



ACABADO DE REDIGIR EM 3 DE JANEIRO DE 2020

## O FUNDO GERAL

DA CARDIF LUX VIE



Foi com alívio que fechámos o ano: o risco de recessão nas principais economias mundiais foi afastado, pelo menos por alguns trimestres... Para este apaziguamento contribuiu principalmente o pragmatismo dos Bancos Centrais, em particular da FED, no combate à recessão industrial, que atingiu o seu auge em pleno verão. Com efeito, as incertezas associa-

das à forma brutal como foi posta em causa a globalização das trocas comerciais e das cadeias de valor tiveram um forte impacto nas grandes empresas industriais exportadoras, em particular nas empresas alemãs especializadas no setor automóvel, cujo modelo económico está também a ser posto em causa pelos objetivos de transição energética.

O Banco Central americano, ao baixar por três vezes as taxas de referência e ao injetar mais liquidez no sistema bancário, permitiu recuperar a confiança dos investidores e dos empresários, sem no entanto aumentar os receios de formação de bolhas imobiliárias ou de derrapagem da inflação, que se mantém controlada à volta dos 2%. Em sintonia com o seu homólogo, o BCE relançou um programa de compra de ativos de 20 mil milhões de euros mensais, e baixou a taxa de depósito de 0,1% para -0,5% com o objetivo de reavivar as expectativas de inflação. Ao mesmo tempo, por iniciativa de Christine Lagarde, foi iniciada uma revisão da estratégia da instituição, de forma a analisar, em particular, as consequências da política de taxas de juro negativas.

O Banco Central chinês também sentiu necessidade de intervir para mitigar os efeitos negativos das atuais disputas

comerciais, permitindo que se atingisse um nível de crescimento ligeiramente superior a 6%.

Esta intervenção dos bancos centrais, aliada a uma procura interna muito robusta (taxas de desemprego a atingirem valores mínimos em mais de 10 anos nos EUA, Europa e Japão) suportou o setor dos serviços que, ao contrário da indústria, continuou a crescer a nível mundial. Em última análise, o crescimento global deverá ter-se mantido ligeiramente acima de 3%, uma pequena descida face a 2018, mas em linha com os níveis registados em anos anteriores.

A anunciada assinatura em janeiro da «Fase 1» de um acordo comercial entre a China e os Estados Unidos e a ratificação do acordo comercial USMCA (entre os EUA, o México e o Canadá) são fatores de esperança num ano de 2020 menos caótico em termos de relações comerciais. Além disso, o resultado das recentes eleições britânicas, com a vitória dos conservadores de Boris Johnson, sustenta uma visão mais otimista da situação política e económica europeia.

Embora muito mais favorável do que a vivida no ano passado por esta altura, esta situação não está, no entanto, isenta de riscos. Com efeito, os danos causados ao comércio internacional não serão reparados com um acordo preliminar, sobretudo numa altura em que continuam bem presentes as ameaças de um retrocesso no aumento das tarifas aduaneiras, na antecâmara das negociações para a assinatura de um acordo comercial mais abrangente entre os EUA e a China. Além disso, uma inversão da tendência poderá ser alimentada pela campanha eleitoral americana, cuja evolução será muito provavelmente uma fonte de volatilidade. Na União Europeia, apesar de os eurocéuticos ainda não terem sido capazes de tomar o poder sozinhos nos principais países, a sua crescente importância está a forçar os partidos tradicionais a formarem coligações instáveis, tornando mais difícil a tomada de decisões. Por outro lado, apesar da saída

certa dos britânicos no final de janeiro, o «curto» período de um ano que o primeiro-ministro britânico deseja impor para a negociação de um acordo que regule as futuras relações com a UE relança a possibilidade de uma saída sem acordo («hard Brexit»).

Além disso, começam a surgir dúvidas quanto à capacidade de a China manter um ritmo de crescimento suficiente, tendo que evitar ao mesmo tempo a materialização de bolhas nos ativos imobiliários, e de controlar o aumento do endividamento das empresas e das famílias.

Finalmente, para além dos riscos referidos anteriormente, devemos obviamente acrescentar os riscos relacionados com eventuais tensões geopolíticas, por natureza difíceis de prever, e cujo impacto no crescimento mundial poderá ser significativo.

Em 2020, como acontece há tantos anos, é provável que continue a ser necessário o voluntarismo dos Bancos Centrais para prolongar esta fase de crescimento fraco que já dura há mais de 10 anos do outro lado do Atlântico...

