



DATA DA ESCRITA: 30 DE JUNHO DE 2023

O FUNDO GERAL

DA CARDIF LUX VIE



Demasiada complacência

O primeiro semestre de 2023 desafiou as leis da gravidade. Embora os bancos centrais tenham intensificado as suas políticas monetárias restritivas iniciadas em 2022, os fundamentos económicos e os mercados financeiros resistiram mais do que nunca à subida das taxas e aos golpes de martelo dos bancos centrais para voltarem a meter na sua garrafa o «génio» da inflação.

Acreditamos que a luta implacável dos bancos centrais contra a inflação se sobreporá à relativa resistência da atividade económica, e que é provável uma correção do mercado antes do final do ano.

Os falcões em grande forma

Em junho, as decisões ou declarações agressivas (hawkish) dos bancos centrais prevaleceram em grande medida, com aumentos inesperados ou superiores aos previstos: Austrália +25 pb (para 4,10 %) e Canadá +25 pb da sua taxa de referência, para 4,75 % no início do mês, Reino Unido (+50 pb), Noruega (+50 pb) e Suíça (+25 pb) na semana passada. A tônica foi sistematicamente colocada na necessidade de assegurar a estabilidade dos preços a médio prazo. Em meados do mês, os anúncios da Reserva Federal dos EUA (Fed) - status quo no intervalo 5,00 % - 5,25 % (ou seja, uma subida acumulada de 500 pb desde março de 2022) - e do Banco Central Europeu (BCE) - aumento de 25 pb da taxa de refinanciamento para 4 % - corresponderam às expectativas, mas Jerome Powell e Christine Lagarde deram claramente a entender que o ciclo de aperto monetário não tinha terminado. Apenas o Banco do Japão (BoJ) parece

querer manter-se afastado do endurecimento generalizado da política monetária nas economias desenvolvidas.

Um acaso, sem dúvida habilmente orquestrado, levou Andrew Bailey (BoE), Christine Lagarde, Jerome Powell e Kazuo Ueda (BoJ) a reunirem-se na quarta-feira, 28 de junho, numa conferência organizada pelo BCE em Sintra (Portugal) sobre o tema da estabilização macroeconómica num ambiente inflacionista volátil:

«Não creio que a inflação regresse aos 2 % este ano ou no próximo ano, mas sim em 2025» (J. Powell); «Não vemos provas suficientes de que a inflação subjacente, em particular os preços internos, esteja a estabilizar e a descer» (C. Lagarde); «Os dados acumulados - em particular sobre o mercado de trabalho e a inflação, que dão sinais claros de persistência - levaram-nos a concluir que precisávamos de dar um passo forte» (A. Bailey). «O banco central teria boas razões para alterar a sua política monetária se tivesse uma certeza razoável de que a inflação aceleraria em 2024 após um período de moderação, mas as incertezas em torno deste cenário continuam a ser significativas» (K. Ueda).

Inflação, nada mais que inflação

Depois de terem considerado a inflação como temporária, de terem sofrido a sua aceleração brutal, de terem aumentado as suas taxas diretoras e de terem esperado pelos primeiros sinais de abrandamento, os banqueiros centrais querem agora ver com os seus próprios olhos que a inflação está a abrandar e ter a certeza de que não voltará a acelerar num futuro próximo.

Ouvimos a sua mensagem e, embora continuemos convencidos de que a resistência espantosa da economia dos EUA acabará por dar lugar a um crescimento menos sustentado no final do ano, e que a zona euro registrará mais

alguns trimestres de crescimento muito modesto do PIB, não acreditamos que as taxas diretoras desçam tão cedo.

Para começar, o ciclo de aperto da política monetária ainda não terminou (mesmo que, por definição, o fim esteja cada vez mais próximo). Além disso, a persistência da inflação subjacente levará os bancos centrais a manterem as suas taxas diretoras em níveis restritivos (ou seja, acima da taxa neutra), mesmo perante um crescimento lento.

Os dias das políticas monetárias «preventivas» estão definitivamente ultrapassados: o argumento do desfasamento temporal (geralmente estimado em seis meses) entre a ação sobre as taxas diretoras e os seus efeitos sobre a economia não é suscetível de ser utilizado para desencadear uma flexibilização até termos a certeza de que a inflação está de novo próxima dos 2 %.

