



ACABADO DE REDIGIR EM 5 DE JULHO DE 2021

O FUNDO GERAL

DA CARDIF LUX VIE



Recuperação em V, Bancos Centrais acomodatórios, inflação e ameaça de variantes.

Como esperado, a rápida distribuição de vacinas nos países ocidentais veio acelerar fortemente a recuperação da atividade, após um primeiro trimestre ainda marcado por medidas de confinamento mais ou menos rigorosas,

particularmente no velho continente. Prevê-se, assim, um crescimento mundial superior a 6%, depois de ter caído mais de 3% em 2020. Será impulsionado, principalmente, pelos Estados Unidos e pela China, cujos PIB deverão variar entre 7% e 9% respetivamente, enquanto o da Zona Euro deverá atingir cerca de 5%, devido ao atraso no arranque dos setores de serviços.

Os consumidores ocidentais, cujos níveis de poupança dispararam durante os períodos de confinamento (500 mil milhões de euros só no caso dos europeus) graças à preciosa ajuda das medidas de apoio sem precedentes dos governos e dos bancos centrais, estarão obviamente no centro desta recuperação. Como resultado desta forte procura, a maioria das empresas regista um aumento significativo das suas carteiras de encomendas, o que tem criado tensões nas cadeias de abastecimento, em particular nos setores fortemente dependentes de semicondutores (por exemplo, a indústria automóvel) e de matérias-primas (construção, bens de equipamento). Estas tensões refletem-se inevitavelmente nos preços ao produtor e, por outro lado, também deveremos assistir a um aumento dos preços de serviços, como na hotelaria e restauração.

Assim, a conjugação destes fatores e dos efeitos de base sobre as matérias-primas (por exemplo: o petróleo aumenta mais de 80% e o minério de ferro 115% num ano) estão a provocar um aumento da inflação nos países ocidentais, permitindo-lhe regressar ou exceder temporariamente os 2%. É o caso dos Estados Unidos, onde a inflação global («headline inflation») chegou aos 5% em junho passado face aos 2% apenas na Zona Euro, por enquanto. Apesar destes números, finalmente consonantes ou mesmo muito superiores às metas traçadas, os bancos centrais mantêm a sua posição acomodatória, sublinhando que esta tendência de preços é apenas transitória e que o impacto total da crise ainda não foi incorporado.

A FED, embora um pouco mais dura do que o esperado, reiterou a sua mensagem de paciência, mas poderá aproveitar o simpósio de Jackson Hole, no final de agosto, para anunciar a redução do programa de compra de ativos. Contudo, é pouco provável que a FED aumente as suas taxas de referência antes do final de 2022 sem que o mercado de trabalho tenha recuperado o nível de finais de 2019. Quanto ao BCE, mantém-se o status quo de recompra de ativos e um ritmo muito constante, embora alguns «falcões» avancem já que não será necessário utilizar os 350 mil milhões de euros remanescentes do pacote até final de março de 2022. No final, os balanços dos principais bancos centrais continuaram a crescer mais de 77% do PIB na Zona Euro face aos 36% da FED e os 133% do BoJ.

Politicamente, as recentes eleições na Europa (legislativas nos Países Baixos e regionais em França) não invalidaram o sentimento positivo em relação à construção europeia suscitado pelo acordo sobre o plano de recuperação para a Europa, cuja ratificação foi finalizada no final de maio. É provável que as próximas eleições na Alemanha, marcadas para o outono, não venham ofuscar esta visão, mas as eleições

francesas, em abril, continuarão a ser um verdadeiro teste à coesão da União Europeia.

A conjuntura geopolítica também se tem mantido bastante calma desde a eleição de Joe Biden, uma vez que o Presidente dos EUA retomou um diálogo positivo com os seus aliados históricos e adotou uma posição diplomática muito mais clara do que a do seu antecessor. Contudo, a China continua a ser o principal foco de tensão, e o discurso do Presidente Xi Jinping, a soar a imperialismo, nas comemorações do centenário do partido comunista chinês, não terá contribuído para mudar a visão dos ocidentais quanto à sua capacidade para obterem concessões do gigante asiático.

