



O FUNDO GERAL DA CARDIF LUX VIE

DATA DA ESCRITA: 15 DE JANEIRO DE 2024



O "PIVOT" DOS BANCOS CENTRAIS: FOGO DE ARTIFÍCIO OU FOGO-FÁTUO?

Com a notável recuperação registada em novembro e dezembro, os mercados saudaram em uníssono o "pivot" dos bancos centrais para futuras reduções das taxas de juro, da mesma forma que celebramos

a chegada do novo ano com espetaculares exibições de fogo de artifício nos quatro cantos do mundo. Mas, embora estes fogos de artifício sejam todos lançados à meia-noite, não é meia-noite em todo o lado ao mesmo tempo! Pois bem, o mesmo se aplica aos agentes económicos: os mercados festejaram 2024 acendendo o rastilho muito antes dos bancos centrais que não vivem no mesmo fuso horário.

Mas, para além desta mudança de momentum, não posso deixar de olhar para a realidade: o mercado de trabalho dá sinais de fraqueza, os resultados das empresas são piores do que o previsto e a recessão ou está a surgir ou é real. Todos os principais indicadores apontam para uma quebra mais acentuada da atividade, apesar dos apoios orçamentais maciços.

Embora a inflação global esteja a recuar, continua acima dos objetivos dos bancos centrais. É provável, por isso, que os bancos centrais mantenham uma abordagem prudente a curto prazo e só comecem a reduzir as taxas de curto prazo em meados de 2024. Demasiado tarde? Certamente mais tarde do que alguns investidores pensam; mais tarde e menos acentuada do que o necessário, sem dúvida. Fogo-fátuo!

O ano inicia-se, por isso, com a perspetiva certa de uma descida das taxas de referência dos bancos centrais, mas a incerteza quanto ao momento e à amplitude dessa descida poderá gerar expectativas e desilusões sucessivas, provocando volatilidade nos mercados. Graças ao sucesso das escolhas estratégicas rentáveis realizadas em 2023, a solidez do nosso fundo foi reforçada e foi criada uma margem de manobra adicional, o que nos ajudará a aproveitar as oportunidades. Aproximamo-nos, pois, de 2024 mantendo mais do que nunca o nosso rumo, o de criar valor a médio prazo para os nossos segurados.

CENÁRIO MACROECONÓMICO

Bastou uma faísca, um pequeno gesto, para incendiar os mercados! Os números positivos da inflação e a comunicação conciliatória dos bancos centrais estiveram na origem da descida acentuada das taxas de longo prazo. O mercado encontrou o seu Santo Graal: o «pivot» está aqui, ao alcance da mão! Christine Lagarde afirmou várias vezes que a subida das taxas de juro na Zona Euro tinha terminado. Quanto a Jerome Powell, ele próprio falou de futuros cortes nas taxas nos Estados Unidos. A amplitude e a rapidez desta retoma devem ter embaraçado os bancos centrais. As suas afirmações no início do ano quanto à manutenção de um nível restritivo atenuaram o entusiasmo do mercado. O que os impede de atuar rapidamente é o facto de considerarem que uma flexibilização demasiado significativa e demasiado rápida das condições financeiras poderia provocar uma injeção de ânimo prematura à economia.

Nos Estados Unidos, as autoridades monetárias querem apoiar uma aterragem suave da economia. Neste momento, a probabilidade desse cenário é elevada mas necessita, segundo a FED, de vigilância: sugerir que o combate à inflação está ganho poderia levar a uma recuperação da confiança e, conseqüentemente, ao consumo e ao investimento. Uma tal recuperação poderia ser mal entendida pelos mercados, numa altura em que a desaceleração económica não é suficientemente acentuada.

Na Europa, a economia está "a meia haste" há vários trimestres, estando mesmo em recessão, como na Alemanha. O BCE não quer provavelmente agravar este abrandamento, mas está atento à inflação mundial, que continua a ser sustentada por aumentos salariais. A vigilância está também na ordem do dia e qualquer decisão de redução das taxas deverá ser adiada para depois de meados de 2024.

O tão esperado "pivot" dos bancos centrais dos EUA e da Europa aí está, mas tudo o que podemos constatar até agora é que se trata de um "pivot fraco". Quanto à economia chinesa, a força motriz do crescimento global até há pouco tempo, procura com esforço recuperar das rigorosas restrições de combate à Covid, pressionada por um mercado imobiliário a viver um marasmo.



Um contexto altamente deflacionário, um fraco crescimento e a queda dos preços por metro quadrado em praticamente todas as cidades do país levaram os políticos a tomar medidas. Mas, até agora, limitaram-se a medidas pontuais e de pequena escala. Em 2024, terão de ser feitas escolhas consideráveis, com reduções adicionais das taxas e estímulos fiscais.

Em suma, a conjuntura mundial, com uma recessão global evitada e uma inflação em queda, é bastante favorável aos ativos financeiros. Foi isso que levou à recuperação em novembro e dezembro, após os meses turbulentos de setembro e outubro. No entanto, estes picos de volatilidade poderão repetir-se em 2024, sempre impulsionados pelas taxas de juro, mas também pelos resultados das empresas, sobre os quais deveremos ter já uma perspetiva geral a partir de meados de janeiro. O nível das margens e as perspetivas de atividade serão decisivos para o desempenho dos mercados de ações no início de 2024.

ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO EM OBRIGAÇÕES

"Regressar ao essencial" (*back to basics*) poderia resumir a nossa estratégia para 2023, apesar de a mesma mascarar uma série de ações de gestão.

Aumentámos significativamente a duração da nossa carteira no outono de 2023, nomeadamente nos picos de outubro, quando a Bund alemã a 10 anos atingiu cerca de 3 %. Estas aquisições de títulos soberanos europeus, maioritariamente "core", valorizaram-se fortemente durante a recuperação de final do ano.

No 4.º trimestre na Europa, o desempenho das obrigações soberanas superou o das obrigações com grau de investimento ("investment grade") que, por sua vez, superaram as obrigações de alto rendimento ("high yield"). Os mercados compraram obrigações mecanicamente, o que fez subir os preços e baixar as taxas.

As motivações dos investidores poderiam ser totalmente diferentes e sem correlação entre elas, tendo talvez como único ponto em comum o facto de a taxa absoluta ser significativa e de se aproximar o final do ano, lembrando aos que tinham preferido esperar até 2023 que o tempo tinha passado... Muitos compraram sem olhar necessariamente para a taxa relativa face ao que as obrigações poderiam ter rendido anteriormente, ou escolhendo exatamente o ponto da curva ou a categoria de obrigações com rendimentos mais elevados

Neste início do ano, as compras de emergência no "mercado indiferenciado" terminaram e foi criado um mercado primário muito abundante. Muito rapidamente, uma parte significativa do aperto de final do ano evaporou-se, reduzindo o rendimento das obrigações. Os rendimentos subiram em todas as frentes: as Bund alemãs a 10 anos passaram de 1,90 % para 2,30 % face ao mínimo de dezembro, as obrigações norte-americanas a 10 anos passaram de 3,80 % para 4,10 % e o prémio de crédito médio do segmento "crossover", que representa as empresas de qualidade intermédia, passou de 310 para 335 pontos base. Isto significa um total de 30 a 60 pontos base de rendimento anual adicional que é possível obter investindo neste início de ano em comparação com todo o final do ano passado, quando, em última análise, nada mudou para além do sentimento do mercado...

Este recuo não é um aviso de que as obrigações deixaram de ser atrativas, mas aponta para o facto de o final do ano ter sido excessivo. Os mercados já anularam uma das muitas reduções de taxas previstas, uma vez que os bancos centrais americanos e europeus alertaram para a fraca probabilidade de redução das taxas no final do primeiro trimestre. As estatísticas económicas, e a inflação americana em particular, também moderaram os exageros, mostrando que certos setores continuam a ser motores de inflação, nomeadamente as rendas de imóveis.

No segmento de crédito, apesar de continuar caro, continuamos a tirar partido da abundância do mercado primário para aumentar gradualmente a nossa exposição, acompanhando a subida contínua dos rendimentos. No entanto, somos extremamente seletivos no mercado primário. Embora a colocação destas novas obrigações pareça ser muito fácil, isso não significa que sejam atrativas para os investidores: os prémios de crédito são baixos, entre 10 e 30 pontos base, apesar de os rendimentos terem aumentado mais de 200 pontos base no último trimestre. Por isso, neste momento são poucos os bons negócios que se podem fazer, uma vez que os rendimentos são geralmente mais baixos do que durante a maior parte de 2023.

ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

Os principais índices de ações estão próximos dos seus máximos, mas alguns deles estão a evoluir de forma enganadora. No caso do S&P500, as sete maiores capitalizações, as "Magnificent 7", são responsáveis pela quase totalidade da subida.



As outras 493 ações estão, em média, a estagnar. Muitas ações estão ainda muito longe dos seus máximos. Do outro lado do espectro, as ações de pequena e média capitalização foram muito afetadas. O aperto monetário, a subida das taxas de longo prazo, a diminuição da liquidez e o endurecimento das normas de concessão de crédito bancário estão a ter os seus efeitos.

