



ACABADO DE REDIGIR EM 6 DE JANEIRO DE 2021

O FUNDO GERAL

DA CARDIF LUX VIE



Uma vacina, um acordo e um novo presidente no sapatinho.

Depois de um fim de ano cheio de esperança na melhoria da situação sanitária e no desfecho das novas políticas, os investidores terminaram o ano bastante aliviados face às perspetivas a médio prazo. De facto, apesar de o número de con-

taminações ter aumentado recentemente de forma acentuada, como se receava, na maioria dos países ocidentais a confirmação da comercialização iminente de várias vacinas permite antever o fim do túnel e prever uma clara melhoria das interações humanas no segundo semestre de 2021. Isso permitirá à economia mundial conseguir a recuperação que muitos esperavam ver na sequência dos desconfinamentos ocorridos no final do segundo trimestre de 2020. Entretanto, será fundamental manter as medidas de apoio sem precedentes decididas ao longo do último ano para evitar um agravamento do contexto macro e microeconómico, uma vez que muitos setores (turismo, lazer, transportes, comércio, etc.) continuam parados ou abrandaram a sua atividade.

O balanço de 2020 às taxas de crescimento revela-se, sem surpresa, extremamente negativo na maioria dos países desenvolvidos onde, no entanto, o impacto da pandemia tem sido muito diferente, em função da gestão da crise e do peso dos setores mais afetados. Assim, a China deverá ser um dos poucos países a registar um aumento de atividade em 2020, com um crescimento de cerca de 2 %, enquanto o crescimento mundial deverá registar uma contração superior a -3,5 %. Na Zona Euro, o PIB poderá cair quase -7 % (com a Alemanha a registar -5/-6 %, a França e a Itália entre -9 %

e -10 %), enquanto no Japão deverá atingir cerca de -5 % e «apenas» -3,6 % nos Estados Unidos (justificado pelas medidas de confinamento menos rigorosas do que as adotadas pelos países da Zona Euro). No Reino Unido, a economia britânica deverá ser a mais severamente afetada, devido a uma situação sanitária extremamente complicada e às incertezas associadas ao Brexit.

É precisamente o acordo conseguido em 24 de dezembro sobre o Brexit que constitui, juntamente com as novas vacinas encorajadoras, um passo positivo neste final do ano 2020. Embora ainda tenha de ser negociado o quadro das futuras relações entre a UE e o Reino Unido no setor dos serviços (em particular os serviços financeiros), o acordo garante tarifas zero e quotas zero para todos os bens que respeitem as «regras de origem adequadas» e tornou possível chegar a um compromisso sobre o espinhoso dossiê das pescas.

A eleição, que acabou por ser bastante clara, de Joe Biden como Presidente dos Estados Unidos foi também um tema bastante acompanhado e comentado no final do ano. Este resultado, ao contrário das eleições presidenciais anteriores, correspondeu às expectativas e, apesar das tentativas desesperadas de Donald Trump para pôr em causa a eleição, não conduziram a confrontos entre apoiantes de duas Américas irreconciliáveis. Do lado do Congresso, a Câmara dos Representantes continua nas mãos dos Democratas, enquanto as eleições para o Senado na Geórgia (5 de janeiro) fez pender o Senado também para o campo do presidente eleito. Isto deverá permitir à nova administração fazer aprovar algumas das medidas prometidas durante a campanha eleitoral, designadamente através de um forte investimento em infraestruturas para promover a transição energética. Enquanto se aguarda a implementação de um plano de recuperação mais consolidado, democratas e republicanos chegaram a acordo sobre novas medidas de apoio no valor de 900 mil milhões de dólares, tornando possível evitar in extremis um novo

«shutdown» de uma parte da administração americana. Além disso, isso tornou possível fazer pagamentos diretos a pequenas empresas e famílias cujos subsídios de desemprego que terminavam no final de dezembro.