No segundo semestre do ano, os mercados financeiros continuaram a registar um comportamento positivo, suportado pelas notícias mais animadoras referidas anteriormente e pela vontade dos investidores em não se concentrarem nos preços inflacionados de determinadas categorias de ativos de risco.

Os mercados de ações dos países desenvolvidos, excluindo os dividendos, registaram um desempenho adicional superior a 7%, fixando o crescimento homólogo em mais de 28% no caso do S&P 500, e de quase 25% no caso do Eurostoxx 50. O principal índice da bolsa dos Estados Unidos fechou próximo dos seus máximos históricos, enquanto a maioria dos índices europeus se aproximou ou ultrapassou os níveis registados em 2015. Com um crescimento de «apenas» um pouco mais de 15%, o Topix segue atrás dos principais índices de ações do mundo desenvolvido e iguala o desempenho do índice dos países emergentes (MSCI EM). Em termos setoriais, na Europa, registaram-se desempenhos sólidos em muitos segmentos cíclicos, liderados pela construção, tecnologia e valores industriais, com uma subida superior a 35%, enquanto as petrolíferas registaram uma subida de apenas 11%, aproximadamente. No âmbito das chamadas ações defensivas, o setor de serviços públicos valorizou mais de 30%, embora os desafios estruturais ainda continuem presentes. Em contrapartida, o setor de telecomunicações cresceu apenas 5%. Por fim, em termos de instituições financeiras, os serviços financeiros dominam a praça com mais de 43% de desempenho, registando os serviços bancários um crescimento de apenas 14%, enfraquecidos

por uma conjuntura de taxas baixas e pela manutenção de grandes pressões de ordem regulamentar.

Nos mercados obrigacionistas, os segmentos mais voláteis, como o de elevado rendimento («high yield»), dívida subordinada e dívida emergente em moeda local, foram os mais contidos, com desempenhos entre os 11 e os 16%. A manutenção de taxas de longo prazo sem risco extremamente baixas favoreceu obviamente esta apetência pelo risco, apesar de um volume historicamente elevado de emissões primárias em euros (445 mil milhões de euros, dos quais 375 mil milhões de euros no segmento «investment grade»). As taxas de juro a longo prazo dos estados europeus com notações mais altas, embora tenham registado uma recuperação acentuada face aos mínimos históricos atingidos em meados de agosto (com as obrigações alemãs a 10 anos abaixo de -0,74%), sofreram uma queda de mais de 40 pb ao longo do ano, tendo as obrigações alemãs a 10 anos fechado em -0,19%, enquanto as suas homólogas americanas fecharam o ano próximo de 1,92%, uma descida anual de 0,76%. A dívida periférica teve um bom desempenho, particularmente a italiana a 10 anos (cujo spread diminuiu 0,9% face à Alemanha) que beneficiou de uma relativa acalmia política.

Quanto aos nossos investimentos no Fundo Geral, estivemos ausentes dos mercados obrigacionistas durante grande parte do verão, na sequência da descida acentuada das taxas de longo prazo sem risco e da falta de oportunidades no mercado de crédito. A reabertura do mercado primário de crédito, a partir do final de agosto, permitiu investir parte da liquidez acumulada, principalmente em emitentes com atividades pouco cíclicas e forte diversificação geográfica. Durante a subida das taxas sem risco e o estreitamento dos spreads de crédito, retomámos os nossos investimentos na dívida de Estados mais sólidos, a fim de aumentar a nossa sensibilidade às taxas de juro, que ultrapassou os 4,8 no final do período, depois de se ter aproximado dos 4,5 em agosto. Estas novas exposições à dívida soberana serão trocadas gradualmente por obrigações de crédito em função das oportunidades de mercado ao longo de 2020.

Nos mercados acionistas, mantivemos uma exposição próxima dos 9% ao longo do ano, reduzindo gradualmente a nossa afetação na sequência da subida dos mercados. No quarto trimestre, também optámos por transferir alguns dos nossos ativos de referência para fundos geridos de forma dinâmica, como meio de diversificação e obtenção de um retorno adicional a médio prazo. Em termos de ações diretas, mantivemos uma estratégia preferencialmente defensiva, optando por uma subponderação em setores mais cíclicos (petrolífero e automóvel) e em empresas cujos modelos de negócio estejam a ser postos em causa, ou cuja

reputação tenha sido afectada. Para 2020, face aos níveis de valorização atingidos, as expectativas bastante favoráveis em termos de resultados futuros, e o apoio das autoridades monetárias, mantemos um otimismo relativo e iremos aproveitar uma eventual conjuntura estável de valorizações acentuadas do mercado para continuarmos a ajustar a nossa posição.

