



ACABADO DE REDIGIR EM 6 DE JULHO DE 2020

O FUNDO GERAL

DA CARDIF LUX VIE



Sem precedentes! Estas duas palavras têm sido certamente as mais utilizadas para descrever a crise que estamos a viver. Vejamos como estes termos são relevantes para ilustrar o enquadramento macroeconómico da nossa evolução no primeiro semestre do ano.

Em primeiro lugar, do ponto de vista sanitário, é interessante notar que, devido à intensificação das trocas comerciais e das deslocações de populações, nenhuma parte do mundo foi poupada à propagação de um vírus cujo número de casos declarados excede agora os 11,4 milhões e que já causou mais de 530.000 mortes. No entanto, se olharmos para a história recente, verificamos que há cerca de 50 anos a gripe de Hong Kong matou 1 milhão de pessoas em todo o mundo sem qualquer cobertura mediática ou medidas de confinamento.

No espaço de um mês, um crescimento fraco transformou-se numa recessão muito grave. A implementação de confinamentos sucessivos começou por atingir duramente as cadeias de produção a que se seguiram, muito rapidamente, os consumidores das áreas afetadas, logo, a procura final. O resultado foi uma revisão extraordinária dos dados do crescimento a nível mundial. Os países mais afetados foram aqueles que introduziram medidas de confinamento mais restritivas e que, além disso, apresentam ao mesmo tempo uma forte dependência dos fluxos turísticos e da procura internacional. Em última análise, de acordo com as últimas previsões do FMI, podemos esperar uma contração do crescimento mundial superior a 4%, quedas nos PIB dos Estados Unidos, Japão e Zona Euro entre 6% e 8%, só

a China poderia esperar alcançar um ligeiro aumento da atividade. Entre os principais países da Zona Euro, prevê-se que a França e a Itália (cerca de -10%) apresentem os piores resultados, enquanto a Alemanha deverá registar um melhor desempenho, embora traduzido numa queda de mais de 6% do PIB.

Face a este choque sem precedentes, as reações dos bancos centrais foram igualmente excecionais, ultrapassando em amplitude e rapidez tudo o que poderia ter sido anunciado durante os primeiros meses que se seguiram ao colapso do Lehman Brothers. Assim, o BCE decidiu lançar um novo programa de recompra de ativos no valor de 870 mil milhões de euros (PEPP = Pandemic Emergency Purchase Program), reforçando o apoio intensivo à liquidez dos bancos através de um TLTRO III de taxa negativa. Além disso, no decorrer das conferências, o Banco reforçou claramente a sua orientação futura («forward guidance»), ao sublinhar que está pronto a fazer mais, se necessário, e que a sua política se manterá flexível até que seja garantido o regresso da inflação ao seu objetivo. Ao mesmo tempo, a FED reagiu rapidamente, baixando as suas taxas de referência em 1,5%, fornecendo liquidez ilimitada ao sistema financeiro e relançando um programa de QQ em grande escala (programa de compras alargado a certas obrigações de elevado rendimento («High Yield»)).

Paralelamente a este ativismo monetário, todos os Estados criaram medidas de apoio às suas economias correspondentes a vários pontos do PIB. Entre transferências diretas para empresas (recapitalização, redução de encargos e contribuições) e cidadãos (trabalho a tempo reduzido, «helicopter money») e empréstimos garantidos pelos Estados, a fatura, não-definitiva, levará a um agravamento sem precedentes dos défices públicos. Isto, apesar de os planos de relançamento ainda não terem sido todos anunciados ou validados.

Uma possível mutualização da dívida europeia! Está atualmente em discussão um plano de apoio europeu em grande escala para os países/setores em maiores dificuldades, promovido pela dupla franco-alemã e pela Comissão Europeia, que poderá ascender a cerca de 750 mil milhões de euros (500 mil milhões de euros a título de subvenções a fundo perdido e 250 mil milhões de euros via empréstimos). No entanto, esta proposta está a enfrentar a oposição dos países frugais (Dinamarca, Holanda, Áustria e Suécia) e de certos países de Leste que recebem uma distribuição das ajudas que lhes seja desfavorável. A Alemanha, que assumirá a presidência rotativa da União Europeia durante os próximos seis meses, pretende chegar a um acordo histórico na próxima cimeira da UE, prevista para 17 e 18 de julho. Se as negociações forem bem sucedidas, isso mostrará aos eurocéticos dos países do Sul a importância de se manterem unidos.