Neste contexto ainda muito debilitado, a recuperação da pujança económica pós-pandemia dependerá sem dúvida da capacidade dos principais líderes mundiais para implementar planos de recuperação em grande escala, a fim de evitar tornar irreversível a perda de crescimento potencial que esta crise poderá ter causado (subinvestimento corpóreo e incorpóreo, redução da empregabilidade dos jovens, aumento das desigualdades, etc.). Nesta perspetiva, os bancos centrais continuarão certamente a desempenhar um papel preponderante, prorrogando as medidas de apoio quantitativo para evitar o aumento excecional da dívida das empresas e, sobretudo, dos Estados. A título de exemplo, prevê-se que os défices públicos na Zona Euro atinjam quase 10 % em 2020 e continuem a aumentar mais 7 % em 2021, levando a um aumento drástico do rácio dívida/PIB superior a 20 pontos, para cerca de 106 %. No decurso das aquisições de ativos que prosseguirão até 2022 pelo menos, os balanços dos grandes bancos centrais (FED, BCE, BoJ e BoE) irão aumentar significativamente para níveis nunca atingidos desde o pós-guerra. O balanço do BCE poderá atingir 67 % do PIB da Zona Euro no final de 2021 (quase 8.000 mil milhões de euros), enquanto o da FED poderá aproximar-se dos 40 %. Além disso, se a inflação voltar a aproximar-se da sua meta, alguns deles irão aguardar até que esta seja largamente ultrapassada para questionarem a sua política atual (ver A Fed e a simetria da sua meta de inflação de 2 %).

2021 deverá ser, por isso, o ano da recuperação, desde que as campanhas de vacinação sejam suficientemente rápidas para permitir a reabertura de toda a economia mundial a partir do segundo semestre do ano. É bem possível que em 2021, a intensidade desta recuperação seja muito heterogénea e dependa da especialização setorial dos países e das respetivas políticas de vacinação (ou simplesmente do seu acesso às várias vacinas). Não havendo qualquer outro acidente significativo, espera-se assim que os países mais afetados recuperem de forma mais expressiva, embora só possam recuperar o nível do PIB pré-crise a partir do final de 2022. Espera-se assim um crescimento de 5 % para a França e de 4 % para os Estados Unidos.

Politicamente, após as eleições para o Senado dos EUA de 5 de janeiro, o novo ano deverá ser muito menos rico, ainda que as eleições legislativas nos Países Baixos em março e as eleições federais na Alemanha no 3.º trimestre de 2021, possam pôr em causa os recentes progressos alcançados em termos de construção europeia na sequência da votação do plano de recuperação. Por outro lado, o posicionamento mais moderado de Joe Biden, particularmente no que diz respeito aos seus parceiros europeus, deverá ajudar a evitar as escaladas tarifárias registadas nos últimos anos.

Apesar do agravamento da situação sanitária e das medidas de confinamento daí resultantes seguidas na maioria dos países desenvolvidos, as classes de ativos de risco foram suportadas pela esperança suscitada pela eficácia das vacinas (Pfizer/Bio-N-Tech, Moderna e, mais recentemente, Astra Zeneca/Oxford). Após um grande revés em finais de outubro, no período que antecedeu as eleições norte-americanas, os mercados de ações conseguiram uma forte recuperação e sair-se bem da situação que vinham a viver desde o início de junho. Os índices europeus quase conseguiram, assim, mascarar as perdas, com o Eurostoxx 50 a cair apenas 2,3 % incluindo dividendos, quando havia registado uma queda superior a 25 % no primeiro trimestre. Mas os grandes vencedores foram, sem surpresa, os índices americanos, impulsionados pelos valores tecnológicos e em particular os GAFAM (+Tesla). O Nasdaq e o S&P 500 ultrapassaram, assim, largamente os recordes atingidos em fevereiro último e subiram cerca de 43 % e 17 % respetivamente ao longo do ano (em dólares). Os índices chineses (+26,4 % para o CSI 300) e japoneses (+8,9 % para o Topix) registaram igualmente um desempenho muito positivo. Os mercados emergentes também beneficiaram do regresso em graça das ações, com o índice MSCI Emerging Markets a registar quase 19 % em 2020.

