



ACABADO DE REDIGIR EM 8 DE JULHO DE 2022

O FUNDO GERAL

DA CARDIF LUX VIE



Bancos centrais num equilíbrio instável entre inflação e recessão.

Como tem sido frequentemente o caso nos últimos anos (Brexit, eleição de Donald Trump, desglobalização, encerramento das economias em resposta à Covid...), as visões otimistas foram refutadas. Com efeito, embora a guerra na Ucrânia fosse temida,

poucos pensavam que a Rússia pudesse travar uma guerra total em solo europeu, remanescente das tristes horas do século XX.

Para além da catástrofe humanitária em curso e dos riscos de escalada que isso acarreta, esta situação amplificou as pressões inflacionistas registadas desde 2021. Essas pressões tinham sido geradas pela reabertura das economias ocidentais, conjugada com estrangulamentos nas cadeias de abastecimento mundiais.

A inflação global («headline»), superior a 8 % nos EUA e na Zona Euro, regressa a níveis pós crise petrolífera de meados da década de 1970 e início da década de 1980. Mais uma vez, os agentes económicos e financeiros não previram que ao choque de fornecimento de bens manufaturados sucederia um choque de fornecimento de matérias-primas em geral.

Dependendo dos agentes económicos e da sua exposição ao gás e ao petróleo, o impacto da inflação é obviamente diferente. O consumidor americano, animado pela força do mercado de trabalho (taxa de desemprego de 3,6 % e ofertas de emprego sempre bem orientadas), parece continuar disposto a gastar porque acredita que os seus futuros rendimentos irão aumentar o suficiente.

No entanto, a confiança das famílias diminuiu nos últimos meses e é de esperar que o abrandamento previsto da atividade altere esta perceção otimista. Além disso, a taxa de poupança dos americanos, de apenas 5,4 % em maio face aos 7 % em média antes da Covid, regista já um nível baixo. Este consumo excessivo não poderá, seguramente, durar.

Na Europa, a taxa de poupança continua acima do nível registado pré-Covid e a confiança das famílias, muitas vezes débil, deteriorou-se ainda mais rapidamente do que nos Estados Unidos devido a uma recuperação mais fraca dos seus rendimentos e a perspectivas menos favoráveis, nomeadamente do ponto de vista energético.

Em termos de empresas, os resultados têm sido suportados para já por encomendas significativas e uma grande capacidade para repercutir uma boa parte do aumento dos custos de produção. No entanto, com a esperada quebra da procura, particularmente de bens de consumo, é bastante provável que a sua capacidade competitiva («pricing power») comece a diminuir, o que terá um efeito nas margens e, conseqüentemente, no investimento.

Para combater este risco inflacionário, em última análise mais duradouro do que inicialmente previsto, os principais bancos centrais, com exceção do BOJ (Banco do Japão) e do PBOC (Banco Popular da China), tomaram uma posição mais dura e começaram a reduzir os seus balanços e/ou a implementar as primeiras subidas das taxas de juro de referência. Os seus receios prendem-se com uma desancoragem das expectativas de inflação face à meta definida (cerca de 2 % para a FED e o BCE) e a materialização de efeitos de segunda ordem. Assim, a FED aumentou a sua taxa de referência por três vezes no primeiro semestre, incluindo um aumento drástico de 75 p.b. (o primeiro desde 1994) em 15 de junho.

A taxa de refinanciamento está agora em 1,75 % e J. Powell, durante a sua última intervenção no simpósio de Sintra, reiterou que a sua principal preocupação é o combate à inflação, mesmo que isso signifique um impacto significativo no crescimento. Para evitar novos pânico nos mercados financeiros antes de uma nova subida de 75 p.b., os funcionários da FED começam a colocar a possibilidade de não ir tão longe quanto o previsto pelos mercados (3,5 % no final de 2022).

