



FECHA DE REDACCIÓN: 3 DE JULIO 2019

EL FONDO GENERAL

DE CARDIF LUX VIE



Los grandes temas de este comienzo del año 2019 siguen siendo los que marcaron la actualidad en 2018. Muchas cuestiones han quedado sin aclarar, pese a que habríamos podido pensar que en este principio de julio ya las habríamos dejado atrás:

- Donald Trump y Xi Jinping, tras el G20 de finales de junio, aceptaron retomar las

negociaciones comerciales y enterrar el hacha de guerra, en todo caso por ahora... Hemos acabado por volver a un punto muerto respecto a diciembre, tras haber experimentado un repunte brusco de las tensiones durante el mes de mayo, cuando el presidente estadounidense amenazó a China con aplicar nuevas sanciones aduaneras y desterrar a Huawei de Estados Unidos. Más allá del caso chino, Donald Trump desea utilizar el arma arancelaria para renegociar, con diversos socios comerciales, acuerdos bilaterales más favorables para Estados Unidos. Como es natural, esto repercute negativamente sobre la confianza de las empresas, que necesitan visibilidad para lanzarse a nuevas inversiones, y de rebote afecta al crecimiento mundial.

- Los datos económicos de China no se hundieron, pero la desaceleración es claramente visible en los sectores industriales. En todo caso, el Banco Central y el gobierno chino están consiguiendo limitar su propagación al resto de la economía, a través de medidas de estímulo repetidas.

- Bajo la presión de los mercados financieros y de mayores riesgos relacionados con la guerra comercial, la FED decidió

finalmente suspender sus subidas de tipos de interés. Dada la voluntad de la institución de reavivar las previsiones de inflación hacia su meta del 2%, podría aplicar entre una y varias bajadas de tipos, incluso desde el próximo comité de finales de julio. El BCE, que ha reanudado ya su programa de refinanciación de los bancos de la zona del euro en condiciones favorables (TLTRO III), podría también decidirse por una mayor relajación monetaria. En todo caso, Mario Draghi ha dejado una hoja de ruta más bien acomodaticia («dovish») a la que probablemente se adherirá Christine Lagarde.

- La actitud preferida por la clase política europea está siendo la de «esperar y ver». En este sentido, los parlamentarios británicos no llegaron a ratificar el acuerdo alcanzado por Theresa May, cuyo sucesor favorito en las encuestas, Boris Johnson, podría arrastrar al Reino Unido a un «brexit duro» a finales de octubre. Por otra parte, pese a unos resultados de las elecciones europeas más bien favorables a los partidos clásicos, los líderes europeos no consiguen convencer de que son capaces de llegar a compromisos que obtengan el apoyo de sus ciudadanos. Las dificultades para atribuir los principales puestos ejecutivos están siendo últimamente el ejemplo más flagrante.

En seis meses, por tanto, se han producido pocos cambios realmente tangibles, y cabe esperar un entorno nebuloso en estos próximos meses, si además se tiene en cuenta que en Estados Unidos ya ha arrancado la campaña para las elecciones presidenciales de 2020.

En Estados Unidos, es previsible que en el segundo semestre el consumo, principal motor del crecimiento estadounidense, se mantenga firme, impulsado por un mercado de trabajo extremadamente robusto (tasa de paro del 3,6% y creación de empleos positiva) y un efecto de riqueza favorable. Además, las condiciones de financiación

vuelven a ser propicias, no solo para el sector inmobiliario sino también para la refinanciación de las empresas. De este modo, la progresión del PIB estadounidense debería mantenerse cercana al 2%, con una política monetaria de la FED destinada a disipar los temores de recesión en los próximos meses.

En la zona del euro, el tono es similar en lo que se refiere a la demanda de los hogares, sostenida por la reducción del desempleo, cuya tasa del 7,5% es la más baja desde julio de 2008. En cambio, la debilidad del comercio mundial lastra las economías exportadoras, encabezadas por Italia y Alemania, cuyos indicadores de la industria manufacturera siguen mal orientados. En definitiva, y en vista de que el banco central asuma la misma postura de apoyo decidido, es previsible que el crecimiento de 2019 se reduzca drásticamente comparado con el de 2018, sin llegar a hundirse por debajo de su crecimiento potencial.

