico mundial durante alguns anos é a implicação das indústrias de hardware e software em rápido desenvolvimento, tendo em conta os avanços na IA. Como já discutimos anteriormente, a forma como as empresas e os governos reagem a estas mudanças, e a rapidez dessa reação, vai determinar os vencedores e os vencidos nesta nova era do darwinismo digital. A crescente influência e liderança da China neste domínio pode levar ao desenvolvimento de hemisférios tecnológicos rivais.

Perspetivas para os investidores: oportunidades de diversificação e de construção eficiente de carteiras

Para os investidores, **a incerteza atual e o impacto de taxas mais elevadas em algumas empresas significam que o foco deve permanecer em nomes e temas de qualidade.**

A incerteza também significa que a agilidade e a capacidade de reagir aos acontecimentos em curso vão

continuar a ser fundamentais. No entanto, a volatilidade associada à incerteza pode oferecer oportunidades de posicionamento para os investidores a longo prazo. A adoção de uma abordagem ativa para gerir a incerteza através da seleção de ações e da construção da carteira cuidadosas deverá oferecer o melhor dos dois mundos: proporcionar uma base de liquidez e um acesso ao crescimento.

Os investidores podem pensar na sua carteira de ações como uma pirâmide. Uma base assente em estratégias multifatoriais e de baixa volatilidade. A camada acima pode incluir ações de valor, crescimento e dividendos de qualidade.

Num mundo pautado por uma política monetária restritiva e um crescimento mais lento, a forte geração de fluxos de caixa e os balanços sólidos vão ser fundamentais, assim como a capacidade das equipas de gestão para liderar em ambientes de volatilidade e, em alguns casos, em ecossistemas em rápida mutação. Finalmente, no topo da pirâmide, explorar áreas que possam continuar a proporcionar crescimento, quer através da consideração de vários temas, quer considerando temas individuais, como a cibersegurança, a IA, a transição climática, a segurança alimentar e a água.

Gráfico 2: as empresas “zombie” multiplicaram-se, mas será que conseguem sobreviver num cenário de taxas mais elevadas durante mais tempo?

Percentagem global de empresas “zombie”



Fonte: Allianz Global Investors. Dados de 31 de outubro de 2023.

Nota: dados extraídos da base de dados Refinitiv Worldscope e que abrangem mercados desenvolvidos e emergentes. Definimos empresas “zombie” como empresas maduras (criadas há mais de 10 anos), com um rácio de cobertura de juros inferior a 1 durante três anos consecutivos. O rácio de cobertura de juros é utilizado para determinar a facilidade com que uma empresa pode pagar os juros da sua dívida pendente.

ESTRATÉGIA DE OBRIGAÇÕES

De volta às luzes da ribalta



Franck Dixmier
CIO Global de
Obrigações

É justo que se diga que o grande regresso das obrigações demorou mais do que muitos investidores esperavam. As obrigações globais permaneceram sob pressão durante grande parte de 2023 graças a fenómenos económicos pós-COVID, como balanços inflacionados dos consumidores e das empresas, que encorajaram a missão dos bancos centrais de manter taxas elevadas por mais tempo e tornaram a navegação neste ambiente extremamente desafiadora.

A força demolidora da subida das taxas de juro, que colocou os títulos do Tesouro americano a 10 anos a caminho de um terceiro ano consecutivo de rendimentos totais negativos pela primeira vez na história, está a abrandar à medida que os bancos centrais fazem uma pausa e as atenções se voltam para potenciais cortes em 2024 e para quando poderão ocorrer.

Na nossa perspetiva, um crescimento mais fraco, uma inflação mais baixa, uma política monetária e orçamental mais restritiva e valorizações atrativas tornam as obrigações novamente interessantes.

Os mercados de ações e de crédito já começaram a digerir os riscos de um período prolongado de política monetária restritiva e acreditamos que as taxas elevadas vão começar a pesar tanto nos consumidores como nas empresas em 2024.