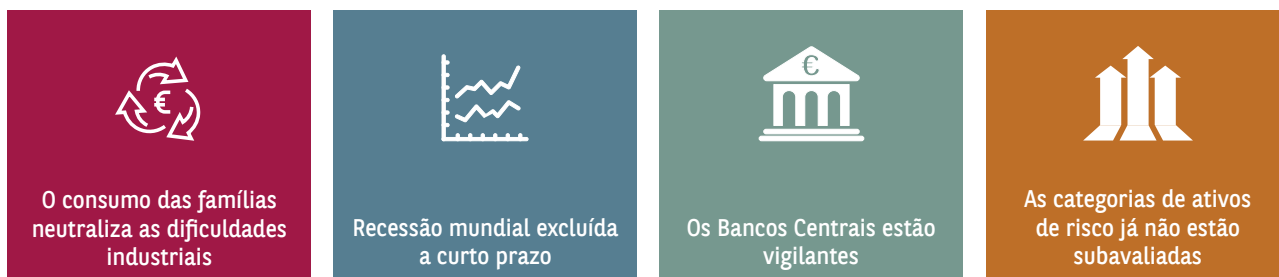
Nas outras categorias de ativos, continuámos a ganhar exposição a fundos de private equity «Buyout». Estamos neste momento a analisar fundos de private equity de mercado secundário, com vista a podermos beneficiar de uma possível inversão cíclica do mercado. No setor imobiliário, realizámos um primeiro investimento no setor hoteleiro europeu e pretendemos consolidar a nossa posição neste setor em 2020, através da aquisição de participações num fundo aberto. Por outro lado, aumentámos a nossa exposição ao setor de escritórios em dois fundos abertos integrantes da

carteira. Por último, mantivemos a nossa exposição a residências seniores na Alemanha, um investimento em imóveis inseridos no setor da saúde. O nosso objetivo é atingir, no final de 2020, uma exposição ao imobiliário próxima dos 4% face aos atuais 3%.

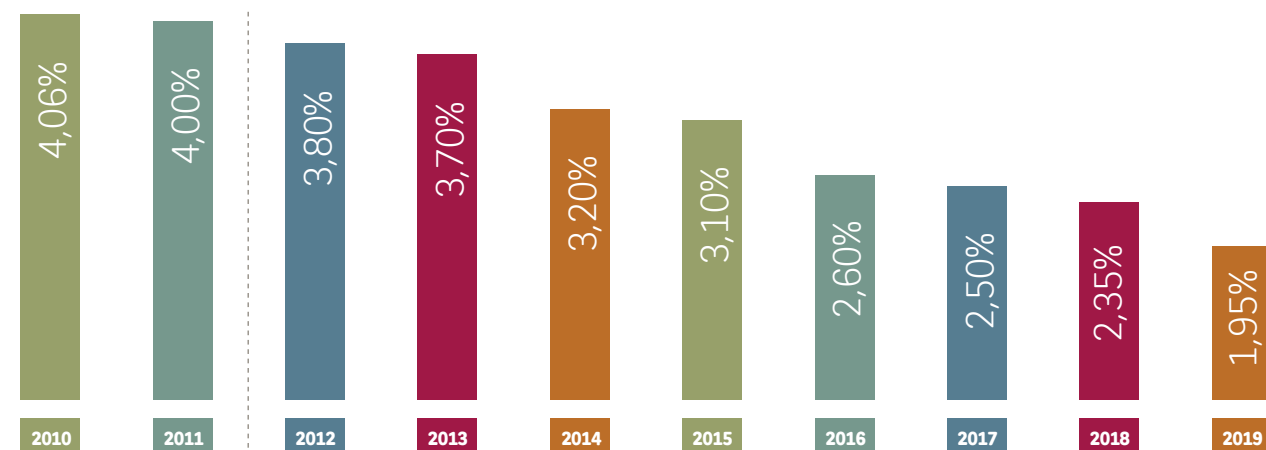
Em 2019, como acontece há já muitos anos, procurámos seleccionar os nossos investimentos na ótica do cumprimento dos critérios da RSE, nomeadamente através da aplicação, nos investimentos diretos, dos filtros «Best in Class» e transição energética. Além disso, estamos neste momento a estudar a concretização de investimentos com impacto positivo relacionados com a redução de gases com efeito de estufa e a proteção dos oceanos.