Nos mercados obrigacionistas europeus, as compras maciças dos Bancos Centrais, conjugadas com expectativas de inflação ainda muito baixas e níveis de liquidez extremamente elevados da maioria dos investidores, ajudaram a manter as taxas governamentais em níveis historicamente baixos e a estreitar os spreads de crédito «Investment Grade» e «High Yield». As obrigações alemãs a 10 anos terminaram, assim, o ano perto de -0,6 % (-0,57 %), depois de uma variação, num intervalo estreito de 20 pb, de cerca de -0,5 % nos últimos 6 meses, quase 0,4 % abaixo do valor registado em finais de 2019. Os spreads periféricos também diminuíram significativamente em relação à Alemanha, com as obrigações italianas e espanholas a 10 anos a terminar o ano em 0,54 % e 0,04 % respetivamente, enquanto as obrigações portuguesas a 10 anos terminaram o ano em 0 % após uma breve passagem por território negativo. Neste contexto, apesar do número recorde de emissões e da deterioração dos fundamentos (aumento dos níveis de endividamento e das taxas de incumprimento), os spreads de crédito continuaram a estreitar, acompanhando em média, no final do ano, os níveis de final de 2009 nos emitentes de «Investment Grade» e apenas ligeiramente mais elevados nos segmentos de «High Yield» e emissões subordinadas. As outras classes de ativos, como a Dívida Emergente, também beneficiaram da descida das taxas sem risco (Taxa 10 anos EUA 0,92 % face a 1,92 % no final de 2019), da forte depreciação do dólar face às principais moedas de economias desenvolvidas (EUR/USD +8,9 % a 1,2225) e da subida dos preços das matérias-primas (o preço do petróleo WTI ultrapassa os 45 dólares por barril).

Em termos de carteira, depois de termos realizado um volume de transações muito significativo ao longo do primeiro semestre do ano, estivemos menos ativos uma vez que a incerteza política e sanitária não nos incentivava a reforçar o investimento em ativos de risco na sequência da sua valorização.

O nosso objetivo foi, por isso, manter uma exposição a ações próxima dos 8 %, realizando simultaneamente movimentos táticos de reexposição ou de cobertura quando considerávamos que os movimentos do mercado eram exagerados.

Nos mercados obrigacionistas, continuámos a investir de forma seletiva no mercado primário de crédito para aumentar a nossa diversificação e conseguir, sempre que possível, um prémio face ao mercado secundário, particularmente em emissões não cotadas ou emissões em euros realizadas por empresas americanas. A nossa sensibilidade às taxas de juro, que gerimos através da compra e venda de títulos de dívida pública «core», diminuiu no final do período para perto de 4,7.

Em termos de diversificação, assumimos três compromissos adicionais em fundos de capitais privados (private equity) no mercado secundário, tirando partido do contexto macroeconómico e de uma boa diversificação.

No setor das infraestruturas, iniciámos um investimento na área das energias renováveis, participando assim mais diretamente na transição energética.

Na área imobiliária, investimos num fundo aberto de âmbito social (educação, saúde, etc.).

Além disso, dado o aperto acentuado dos spreads verificado nos últimos meses, preferimos não aumentar a nossa exposição a títulos de elevado rendimento (high yield) e a dívida emergente.

Por último, devido à falta de oportunidades no último mês do ano, a nossa participação em valores monetários fixou-se em cerca de 5 % depois de uma evolução entre 3 e 4 % ao longo do segundo semestre de 2020.