A deterioração dos fundamentos empresariais nos próximos três a seis meses também nos parece que poderá levar a uma deterioração das condições do mercado de trabalho. O mercado de trabalho persistentemente forte tem sido, até à data, uma barreira importante a uma recuperação há muito esperada das obrigações: os gastos dos consumidores mantiveram-se robustos e foram sustentando a inflação. É possível que as perspetivas económicas dos EUA se tornem menos animadoras, tendo em conta uma economia global já fraca, com riscos geopolíticos elevados e riscos crescentes para a estabilidade financeira. Todos estes fatores podem ser sinais fortes de compra para as obrigações, que parecem ser bem capazes de superar o desempenho dos ativos monetários em 2024.

Os Estados Unidos atraem, a Europa exige paciência

O mercado obrigacionista norte-americano parece particularmente atrativo, dada a nossa convicção de que a Reserva Federal dos EUA (FED) encerrou o ciclo de aumento das taxas de juro. Ainda que assistíssemos a mais uma subida, o mais provável era os investidores começarem a olhar para o momento em que a FED passaria a efetuar cortes. As valorizações de mercado apontam para um primeiro corte em meados de 2024, e achamos difícil refutar essa avaliação, já que nos parece mais provável uma recessão moderada do que uma aterragem suave. Tendo isso em conta, as avaliações são atrativas: os rendimentos do Tesouro a 10 anos subiram perto de 5% no início do quarto trimestre de 2023, os rendimentos reais (rendimentos das obrigações ajustados à inflação) de quase 2,5% subiram para níveis que não víamos desde 2007 (ver Gráfico 3). Gostamos do segmento curto da curva, no qual a volatilidade parece ter diminuído, bem como da parte da curva de 5 a 7 anos. A inclinação da curva nos EUA também nos parece atrativa.



Na Europa, teremos de ser mais pacientes no que diz respeito à duração. Atualmente, os mercados estão a prever que o Banco Central Europeu não faça mais aumentos, mas não estamos confortáveis com essa visão. Vemos uma verdadeira espiral salários-preços na zona euro que não existe nos EUA; na Europa, cada aumento salarial está a traduzir-se praticamente num aumento dos custos unitários do trabalho (principalmente devido ao crescimento negativo da produtividade). Acreditamos que este facto deixa os investidores expostos a uma potencial surpresa de subida da inflação subjacente que não está a ser considerada.

Agilidade no crédito e diversificação

O outro lado do facto de as obrigações voltarem a mostrar valor é, obviamente, o facto de o dinheiro voltar a ter um custo, o que tem impacto nos mercados de crédito. **À medida que as condições económicas se deteriorarem nos próximos meses, é provável que se assista a uma maior dispersão na qualidade e no desempenho do crédito, pelo que os investidores devem manter-se ágeis no crédito e controlarem o risco global de spread.** Dito isto, não nos parece que os investidores queiram ignorar as obrigações *high yield* (HY), cujos rendimentos estão a proporcionar uma boa proteção contra o que pensamos que será um aumento relativamente

contido das taxas de incumprimento. Com o seu perfil de duração mais curto, as obrigações HY podem manter as carteiras investidas na parte da frente das curvas de crédito corporativo, onde a qualidade de crédito pode ser avaliada com maior convicção.

Uma grande oportunidade que vemos para 2024 está nas obrigações asiáticas para além da China, que pensamos poderem oferecer um antídoto para o abrandamento global previsto e para a volatilidade mais ampla do mercado. Espera-se que o segmento Ásia excl. a China contribua significativamente para o crescimento económico global, tanto em 2024 como na próxima década, impulsionado pela diversificação da cadeia de abastecimento, pela crescente dessincronização com os EUA e por populações mais jovens. Esperamos que as perspetivas de um crescimento superior se traduzam gradualmente numa melhoria dos fundamentos macroeconómicos, em melhorias dos *ratings* do crédito soberano e numa reavaliação fundamental das obrigações na região. Historicamente, as obrigações soberanas asiáticas em moeda local têm o beta mais baixo em relação aos títulos do Tesouro americano, em comparação com outros mercados emergentes, o que, juntamente com *yields* competitivos e uma menor volatilidade cambial, as torna boas candidatas à diversificação. Da mesma forma, as