**François LUCCHINI**  
Director of Asset Management

## O QUE IMPORTA SABER



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

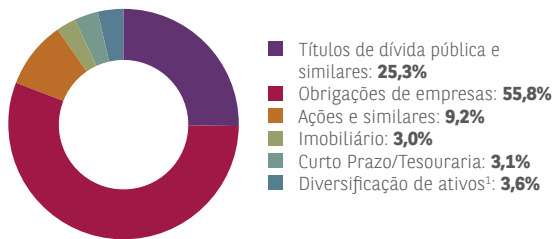


<sup>1</sup> Os resultados apresentados até ao final de 2011 são os do Fundo Geral proposto pela Cardif Lux International (Ativo geral do BNP Paribas Cardif). A partir de 2012, a gestão do Fundo Geral passou a ser assegurada diretamente pela Cardif Lux Vie. A rentabilidade passada não constitui uma garantia 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 31/12/2019

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

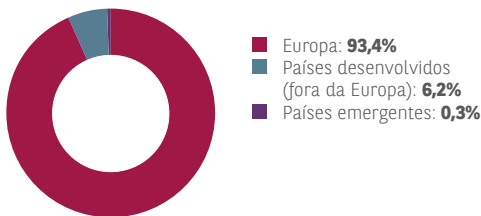
### COMPOSIÇÃO DO FUNDO GERAL DE CARDIF LUX VIE



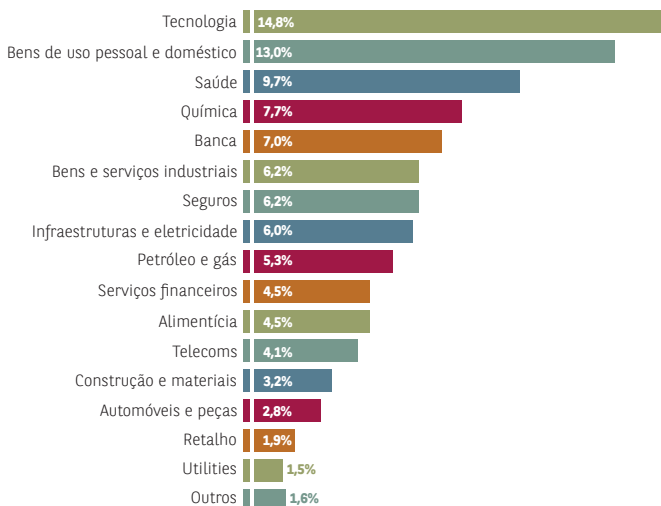
### COMPOSIÇÃO DO SUBFUNDO DE AÇÕES

Exposição ao risco de ações limitada a cerca de 9% (bêta).

#### DETALHES DO SUBFUNDO DE AÇÕES POR ZONA GEOGRÁFICA



#### DETALHES DO SUBFUNDO DE AÇÕES POR SETOR



### COMPOSIÇÃO DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES

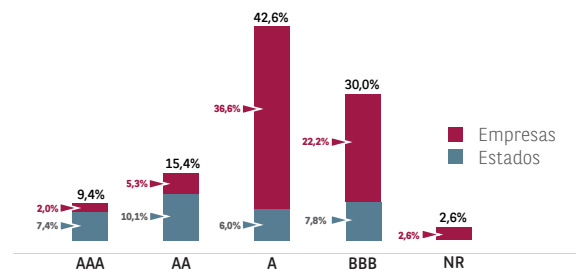
A sensibilidade às taxas de juro global da nossa carteira está próxima de 4,8.

#### DETALHES DO SUBFUNDO DE OBRIGAÇÕES POR NOTAÇÃO

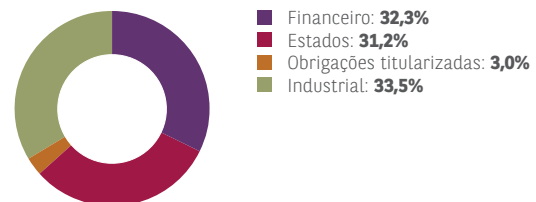
A notação da carteira de obrigações é de muito boa qualidade com uma notação média de «A».

#### Notação<sup>2</sup> dos títulos de dívida pública em carteira em 31/12/2019 :

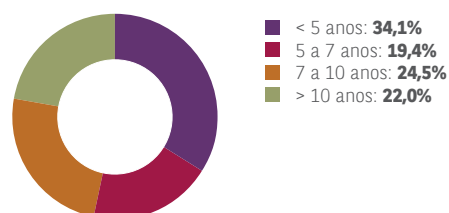
**AAA:** Luxemburgo, Alemanha, Holanda e Agências europeias  
**AA:** Finlândia, França, Bélgica e Áustria  
**A:** Eslováquia, Espanha, Polónia, Irlanda e República Checa  
**BBB:** Itália e México



#### 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.