

# House View

## 2.º Trim. 2024

O que se avizinha

# O que inclui a nossa House View

## 2.º trim. 2024: A nossa visão dos mercados mundiais

- Todas as atenções **estão voltadas para os EUA...**
- **Espaço para oportunidades seletivas** entre períodos de volatilidade

## Atualizações trimestrais

- **Crescimento económico:** início de 2024 animador
- **Resumo:** principais dados por região
- **Inflação:** pressão de quedas... mas a reta final é a mais difícil
- **Taxas de juro:** bancos centrais num ponto de inflexão
- **Perspetiva sobre as valorizações:** pensar de forma seletiva
- **Multiativos:** perspetivas sobre alocação de ativos

## Convicções relativamente a classes de ativos

### • Ações

- Setor tecnológico — ainda existe valor para *stock pickers* mais perspicazes
- Foco na qualidade e volatilidade no que respeita a pontos de entrada

### • Obrigações

- Procurar valor relativo em obrigações governamentais
- Manter o *carry* — e a prudência — no crédito

### • Multiativos

- Uma melhor governação beneficia as ações japonesas
- O ouro pode continuar a brilhar

# A nossa visão dos mercados globais

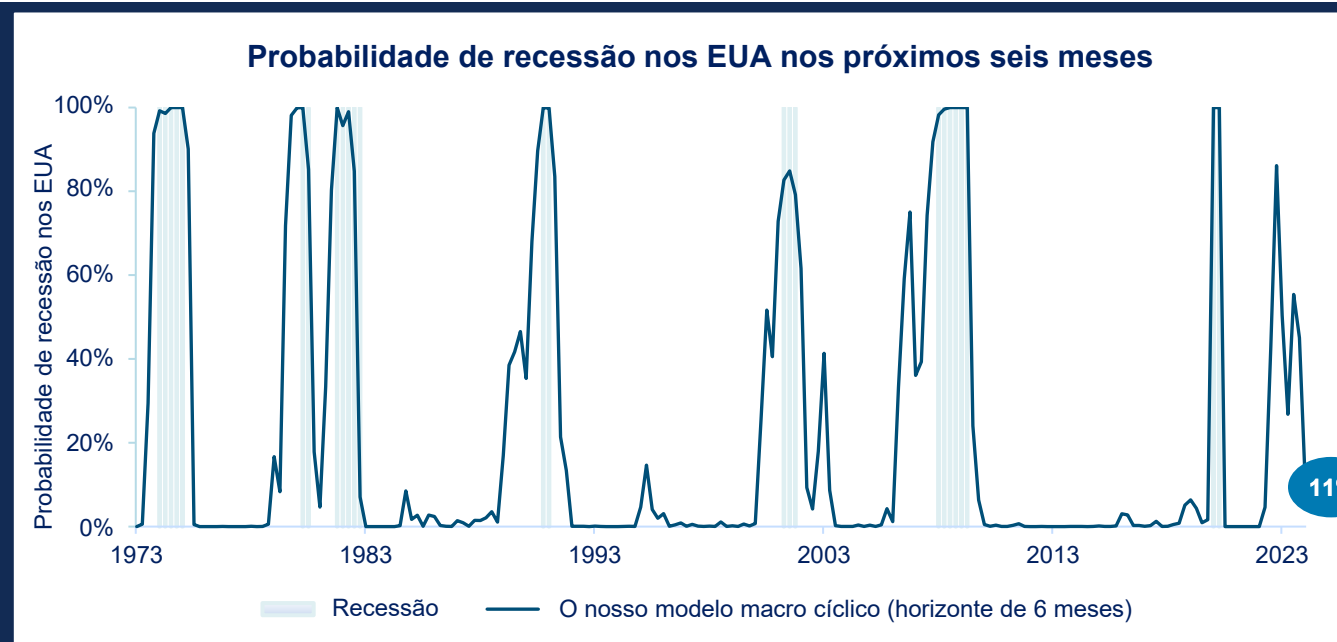
## Todas as atenções estão voltadas para os EUA...

- Com o cenário preparado para um corte histórico nas taxas de juro, os desenvolvimentos nos EUA são especialmente importantes para os mercados globais. Com base nos dados mais recentes, pensamos que **a economia americana se prepara para uma aterragem suave**: o Santo Graal dos bancos centrais que permite o amortecimento da inflação sem conduzir a economia para uma recessão.
- Com um ligeiro abrandamento à vista, a data mais provável para **o corte das taxas de juro pela Reserva Federal americana (FED) será agora julho** — uma alteração que convida a uma reentrada nos mercados após o “reset” de 2022 e que deve trazer uma dinâmica contínua às obrigações e ações nos próximos meses.
- A questão que se coloca é quando — e em que proporção — é que a FED vai baixar as taxas de juro. Neste momento, os mercados já não estão a esperar cortes tão agressivos como se previa no final de 2023. Já há algum tempo que prevemos que **as taxas nos EUA vão descer apenas 75 pb até ao final de 2024, na melhor das hipóteses**. A resiliência do mercado de trabalho norte-americano poderá levar a FED a ponderar.



