



ACABADO DE REDIGIR EM 6 DE JANEIRO DE 2022

## O FUNDO GERAL

### DA CARDIF LUX VIE



**Retorno da crise sanitária**  
- **Crescimento robusto** -  
**Pressões inflacionistas e**  
**reações dos bancos centrais.**

**Quando Ómicron rima com**  
**desorganização e inflação.**

O segundo semestre do ano acabou por ser bastante consistente com o que tínhamos previsto no final de junho, aquando da elaboração da nossa publicação. De facto, embora sejam de prever números de crescimento global menos robustos em termos anuais, o que se esperava antes do início da 5.ª vaga na Europa depois do aparecimento da variante Ómicron, a dinâmica da retoma não foi posta em causa. Os indicadores avançados (PMI, ISM, IFO e inquéritos aos consumidores) mantiveram-se corretamente orientados ao longo do quarto trimestre, enquanto as elevadas taxas de vacinação em muitos países ajudaram a limitar os confinamentos rígidos, que foi possível pôr em prática em 2020. No entanto, as políticas de restrições e o seu impacto na economia continuam a ser muito heterogéneos, dependendo do país. O facto é que os setores de serviços na área do lazer e turismo vão ser novamente afetados, sem que seja possível determinar o fim da novela Covid, e quando a repetição de episódios com cenários bastante semelhantes começa a cansar...

Assim, à escala mundial, o PIB deverá ter crescido cerca de 6 % em 2021 depois dos -3,3 % em 2020. Todas as zonas estão a registar um crescimento sem precedentes ou, pelo menos, acima do seu potencial. Espera-se que o crescimento da China seja ligeiramente inferior a 8 %, enquanto o PIB dos EUA e da Zona Euro deverão crescer mais de 5 % (face aos cerca de 6 % previstos no início do ano) enquanto o Japão, na retaguarda dos países desenvolvidos, deverá registar um crescimento de apenas 1,6 %.

Se nos concentrarmos na Zona Euro, verificamos que existem fortes disparidades, de acordo com as especialidades setoriais de cada país, esperando-se um recuo significativo das economias espanhola e alemã face à média devido ao peso do turismo em Espanha e do fabrico de automóveis na Alemanha, dificultado pelos constrangimentos no fornecimento de semicondutores.

A descida significativa das taxas de desemprego na maioria dos países desenvolvidos face à situação difícil vivida em 2020 será obviamente fundamental para a manutenção de um elevado nível de atividade a médio prazo. A criação de emprego nos EUA, na sequência da reabertura da economia, com uma média de mais de 500 mil por mês no segundo semestre do ano, permitiu baixar a taxa de desemprego para 4,2 %, com a taxa de participação a subir ligeiramente para 61,8 %.

Na Zona Euro, o mercado de trabalho também melhorou significativamente, registando-se uma taxa de desemprego ligeiramente abaixo do nível registado antes da crise. Esta situação bastante favorável para consumidores e empresas, cujas taxas de poupança e fluxos de caixa têm sido bastante suportados por ajudas diretas e pacotes de estímulos governamentais, criou um choque de procura que os fabricantes têm dificuldade em satisfazer dada a desorganização provocada pela Covid nas suas cadeias de produção e fornecimento. Esta situação, associada à subida acentuada dos preços das matérias-primas e da energia (crise com a Rússia, limitação da produção e impacto da transição energética), teve como consequência uma projeção em alta para a inflação na maioria das zonas desenvolvidas (excluindo a China e o Japão), excedendo os níveis atingidos em 2008. A título de exemplo, a inflação global ("headline") anual foi de +6,8 % e +4,9 % em dezembro nos EUA e na Zona Euro, respetivamente, enquanto a inflação subjacente ("core") voltou a ser superior a 2 %, atingindo 2,6 % na Zona Euro e ficando próxima de 5 % nos EUA.

Esta subida dos números da inflação, muito acima dos objetivos fixados pelos principais bancos centrais, exceto China e Japão, conjugada com a relativa vitalidade do mercado de trabalho, levou ao anúncio de uma redução das medidas de flexibilização quantitativa relançadas em 2020. O Banco de Inglaterra (BOE) foi o primeiro dos principais bancos centrais a aumentar as taxas de juro de referência, em 16 de dezembro, em apenas 15 pb, enquanto a FED decidiu reduzir mais rapidamente as suas compras de ativos, antecipando o fim do programa para o final de março. Além disso, espera-se que a instituição aumente várias vezes as suas taxas de juro de referência a partir de 2022.