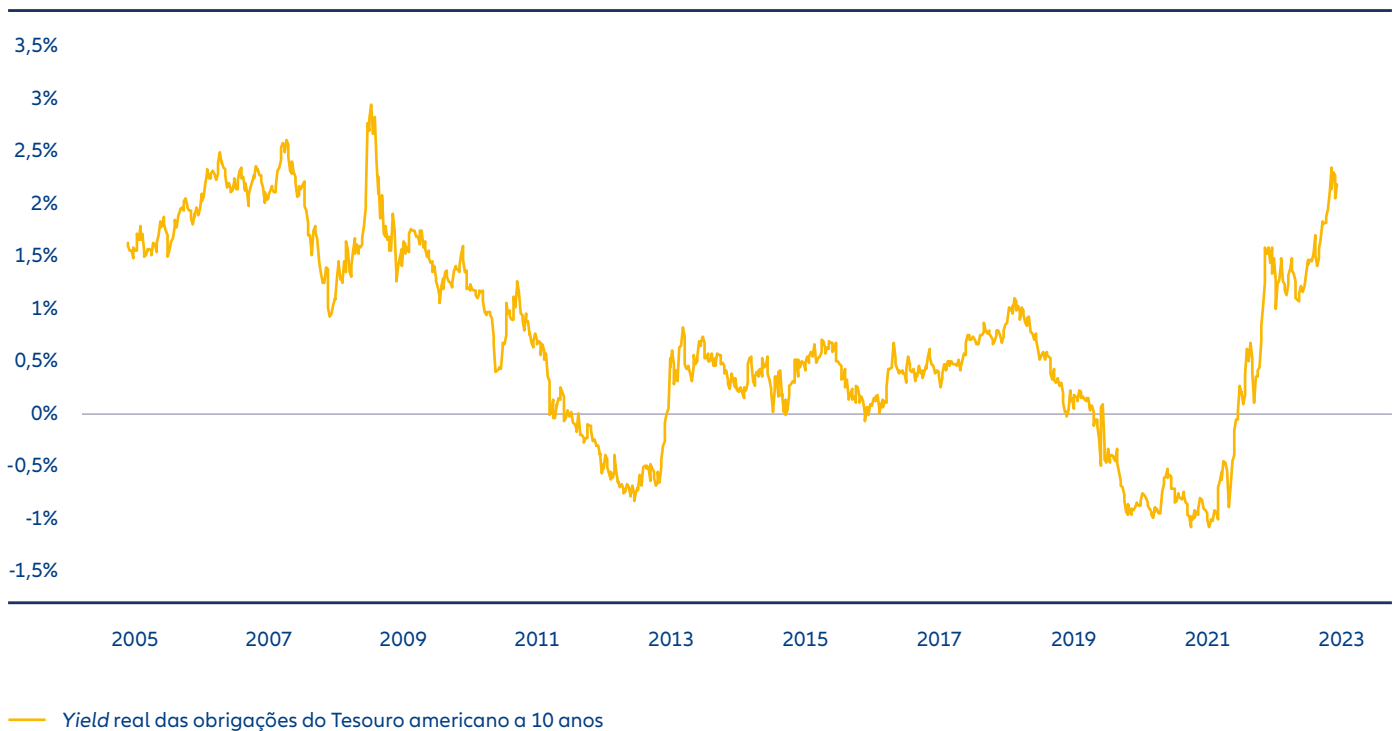


obrigações corporativas asiáticas *investment grade* oferecem um perfil de risco/rentabilidade competitivo em relação a outros mercados de crédito globais.

Uma estratégia ativa pode captar valor e gerir o risco

De um modo geral, com a maior parte do aperto dos bancos centrais concluído, podemos esperar um ambiente mais “estável” no futuro. No entanto, beneficiar de valorizações muito atrativas das obrigações vai exigir paciência em 2024, tendo em conta a divergência a que assistimos em termos de perspetivas económicas e de política monetária, principalmente entre os EUA e a Europa. **Os investidores poderão beneficiar de uma estratégia ativa e flexível para começarem a acumular rendimentos a estes níveis mais elevados, gerindo simultaneamente a duração e o risco de *spread* de forma rigorosa a curto prazo.**

Gráfico 3: *yields* reais: as obrigações voltam a ser rentáveis?



Fonte: Bloomberg, Allianz Global Investors. Dados de 10 de novembro de 2023.