Durante o resto de 2021, e seguramente grande parte de 2022, as perspetivas macro e microeconómicas continuam a ser positivas. Os principais elementos que poderão pôr em causa esta tendência são de três tipos:

- Uma reação demasiado brusca dos bancos centrais a números da inflação que venham a ser registados e previstos e que possam parecer fora de controlo: como referido anteriormente, este risco é considerado baixo, nomeadamente na Zona Euro, onde a margem de manobra em termos de crescimento potencial («output gap») ainda é muito significativa.
- Incapacidade da maioria democrática para aprovar rapidamente um plano de recuperação de grande envergadura dedicado às infraestruturas e à redução das desigualdades (melhoria do acesso à saúde, à educação e apoio aos trabalhadores com salários baixos).
- Uma nova vaga epidémica que não possa ser contrariada pela intensificação da vacinação, obrigando a novos confinamentos rigorosos: existe esse risco, nomeadamente, nos países com uma baixa percentagem de pessoas vacinadas (Ásia, Austrália...) e mesmo na Europa e na América do Norte a partir do próximo outono. No entanto, ao contrário do que aconteceu no início do ano, existe agora capacidade industrial suficiente para fabricar vacinas de forma a mitigar consideravelmente os efeitos de uma nova vaga no crescimento das economias ocidentais.

As classes de ativos de risco prosseguiram a recuperação iniciada no final do ano anterior. Os mercados de ações ocidentais, nomeadamente na Europa, cresceram de forma sustentável até meados de junho, apenas travados por ligeiras correções (entre -1% e -2%). Estão agora a consolidar completamente, oscilando à volta dos máximos recentemente atingidos. Excluindo os dividendos, os principais índices europeus sobem em média 14%, enquanto o S&P 500 sobe cerca de 15% e os índices asiáticos e emergentes registam um desempenho significativamente inferior, com apenas +7,7% no caso do Topix, +6,5% no caso do MSCI EM e +2,9% no caso do principal índice chinês. Estas divergências refletem a composição setorial dos índices (com os valores cíclicos e «value» a superar os valores tecnológicos), o atraso na va-

ciação na zona asiática, o relativo abrandamento do crescimento chinês e as questões de governação na China.

Os spreads de crédito resistiram bem ao aumento das taxas sem risco, que se mantiveram globalmente estáveis ou mesmo ligeiramente abaixo nos títulos com notações elevadas («investment grade») e diminuíram mais de 60 pb no segmento de elevado rendimento («high yield»), que beneficiou do facto das taxas de incumprimento não terem aumentado. Quanto aos títulos de dívida pública, as taxas foram impulsionadas pelas crescentes expectativas de inflação registadas no outro lado do Atlântico, o que provocou um grande aumento das taxas de longo prazo nos EUA até ao final de março e, por contágio, um aumento acentuado das taxas de longo prazo europeias. Posteriormente, as taxas de longo prazo dos EUA diminuíram cerca de 30 pb, na sequência das declarações da FED, enquanto as taxas de longo prazo europeias caíram entre 10 e 15 pb. Por fim, a taxa das obrigações americanas a 10 anos aumentou 55 pb, para 1,47%, enquanto as taxas das obrigações alemãs, italianas e francesas a 10 anos caíram entre 30 e 45 pb. Neste aumento das taxas, é de notar uma relativa desafetação a dívida francesa a 10 anos, que se desvia cerca de 10 pb da dívida alemã antes das eleições de 2022.

A dívida emergente é ligeiramente afetada pela subida do dólar e da inflação, bem como por políticas de vacinação ineficazes. O eurodólar registou uma volatilidade elevada e acabou por cair 3%, para 1,185, depois de ter subido para cerca de 1,23 no final de maio.

Em termos de carteira, aproveitámos a subida das taxas sem risco para aumentar a nossa sensibilidade a taxas de juro, favorecendo os investimentos em títulos de dívida pública europeia (com notações elevadas) e americana (dado o seu interesse relativo). Mantivemo-nos afastados do mercado secundário de crédito, devido aos spreads de crédito baixos, e continuámos a privilegiar o mercado primário, para tirar partido de eventuais prémios de emissão. Além disso, continuámos a arbitrar determinadas exposições a crédito, por motivos relacionadas com critérios ESG ou com valores relativamente inflacionados.

No segmento das ações, fomos reduzindo a nossa exposição à medida que os mercados se expandiam, mantendo um beta acima dos 8%. Além disso, continuámos a diversificar o investimento a nível internacional, representando agora os nossos investimentos fora da Europa mais de 10%.