**Gráfico do trimestre: será que a FED vai conseguir fazer a aterragem?**

Atualmente, o nosso modelo cíclico a curto prazo, que se baseia apenas em dados macro de alta frequência, sugere **uma probabilidade de apenas 11% de uma desaceleração nos EUA nos próximos seis meses**.



# A nossa visão dos mercados globais

## Espaço para oportunidades seletivas entre períodos de volatilidade

- Embora os investidores aguardem os próximos passos da FED, **os mercados estão a beneficiar de uma economia global que se mostra mais resiliente** do que durante períodos anteriores de taxas de juro elevadas, com sinais de recuperação também nas economias europeias e chinesa.
- **Os resultados sólidos das empresas em determinados países, incluindo nos EUA e no Japão, devem favorecer os ativos de risco.** Além disso: é importante estar atento à evolução da inteligência artificial (IA), uma vez que qualquer aceleração na implementação nos próximos trimestres pode significar maior produtividade e inflação mais baixa.
- Existe ainda **a possibilidade de a FED reduzir as taxas para um valor inferior ao esperado** pelo mercado se a economia dos EUA se mantiver melhor do que o previsto (um cenário “sem aterragem”). Trata-se de um cenário que, embora positivo para as ações, pode ser um desafio para os rendimentos das obrigações governamentais.
- **O risco geopolítico aumentou.** Até à data, os mercados têm feito um bom trabalho de recalibração para um ambiente de conflito e tensões globais, particularmente em ano de eleições nos EUA. Todavia, o risco de um **evento inesperado impactante** não deve ser posto de lado.
- Mas a recente recuperação do mercado acionista mostra que não é o momento de os investidores ficarem passivos. Não consideramos que os mercados estejam sobrevalorizados. **É provável que haja volatilidade no mercado, mas isso também pode representar oportunidades.**

### A considerar:

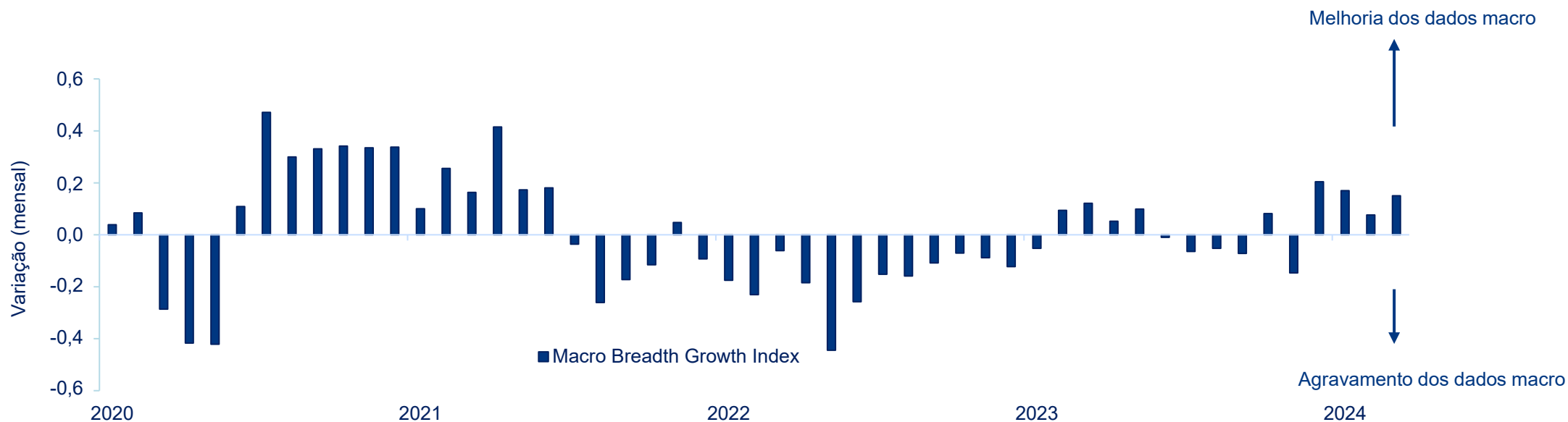
- **Ações:** assumimos uma posição construtiva em relação aos EUA, onde as valorizações seletivas são razoáveis, tendo em conta a resiliência dos resultados; a China oferece valorizações potencialmente atrativas e potencial de inovação.
- **Japão:** a melhor governação corporativa e a normalização da política monetária favorecem as valorizações das ações.
- **Tecnologia:** algumas das ações dos “Magnificent 7” estão com valorizações muito elevadas, mas o setor no geral não está.
- **Obrigações:** a nossa preferência vai para curvas ascendentes nos EUA e na Europa, uma vez que deverão beneficiar de cortes nas taxas e do ressurgimento do prémio de prazo. No crédito, numa base ajustada ao risco, a nossa preferência recai sobre as obrigações *investment grade*.