Contudo, o discurso de Jerome Powell manteve-se bastante cauteloso para não provocar o pânico entre os operadores do mercado.

Por seu lado, em 16 de dezembro, o BCE também confirmou o fim do Programa de Compra de Emergência Pandémica (PEPP) no final de março de 2022, aumentando ao mesmo tempo a sua flexibilidade em matéria de reinvestimentos e o reforço do programa de compra de ativos tradicional até ao final de 2022, a fim de evitar um alargamento maciço dos spreads das dívidas dos Estados com finanças públicas mais deterioradas. Além disso, rejeita a ideia de aumentar as suas taxas de juro de referência já em 2022, tendo em conta o erro de política monetária de junho de 2008 e realçando o provável efeito transitório das pressões inflacionistas na Zona Euro. Noutras partes do mundo, muitas outras instituições começam a aumentar as suas taxas de juro de referência ou a ser mais restritivas não só para combater a inflação, mas também para limitar a queda das suas moedas, no caso de certos países emergentes como o Brasil. Apenas a Turquia de Recep Tayyip Erdogan se recusou a fazer tais movimentos, vendo a sua moeda depreciar-se e atingir um novo mínimo face ao dólar.

Apesar das atuais incertezas quanto à situação sanitária, que afetam alguns setores, podemos considerar que as economias dos países desenvolvidos estão agora em condições de funcionar corretamente e de beneficiar da dinâmica gerada pelos pacotes de estímulos e pelas medidas de apoio ao consumidor. Neste contexto, é provável que o crescimento em 2022, após um começo difícil, possa ultrapassar os 4 % a nível mundial, prevendo-se que o crescimento da China e dos EUA se situe entre 4 e 5 % e que o PIB na Zona Euro se aproxime sem dúvida dos 4 %.

Para além do risco de surgir uma nova variante não controlável por vacinas, esta visão relativamente otimista poderá ser posta em causa por:

- Um aumento das tensões geopolíticas com a Rússia (fronteiras ucraniana e polaca) e com a China (o caso dos Uighurs, Taiwan e vontade hegemónica antes da reeleição de Xi Jinping).

- Um crescimento na China muito inferior ao esperado, dada a vontade do Reino do Meio de continuar a limitar o endividamento das famílias, o prolongamento da crise imobiliária associada à inadimplência descontrolada da Evergrande e ao impacto no consumo das famílias da política de “zero covid”.
- Uma forte pressão sobre as taxas de longo prazo dos EUA, provocada por uma redução demasiado rápida do balanço da FED, prejudicando o imobiliário do outro lado do Atlântico, cuja contribuição foi muito positiva em 2021 e cujos preços subiram acentuadamente em 2021.
- Um nível de consumo das famílias ocidentais inferior ao esperado, associado a uma queda do seu poder de compra, afetado pelo aumento da inflação dos preços da energia não compensado pelos Estados e/ou uma mudança nos hábitos de consumo relacionados com uma situação sanitária ainda instável.

No segundo semestre do ano, apesar dos riscos geopolíticos, do aparecimento da variante Ómicron, das pressões inflacionistas e da retórica mais restritiva dos banqueiros centrais, as classes de ativos de risco registaram desempenhos muito positivos no Ocidente. Estes desempenhos foram apoiados por um contexto que se manteve flexível, com taxas de juro reais muito negativas.

Os principais índices de ações europeus e americanos foram muito suportados, com apenas ligeiras correções. Por exemplo, o S&P500 ganhou 27 % excluindo dividendos (mais de 38 % incluindo dividendos e em euros) depois de ter ganho mais de 11 % no segundo semestre do ano. O Eurostoxx 50 também teve um desempenho muito positivo, ganhando quase 24 % incluindo dividendos ao longo de 2021. Em contrapartida, os índices asiáticos (em particular os chineses) e de mercados emergentes foram dececionantes, com o CSI 300 e o MSCI EM a caírem mais de 2 % e 5 % respetivamente, enquanto o TOPIX ganhou apenas 10 %. As ações chinesas foram afetadas tanto pelos problemas no setor imobiliário como pela vontade do governo de regular ainda mais o setor privado (tecnologia, saúde, etc.). De notar que as rotações setoriais foram frequentes associadas a movimentos nas taxas de juro e aos anúncios sobre a situação sanitária.