A este respeito, o abrandamento do crescimento do crédito ao setor privado na zona euro e o reembolso das operações de refinanciamento de longo prazo não serão os fatores que desencadearão um «pivot» da política monetária. Desde novembro passado, os bancos reembolsaram, antecipadamente ou não, um total de 1.489,1 mil milhões de euros destas ORPA (operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas ao apoio de crédito bancário) (incluindo 506,3 mil milhões de euros em 28 de junho), o que provavelmente poderá levar os bancos a tornar as condições de concessão de crédito mais restritivas (embora a liquidez excedentária continue a ser muito abundante).

E quanto à atividade? Devemos continuar a monitorizá-la?

Sim, claro, mas tendo presente que, nos próximos trimestres, os bancos centrais vão acompanhar mais de perto a evolução dos preços («dissecar», para usar o termo de Christine Lagarde). As últimas notícias dos países da zona euro são também bastante encorajadoras, com os índices de preços no consumidor de junho ligeiramente abaixo das expectativas em Itália, Espanha e várias regiões alemãs. No entanto, uma andorinha não faz a primavera e um ou dois dados não criam uma tendência.

Há apenas alguns meses, os investidores teriam sem dúvida utilizado estes resultados, juntamente com a deterioração dos inquéritos às empresas na zona euro, como desculpa para abandonar as suas expectativas de uma nova subida das taxas diretoras.

Os resultados preliminares dos inquéritos sobre o Índice dos Gestores de Compras (PMI) na zona euro revelaram uma queda acentuada do índice composto, de 52,8 para 50,3 (o valor mais baixo desde janeiro), com descidas nos setores da indústria transformadora e dos serviços. A descida do índice no setor dos serviços foi espetacular em França (de

52,5 para 48, o valor mais baixo dos últimos 28 meses). Ao mesmo tempo, a confiança das famílias francesas recuperou, mas o índice permanece muito abaixo da sua média de longo prazo (e abaixo dos níveis atingidos durante a pandemia), e o clima empresarial no setor é ligeiramente melhor do que em maio. O nível dos índices PMI no 2.º trimestre corresponde historicamente a uma contração do PIB de 0,5 %, enquanto na sua análise de conjuntura mais recente, o INSEE prevê um crescimento muito modesto do PIB para o resto do ano (+0,1 %) no 2.º e 3.º trimestres, seguido de um aumento de 0,2 % no 4.º trimestre. O Banco de França prevê igualmente uma subida de 0,1 % no 2.º trimestre.

Na Alemanha, o PMI da indústria transformadora caiu para 41, o seu nível mais baixo dos últimos 37 meses, e o índice dos serviços desceu de 57,2 para 54,1, o mais baixo em 3 meses. Além disso, o clima empresarial medido pelo instituto IFO registou uma quebra, particularmente na componente que reflete as perspetivas. Os índices anularam toda a melhoria registada desde o início do ano e os níveis atingidos em junho correspondem a uma recessão da economia alemã. Apesar disso, o Bundesbank prevê um ligeiro aumento do PIB no 2.º trimestre.

Quando o crescimento é fraco, é melhor evitar a inflação!

Quais são as consequências para as principais classes de ativos?

As obrigações

Que mais há a dizer para além de reiterar que os bancos centrais não sabem mais do que nós e devem ser julgados pelas suas ações e intenções declaradas e não pelas suas previsões ou pelo eventual sucesso das suas ações. Assim, em nossa opinião é demasiado cedo para esperar quaisquer cortes nas taxas ou uma inversão iminente da política monetária, a menos que haja um acontecimento exógeno de natureza geopolítica (ou relacionado com a saúde).

Consequentemente, o nosso posicionamento em relação às taxas longas mantém-se comedido e consideramos que ainda é um pouco cedo para nos posicionarmos mais fortemente nestes prazos longos da curva. Com efeito, as taxas de referência continuam a ser muito inferiores à taxa de referência monetária, criando uma curva invertida, sinónimo de descida das taxas e, por conseguinte, contrária às ações a longo prazo dos bancos centrais. Os prémios de crédito são mais baixos do que nos prazos curtos, porque só estão presentes emiteentes de boa qualidade, o que significa que as taxas de rendibilidade não são suficientemente elevadas para absorver a volatilidade potencial destes prazos, por exemplo, se os mercados se aperceberem de que os bancos centrais não vão recuar e a curva se achatar, ou mesmo voltar a uma inclinação «clássica». Por último,

estas posições na extremidade longa da curva são de três tipos, nenhum dos quais está ligado à procura do melhor rácio risco/remuneração:

- Uma questão regulamentar: muitos investidores institucionais aumentaram o seu risco de crédito durante a última década para compensar os rendimentos muito baixos do mercado, reduzindo simultaneamente a sua duração. A subida das taxas de juro, maciça em termos relativos mas, em última análise, moderada em termos absolutos, provocou uma onda de compras de obrigações de boa qualidade e de maturidades longas.
- Preocupação: após a extrema volatilidade dos últimos anos, que culminou com a queda generalizada de 2022, muitos investidores ou gestores por conta de terceiros perderam a confiança e viram nas obrigações longas de boa qualidade a 3 % ou 4 % a garantia do reencontro de uma certa serenidade.
- Especulação: após uma década de taxas de juro baixas e de ações repetidas e maciças dos bancos centrais para apoiar os mercados financeiros, muitos operadores consideraram que não poderiam adotar uma postura mais restritiva e optaram por apostar o viés da continuidade e no viés do otimismo. É esquecer que as crises já ocorreram e que, por isso, as mesmas já foram tidas em conta, que a inflação é a questão número 1 para um banco central, que esta inflação é favorável à redução da dívida pública e que pode, pois, ser mantida ligeiramente acima do objetivo à custa de uma política ligeiramente menos restritiva do que o necessário, mas que dura muito mais tempo, e que esta inflação na Europa é em grande parte exógena e parcialmente compensada pelos Estados, o que a mantém elevada e limita os efeitos recessivos.

Dois últimos pontos a assinalar em termos de afetação e gestão do risco:

- Embora as maturidades longas sejam, em geral, relativamente pouco atrativas em nossa opinião, as obrigações financeiras, devido às suas necessidades de emissões significativas e à crise vivida em março passado, podem oferecer prémios muito elevados sobre essas maturidades e representam uma bolsa de investimento significativa, nomeadamente para as obrigações subordinadas de nível 2. A nossa posição em relação a esta bolsa é qualificada pelo facto de apenas investirmos em bancos de rede bem definidos, muitas vezes mutualistas, e não em bancos de investimento ou bancos demasiado ligados aos mercados financeiros ou a um determinado setor ou classe de ativos.

- Numa altura em que as taxas de juro recuperaram significativamente, temos um posicionamento protetor em obrigações, que ajudará a limitar a volatilidade da carteira em caso de novas tensões (ligadas, nomeadamente, aos efeitos da subida das taxas de juro, que ainda são pouco tidos em conta nas avaliações).

As ações

O valor de uma ação é a soma atualizada dos seus rendimentos futuros, e reflete o valor temporal do dinheiro e o risco inerente à realização desses ganhos futuros.

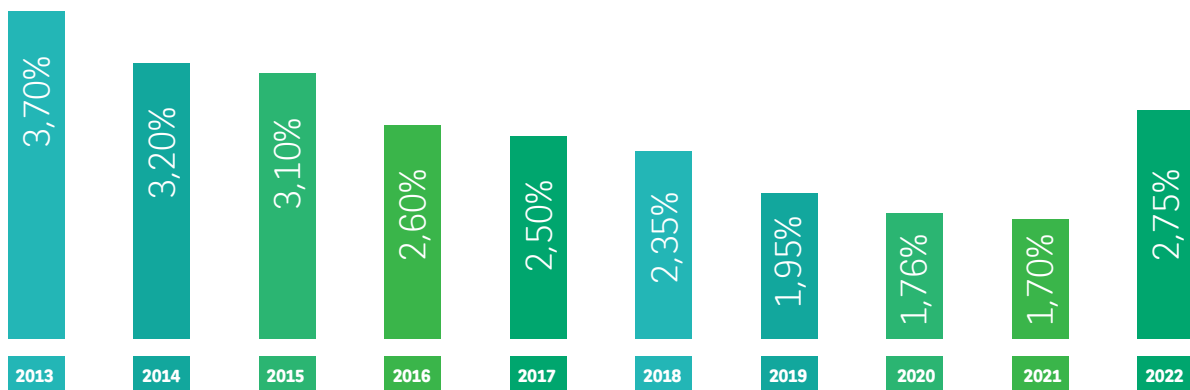
A política monetária e o acompanhamento rigoroso do ciclo das políticas monetárias estão certamente no centro do nosso processo de observação dos ciclos económico e de crédito. Por exemplo, o estímulo orçamental utilizado pelos bancos centrais para combater as perturbações causadas pela COVID proporcionou à economia uma almofada temporária contra as ações restritivas desses mesmos bancos centrais. Ajudou a adiar os efeitos negativos das políticas monetárias restritivas sobre a atividade económica. Da mesma forma, apenas atrasou o nosso posicionamento defensivo em relação às ações.