**Consulte as páginas 11 a 13 para mais detalhes sobre as nossas convicções relativamente a classes de ativos.**

**Com a perspetiva do primeiro corte nas taxas da FED em quatro anos, vemos um ponto de viragem para a economia global, que deverá criar novas aberturas em todas as classes de ativos.**

# Crescimento económico: início de 2024 animador

O nosso Macro Breadth Growth Index<sup>1</sup>, que mede dados macroeconómicos de todo o mundo, melhorou pelo quarto mês consecutivo



- A melhoria dos dados na maior parte do mundo desenvolvido reflete um crescimento robusto até à data em 2024, ainda que esta dinâmica tenha abrandado desde o último ano.
- Os ganhos foram sobretudo impulsionados por uma forte recuperação na zona euro e por uma subida moderada nos EUA.
- Os dados positivos das economias emergentes foram largamente impulsionados pela Índia e pela China; os indicadores macro registaram um fortalecimento pelo sétimo mês consecutivo na China.

<sup>1</sup> O nosso Macro Breadth Growth Index exclusivo acompanha mensalmente a direção de 354 dados macroeconómicos globais, regionais e nacionais. A variação mensal do índice tem uma escala de -1 a 1, sendo que um valor de 1 (-1) implica um aumento (uma diminuição) de todos os indicadores subjacentes. Com um foco na direção e não na magnitude da variação, os índices permitem a avaliação da amplitude das tendências macro subjacentes e são menos propensos a revisões históricas dos dados subjacentes. Fonte: Allianz Global Investors Global Economics & Strategy, Bloomberg, Refinitiv (dados a 31 de março de 2024)

# Resumo: principais dados por região

- EUA** — A economia dos EUA está a perder dinamismo e, na nossa visão, encaminha-se para uma aterragem suave. Todavia, a nossa perspetiva geral é positiva para os próximos seis meses. Para além desse horizonte temporal, pensamos que a possibilidade de recessão é mínima, sendo um cenário “sem aterragem” o mais provável. **Em termos globais, consideramos que a inflação continuará em declínio gradual nos próximos meses**, o suficiente para permitir que a FED comece a baixar as taxas já em julho.
- Europa** — Prevemos mais um ano de crescimento tímido na zona euro, ainda que com alguns possíveis sinais de recuperação (sentimento económico, ordens de produção). **Acreditamos que a inflação vai cair o suficiente para que o Banco Central Europeu (BCE) comece a baixar as taxas em junho (com cortes de 100 pb em 2024)**. Vemos a economia do Reino Unido em circunstâncias um pouco mais favoráveis do que no ano passado; contudo, as pressões sobre os preços provavelmente vão adiar os cortes até ao outono.
- Ásia** — Na China, acreditamos que o governo vai continuar a contribuir para um crescimento constante no contexto desafiante do setor imobiliário. **Os nossos dados mostram que a Índia é um ponto positivo e apresenta um desempenho de destaque na Ásia e nos mercados emergentes**. Um abrandamento das forças deflacionistas permitiu ao Banco do Japão (BoJ) abandonar a longa política de taxas de juro negativas, subindo as taxas pela primeira vez em 17 anos. Aguardamos mais sinais de normalização gradual da política monetária.

**Crescimento económico:** em termos gerais, o crescimento em 2024 está a abrandar, mas pouco

*PIB real, em % anual*

	2023	Consenso da Bloomberg para 2024*
Mundo	3,0	2,8
EUA	2,5	2,2
Zona Euro	0,5	0,5
Alemanha	-0,1	0,1
Reino Unido	0,3	0,3
Japão	1,9	0,7
China	5,2	4,6