Além disso, os movimentos das taxas sem risco em ambos os lados do Atlântico têm sido bastante erráticos. As obrigações do Tesouro a 10 anos dos EUA e da Alemanha aumentaram ao longo do ano 0,39 % e 0,6 %, para -0,18 % e 1,51 % respetivamente, depois de registarem por quatro vezes subidas e descidas entre 30 e 50 pb ao longo do ano. Além disso, os spreads dos estados europeus mais endividados face à Alemanha alargaram, cerca de 25 pb no caso da Itália e 15 pb no caso da França e Espanha.

Tal como os mercados de ações, os vários segmentos do mercado de crédito resistiram bem, beneficiando do excesso de liquidez presente entre os investidores e da presença dos bancos centrais. Isto é particularmente verdade no mercado de alto rendimento (high yield) que, apesar de um montante recorde de emissões no mercado do Euro, viu os seus spreads estreitarem cerca de 30 pb em média, enquanto os spreads dos índices de grau de investimento (investment grade) diminuíram cerca de 10 pb, para um nível próximo dos mínimos históricos.

Por seu lado, o preço do petróleo WTI esteve bastante volátil, flutuando entre 62 e 85 dólares por barril, acabando por se fixar em quase 77 dólares, o que representa um aumento de quase 60% face ao final de 2020. Quanto às outras mercadorias, excluindo a energia, a evolução foi mais heterogénea, com o preço do cobre, por exemplo, a subir mais de 27%, enquanto o do minério de ferro caiu 37%, afetado pela desaceleração do setor imobiliário na China.

Por último, o dólar apreciou face à maioria das principais moedas, exceto face ao renminbi. Face ao euro, a subida foi superior a 7% com o eurodólar a terminar o ano abaixo de 1,14.

Em termos de carteira, mantivemos uma estratégia cautelosa em classes de ativos de risco, aproveitando ao mesmo tempo algumas das fragilidades referidas anteriormente para assumir algumas posições táticas em ações ou obrigações subordinadas. Em particular, a nossa sensibilidade aos mercados de ações manteve-se entre 8,5% e 10%, o que exigiu um nivelamento nos períodos em que os índices recuperavam máximos históricos e sentíamos que os níveis de valorização eram excessivos.

Na área do investimento em obrigações, privilegiámos as emissões governamentais para gerir a nossa sensibilidade. As nossas intervenções no mercado de crédito de grau de investimento (investment grade) limitaram-se quase exclusivamente ao mercado primário, devido aos níveis dos spreads historicamente elevados em nomes de boa qualidade que ofereciam prémios de emissão, diversificação ou que nos permitiam aumentar a componente de obrigações verdes da carteira. Estas operações foram muitas vezes realizadas por arbitragem de posições governamentais compradas com rendimentos extremamente baixos.

Relativamente às outras classes de ativos, no segundo semestre do ano mantivemos um posicionamento globalmente neutral. Em matéria de dívida emergente e de elevado rendimento (high yield), aguardamos alargamentos significativos dos spreads antes de, eventualmente, voltarmos a comprar. No setor imobiliário, estão a ser analisados vários investimentos que deverão permitir-nos continuar a aumentar a nossa exposição através de posições nos segmentos escritórios, saúde e florestas. Quanto ao investimento em private equity e infraestruturas, estamos a analisar diferentes fundos temáticos em torno da transição energética.

