



COMPLETADO EL 5 DE JULIO DE 2021

EL FONDO GENERAL

DE CARDIF LUX VIE



Recuperación en forma de V, bancos centrales acomodaticios, inflación y amenaza de las variantes.

Tal como se esperaba con la rápida distribución de las vacunas en los países occidentales, la actividad está repuntando con fuerza tras un primer trimestre todavía marcado por medidas de confinamiento más o menos

rigurosas, sobre todo en el viejo continente. En consecuencia, se prevé que el crecimiento mundial supere el 6%, tras haberse dejado más de un 3% en 2020. Estará impulsado principalmente por Estados Unidos y China, cuyos aumentos del PIB se prevén cercanos al 7% y 9% respectivamente, mientras que el de la zona euro se situará en torno al 5%, debido al retraso en la recuperación de los sectores de servicios.

Los consumidores occidentales, cuyos niveles de ahorro se dispararon durante los periodos de confinamiento (los europeos solos alcanzaron los 500.000 millones de euros), bien ayudados por las medidas de apoyo sin precedentes de los gobiernos y los bancos centrales, estarán obviamente en el centro de esta recuperación. Debido a esta fuerte demanda, la mayoría de las empresas están experimentando un aumento significativo de sus carteras de pedidos, lo que provoca tensiones en las cadenas de suministro, especialmente en los sectores que dependen en gran medida de los semiconductores (por ejemplo, la industria del automóvil) y de las materias primas (construcción o bienes de equipo). Estas tensiones se reflejan inevitablemente en los precios de producción, y también deberíamos ver una aceleración de los precios en servicios como la hostelería y la restauración.

En este sentido, la combinación entre estos factores y los efectos de base sobre las materias primas (por ejemplo, el petróleo subió más de un 80% y el mineral de hierro un 115% en un año) provocó un aumento de la inflación en los países occidentales, que les permitió volver a alcanzar el 2% o superarlo temporalmente. Este es el caso de Estados Unidos, donde la inflación general aumentó hasta el 5% en junio, frente a tan sólo el 2% en la zona euro en la actualidad. A pesar de estas cifras, que por fin están en línea o incluso muy por encima de sus objetivos, los banqueros centrales mantienen su postura acomodaticia, subrayando que esta tendencia de los precios es sólo temporal y que todavía no se ha absorbido todo el impacto de la crisis.

La FED, aunque fue un poco más dura de lo esperado, reiteró su mensaje de paciencia, pero podría aprovechar el simposio de Jackson Hole, a finales de agosto, para anunciar una reducción de sus compras de activos. Sin embargo, es poco probable que la FED suba sus tipos de interés de referencia, antes de cerrarse el año 2022, sin que el mercado laboral haya vuelto a su nivel de finales de 2019. Por parte del BCE prevalece el statu quo, con un ritmo muy constante de compras de activos, aunque algunos "halcones" ya creen que no será necesario utilizar los 350.000 millones de euros restantes de la asignación, de aquí a finales de marzo de 2022. En definitiva, los balances de los principales Bancos Centrales siguieron creciendo y superaron el 77% del PIB en la zona del euro, frente al 36% de la FED y el 133% del BOJ.

Desde el punto de vista político, las recientes elecciones en Europa (legislativas en los Países Bajos y regionales en Francia) no han invalidado el sentimiento positivo hacia la construcción europea, generado por el acuerdo sobre el plan de recuperación europeo, cuya ratificación concluyó a finales de mayo. Es probable que las próximas elecciones de otoño en Alemania no empañen esta visión, mientras que las elec-

ciones francesas de abril seguirán constituyendo una verdadera prueba para la cohesión de la Unión Europea.