**Inflação:** concordamos em larga escala com as previsões consensuais para a inflação global

*Inflação, em % anual*

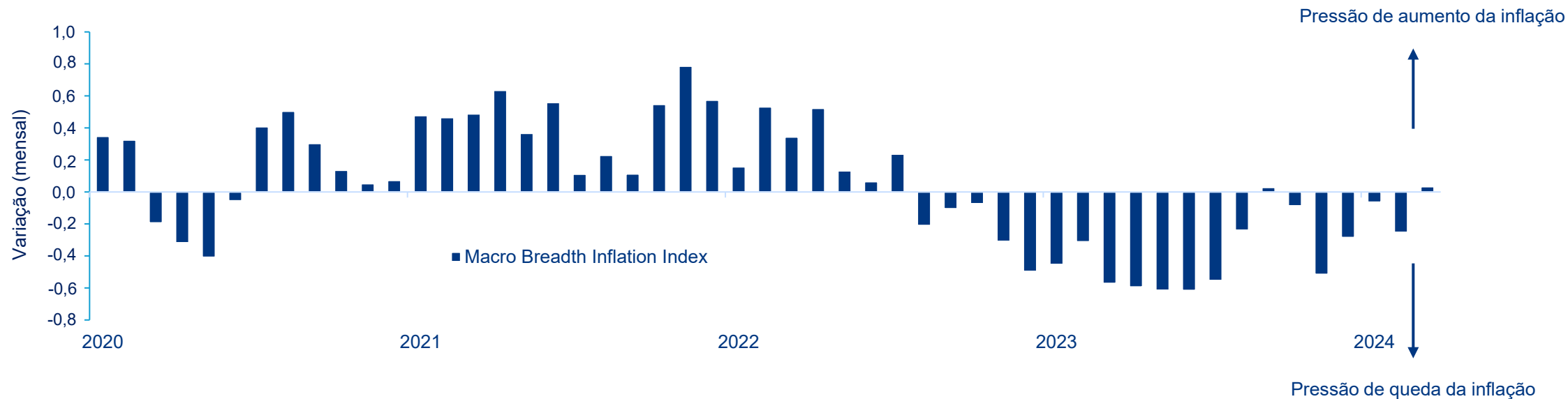
	2023	Consenso da Bloomberg para 2024*
Mundo	6,0	4,0
EUA	4,1	2,9
Zona Euro	5,4	2,4
Alemanha	6,0	2,5
Reino Unido	7,3	2,5
Japão	3,3	2,3
China	0,2	0,8

\*As previsões da AllianzGI para 2024 estão globalmente em linha com o consenso, exceto relativamente ao crescimento do PIB na China, face ao qual estamos mais otimistas.

As previsões para 2023 representam o consenso da Bloomberg. Dados a 4 de abril de 2024.

# Inflação: pressão de quedas... mas a reta final é a mais difícil

Apesar da desinflação cíclica, medida pelo nosso Macro Breadth Inflation Index<sup>2</sup>, as pressões inflacionistas subjacentes não desapareceram



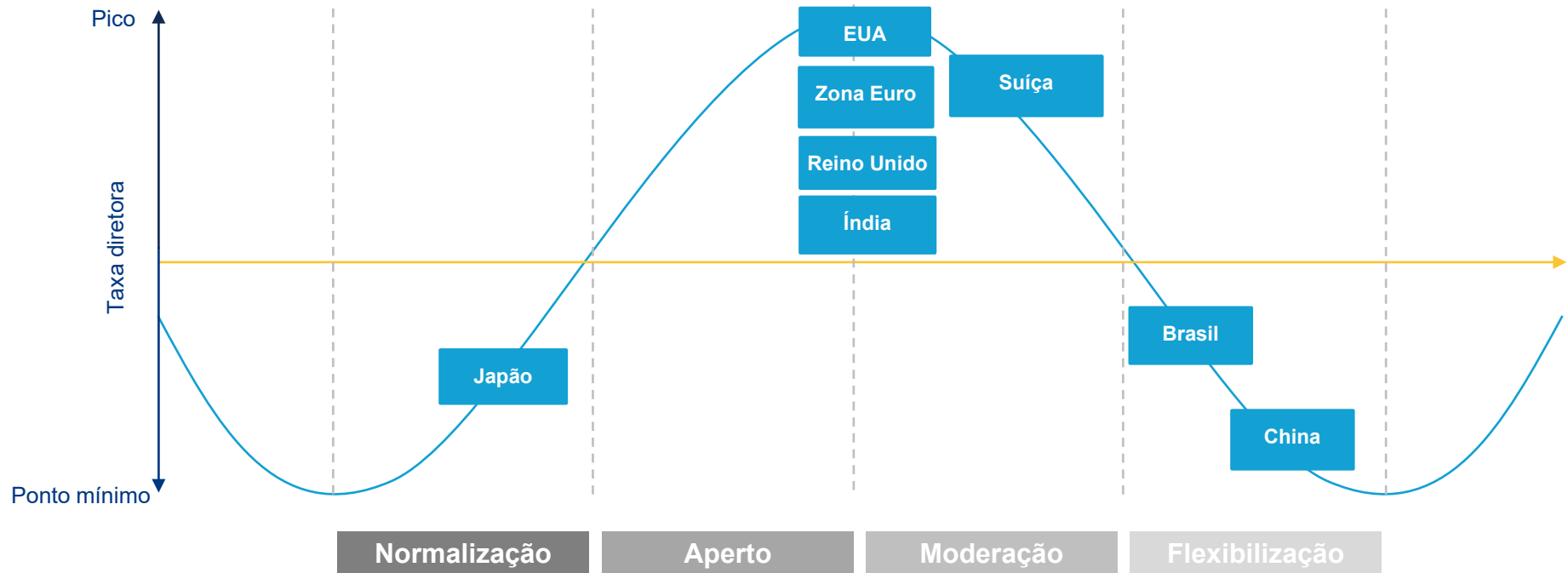
- Acreditamos que a fase mais fácil da desinflação pode estar a terminar. Embora as tendências gerais de inflação estejam a abrandar, e possam continuar nessa linha à medida que a economia abranda, os números já beneficiaram dos efeitos de base dos preços mais elevados da energia e da normalização das cadeias de abastecimento pós-COVID.
- Agora, chegou a parte difícil: conseguir lidar com mercados de trabalho estruturalmente pouco flexíveis e ainda dinâmicos, um crescimento salarial robusto e uma inflação de base pouco elástica (excetuando alimentos e energia).
- Vemos a inflação de base global a estabilizar em taxas desconfortavelmente acima dos objetivos dos bancos centrais a médio prazo devido a fatores como a regionalização das cadeias de abastecimento e a motivação para a descarbonização. A tendência demográfica do envelhecimento das populações é também inflacionária.