Uma queda sem precedentes, seguida de uma recuperação histórica? As medidas acima referidas e a saída da atual situação de confinamento parecem trazer alguma esperança quanto ao perfil da recuperação nos países desenvolvidos. De facto, mesmo que não se verifique um desconfinamento generalizado (ver a situação complicada nos Estados Unidos e na América do Sul), os principais indicadores (IGC, ISM, IFO, Michigan), as vendas a retalho ou a criação de emprego estão a recuperar por vezes de forma espetacular. Não é menos verdade que para se conhecer o perfil de crescimento em 2021 (V,V,U,L ou W) seria necessário conhecer a dimensão da eventual segunda vaga e a capacidade dos gestores para a "surfear". No entanto, uma coisa é certa: muitos setores (lazer, transportes, etc.) não poderão recuperar o nível de atividade anterior à crise até que esteja disponível uma vacina segura e eficaz para todos.

Extrema volatilidade dos mercados! Só em raras ocasiões (Grande Depressão e crises do subprime) os mercados registaram uma tal violência e foram tão difíceis de interpretar. Entre o final de fevereiro e meados de março, os mercados de ações sofreram uma correção entre 25 e 40%, dependendo dos índices, com algumas variações diárias superiores a -10%. Da mesma forma, os spreads de crédito registaram alterações abruptas, amplificadas pela falta de liquidez nos mercados, recuando a níveis nunca atingidos desde a crise das dívidas periféricas. Os preços das matérias-primas foram também muito afetados, como o evidencia a queda para valores negativos do preço do barril de petróleo durante algumas horas devido à liquidação dos futuros num contexto em que a oferta e os stocks excediam em muito a procura prevista em pleno confinamento das principais economias mundiais.

Desde o final de março e o anúncio de diversos apoios, temos assistido a um regresso brutal das classes de ativos de risco, como é evidenciado pelo desempenho dos índices dos EUA, que registam o seu melhor trimestre em 33 anos. No fundo, as quedas são limitadas e afetam pouco os índices com uma ponderação significativa em valores tecnológicos. Assim, o Eurostoxx 50, o S&P 500 e o Topix caíram 13,76%,

4% e 9,4% respetivamente, enquanto o Nasdaq subiu quase 13% desde o início do ano!

Durante este período foi registado um montante recorde de emissão de dívidas no mercado de crédito da Zona Euro que atingiu, no final do primeiro semestre, 331 mil milhões de euros de emissões (+52% do que no 1.º semestre de 2019), o que corresponde a 75% dos montantes emitidos ao longo de todo o ano de 2019. É evidente que isso foi possível graças ao forte apoio do BCE, que permite também aos governos aumentarem significativamente os seus défices públicos sem que isso implique um aumento das taxas de juro a longo prazo. Tal como aconteceu com as ações, os spreads periféricos e de crédito diminuíram significativamente, com a taxa italiana a 10 anos a diminuir cerca de 100 pb face à taxa alemã a 10 anos, desde meados de março, enquanto os índices de crédito recuperaram a distância entre eles, em média, cerca de dois terços. Depois de atingirem novos mínimos históricos (bund a 10 anos a -0,86%), as taxas a longo prazo sem risco registaram, no final do primeiro semestre, uma descida de cerca de 20 pb face ao observado no final de 2019 (-0,44%).

Quais os riscos de uma recuperação em V da economia mundial?

- A emergência de uma segunda vaga nos países mais desenvolvidos com impacto no consumo não básico.
- A concretização do risco de refinanciamento dos países emergentes, cuja dívida tem aumentado muito rapidamente nos últimos anos.
- Um ressurgimento das tensões geopolíticas entre os Estados Unidos e os seus parceiros comerciais (China, UE, etc.) na sequência das eleições presidenciais americanas e com Donald Trump numa posição desfavorável nos sondagens.
- Uma incapacidade de encontrar um compromisso sobre uma saída ordeira da Grã-Bretanha da União Europeia.
- Para a Zona Euro, um bloqueio da ação do BCE por parte do tribunal de Karlsruhe. Esta hipótese parece afastada dada a atual posição do governo alemão e dos membros do BUBA.
- Uma incapacidade dos países da União Europeia para desenvolverem um plano de relançamento de grande envergadura.

A longo prazo, é provável que esta crise venha a pôr em causa o processo de globalização tal como foi criado, em particular, no que diz respeito ao desenvolvimento do turismo de massas e à deslocalização desenfreada das cadeias de produção industrial. Em qualquer caso, podemos prever que a economia mundial só volte ao nível pré-crise, na melhor das hipóteses, depois de 2022.