ESTRATÉGIA MULTIATIVOS

Um novo olhar



Gregor MA Hirt
CIO Global de
Multiativos

Acreditamos que 2024 possa ser o ano em que as estratégias multiativos vão demonstrar o seu valor à medida que forem surgindo potenciais aberturas em todas as classes de ativos.

Os investidores vão entrar em 2024 com questões relacionadas com o crescimento e a política monetária. Todas as atenções estão viradas para uma questão: será que os bancos centrais vão conseguir controlar a inflação sem fazer cair as economias em recessão? As tensões geopolíticas agravam o cenário, com as guerras no Médio Oriente e na Ucrânia. Consequentemente, os mercados podem sofrer uma maior volatilidade e a diversificação será essencial. Os investidores também terão de ser suficientemente ágeis para procurar oportunidades para além dos pilares fundamentais das obrigações e das ações.

Nesse sentido, podem escrutinar a composição das suas carteiras. Em 2023, a carteira 60:40, que investe 60% em ações e 40% em obrigações, teve um regresso modesto após um dos piores anos da história em 2022, quando ambos os ativos tiveram um desempenho inferior (ver Gráfico 4), desafiando a noção de que a divisão minimiza o risco de correlação. **Mas com os ativos de risco (particularmente as ações) a enfrentarem uma perspetiva potencialmente de teste, os investidores podem considerar outras alocações de ativos (como 30:70) e classes de ativos menos tradicionais**, incluindo matérias-primas e alguns mercados privados. Durante períodos de elevada incerteza, será importante adotar uma abordagem dinâmica. Essa abordagem pode traduzir-se na procura de oportunidades no mercado de ações à medida que as valorizações se ajustam ou na criação de proteção através de estratégias de opções, com posições curtas e alternativas líquidas para enfrentar movimentos súbitos do mercado.

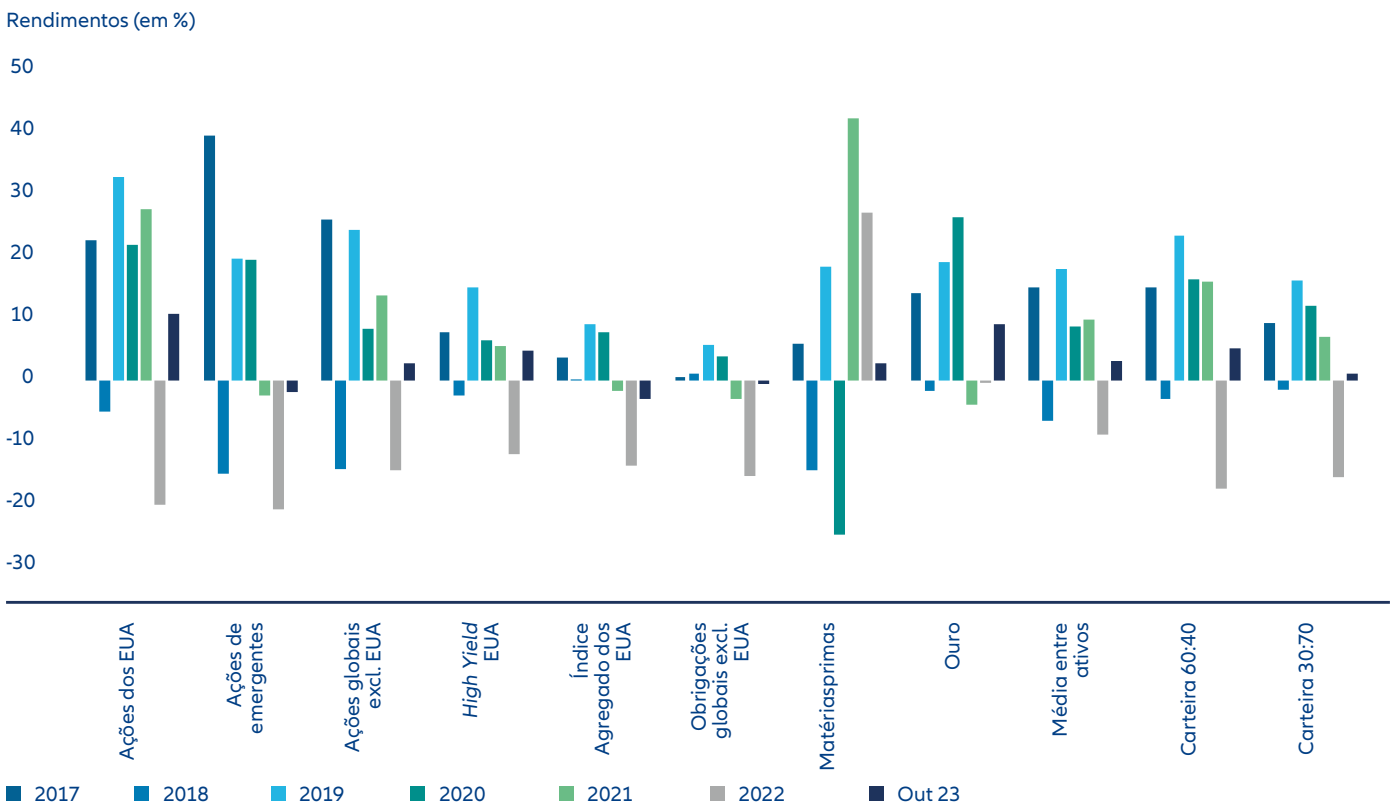
É altura de ir além da “corrida ao dinheiro”