<sup>2</sup> O nosso Macro Breadth Inflation Index exclusivo acompanha mensalmente a direção de 354 dados macroeconómicos globais, regionais e nacionais. A variação mensal do índice tem uma escala de -1 a 1, sendo que um valor de 1 (-1) implica um aumento (uma diminuição) de todos os indicadores subjacentes. Com um foco na direção e não na magnitude da variação, os índices permitem a avaliação da amplitude das tendências macro subjacentes e são menos propensos a revisões históricas dos dados subjacentes. Fonte: Allianz Global Investors Global Economics & Strategy, Bloomberg, Refinitiv (dados a 31 de março de 2024)

# Taxas de juro: bancos centrais num ponto de inflexão

Embora a FED e o BCE ainda não tenham cortado as taxas, este processo já começou noutras regiões

**Ciclo da política monetária mundial: estado atual**



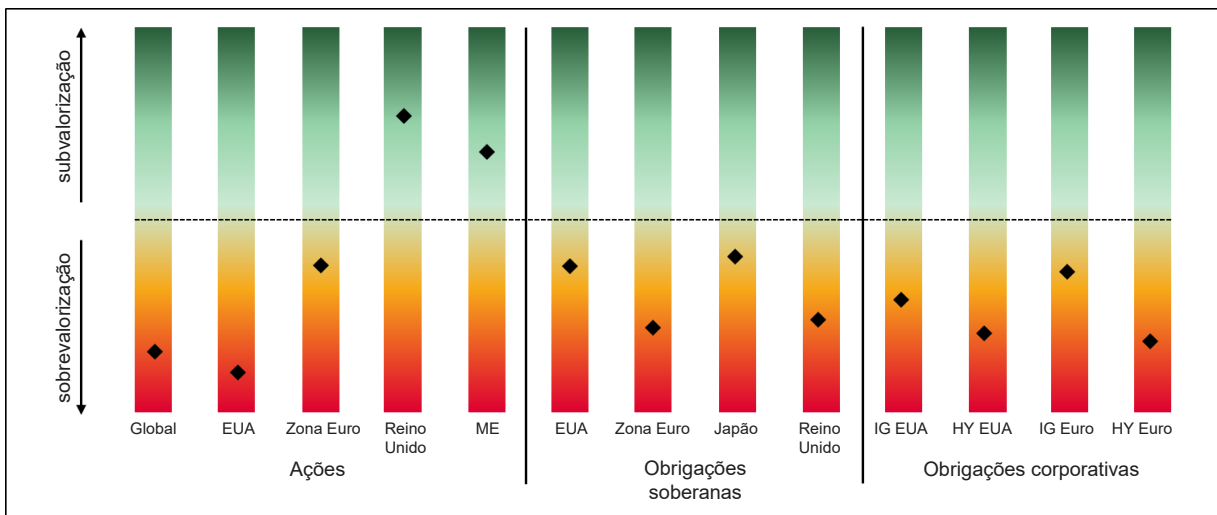
- À medida que a inflação desce gradualmente, mais bancos centrais começam a reduzir as taxas. Março foi o quinto mês consecutivo em que o número de bancos centrais no nosso universo a cortar as taxas excedeu os que as subiram. O Banco Nacional Suíço (SNB) tornou-se o primeiro grande banco central a fazer cortes no ciclo atual.
- A FED e o BCE devem seguir o mesmo caminho, assim que surjam provas sustentadas de queda da inflação.
- Face a um cenário ainda inflacionário, consideramos que as taxas permanecerão elevadas durante mais tempo nos próximos dois anos.