Fazendo eco da nossa última comunicação semestral (ver "Mensagem do gestor" do segundo semestre de 2019), a nossa posição em termos de classes de ativos de risco no início de 2020 era de prudência. Assim, reduzimos a nossa exposição a ações logo no início do ano, antes de desencadeado o movimento de correção violenta em março. Além disso, também reduzimos a nossa sensibilidade a certos emissores

cíclicos ainda em carteira, e a empresas com notações «ESG» mais baixas. Estas vendas foram compensadas com a compra de títulos de dívida pública «core».

A nossa entrada na crise aconteceu, assim, numa situação bastante favorável, com menos de 8% de sensibilidade a ações e uma exposição muito limitada a emittentes de crédito mais cíclicos e com notações mais baixas. Em termos setoriais, a nossa carteira de obrigações manteve uma ausência de exposição aos setores automóvel, de turismo e linhas aéreas e uma subponderação nos setores do petróleo e gás (apenas 0,5% do total da carteira).

Por isso, durante a queda dos mercados de ações e o alargamento dos spreads de crédito, pudemos aproveitar oportunidades de transições entre ativos, comprando títulos de dívida pública com níveis de rentabilidade muito baixos.

A grande recuperação das classes de ativos de risco a que vimos assistindo há várias semanas, sem qualquer base fundamental real, justificou a nossa tomada de lucros de ações e a privilegiar sempre as empresas menos cíclicas quando investimos no mercado de crédito. Além disso, utilizámos o achatamento da curva das taxas de juro para aumentar a nossa exposição a títulos de taxa variável e para complementar a compra de macrocoberturas com a subida das taxas. Em termos de taxas variáveis (títulos de taxa variável, macrocoberturas e mercado monetário...) a nossa participação fixa-se agora acima dos 20%.

Em termos de diversificação de ativos, assumimos compromissos em três fundos de infraestruturas ou Private Equity, um dos quais especializado na proteção dos oceanos. No setor imobiliário, suspendemos algumas subscrições, na expectativa de uma maior visibilidade, mas continuámos a investir em casas de repouso na Alemanha e assumimos um

compromisso num fundo aberto especializado no imobiliário social (educação, saúde, alojamento para estudantes...).

Até ao final do ano, enquanto as taxas de longo prazo dos países «core» continuarem negativas, manteremos uma sensibilidade às taxas inferior à do nosso indicador de referência. Além disso, dadas as atuais incertezas, manteremos uma participação em valores monetários superior a 1%.

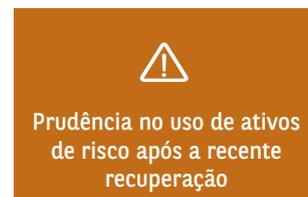
No segmento ações, estamos neste momento perto da neutralidade e aproveitaremos qualquer movimento de queda violenta para voltar a reforçar o nosso beta. Pelo contrário, se se intensificar o ritmo da recuperação e os mercados se aproximarem dos níveis registados no final de fevereiro, manteremos uma subexposição a este segmento.

Nas outras classes de ativos, aproveitaremos o contexto atual para assumir compromissos em fundos de Private Equity do mercado secundário e em fundos de dívida privada, um segmento em que não realizamos quaisquer investimentos há mais de três anos. No setor imobiliário, estamos neste momento a avaliar investimentos em escritórios no centro da cidade, no segmento da saúde e mesmo da hotelaria, com o objetivo de tirar partido de desvalorizações acentuadas que venham eventualmente a ocorrer neste segmento. O nosso objetivo é atingir uma exposição ao setor superior a 4% até ao final de 2021.

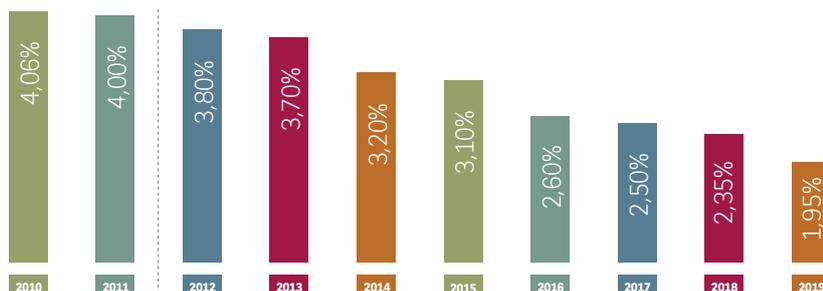
Por último, continuamos a trabalhar para reduzir a pegada de carbono dos nossos investimentos aumentando substancialmente a compra de obrigações verdes («green bonds»). Além disso, continuamos a analisar a melhor forma de implementar um investimento em reflorestação.