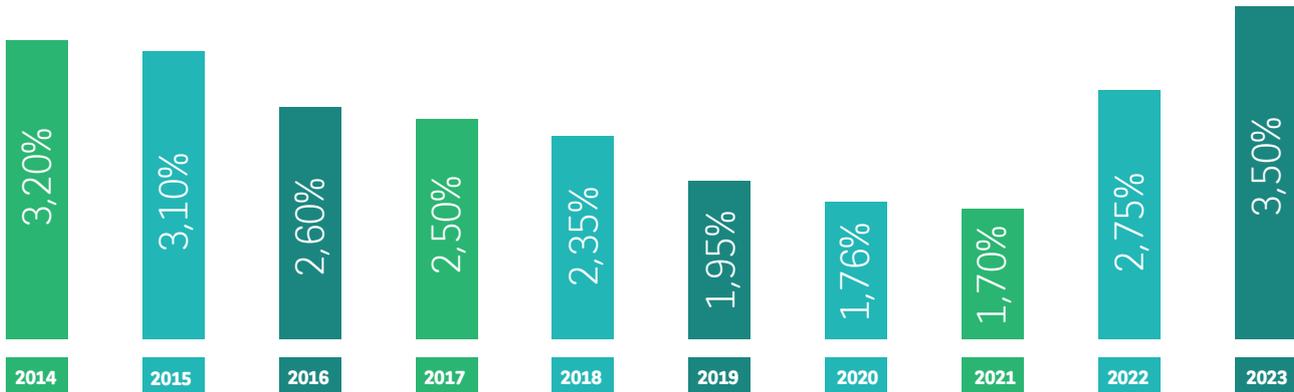
Mantemos uma ligeira subponderação do investimento em ações iniciado no verão de 2023, refletindo a nossa cautela a médio prazo nesta classe de ativos. Em nossa opinião, 2023 tomou emprestado algum do crescimento de 2024 e os mercados compraram ganhos futuros que não existirão, esperando uma flexibilização milagrosa que certamente não acontecerá. A febre dos mercados bolsistas neste início de janeiro sugere que alguns investidores começam a dar um passo atrás...

Em termos de preferência geográfica, mantemos a nossa sobreexposição aos mercados americanos face aos europeus, em parte devido à maior resiliência do crescimento dos EUA.

Por último, qualquer fraqueza no mercado de ações em 2024 poderá ser explorada para aumentar a nossa exposição.

Arnaud MIROUDEL
Director of Asset Management

HISTÓRICO DOS RENDIMENTOS BRUTOS DO FUNDO GERAL¹



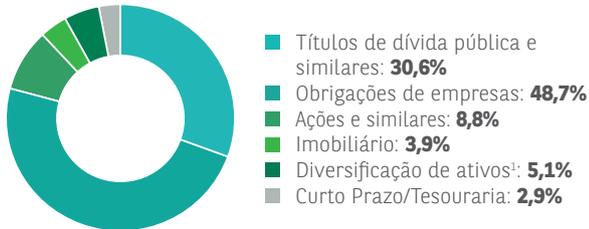
1- A rentabilidade passada não constitui uma garantia nem um limite relativamente ao futuro. As taxas de rentabilidade não entram em linha de conta com as comissões de gestão relativas ao suporte de investimento.



A GESTÃO DO FUNDO GERAL DE CARDIF LUX VIE EM 31/12/2023

Capitalização do Fundo Geral (em valor de mercado): **7,5 milhões EUR.**

COMPOSIÇÃO DO FUNDO GERAL DE CARDIF LUX VIE

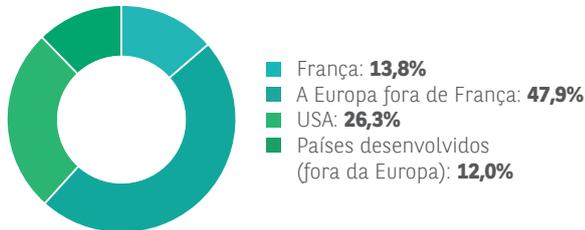


COMPOSIÇÃO DO SUBFUNDO DE AÇÕES

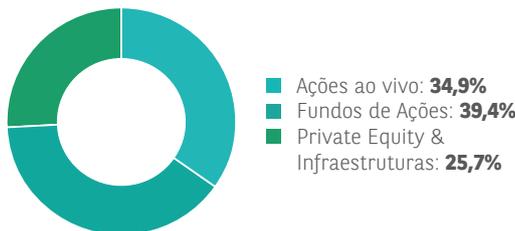
Exposição ao risco de ações limitada a cerca de **8,84%**.

A sensibilidade do mercado de ações (beta) da carteira é de **6,91%**.

Detalhes do subfundo de ações por zona geográfica



Detalhes do subfundo patrimonial por natureza



COMPOSIÇÃO DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES

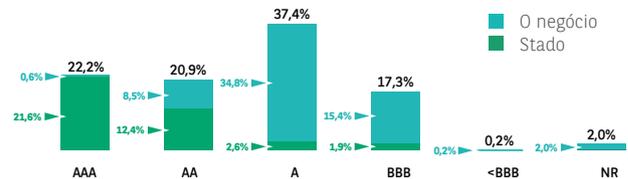
A sensibilidade às taxas de juro global da nossa carteira está próxima de **5,6**.

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 31/12/2023 :

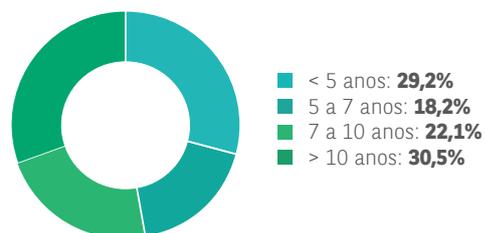
AAA : Luxemburgo, Alemanha, Holanda, USA, Agências europeias
AA : Finlândia, França, Bélgica, Áustria
A : Eslováquia, Espanha, Chile
BBB : Itália



Detalhes do subfundo de obrigações por tipo de emitentes



Calendarização do subfundo de obrigações



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