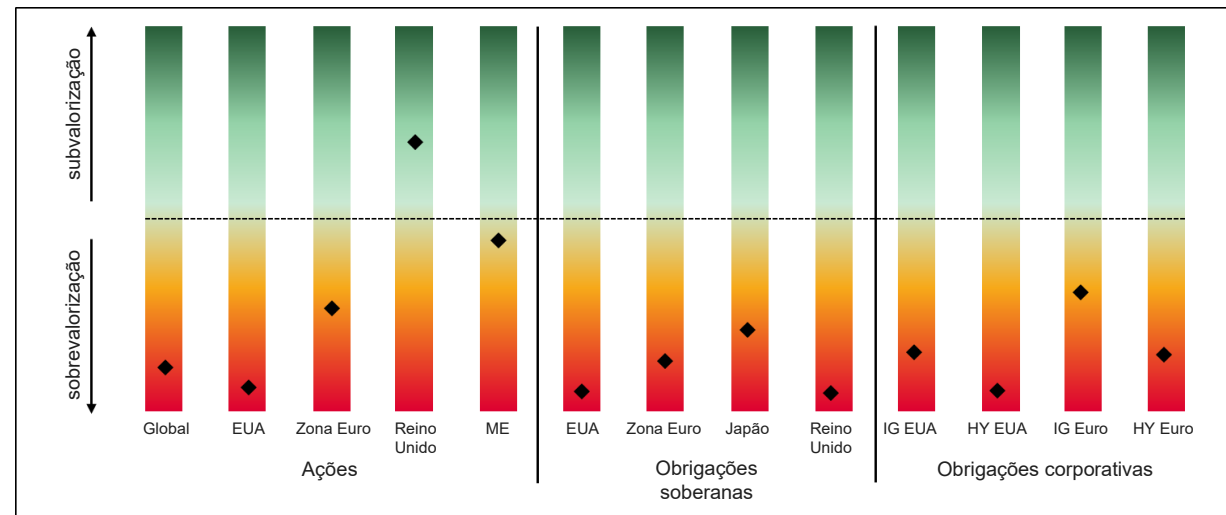
# Perspetiva sobre as valorizações: pensar de forma seletiva

Algumas valorizações estão elevadas, mas nem todas

Início de 2024



Final de 2021



- Os ativos parecem estar com valorizações mais elevadas do que no final de 2021, quando os mercados financeiros (em particular as ações) foram impulsionados pelo estímulo e pela recuperação económica no seguimento da pandemia de COVID-19. No entanto, em termos gerais, a maioria dos ativos ainda não está subvalorizada.
- As ações de mercados emergentes e do Reino Unido parecem baratas, tendo em conta os padrões históricos, enquanto as obrigações soberanas dos EUA e do Japão não estão longe do valor justo.
- Com os mercados posicionados para um cenário positivo de aterragem suave, a tendência de “comprar tudo” ganhou força. No entanto, alertamos para o risco de uma maior volatilidade: os ativos de risco ainda não estão baratos. Um crescimento económico mais lento pode apresentar oportunidades de compra para ações e obrigações não soberanas.

Pontuação de avaliação = pontuação atual em relação à distribuição histórica das pontuações. Avaliação de ações com base no Shiller-PE, valor de mercado/valor contabilístico, P/L a 12 meses. Avaliação soberana baseada na taxa de juro real de 10 anos e no prémio de prazo. Avaliação de obrigações corporativas com base na probabilidade de incumprimento implícita e na respetiva avaliação soberana. Fonte: Allianz Global Investors Global Economics & Strategy, Bloomberg, Datastream (dados a 29 de fevereiro de 2024). Os resultados anteriores não são um indicador dos resultados futuros. As declarações aqui contidas poderão incluir referências a previsões futuras e outras declarações prospetivas baseadas nas atuais perspetivas e pressupostos da gestão e envolvem riscos conhecidos e desconhecidos, assim como incertezas, que poderão originar resultados, desempenhos ou eventos efetivos que diferem significativamente dos expressos ou implícitos nessas declarações. Não assumimos qualquer obrigação de atualização de qualquer declaração prospetiva. As avaliações baseiam-se nas mais recentes suposições sobre a perspetiva de crescimento económico.

# Multiativos: perspectivas sobre alocação de ativos



## RISCO GLOBAL

- Os dados de crescimento resiliente com indicadores de inflação a apresentarem uma tendência de descida são tentadores para os mercados. O cenário “sem aterragem” representa um risco para as obrigações governamentais.
- Mantemos uma perspetiva construtiva em relação aos ativos de risco, com o *momentum* e os ganhos como principais impulsionadores.
- No que respeita às ações, devemos estar atentos a uma potencial exuberância no sentimento e no posicionamento como um risco principal nos próximos meses.