Neste início de ano, contamos com a reabertura do mercado primário de crédito para relançar os nossos investimentos neste segmento, privilegiando emissores com boas notações e de setores menos cíclicos. Aproveitaremos qualquer subida significativa das taxas sem risco para aumentar gradualmente a nossa sensibilidade às taxas de juro. Iremos tirar partido da fragilidade do dólar e de uma eventual subida das taxas de longo prazo nos EUA para aumentar ligeiramente a nossa exposição à moeda americana através de obrigações denominadas em dólares.

Além disso, em caso de correção nos mercados de ações, reverteremos para uma sobreexposição à classe de ativos, dado o interesse relativo de que se reveste, continuando a desenvolver esforços de diversificação em termos geográficos e/ou de estilos.

Da mesma forma, poderemos vir a reforçar a nossa exposição a títulos de elevado rendimento (high yield), dívida emergente e títulos subordinados, caso se venha a observar um alargamento significativo dos spreads. Deveremos, contudo, manter-nos afastados da dívida periférica.

Como acontece há já muitos anos, vale a pena recordar que a seleção de todos os nossos investimentos tem por objetivo incorporar critérios da análise ambiental, social e de gestão (ESG). Em 2021, iremos aumentar a nossa exposição a obrigações «sustainable» e continuar a procurar projetos com um impacto positivo que façam sentido do ponto de vista financeiro.

François LUCCHINI
Director of Asset Management

PRINCIPAIS PONTOS A RETER



Apesar dos progressos registados no desenvolvimento de vacinas, a situação sanitária continua a ser preocupante a curto prazo



Os planos de relançamento terão de ser consideráveis para gerar a recuperação esperada

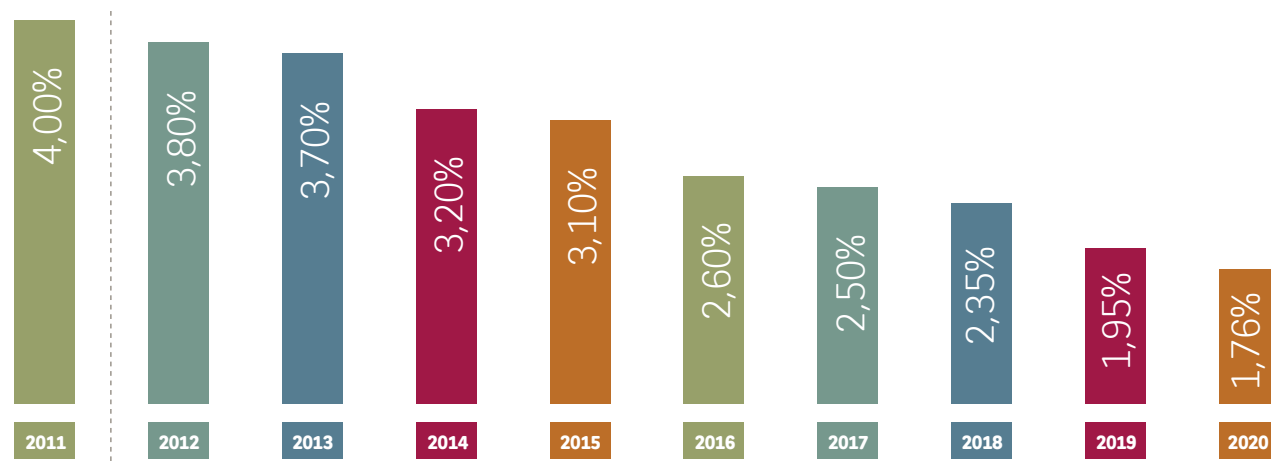


As políticas orçamentais e monetárias continuarão a ser muito flexíveis a médio prazo



Espera-se que a agitação política abrande em 2021

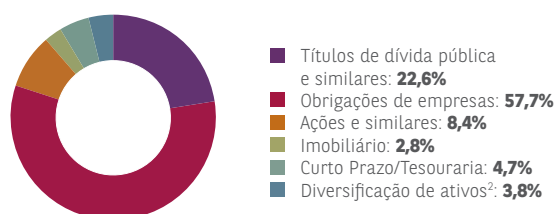
HISTÓRICO DOS RENDIMENTOS BRUTOS DO FUNDO GERAL¹