Muitos investidores têm vindo a adicionar liquidez à carteira desde o início de 2022: o aumento das taxas de juro de curto prazo, associado a mercados obrigacionistas ainda voláteis, aumentou a “corrida ao dinheiro”, um ativo que já foi considerado uma das partes menos interessantes e de menor rendimento dos mercados financeiros. Compreendemos essa “corrida” num ambiente de perspetivas incertas e taxas mais elevadas. **Mas acreditamos que no próximo ano as obrigações e, a mais longo prazo, as ações e outros ativos poderão oferecer um potencial de rendimento total muito melhor.**

Onde é que vemos oportunidades?

- Ativos de refúgio:** no âmbito das obrigações, vemos o potencial de *carry* e de alguma valorização do capital na detenção de obrigações do Tesouro americano devido aos atuais *yields* elevados. Os rendimentos das obrigações do Tesouro atingiram máximos de vários anos graças às expectativas de que a Reserva Federal dos EUA (FED) possa manter as taxas de juro mais elevadas durante mais tempo para combater a inflação. **Com a FED perto do fim do ciclo de subida de taxas e com o risco de recessão ainda no horizonte, o cenário parece-nos favorável para as obrigações do Tesouro.** Também acreditamos que o ouro possa trazer ganhos num ambiente de inflação ainda elevada e de riscos geopolíticos. A estabilização das taxas de juro reais que esperamos vai oferecer um maior apoio ao ouro. A compra de ouro por parte dos bancos centrais atingiu níveis recorde e antecipamos que esta tendência se mantenha, particularmente com os mercados emergentes a afastarem as suas reservas do dólar. A escalada do conflito entre Israel e o Hamas para uma guerra mais alargada na região alimentaria ainda mais a perceção do estatuto de porto seguro do ouro.
- Forças concorrentes nos mercados petrolíferos:** vemos os mercados petrolíferos numa dualidade entre as preocupações com uma escalada do conflito no Médio Oriente e as perspetivas de crescimento global. Um crescimento mais lento ou mesmo uma recessão nas principais economias mundiais pode prejudicar a procura de petróleo. Mas os *stocks* mantêm-se em níveis baixos e o principal produtor de petróleo, a Arábia Saudita, tem um forte incentivo para manter os preços elevados, à volta dos 80 a 120 dólares por barril. Qualquer intensificação mais alargada do conflito entre Israel e o Hamas pode fazer aumentar ainda mais os preços. Essa escalada, que não é o nosso cenário de base, iria ter um impacto muito além do petróleo, fazendo disparar os preços de outras matérias-primas. Os mercados vão estar atentos a quaisquer sinais de um maior envolvimento por parte do Irão, um dos apoiantes do Hezbollah³ e um grande produtor de petróleo. Mas também estaremos a monitorizar os dados macroeconómicos globais, uma vez que os sinais de um crescimento hesitante podem proporcionar potenciais oportunidades de compra.