François LUCCHINI
Director of Asset Management

PRINCIPAIS PONTOS A RETER:



HISTÓRICO DOS RENDIMENTOS BRUTOS DO FUNDO GERAL¹

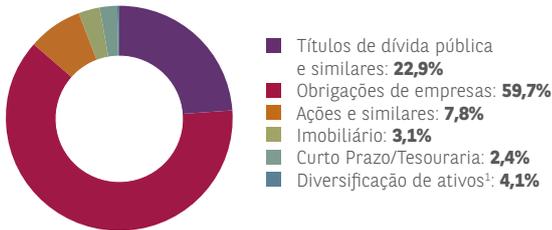


1- Os resultados apresentados até ao final de 2011 são os do Fundo Geral proposto pela Cardif Lux International (Ativo geral do BNP Paribas Cardif). A partir de 2012, a gestão do Fundo Geral passou a ser assegurada diretamente pela Cardif Lux Vie. A rentabilidade passada não constitui uma garantia nem 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.

A GESTÃO DO FUNDO GERAL DE CARDIF LUX VIE EM 30/06/2020

Capitalização do Fundo Geral (em valor de mercado):
9,43 mil milhões EUR.

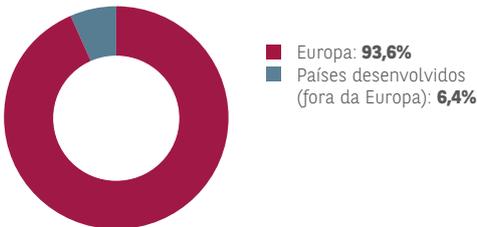
COMPOSIÇÃO DO FUNDO GERAL DE CARDIF LUX VIE



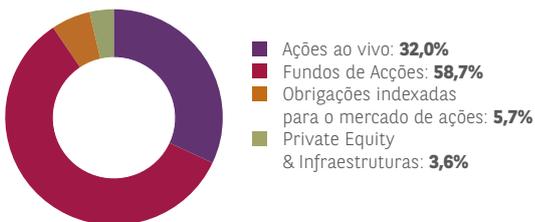
COMPOSIÇÃO DO SUBFUNDO DE AÇÕES

Exposição ao risco de ações limitada a cerca de 8% (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 4,9.

DETALHES DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES POR NOTAÇÃO

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

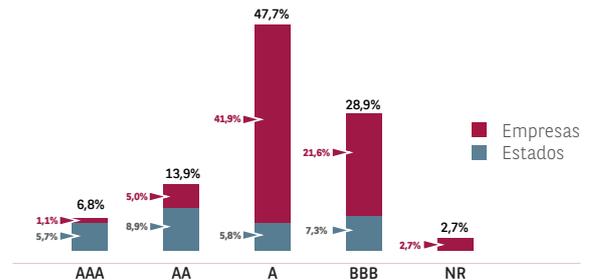
Notação² dos títulos de dívida pública em carteira em 30/06/2020 :

AAA : Luxemburgo, Alemanha, Holanda, Agências europeias

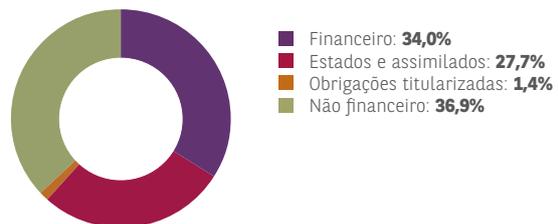
AA : Finlândia, França, Bélgica, Áustria, República Checa

A : Eslováquia, Espanha, Polónia,

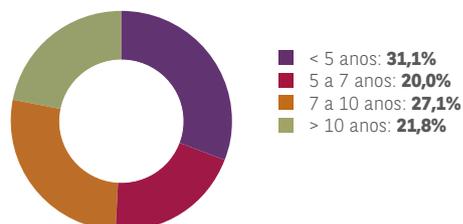
BBB : Itália, México



DETALHES DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES POR TIPO DE EMITENTES



SCADENZE DEL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO



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