Por seu lado, C. Lagarde, enquanto procurava ganhar tempo face a um número crescente de governadores do BCE cada vez mais «hawkish», publicou no blogue da instituição uma primeira subida de 25 a 50 p.b. em julho, que será provavelmente seguida de mais duas subidas de 50 p.b. nos próximos meses, quando as compras massivas no âmbito do Programa de Compra de Emergência Pandémica (PEPP) foram já interrompidas sem, no entanto, porem fim aos reinvestimentos. O forte alargamento dos spreads periféricos, particularmente em Itália, levou o BCE a anunciar a criação de uma rede de segurança «anti-fragmentação» para garantir que os efeitos do endurecimento monetário futuro continuem aceitáveis para as economias menos robustas e mais endividadas da Zona Euro.

Estas restrições monetárias em curso, juntamente com a perda do poder de compra das famílias, a compressão das margens das empresas e o impacto negativo no mercado imobiliário do aumento das taxas de juro de longo prazo, deverão reduzir o crescimento mundial em pelo menos 3 pontos percentuais, cerca de 3 % em 2022, face ao que havia sido previsto no final de 2021. De forma mais detalhada, espera-se que os Estados Unidos e a Zona Euro registem crescimentos próximos de 2 %, enquanto o PIB deverá crescer cerca de 4 %. Na China, o risco avançado de implementação de confinamentos rigorosos também se concretizou, comprometendo o crescimento pelo menos durante a primeira parte do ano. Espera-se agora que o PIB da China não cresça mais de 4 %, um nível também reduzido para metade face às previsões no final de 2021.

Mesmo que se mantenha o cenário central, segundo o qual as zonas principais abrandam sem cair em recessão, temos de colocar novamente a questão do que poderá pôr em causa este cenário que, em última análise, é bastante favorável. Para isso, será necessário, sem dúvida:

- Que a redução das tensões nas cadeias de abastecimento que atualmente se verificam seja posta em causa por um regresso a políticas de saúde muito restritivas na China.
- Que o acesso à energia seja ainda mais difícil, nomeadamente, através de um claro corte no fornecimento de gás à Europa até ao próximo inverno.

- Que uma reação excessiva dos banqueiros centrais a estes choques de oferta induza um forte abrandamento no acesso ao crédito, limitando de facto os investimentos das famílias e das empresas.

O primeiro semestre do ano no Ocidente foi um dos piores dos últimos 100 anos para carteiras equilibradas entre ações e obrigações.

Com efeito, a correção registada nos mercados de ações, provocada pela subida das taxas a longo prazo, penalizou a valorização das empresas em crescimento cujas ações haviam aumentado significativamente nos principais índices mundiais. O Nasdaq caiu quase 30 % em dólares (-23 % em euros) enquanto outros índices europeus e americanos perderam entre 16 % e 20 % do seu valor. De notar que os índices chineses e japoneses superaram claramente os seus homólogos ocidentais graças à manutenção de políticas monetárias acomodáticas. Do ponto de vista setorial, os únicos títulos europeus com um desempenho positivo foram, sem surpresa, os do «petróleo e gás», com +12,6 % mas também as «telecomunicações», que registaram um desempenho neutro no semestre. Em termos de desempenhos negativos, para além da tecnologia com -32 %, as ações dos setores de retalho e imobiliário também registaram descidas significativas, com -37 % e -32 % respetivamente, afetados pela redução esperada das margens, a queda do consumo previsto para o «Retalho», a subida das taxas de juro e do preço dos materiais de construção para o imobiliário.

As taxas sem risco registaram, por isso, uma forte subida na sequência da derrapagem dos índices de inflação e do endurecimento das políticas monetárias. As taxas alemãs e americanas a 10 anos aumentaram 150 p.b. face ao final de 2021, atingindo 1,34 % e 3,01 % respetivamente, após máximos de 1,8 % e 3,5 % registados em meados de junho, regressando aos níveis mais elevados dos últimos dez anos. Este movimento muito brusco, de magnitude e velocidade raramente verificadas, foi acompanhado por um achatamento muito violento, ou mesmo uma inversão das curvas de rendimento. Para os operadores de mercado, este último fenómeno é muitas vezes prenúncio de uma provável entrada em recessão. Antecipando a diminuição de compras por parte do BCE e a contração da atividade, os spreads de crédito também alargaram significativamente: o segmento de grau de investimento («investment grade») altamente cotado alargou de 40 a 60 p.b., dependendo do setor; enquanto o segmento BBB viu os seus spreads aumentarem em média 80 p.b. face aos swaps. Sem surpresas, foi o segmento de alto rendimento que registou os maiores spreads, com um aumento de quase 400 p.b., fixando-se o spread médio para o mercado do euro acima dos 750 p.b. no final de junho.