Gráfico 4: a carteira 60:40 é adequada?



Nota: "Out 2023" refere-se a dados de 2023 até 31 de outubro de 2023.

Fonte: AllianzGI, Bloomberg. Dados de 31 de outubro de 2023.

- **O sol nascente do Japão:** embora estejamos moderadamente otimistas em relação às ações em geral, favorecemos taticamente as ações japonesas. As empresas japonesas são das poucas nas economias desenvolvidas que ainda estão a receber o apoio de taxas de juro mais baixas, um legado de anos de luta contra a deflação. Com os lucros das empresas a manterem-se resilientes, graças aos dados macroeconómicos positivos e às reformas empresariais, pensamos que as valorizações são atrativas aos níveis atuais, embora a nossa opinião possa mudar durante 2024. **Estaremos atentos a novos sinais de atenuação da política de controlo da yield curve por parte do BoJ — um dos riscos de mercado mais subestimados em 2024, na nossa opinião.** O Japão é o maior detentor estrangeiro de títulos do Tesouro americano e a possibilidade de yields mais elevados nas obrigações japonesas e de um iene mais forte pode significar volatilidade no mercado se os investidores japoneses transferirem dinheiro para casa.

Que outras potenciais ideias demonstram a importância da diversificação entre mercados? Na nossa visão, o México poderá beneficiar com a deslocação das cadeias

de abastecimento dos produtores da China para mais perto do mercado dos EUA. Os mercados emergentes em geral estão a ser travados por questões sobre a saúde da economia da China. **Os desafios do mercado imobiliário tiveram impacto na economia chinesa e podem limitar as perspetivas de crescimento imediato. No entanto, esperamos uma reviravolta no sentimento em 2024 e continuamos convencidos das oportunidades de investimento a longo prazo** na China, à medida que esta se move para uma economia orientada para a inovação.

Oportunidades para gerar alfa?

Em 2024 e em todo o espectro de investimento, parece-nos importante uma abordagem diferenciada à seleção de ativos. Numa era em que o dinheiro voltou a ter um custo, nem todos os ativos terão um bom desempenho. O excesso de liquidez que tem ajudado a manter muitos ativos dinâmicos desde a crise financeira global está agora a recuar à medida que os bancos centrais reduzem o estímulo. A boa notícia é que isso pode abrir caminho a uma abordagem mais ativa da gestão de ativos, onde podem surgir oportunidades de alfa.

3) O Hezbollah, partido político e grupo militante sediado no Líbano, tem laços profundos com o Hamas e foi classificado como organização terrorista por vários governos ocidentais, incluindo os Estados Unidos.



ESTRATÉGIA PARA OS MERCADOS PRIVADOS

Nova janela de oportunidade



Emmanuel Deblanc
Diretor Global de
Mercados Privados

O interesse pelos investimentos no mercado privado registou um forte crescimento nos últimos anos, e por boas razões. Muitos investidores estavam à procura de rendimento adicional na era pós-2008 de taxas de juro muito baixas. Quando a inflação disparou e as taxas de juro subiram rapidamente, muitos investidores procuraram a proteção dos atributos de taxa variável e indexados à inflação dos mercados privados.

Para além destes fatores seculares, que continuam a ser relevantes apesar de os ciclos de subida de preços dos bancos centrais estarem a chegar ao fim e de a inflação estar a diminuir, acreditamos que existem outros fatores de atração nos mercados privados.

Num cenário com valorizações e condições que fazem lembrar um pouco os anos de reinício pós-crise de 2009 e 2010, esta parece-nos ser uma grande janela de oportunidade para os investidores.

A incerteza gera oportunidades

As economias e os mercados financeiros estão em transição: a incerteza quanto à trajetória das taxas de juro dá lugar à incerteza quanto às perspetivas económicas e à ameaça de recessão. Os períodos de incerteza podem ser uma boa altura para investir nos mercados privados. **À medida que os mercados se redefinem e os ativos são reavaliados, as estratégias dos mercados privados — a maioria das quais com períodos de implementação plurianuais — podem oferecer o potencial para aproveitar**

oportunidades específicas de valor relativo, juntamente com a exposição a tendências a mais longo prazo.