## PRINCIPAIS PONTOS A RETER:



**Bom comportamento da atividade apesar da degradação da situação sanitária**



**A evolução da inflação no centro das preocupações**

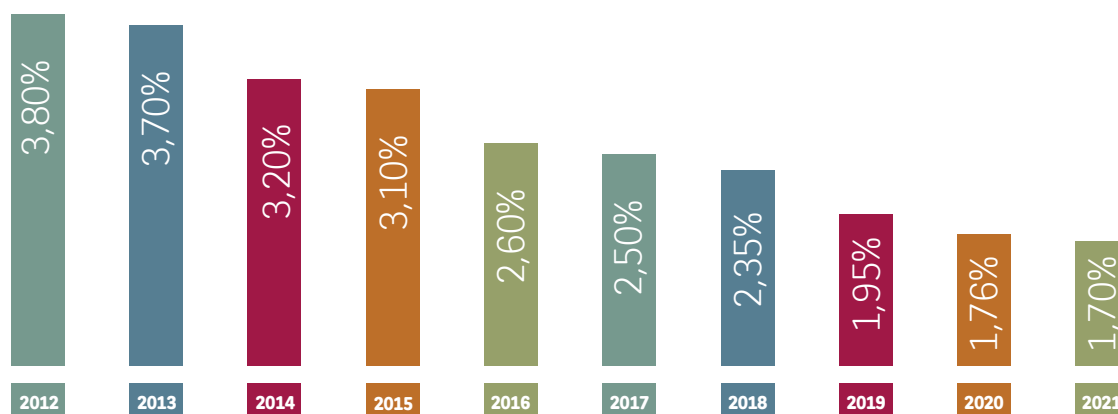


**Bancos centrais começam a reduzir apoios**



**Valorização das classes de ativos de risco muito menos atrativa**

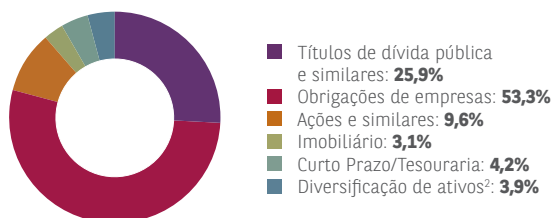
## HISTÓRICO DOS RENDIMENTOS BRUTOS DO FUNDO GERAL<sup>1</sup>



## A GESTÃO DO FUNDO GERAL DE CARDIF LUX VIE EM 31/12/2021

Capitalização do Fundo Geral (em valor de mercado): 10,1 mil milhões EUR.

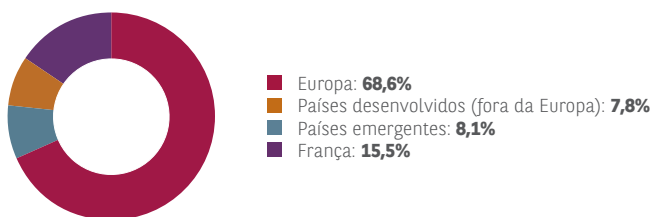
### COMPOSIÇÃO DO FUNDO GERAL DE CARDIF LUX VIE



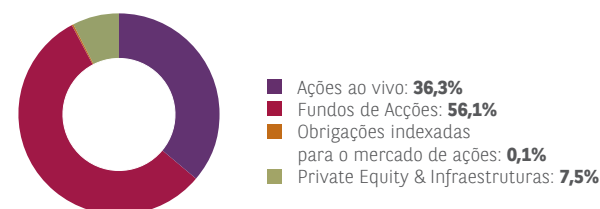
### COMPOSIÇÃO DO SUBFUNDO DE AÇÕES

Exposição ao risco de ações limitada a cerca de 9% (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 **4,75**.

### DETALHES DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES POR NOTAÇÃO

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

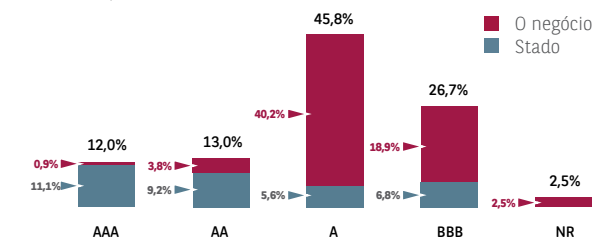
#### Notação<sup>3</sup> dos títulos de dívida pública em carteira em 31/12/2021 :

**AAA** : Luxemburgo, Alemanha, Holanda, USA, Agências europeias

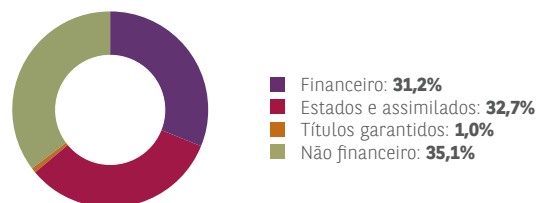
**AA** : Finlândia, França, Bélgica, Áustria

**A** : Eslováquia, Espanha, Chile

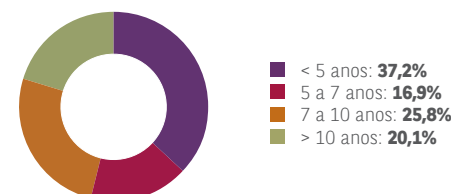
**BBB** : Itália, México



### DETALHES DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES POR TIPO DE EMITENTES



### CALENDARIZAÇÃO DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES



1- 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.

2- Fundos de dívida emergente, high yield e fundos alternativos.

3- Rating médio das 3 agências Standard & Poor's, Fitch, e Moody's.