Salvo que se produzca una nueva ofensiva proteccionista estadounidense, es probable que el aterrizaje del crecimiento chino se mantenga controlado, con una tasa posiblemente superior al 6% en 2019. El crecimiento ya depende mucho de la economía doméstica, lo cual se refleja en la contribución del consumo interno al PIB real, que ha pasado del 35% al 62% en los últimos 15 años. Les inquietudes sobre la deuda, aunque justificadas, se ven atenuadas por el alto nivel de ahorro chino y la estrecha vigilancia ejercida por las autoridades monetarias.

Las otras zonas serán dependientes de esta capacidad de la economía china para compensar los efectos negativos de un entorno comercial incierto, y también de la evolución de los precios de las principales materias primas, sobre todo el petróleo. Este se verá previsiblemente sostenido por la prolongación de los acuerdos de recortes de producción por los países de la OPEC+ (incluida Rusia) y las tensiones en el golfo pérsico, mientras que los temores sobre el crecimiento mundial y la importante producción de petróleo de esquisto en Estados Unidos tienden a deprimir los precios.

Tras el frenazo excesivo que afectó a los mercados financieros a finales del año pasado, todas las clases de activos de riesgo experimentaron un rebote apreciable, principalmente alimentado por el cambio de tono de los bancos centrales y particularmente de la FED. Esto permitió a los mercados de acciones recuperar casi toda la rentabilidad que habían cedido en 2018. En concreto, los índices mundiales (dividendos excluidos) estuvieron encabezados por el S&P 500 con un avance superior al 17%, mientras que los mercados europeos se anotaron entre 14% y 17%, cerrando la lista el MSCI EM y el Topix, con

subidas respectivas de 9,2% y 3,8%. Desde un punto de vista sectorial, en Europa las empresas más destacadas fueron las tecnológicas, industriales, el segmento de lujo y el de bebidas y alimentación. Los sectores más defensivos (Salud y Telecomunicaciones) así como los valores que ofrecen pocas perspectivas a largo plazo o considerados de riesgo excesivo (Bancos, Automóvil, Petroleras...) cerraron la lista. Ahora bien, este resultado no está en línea con las expectativas de beneficios empresariales para 2019 y 2020, y menos todavía con su elevado coste relativo.

Los mercados de bonos estuvieron dominados por la búsqueda de rendimientos, inducida por el descenso muy significativo de los tipos de interés sin riesgo a largo plazo. El bono alemán a 10 años se mueve ya en terreno negativo, y alcanzó a finales de junio su mínimo histórico de -0,33%, aproximándose irónicamente al Eonia, el tipo de referencia para las inversiones monetarias. Los tipos de interés a 10 años de los otros estados europeos también bajaron de forma significativa: por ejemplo, los bonos del Tesoro francés cedieron más de 70 puntos básicos (pbs) hasta llegar a -0,01% mientras que los bonos italianos a 10 años perdieron 64 pbs quedando en el 2,10%, a pesar del temor a que se dispare el presupuesto italiano. La caída de tipos en Europa sigue a la de Estados Unidos. Resulta incluso amplificada por el influjo de liquidez que deben colocar los inversores institucionales, cuando el BCE posee ya más del 30% de los títulos de deuda pública en la zona del euro.

En este contexto, el aliciente relativo de los títulos de deuda privada generó un fuerte estrechamiento de los diferenciales, con un mejor comportamiento relativo en los segmentos de mayor riesgo, encabezados por las obligaciones high yield y los títulos subordinados.

En el Fondo General, decidimos iniciar el año con una leve sobreexposición a los mercados de acciones y descrestar, a medida que se producía la subida, nuestras posiciones para cerrar el semestre ligeramente por debajo de los 9% de β . En la cartera de obligaciones, mantuvimos cerca de 4,5 nuestra sensibilidad global a los tipos de interés, invirtiendo las entradas netas y los vencimientos en el mercado de deuda privada, que seguía ofreciendo primas de emisión significativas, habida cuenta de los niveles absolutos de los tipos. Hemos aprovechado también el aplanamiento de la curva de tipos para reanudar nuestras compras de títulos a tipos variables.