A natureza menos líquida dos mercados privados não se adequa ao perfil de risco de todos os investidores. No entanto, os mercados privados evoluíram para um universo global, altamente diversificado e heterogéneo, e esperamos que continuem a atrair novas e crescentes alocações. No contexto da disrupção que as subidas das taxas provocaram nas valorizações e na volatilidade dos mercados públicos, pensamos que muitos investidores terão recalibrado o grau de “iliquidez” que estão dispostos a tolerar para extrair o prémio previsto dos mercados privados. Além disso, **assistimos a um entendimento crescente entre os principais investidores de “real money” de que os mercados privados podem desempenhar um papel importante e permanente na carteira**, com uma seleção ativa e a proteção de uma estrutura de investimento personalizada que ajude a criar resiliência ao longo do ciclo.

A inflação continua a ser importante

Uma das vantagens dos mercados privados é a proteção contra a inflação proporcionada aos investidores pela estrutura de muitos investimentos, um tema que pensamos que continuará a ser relevante em 2024. Ver os mercados privados como uma proteção contra a inflação pode ser uma simplificação excessiva, mas muitas das estruturas de transação oferecem um bom nível de proteção contra a inflação. No crédito privado (corporativo), por exemplo, muitas transações são feitas numa base de taxa variável, em que os pagamentos aumentam em linha com as taxas de juro de base, enquanto os projetos de infraestruturas tendem a ter custos e preços indexados à inflação. É importante referir que estas não são, de modo algum, coberturas perfeitas contra a inflação e que são mais eficazes em níveis “normais” de inflação (ou seja, quando a inflação se encontra ao nível de um

único dígito) do que nos picos registados nos últimos 18 meses. Com a moderação gradual da inflação, mas fatores estruturais que provavelmente ainda a manterão acima dos objetivos dos bancos centrais durante algum tempo, os mercados privados podem ser um forte instrumento para responder a essa preocupação.

Dois pontos de entrada a curto prazo

Na nossa visão, o crédito privado parece apresentar o perfil de risco/rentabilidade mais atrativo para 2024. Tal como nos mercados de crédito público (ou seja, obrigações corporativas), a subida das taxas de juro impulsionou os *yields* do crédito privado para níveis que os investidores não conseguiam atingir há anos. As taxas mais elevadas também conduzem, sem dúvida, a tensões em termos de custos de financiamento para as empresas, e há dúvidas quanto à sustentabilidade de certas estruturas de capital. É provável que os principais credores bancários se tornem mais avessos ao risco em 2024, por isso, os investidores dos mercados privados deverão encontrar oportunidades para estabelecer parcerias de financiamento em condições favoráveis.

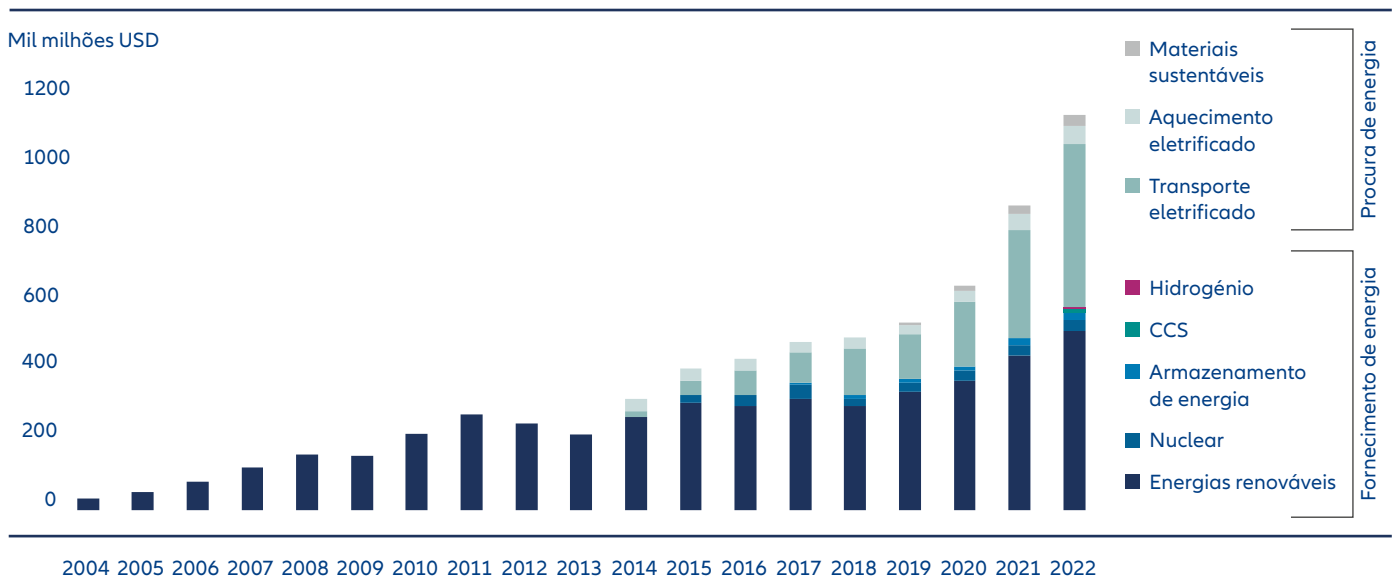
Outra grande oportunidade potencial reside nas infraestruturas, que, para além das suas qualidades de resiliência à inflação, também podem ajudar a proporcionar rendimentos diversificados e fluxos de caixa estáveis. A enorme procura de investimento em infraestruturas é atualmente impulsionada, entre outros fatores, por uma transformação sísmica no setor da