No entanto, estamos conscientes de que estão reunidos os principais fatores para uma recessão: (i) uma curva de rendimentos invertida, (ii) variações anuais dos indicadores económicos avançados (indicadores que mudam antes de a economia mostrar sinais de mudança, tais como a confiança dos consumidores, as licenças de construção e os inventários) e (iii) o fosso entre a taxa dos fundos federais e a nossa estimativa da taxa de equilíbrio.

Pre vemos uma descida dos preços das ações antes do final do ano e mantemos uma subponderação nesta classe de ativos. Nas últimas semanas, temos vindo a reduzir gradualmente a nossa exposição às ações, refletindo uma visão mais cautelosa. As perspetivas de lucros não refletem o cenário mais provável, ou seja, uma recessão moderada resultante do aperto monetário da Reserva Federal iniciado em março de 2022. As empresas conseguiram manter as suas margens, repercutindo os aumentos de custos nos seus clientes, mas é provável que esta dinâmica chegue ao fim. Por último, é provável que a liquidez, que tem sustentado o desempenho das ações (fortemente concentradas em ações tecnológicas), corra o risco de se tornar menos abundante.

Arnaud MIROUDEL
Director of Asset Management

HISTÓRICO DOS RENDIMENTOS BRUTOS DO FUNDO GERAL¹



A GESTÃO DO FUNDO GERAL DE CARDIF LUX VIE EM 30/06/2023

Capitalização do Fundo Geral (em valor de mercado): 7,3 mil milhões EUR.

COMPOSIÇÃO DO FUNDO GERAL DE CARDIF LUX VIE



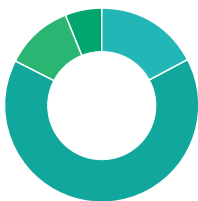
Títulos de dívida pública e similares:	27,5%
Obrigações de empresas:	51,2%
Ações e similares:	9,3%
Imobiliário:	4,2%
Diversificação de ativos ² :	4,2%
Curto Prazo/Tesouraria:	3,6%

COMPOSIÇÃO DO SUBFUNDO DE AÇÕES

Exposição ao risco de ações limitada a cerca de 9,3%.

A sensibilidade do mercado de ações (beta) da carteira é de 7,6%

DETALHES DO SUBFUNDO DE AÇÕES POR ZONA GEOGRÁFICA



França:	16,7%
A Europa fora de França:	52,3%
USA:	21,3%
Países desenvolvidos (fora da Europa):	9,7%

DETALHES DO SUBFUNDO PATRIMONIAL POR NATUREZA



Ações ao vivo:	32,8%
Fundos de Ações:	44,9%
Private Equity & Infraestruturas:	22,3%

COMPOSIÇÃO DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES

A sensibilidade às taxas de juro global da nossa carteira está próxima de 5.2.

DETALHES DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES POR NOTAÇÃO

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

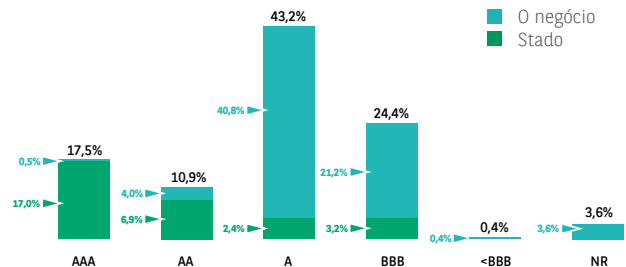
Notação³ dos títulos de dívida pública em carteira em 30/06/2023:

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:	32,4%
Estados e assimilados:	34,9%
Títulos garantidos:	0,5%
Não financeiro:	32,2%

CALENDARIZAÇÃO DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES



< 5 anos:	32,2%
5 a 7 anos:	17,8%
7 a 10 anos:	25,6%
> 10 anos:	24,4%

- 1- A rentabilidade passada não constitui uma garantia nem um limite relativamente ao futuro. As taxas de rentabilidade não entram em linha de conta com as comissões de gestão relativas ao suporte de investimento.
- 2- Fundos de dívida emergente, high yield e fundos alternativos.
- 3- Rating médio das 3 agências Standard & Poor's, Fitch, e Moody's.