En cuanto al segmento de diversificación, hemos invertido en fondos de infraestructuras y de Private Equity, lo que nos permitió mantener nuestra exposición a estas clases de activos. En cambio, bajó levemente la proporción de

nuestros activos inmobiliarios, y contemplamos actualmente oportunidades en el segmento de la hostelería, con el fin de reinvertir en esta clase de activos.

Nuestra estrategia de inversión para los próximos meses seguirá centrada en torno a inversiones recurrentes en el mercado primario de títulos de renta fija con buena calificación, a fin de mantener una duración cercana al nivel actual. Cualquier repunte significativo de los rendimientos sin riesgo será explotado para incrementar nuestra sensibilidad a los tipos. También utilizaremos la forma de la curva de tipos de interés y las previsiones del mercado de que esta se mantendrá a niveles muy bajos, incluso negativos, para reforzar nuestra exposición a los títulos con tipos variables.

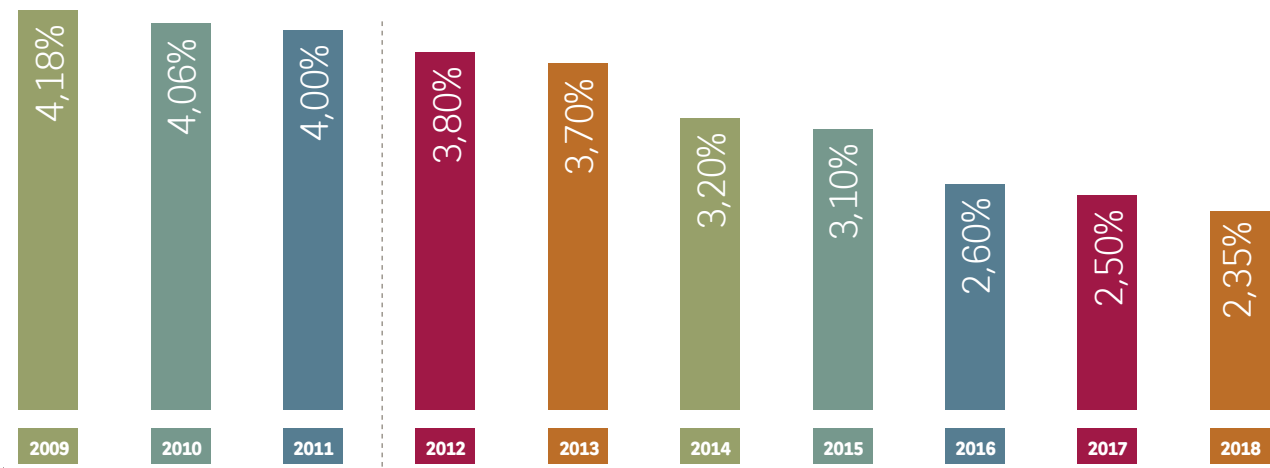
En las acciones, teniendo en cuenta su fuerte progresión desde el comienzo del año, mantenemos una posición neutral. En efecto, incluso si pueden considerarse ligeramente elevadas, sus valoraciones son claramente más atractivas que los mercados de obligaciones. Lo mismo sucede con las otras clases de activos de riesgo, que deberían seguir beneficiándose de un apoyo importante de los inversores mientras las inversiones en obligaciones sigan siendo tan desventajosas.

François LUCCHINI
Director of Asset Management

RESUMEN DE LOS MENSAJES CLAVE



HISTORIAL DE LAS RENTABILIDADES BRUTAS DEL FONDO GENERAL¹

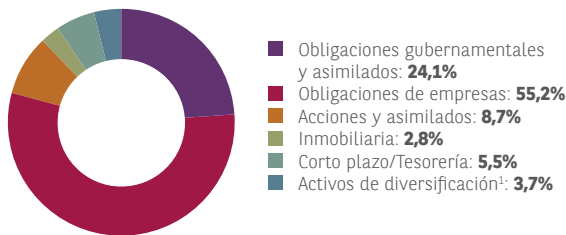


1- Las rentabilidades indicadas hasta finales de 2011 se refieren al Fondo General ofrecido por Cardif Lux International (bajo el control de BNP Paribas Cardif). Desde 2012, la gestión del Fondo General está directamente a cargo de Cardif Lux Vie. Los datos de rentabilidades pasadas no constituyen ni una garantía ni una limitación para el futuro. En las rentabilidades no se tienen en cuenta los costes de gestión de los instrumentos de inversión.