A GESTÃO DO FUNDO GERAL DE CARDIF LUX VIE EM 31/12/2020

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

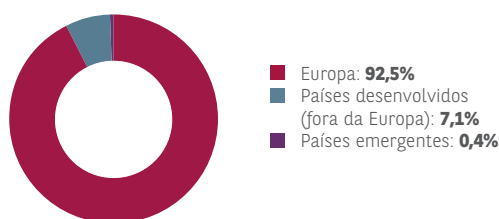
COMPOSIÇÃO DO FUNDO GERAL DE CARDIF LUX VIE



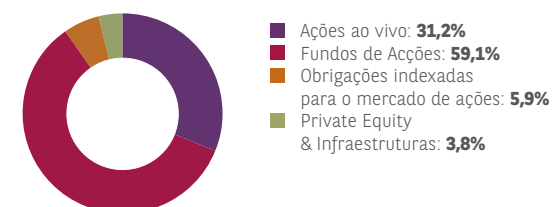
COMPOSIÇÃO DO SUBFUNDO DE AÇÕES

Exposição ao risco de ações limitada a cerca de 8,5% (bêta).

DETALHES DO SUBFUNDO DE AÇÕES POR ZONA GEOGRÁFICA



DETALHES DO SUBFUNDO PATRIMONIAL POR NATUREZA



COMPOSIÇÃO DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES

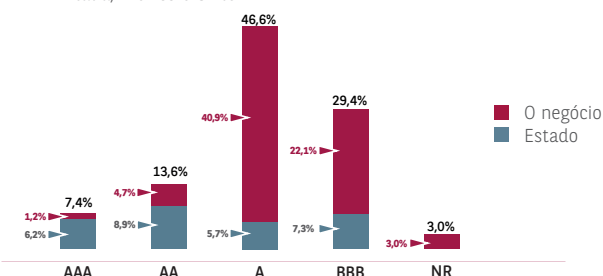
A sensibilidade às taxas de juro global da nossa carteira está próxima de **4,7**.

DETALHES DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES POR NOTAÇÃO

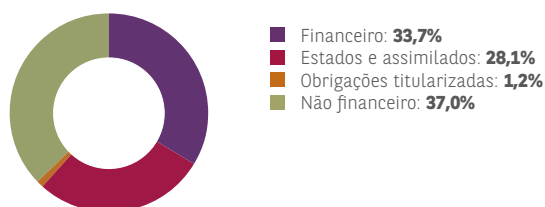
A notação da carteira de obrigações é de muito boa qualidade com uma notação média de «A».

Notação³ dos títulos de dívida pública em carteira em 31/12/2020 :

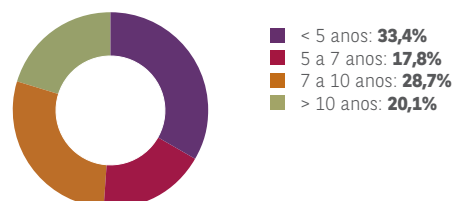
AAA : Luxemburgo, Alemanha, Holanda e Agências europeias
AA : Finlândia, França, Bélgica, Áustria e República Checa
A : Eslováquia, Espanha e Polónia,
BBB : Itália, México e Chile



DETALHES DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES POR TIPO DE EMITENTES



SCADENZE DEL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO



- Os resultados apresentados até ao final de 2011 são os do Fundo Geral proposto pela Cardif Lux International (Ativo geral do BNP Paribas Cardif). A partir de 2012, a gestão do Fundo Geral passou a ser assegurada diretamente pela Cardif Lux Vie. 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.
- Fundos de dívida emergente, high yield e fundos alternativos.
- Rating médio das 3 agências Standard & Poor's, Fitch, e Moody's.