El entorno geopolítico también se ha calmado bastante desde la elección de Joe Biden, en vista de que el presidente estadounidense ha renovado un diálogo positivo con sus aliados históricos, y ha adoptado una línea diplomática claramente más legible que la de su predecesor. No obstante, China sigue siendo el principal objeto de tensión y no será el discurso teñido de imperialismo del presidente Xi Jinping, que conmemora el centenario del Partido Comunista Chino, el que haya cambiado la visión de los occidentales sobre su capacidad para obtener concesiones del gigante asiático. Para lo que queda de 2021 y probablemente gran parte de 2022, las perspectivas macro y microeconómicas siguen siendo positivas. Los principales elementos que pueden poner en entredicho esta tendencia son tres:

- Una respuesta demasiado brutal por parte de los bancos centrales a unas cifras de inflación reales y esperadas que podrían parecer descontroladas: tal como se ha mencionado anteriormente, este riesgo se percibe como bajo, sobre todo en la zona euro, donde la desviación respecto de la senda de crecimiento potencial ("brecha de producción") es todavía muy significativa.
- Incapacidad de la mayoría demócrata para hacer que se apruebe rápidamente un plan de recuperación a gran escala, dedicado a las infraestructuras y a la reducción de las desigualdades (mejora del acceso a la sanidad y a la educación, y apoyo a los salarios bajos).
- Una nueva ola de la pandemia que no pudiese ser contrarrestada por la intensificación de la vacunación, provocando nuevos confinamientos rigurosos: el riesgo existe en particular en los países donde la proporción de personas vacunadas es baja (Asia, Australia...) e incluso en Europa y América del Norte a partir de este otoño. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurría a principios de año, ahora hay suficiente capacidad industrial para producir vacunas que limiten significativamente los efectos de una nueva ola sobre el crecimiento de las economías occidentales.

Las clases de activos de riesgo prolongaron su racha alcista iniciada a finales del año pasado. Los mercados de acciones occidentales, especialmente en Europa, subieron casi continuamente hasta mediados de junio, solamente frenados por correcciones limitadas (entre el -1% y el -2%). Ahora se están consolidando de forma plana, oscilando en torno a los máximos alcanzados recientemente. Salvo los dividendos, los principales índices europeos subieron una media del 14%, mientras que el S&P 500 ganó en torno al 15% y los índices asiáticos y emergentes tuvieron un rendimiento inferior muy significativo, con sólo un +7,7% para el Topix, un +6,5% para el MSCI EM y un +2,9% para el índice insignia chino. Estas divergencias reflejan la composición sectorial de los índices, con los valores cíclicos y "de valor" superando a los tecno-

lógicos, el retraso de la vacunación en la región asiática, la relativa ralentización del crecimiento chino y los problemas de gobernanza en el imperio central.

Los diferenciales de crédito resistieron bien a la subida de los tipos de interés sin riesgo, que se mantuvieron estables en general o incluso bajaron ligeramente en los títulos de más alta calificación (grado de inversión) y bajaron más de 60 puntos básicos en el segmento de alto rendimiento, el cual se benefició de que no aumentasen las tasas de morosidad.

En cuanto a los bonos soberanos, los tipos de interés se vieron favorecidos por el aumento de las expectativas de inflación al otro lado del Atlántico, lo cual provocó una fuerte subida de los tipos a largo plazo en Estados Unidos hasta finales de marzo y, por contagio, una fuerte subida de los tipos a largo plazo en Europa. Posteriormente, los tipos largos estadounidenses se redujeron en unos 30 puntos básicos tras las declaraciones de la FED, mientras que los tipos largos europeos cayeron entre 10 y 15 puntos básicos. Al final, el tipo de interés a 10 años de Estados Unidos subió 55 puntos básicos, hasta el 1,47%, mientras que los alemanes, italianos y franceses a 10 años se estiraron entre 30 y 45 puntos básicos. En esta subida de los tipos, es de notar una desafección relativa del tipo a 10 años francés, que se desvía en unos 10 puntos básicos frente a Alemania, de cara a las elecciones de 2022.

La deuda de los mercados emergentes está sufriendo ligeramente, debido a la subida del dólar y la inflación, así como a la ineficacia de las políticas de vacunación. El cambio euro dólar estuvo muy volátil, y cerró con un descenso del 3% para situarse en 1,185 después de haber subido a casi 1,23 a finales de mayo.

En la cartera, hemos aprovechado la subida de los tipos sin riesgo para aumentar nuestra sensibilidad a los tipos de interés, favoreciendo las inversiones en bonos soberanos europeos (de alta calificación) y estadounidenses (debido a su atractivo relativo). En vista de que los diferenciales de crédito estaban bajos, nos mantuvimos alejados del mercado secundario de crédito, y seguimos centrándonos en el mercado primario, para aprovechar eventualmente de las primas de emisión. Además, hemos seguido arbitrando ciertas exposiciones crediticias, por razones de ESG o de encarecimiento relativo.