LA GESTIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE AL 30/06/2019

Capitalización del Fondo General (en valor bursátil): 9,5 mil millones EUR.

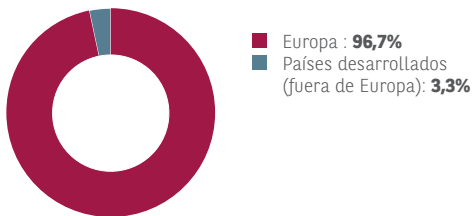
COMPOSICIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE



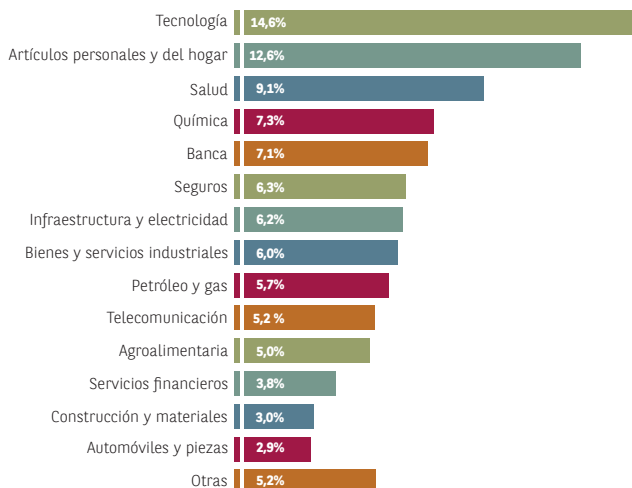
COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES

Exposición al riesgo de acciones limitada aproximadamente del 9% (bêta).

DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES POR ZONA GEOGRÁFICA



DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES POR SECTOR



COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO

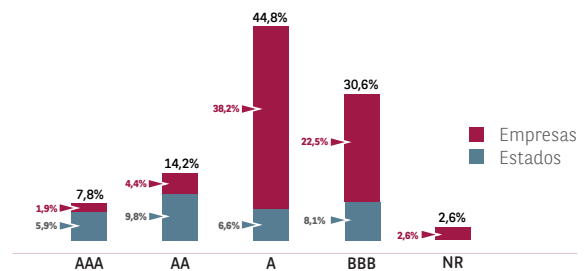
La sensibilidad a los tipos de interés globales de nuestra cartera está cerca de 4,6.

DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO POR RATING

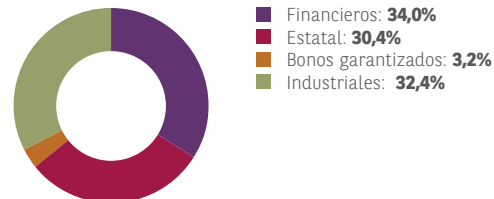
La calificación crediticia de la cartera de renta fija es de muy buena calidad, con una calificación media de «A».

Calificación² de las obligaciones estatales en cartera a 30/06/2019:

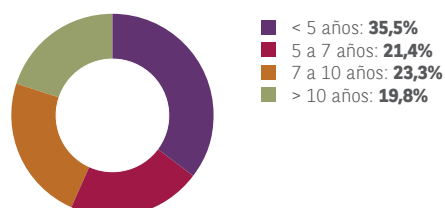
AAA: Luxemburgo, Alemania, Países Bajos y Agencias europeas
AA: Finlandia, Francia, Bélgica y Austria
A: Eslovaquia, España, Polonia, Irlanda y República Checa
BBB: Italia y México



DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO POR TIPO DE EMISORES



CALENDARIO DE VENCIMIENTO DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO



1- Fondos de deudas emergentes, high yield & Fondos alternativos.

2- Calificación crediticia media de las tres agencias Standard & Poor's, Fitch y Moody's.