## AÇÕES

- O Japão, a nossa região favorita, continua a oferecer uma combinação atrativa de crescimento sólido de ganhos, política monetária favorável e uma forte dinâmica.
- As ações europeias também beneficiam de uma dinâmica positiva, com uma melhoria do cenário fundamental. O Reino Unido pode ser um ponto positivo no trimestre. Gostamos dos Países Baixos em termos de exposição à IA.



## CRÉDITO

- O apetite pelo risco alimenta uma dinâmica positiva, mas as valorizações parecem bastante elevadas.
- A dinâmica é particularmente forte no segmento *high yield*, mas o potencial é limitado, uma vez que os *spreads* dificilmente compensam o risco de incumprimento.



## AÇÕES DE ME

- As ações de ME parecem atrativas em muitas métricas. A Tailândia é o nosso favorito na região Ásia-Pacífico.
- A China ainda pode ser decisiva. As valorizações são positivas e o sentimento fraco, mas ainda não existe um catalisador para uma reapreciação significativa.



## MATÉRIAS-PRIMAS

- Os dados económicos mais positivos do que o esperado na China e na Europa, bem como as restrições à oferta da OPEP+ e o aumento das tensões geopolíticas, deverão favorecer as matérias-primas nos próximos meses.
- Consideramos o ouro como uma excelente diversificação em carteiras multiativos.



## OBRIGAÇÕES GOVERNAMENTAIS

- As condições são favoráveis para os títulos do Tesouro Americano, embora a dinâmica do preço do petróleo possa conduzir a um abrandamento. As oportunidades para aumentos de inclinação da curva de rendimentos estão abertas em vários mercados.
- O cenário “sem aterragem” representa um risco para o nosso posicionamento de longa duração.



## USD

- O recente enfraquecimento do USD face ao EUR é impulsionado pela ação da FED, mas os *spreads* das obrigações continuam a favorecer o USD.
- Perspetiva negativa do CHF devido a uma baixa inflação e atividade do SNB. O JPY pode ser a moeda mais subvalorizada a longo prazo.

# Convicções relativamente a classes de ativos: ações

## Setor tecnológico — ainda existe valor para *stock pickers* mais perspicazes

A ascensão bem documentada das ações tecnológicas dos “Magnificent 7” deixou-as com preços elevados. No entanto, **as valorizações globais do setor não são excessivas** (ver gráfico). À medida que a IA passa da iniciação para benefícios mais concretos em empresas de software e outras, esperamos ver oportunidades mais abrangentes no setor.

**As valorizações tecnológicas não são, em termos gerais, excessivas**  
Rácio preço/lucro ajustado ciclicamente (CAPE) para o setor das TI nos EUA, Nasdaq



Pre vemos que **as tensões geopolíticas também criem oportunidades** no setor tecnológico. A **divergência entre as normas da China e do resto do mundo** e a continuação da degradação da cooperação podem criar oportunidades de investimento. Na nossa opinião, as preocupações de segurança nacional e a utilização mais abrangente da IA estão a criar **fortes oportunidades na área da cibersegurança**.

## Foco na qualidade e volatilidade no que respeita a pontos de entrada

A expectativa de uma aterragem suave é um ponto positivo óbvio para o ambiente macro. Os consumidores vão beneficiar de economias e mercados de trabalho resilientes, à medida que um **ambiente desinflacionista aumenta o poder de compra real**. Mas esperamos volatilidade no momento de potenciais cortes nas taxas e das eleições, que podem apresentar oportunidades. Vamos focar-nos em **indicadores de qualidade, como balanços e lideranças sólidos, ao avaliarmos empresas em termos de crescimento, valor e receitas**.

Antecipamos oportunidades regionais à medida que o ciclo da política monetária muda. **As valorizações nos EUA estão em alta, mas continuam razoáveis** num contexto global de crescimento de ganhos e cortes antecipados nas taxas. A normalização da política monetária e a melhoria da governação corporativa, juntamente com os impulsos geopolíticos, favorecem as ações japonesas (consultar também a página 13). **A China apresenta-se como apelativa por ser o mercado com menos participação**, oferecendo valorizações atrativas e potencial de inovação. **A Europa também apresenta valorizações atrativas** e alguns sinais de recuperação.

# Convicções relativamente a classes de ativos: obrigações

## Procurar valor relativo em obrigações governamentais

O *momentum* de crescimento lento, a redução dos riscos de inflação, os cortes esperados nas taxas e os riscos geopolíticos parecem positivos para as obrigações governamentais de mercados desenvolvidos.