En cuanto a las acciones, hemos ido reduciendo nuestra exposición a medida que los mercados se iban expandiendo, al tiempo que manteníamos un beta superior al 8%. Además, nos hemos seguido diversificando internacionalmente, y la proporción de nuestras inversiones fuera de Europa representa ya más del 10%.

En las otras diversificaciones, hemos asumido un nuevo compromiso con un fondo de deuda privada estadounidense, y aumentamos marginalmente nuestra exposición al sector inmobiliario sanitario alemán. Por último, aprovechamos el atractivo nivel del dólar (por encima de 1,20) para aumentar nuestra exposición a la divisa estadounidense, que ya está cerca del 4%.

Durante el resto del año, mientras no se produzca un aumento significativo de los diferenciales de crédito con el grado de inversión («Investment Grade»), mantendremos un sesgo defensivo en esta clase de activos, favoreciendo inversiones muy selectivas en el mercado primario. Del mismo modo, nos mantendremos alejados del alto rendimiento («High Yield») y de la Deuda Emergente hasta que se produzca una verdadera corrección. En cuanto a las acciones, aunque el ciclo de recuperación está ciertamente en sus inicios, preferimos mantener la cautela mientras nos mantenemos en torno al 8%. De hecho, la última fase de la subida nos parece demasiado rápida, y la valoración de los mercados es ahora históricamente alta. Cualquier descenso significativo podría aprovecharse para aumentar gradualmente nuestra exposición.

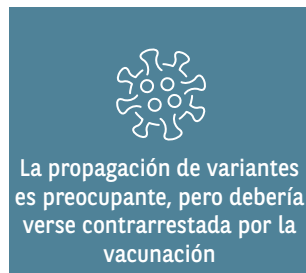
En el sector inmobiliario, dado el contexto actual de incertidumbre sobre las futuras tasas de ocupación en el segmento de oficinas, queremos mantenernos cerca del 3% de la exposición global. No obstante, estudiaremos proyectos en el segmento de la sanidad, especialmente a través de nuestra actividad de asociación en las residencias de ancianos en Alemania.

En cuanto a otras diversificaciones, seguiremos analizando fondos que tengan un impacto positivo en el ámbito de la transición energética, y tenemos previsto realizar una primera inversión en gestión forestal sostenible.

También es importante señalar que hemos aumentado nuestras inversiones de impacto positivo en la primera mitad del año, principalmente mediante la compra de bonos «verdes». Además, nuestra metodología de selección conforme a los criterios ESG, junto con nuestra capacidad de comunicarnos sobre nuestra exposición a los riesgos de sostenibilidad, nos permiten clasificar nuestro Fondo General con arreglo al artículo 8 del reglamento SFDR¹.

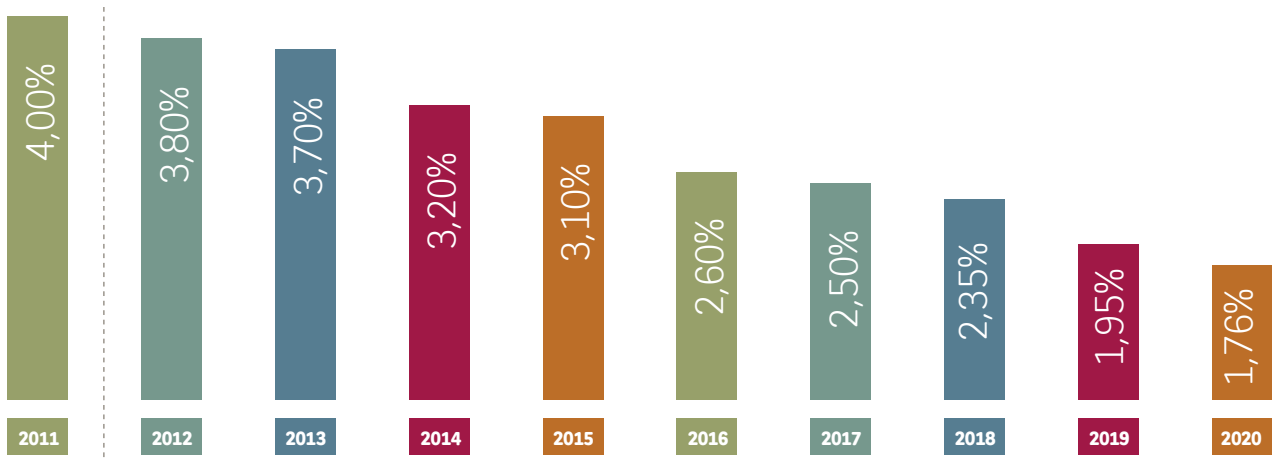
François LUCCHINI
Director of Asset Management