Estes movimentos violentos resultaram na materialização de desempenhos que estamos habituados a ver em momentos de fortes correções nos mercados de ações.

No Fundo Geral, optámos por uma abordagem cautelosa no início do ano, tanto em termos de sensibilidade às taxas de juro como em termos de posicionamento em ações e crédito. De uma ligeira sobreexposição a ações no início do ano, recuperámos uma posição mais neutra, antes da invasão russa, na sequência das pequenas correções experimentadas logo no início do período. Desde então, para além de alguns movimentos táticos, temos preferido manter um beta entre 8 e 9 %.

No segmento de crédito, tal como referido em publicações anteriores, optámos igualmente por uma subponderação, após dois anos em que evitámos investir no mercado secundário quando os spreads de crédito eram historicamente muito pouco atrativos, e aumentámos a percentagem de títulos emitidos por Estados centrais (Alemanha, Holanda, Áustria, etc.) na nossa carteira de obrigações. No primeiro semestre, aproveitámos o alargamento dos spreads e a subida das taxas sem risco para regressar de forma seletiva às emissões primárias de crédito com notação positiva, por troca de títulos comprados com baixos rendimentos. Ao mesmo tempo, aumentámos gradualmente a nossa sensibilidade às taxas de juro acima de 5 (face a 4,75 no final de 2021) privilegiando os Estados centrais, tendo em conta a nossa expectativa de que os níveis das taxas atingidos nas últimas semanas do semestre estivessem muito provavelmente perto dos máximos anuais, tanto nos Estados Unidos como na Europa.

Dada a situação de grande incerteza e o impacto do endurecimento da política monetária dos EUA em muitos países frágeis, mantivemo-nos afastados da Dívida Emergente.

Na vertente da diversificação de ativos, investimos a prazo num novo edifício de escritórios classificado como Excelente pelo sistema BREEAM. Esta nova aquisição permitir-nos-á atingir o nosso objetivo de 4 % nesta classe de ativos até 2024, para além de novas oportunidades no segmento da saúde. Nos outros setores não cotados, não fizemos quaisquer novos investimentos.

Nos próximos meses, qualquer pressão significativa sobre taxas a longo prazo poderá ser aproveitada para aumentar ainda mais a sensibilidade, embora antecipemos uma descida das taxas a longo prazo a partir do início do próximo ano, em consonância com números de inflação mais baixos e bancos centrais mais acomodatórios.

Em termos de ações, dada a falta de visibilidade e a volatilidade atual, iremos privilegiar ligeiros movimentos táticos no âmbito da alocação estratégica que definimos, continuando simultaneamente a reforçar a nossa diversificação.

No setor não cotado (excluindo o setor imobiliário), planeamos assumir compromissos em fundos de participação privada e de infraestruturas com exposição às energias renováveis e à transição energética, confirmando o nosso desejo de aumentar os nossos investimentos de impacto positivo.

François LUCCHINI

Directeur de la Gestion d'Actifs

PRINCIPAIS PONTOS A RETER:



Banqueiros Centrais erguem a sua voz no combate à inflação

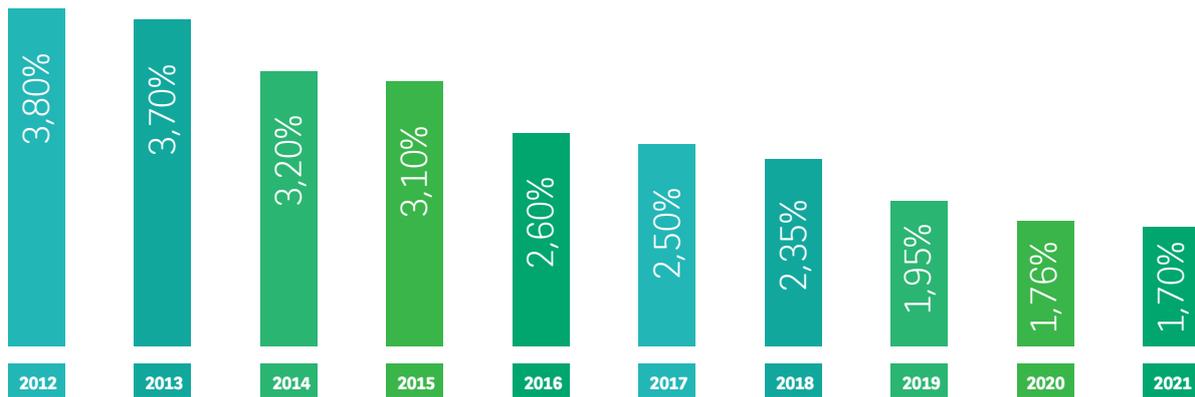


Esperada uma deterioração significativa do ambiente macroeconómico



Valorizações das classes de ativos de risco novamente atrativas a médio prazo

HISTÓRICO DOS RENDIMENTOS BRUTOS DO FUNDO GERAL



A GESTÃO DO FUNDO GERAL DE CARDIF LUX VIE EM 30/06/2022

Capitalização do Fundo Geral (em valor de mercado): 9,2 mil milhões EUR.

COMPOSIÇÃO DO FUNDO GERAL DE CARDIF LUX VIE



Títulos de dívida pública e similares:	25,8%
Obrigações de empresas:	52,3%
Ações e similares:	9,1%
Imobiliário:	3,6%
Curto Prazo/Tesouraria:	4,6%
Diversificação de ativos ¹ :	4,6%

COMPOSIÇÃO DO SUBFUNDO DE AÇÕES

Exposição ao risco de ações limitada a cerca de 9,26.

DETALHES DO SUBFUNDO DE AÇÕES POR ZONA GEOGRÁFICA



França:	17,4%
A Europa fora de França:	65,1%
USA:	11,6%
Países desenvolvidos (fora da Europa):	5,9%

DETALHES DO SUBFUNDO PATRIMONIAL POR NATUREZA



Ações ao vivo:	33,6%
Fundos de Ações:	54,3%
Private Equity & Infraestruturas:	12,1%

COMPOSIÇÃO DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES

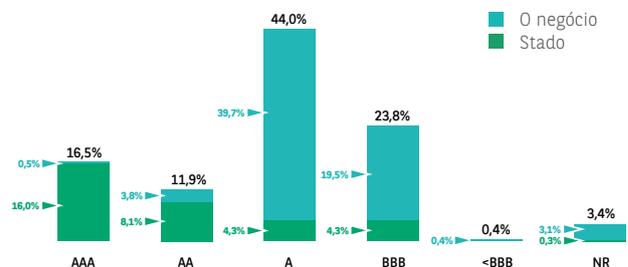
A sensibilidade às taxas de juro global da nossa carteira está próxima de 5.

DETALHES DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES POR NOTAÇÃO

A notação da carteira de obrigações é de muito boa qualidade com uma notação média de "A".

Notação² dos títulos de dívida pública em carteira em 30/06/2022:

AAA:	Luxemburgo, Alemanha, Holanda, USA, Agências europeias
AA:	Finlândia, França, Bélgica, Áustria
A:	Eslováquia, Espanha, Chile
BBB:	Itália



DETALHES DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES POR TIPO DE EMITENTES



Financeiro:	32,3%
Estados e assimilados:	32,9%
Títulos garantidos:	0,8%
Não financeiro:	34,0%

CALENDARIZAÇÃO DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES



< 5 anos:	33,3%
5 a 7 anos:	17,2%
7 a 10 anos:	28,0%
> 10 anos:	21,5%

1- Fundos de dívida emergente, high yield e fundos alternativos.
2- Rating médio das 3 agências Standard & Poor's, Fitch, e Moody's.