Ainda em termos de diversificação do investimento, assumimos um novo compromisso com um fundo de dívida privada dos EUA e aumentámos marginalmente a nossa exposição na vertente do imobiliário de saúde alemão. Por último, aproveitámos a valorização mais atrativa do dólar (acima de 1,20) para aumentar a nossa exposição à moeda americana, que se aproxima agora dos 4%.

Durante o resto do ano, enquanto não se verificar um aumento significativo dos spreads de crédito de grau de investimento («investment grade»), manteremos uma estratégia preferencialmente defensiva na classe de ativos, privilegiando investimentos muito seletivos no mercado primário. Da mesma maneira, manter-nos-emos afastados do elevado rendimento («high yield») e da dívida emergente enquanto não se registar uma verdadeira correção. No segmento das ações, embora o ciclo de recuperação esteja certamente apenas no início, preferimos permanecer cautelosos, mantendo-nos à volta dos 8%. De facto, o último período de subidas pareceu-nos demasiado rápido e os níveis de valorização dos mercados são historicamente elevados. Qualquer descida significativa poderá ser aproveitada para aumentar gradualmente a nossa exposição.

No setor imobiliário, dado o atual contexto de incerteza quanto às futuras taxas de ocupação no segmento de escritórios, queremos manter-nos perto dos 3% em termos de exposição global. No entanto, estaremos atentos aos investi-

mentos na área da saúde, particularmente através da nossa parceria em casas de repouso na Alemanha.

Em termos de diversificação do investimento, continuaremos a analisar fundos com impacto positivo na área da transição energética e prevemos realizar um primeiro investimento na vertente da gestão sustentável das florestas.

É também importante referir que, no primeiro semestre, aumentámos ainda mais os nossos investimentos com impacto positivo, principalmente através da compra de obrigações «verdes». Além disso, a nossa metodologia de seleção, que respeita os critérios ESG, bem como a nossa capacidade de comunicar sobre a nossa exposição aos riscos de sustentabilidade, permite-nos classificar o nosso Fundo Geral ao abrigo do artigo 8.º do Regulamento SFDR¹.

François LUCCHINI
Director of Asset Management

PRINCIPAIS PONTOS A RETER



Forte recuperação da atividade nas principais economias ocidentais



Disseminação de variantes é preocupação, mas deverá ser contrariada pela vacinação



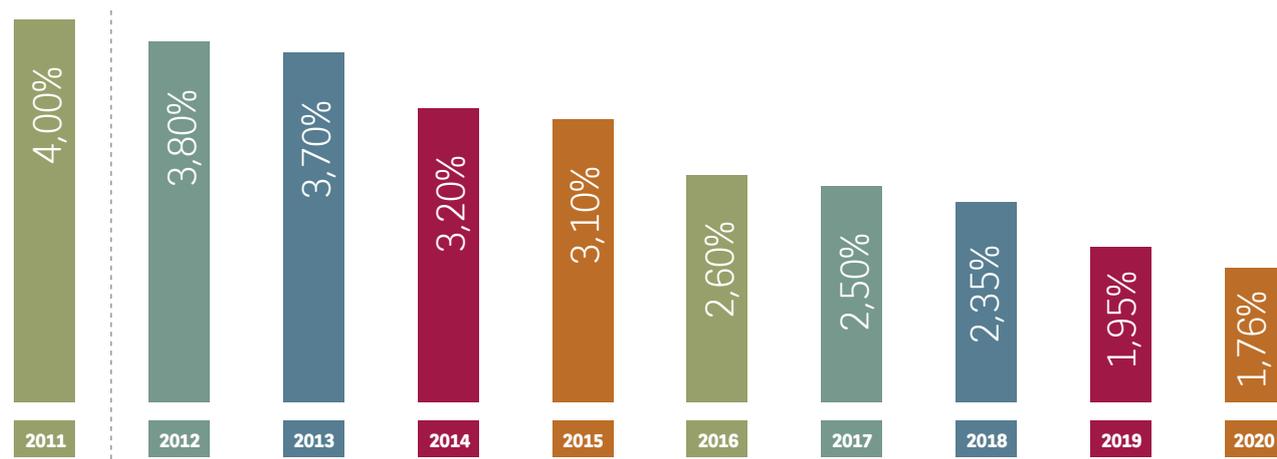
Posicionamento cauteloso após aumento acentuado das classes de ativos de risco



Bancos centrais mantêm apoio sem que se dissipem os efeitos da crise

1 - Regulamento Europeu (UE) 2019/2088, em inglês «Sustainable Finance Disclosure» ou «SFDR», que introduz novas obrigações de transparência em matéria de sustentabilidade: <https://cardifluxvie.com/notre-responsabilite>.