PUNTOS PRINCIPALES QUE SE DEBEN RECORDAR



1 - Reglamento europeo (UE) 2019/2088 denominado «Sustainable Finance Disclosure» (SFDR) que introduce nuevas obligaciones de transparencia en materia de sostenibilidad: <https://cardifluxvie.com/notre-responsabilite>.

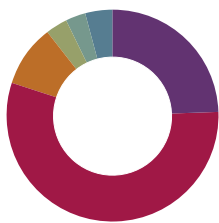
HISTORIAL DE LAS RENTABILIDADES BRUTAS DEL FONDO GENERAL¹



LA GESTIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE AL 30/06/2021

Capitalización del Fondo General (en valor bursátil): aproximadamente 9,9 millones de EUR.

COMPOSITION DU FONDS GÉNÉRAL DE CARDIF LUX VIE



- Obligaciones gubernamentales y asimilados: **24,5%**
- Obligaciones de empresas: **55,6%**
- Acciones y asimilados: **9,6%**
- Inmobiliaria: **3,1%**
- Corto plazo/Tesorería: **3,3%**
- Activos de diversificación²: **3,9%**

COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES

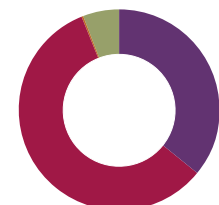
Exposición al riesgo de acciones limitada aproximadamente del 8% (bêta).

DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES POR ZONA GEOGRÁFICA



- Francia: **18,3%**
- Europa excluida Francia: **67,4%**
- Estados Unidos: **7,0%**
- Países desarrollados fuera de Europa: **7,3%**

DETALLES DEL SECTOR DE RENTA VARIABLE POR NATURALEZA.



- Acciones: **36,1%**
- Fondos de acciones: **57,8%**
- Bonos indexados en bolsa: **0,4%**
- Capital privado e infraestructura: **5,7%**

COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO

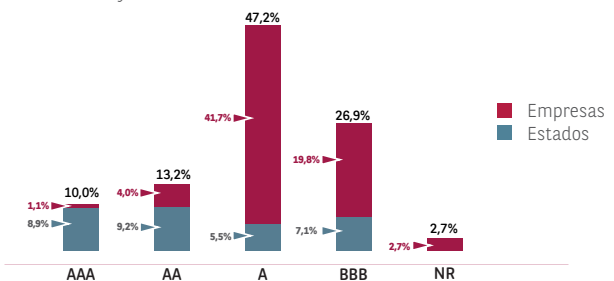
La sensibilidad a los tipos de interés globales de nuestra cartera está cerca de **4,9**.

DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO POR RATING

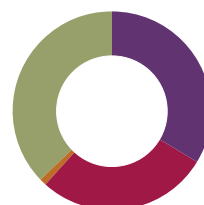
La calificación crediticia de la cartera de renta fija es de muy buena calidad, con una calificación media de "A".

Calificación³ de las obligaciones estatales en cartera a 30/06/2021:

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



DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO POR TIPO DE EMISORES



- Financieros: **33,7%**
- Estatales y asimilados: **28,1%**
- Bonos garantizados: **1,2%**
- No financieros: **37,0%**

CALENDARIO DE VENCIMIENTO DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO



- < 5 años: **38,2%**
- 5 a 7 años: **15,1%**
- 7 a 10 años: **26,3%**
- > 10 años: **20,4%**

- 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.
- 2- Fondos de deudas emergentes, high yield & Fondos alternativos
- 3- Calificación crediticia media de las tres agencias Standard & Poor's, Fitch y Moody's.