Vemos **uma maior margem para valor relativo** à medida que a correlação diminui nos mercados de obrigações governamentais em resposta a perspectivas de crescimento divergentes. Nos últimos anos, os principais mercados soberanos têm estado em sintonia. Porém, esperamos que esta situação se altere no futuro, tendo em conta as **diferenças nos fundamentais da dívida, a transmissão da política monetária e o apoio fiscal**. Nos EUA, por exemplo, os incentivos ao investimento ao abrigo de medidas como o Inflation Reduction Act parecem estar a apoiar significativamente a atividade económica.

Neste cenário, damos **preferência a títulos do Tesouro Americano** relativamente a outros mercados de obrigações soberanas, enquanto a zona euro central também começa a parecer mais atrativa, uma vez que os riscos de crescimento e inflação mais equilibrados deverão permitir uma flexibilização da política do BCE.

**Preferimos posicionar as carteiras para beneficiar da inclinação da curva de rendimentos**, que pode funcionar como um indicador de duração mais longa.

## Manter o *carry* — e a prudência — no crédito

Os *spreads* de crédito — o prémio oferecido pelas obrigações corporativas em relação às soberanas — parecem relativamente ajustados, mas **as valorizações são apoiadas por fundamentais sólidos**, não se verificando catalisadores negativos para o crédito a curto prazo.

**Numa base ajustada ao risco, damos preferência ao segmento *investment grade* em relação ao *high yield***. Mas permanecer investido **pelo *carry* oferecido pelas obrigações corporativas IG e HY** parece vantajoso e vamos procurar manter ativos selecionados de beta mais elevado com rendimentos elevados em ambos os mercados. Poderão existir oportunidades em áreas como as **obrigações subordinadas de bancos** (por exemplo, Additional Tier 1) e imobiliário, onde os riscos parecem estar bem avaliados e os cortes nas taxas diretoras podem favorecer uma recuperação do mercado.

Desta forma, mantemo-nos **cautelosos no que respeita ao crédito devido aos *spreads* reduzidos**. Observamos com atenção os setores cíclicos no segmento IG e **a seleção de títulos continua a ser primordial no HY**, tendo em conta os riscos apresentados por condições financeiras mais rigorosas.

# Convicções relativamente a classes de ativos: **multiativos**

## Uma melhor governação beneficia as ações japonesas

As ações japonesas conjugam **valorizações razoáveis com um ambiente de crescimento favorável** e uma dinâmica aceitável. As empresas japonesas, sobretudo as exportadoras, estão orientadas para o crescimento da sua presença global e para o aproveitamento de tendências a longo prazo, como a robótica, a automatização e a digitalização. Estão em processo de **reparação de balanços** à medida que a economia japonesa emerge de um período de estagnação do crescimento e de deflação.

O panorama empresarial do Japão tem vindo a sofrer uma transformação que se traduz numa maior concentração nos acionistas, melhor governação, melhor alocação de capital e maior rentabilidade, o que resultou em **fortes ganhos recentes**. Consideramos que o último máximo histórico do Nikkei Index é apenas o mais recente passo de uma **jornada de transformação sustentada** e um sinal de maior interesse em ativos japoneses por parte dos investidores.

O processo de recuperação deverá ser favorecido pelos **esforços contínuos do Banco do Japão para estimular o crescimento**. Embora o Japão tenha saído recentemente de taxas de juro negativas (após 17 anos), esperamos que a política monetária seja normalizada com cautela. Os investidores parecem ter aceitado esta abordagem e a recente evolução foi recebida com poucas perturbações no mercado.

## O ouro pode continuar a brilhar

Os preços do ouro continuam a subir e não mostram sinais de abrandamento. Um **dólar mais fraco, as compras dos bancos centrais e a forte procura pelo ouro físico** por parte dos investidores de retalho dos mercados emergentes facilitaram a sua trajetória ascendente.

Entre as **tensões geopolíticas e o aumento das despesas com a dívida pública e a defesa**, a procura por ouro por parte dos bancos centrais dos mercados emergentes aumentou por dois motivos. Primeiro, porque é uma alternativa às obrigações soberanas e ao dólar; segundo, porque favorece os esforços de desdolarização em resposta aos riscos geopolíticos. As compras do banco central devem continuar a beneficiar o ouro. **Numa carteira multiativos, espera-se que o ouro tenha um melhor desempenho relativamente aos títulos do Tesouro Americano graças à subida da dívida pública**. Mantemos uma posição positiva em relação ao ouro nos próximos 12 meses.

A curto prazo, o ouro ultrapassou o **limiar psicológico de 2100 USD/onça e a cobertura de posições curtas** (compra de ouro anteriormente vendido para fechar uma posição curta) pode acelerar a recente recuperação. As participações no setor do ouro entre os fundos transacionados em bolsa permanecem relativamente baixas, servindo potencialmente como catalisador adicional para os ganhos do ouro assim que as posições se alinhem com a recente subida de preços.

# Isenção de responsabilidade

**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 expressas 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. Prevalerão 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](http://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](http://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.



**Global Investors**