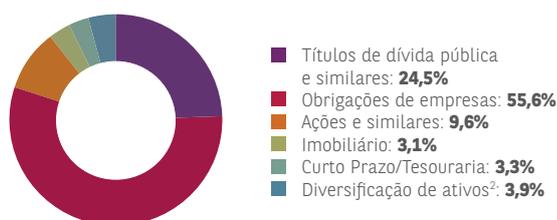
HISTÓRICO DOS RENDIMENTOS BRUTOS DO FUNDO GERAL¹



A GESTÃO DO FUNDO GERAL DE CARDIF LUX VIE EM 30/06/2021

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

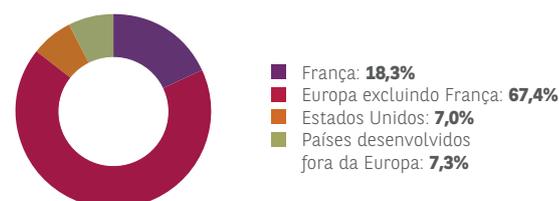
COMPOSIÇÃO DO FUNDO GERAL DE CARDIF LUX VIE



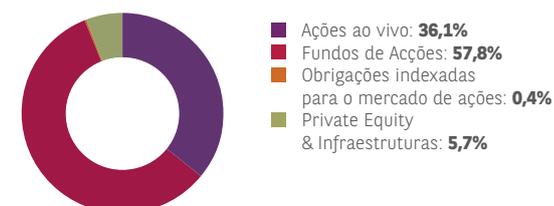
COMPOSIÇÃO DO SUBFUNDO DE AÇÕES

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

DETALHES DO SUBFUNDO DE AÇÕES POR ZONA GEOGRÁFICA



DETALHES DO SUBFUNDO PATRIMONIAL POR NATUREZA



COMPOSIÇÃO DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES

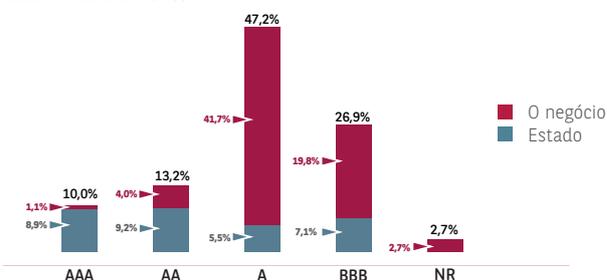
A sensibilidade às taxas de juro global da nossa carteira está próxima de **4,9**.

DETALHES DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES POR NOTAÇÃO

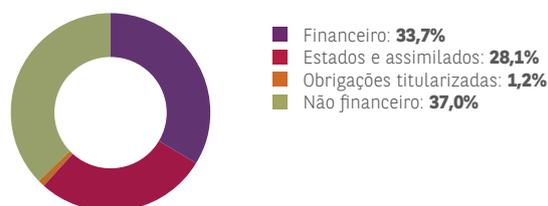
A notação da carteira de obrigações é de muito boa qualidade com uma notação média de «A».

Notação³ dos títulos de dívida pública em carteira em 30/06/2021:

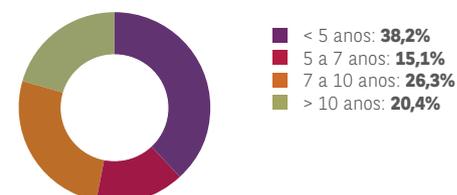
AAA: Luxemburgo, Alemanha, Holanda, USA e Agências europeias
AA: Finlândia, França, Bélgica, Áustria e República Checa
A: Eslováquia, Espanha e Polónia e Chile
BBB: Itália e México



DETALHES DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES POR TIPO DE EMITENTES



CALENDRÁRIO DA CARTEIRA DE OBRIGAÇÕES



- 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.