energia. A transição ecológica, a segurança energética e a redução dos riscos das cadeias de abastecimento de tecnologias como os eletrolisadores para a produção de hidrogénio ou as baterias para automóveis elétricos requerem financiamento. A dimensão do Inflation Reduction Act norte-americano, no valor de 437 mil milhões de dólares, é um exemplo do que os governos estão dispostos a gastar, mas a transição energética também vai exigir uma enorme mobilização de capital privado (ver Gráfico 5), sobretudo numa altura em que a margem de manobra orçamental dos governos deverá continuar a ser reduzida. Também conhecidos como ativos “reais”, os projetos de infraestruturas, como as redes elétricas e de transportes, são normalmente financiados através de contratos a longo prazo, o que pode ajudar a isolá-los do ciclo económico e da volatilidade do mercado em geral.

Valor a longo prazo

A incerteza das perspetivas económicas vai fazer com que muitos investidores fiquem em “standby”. No entanto, a atual perturbação das taxas de juro mais elevadas e a presença de tendências globais duradouras, como a transição energética, deverão proporcionar aos investidores uma janela de oportunidade para entrarem em alguns setores dos mercados privados em condições atrativas. Na nossa opinião, 2024 deverá ser uma colheita *vintage* de transações nos mercados privados que os investidores vão querer ter nas suas carteiras nos próximos anos.

Gráfico 5: quanto mais investimento global será necessário para a transição energética?



Fonte: BloombergNEF. Nota: os anos de início diferem por setor, mas todos os setores estão presentes a partir de 2019. Os dados do setor nuclear começam em 2015. Dados de janeiro de 2023.

O investimento no Fundo envolve riscos. Os investimentos no Fundo e o rendimento obtido poderão oscilar para cima e para baixo, dependendo dos valores ou previsões existentes no momento do investimento e, portanto, poderá não recuperar o seu investimento na íntegra. Os pontos de vista e opiniões expressos neste documento refletem o entendimento da sociedade gestora na data da publicação e estão sujeitos a alterações a qualquer momento e sem aviso prévio. Os dados facultados neste documento provêm de várias fontes e são considerados corretos e fiáveis na data da publicação. Prevalecerão os termos de qualquer oferta ou contrato subjacente que tenha sido ou venha a ser celebrado. Este material promocional foi elaborado pela Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, uma sociedade de investimento de responsabilidade limitada, constituída na Alemanha, com sede em Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Frankfurt/M, com número de registo no tribunal local de Frankfurt/M, HRB 9340, autorizada pelo Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). O resumo dos direitos dos investidores está disponível em inglês, francês, alemão, italiano e espanhol em <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. Não é permitida a duplicação, publicação ou transmissão do conteúdo deste documento, independentemente da forma de transmissão considerada.