



COMPLETADO EL 6 DE JULIO DE 2020

EL FONDO GENERAL

DE CARDIF LUX VIE



¡Sin precedentes!

Estas dos palabras son ciertamente las que más se han usado para describir la crisis que estamos atravesando. Veamos en qué medida esta expresión sirve para ilustrar el entorno macroeconómico en el que hemos evolucionado durante la primera mitad del año.

En primer lugar, desde el punto de vista sanitario, es interesante observar que, debido a la intensificación del comercio y de los movimientos de población, ninguna parte del mundo se ha librado de la propagación de un virus cuyo número de casos notificados supera ya los 11,4 millones, y que habría causado ya más de 530.000 muertes. Si nos remitimos a la historia reciente, podemos observar, no obstante, que hace unos 50 años la gripe de Hong Kong mató a un millón de personas en todo el planeta, sin que fuera objeto de cobertura mediática significativa ni de medidas reales de confinamiento.

En un mes, el crecimiento débil se ha transformado en una verdadera recesión. Inicialmente, la imposición de los confinamientos sucesivos golpeó con fuerza a las líneas de producción, y luego pasó muy rápidamente a afectar a los consumidores de las zonas impactadas y, por lo tanto, a la demanda final. El resultado ha sido una revisión extraordinaria de las cifras de crecimiento a escala mundial. Los países más afectados son los que han establecido un confinamiento estricto, y que dependen en gran medida tanto de las corrientes turísticas como de la demanda internacional. En definitiva, las últimas previsiones del FMI estiman que el crecimiento mundial se reducirá en más de un 4%, con un colapso entre el 6% y el 8% del PIB de Estados Unidos, Japón y la Eurozona,

siendo únicamente China el país con alguna posibilidad de conseguir un ligero aumento de su actividad. Si nos centramos en los grandes países de la Zona Euro, los peores resultados corresponderían a Francia e Italia (en torno a -10%) mientras que Alemania debería lograr resultados mejores, si bien no dejaría de sufrir una caída de su PIB superior al 6%.

Ante esta conmoción sin precedentes, las reacciones de los bancos centrales también fueron excepcionales, superando con creces en amplitud y velocidad todo lo que se anunció en los primeros meses tras el colapso de Lehman Brothers. En este sentido, el BCE ha decidido instituir un programa adicional de recompra de activos por valor de 870.000 millones de euros (PEPP = Programa de Compras de Emergencia para Pandemias), como complemento de un apoyo masivo a la liquidez bancaria mediante un TLTRO III a tipo de interés negativo. Además, en declaraciones sucesivas, el Banco ha reforzado considerablemente su «forward guidance», haciendo hincapié en que está dispuesto a hacer más si es necesario, y que su política seguirá siendo acomodaticia hasta que se asegure el retorno a su objetivo de inflación. Al mismo tiempo, la FED reaccionó rápidamente bajando sus tipos de referencia en un 1,5%, proporcionando liquidez ilimitada al sistema financiero y relanzando una QE a gran escala (con una expansión de las compras de determinados bonos High Yield).

En paralelo a este activismo monetario, todos los Estados han puesto en marcha medidas de apoyo a sus economías que corresponden a varios puntos del PIB. Entre las transferencias directas a las empresas (recapitalización, reducción de cargas y cotizaciones) y a los ciudadanos (trabajo a tiempo parcial, «helicopter money») y los préstamos garantizados por los Estados, la factura, que no es definitiva, provocará un aumento sin precedentes de los déficit públicos. Esto a pesar de que no todos los planes de estímulo han sido aún anunciados o aprobados.

¡Una posible mutualización de las deudas europeas! Actualmente se está debatiendo un plan europeo de apoyo a gran escala para los países/sectores con más dificultades, impulsado por el dúo franco alemán y la Comisión Europea, que podría ascender a unos 750.000 millones de euros (500.000 millones de euros sin contrapartida y 250.000 millones de euros en forma de préstamos). Sin embargo, esto se enfrenta a la oposición de los países frugales (Dinamarca, Países Bajos, Austria y Suecia) y de ciertos países de Europa del Este que temen verse desfavorecidos en la distribución de la ayuda. Alemania, que ejercerá la presidencia de turno de la Unión Europea durante los próximos seis meses, pretende alcanzar un acuerdo histórico en la próxima cumbre de la UE que se celebrará los días 17 y 18 de julio. Si las negociaciones llegan a buen fin, esto también demostrará a los euroescépticos de los países del Sur que hay mucho que ganar permaneciendo unidos.

¿Una caída jamás experimentada, seguida de un rebote histórico? Las medidas mencionadas y la actual salida del confinamiento parecen prometedoras en cuanto al perfil de la recuperación en los países desarrollados. En efecto, aunque no parece que el desconfinamiento haya funcionado bien en todas partes (véase la complicada situación de los Estados Unidos y América del Sur), los indicadores adelantados (PMI, ISM, IFO, Michigan), las ventas al por menor o la creación de empleo se están recuperando, a veces de manera espectacular. Ahora bien, para conocer el perfil del crecimiento en 2021 (V,V,U,L o W), sería necesario saber cuál será la incidencia de la posible segunda ola y la capacidad de los líderes para sortearla. Sin embargo, hay una certidumbre que se mantiene: muchos sectores (ocio, transporte, etc.) no podrán volver a su nivel de actividad anterior a la crisis hasta que no se disponga de una vacuna segura y eficaz para todos.

¡Una extrema volatilidad del mercado! Tan solo en muy contadas ocasiones (como la Gran Depresión y la crisis de las hipotecas «subprime») los movimientos del mercado habían sido tan violentos e ilegibles. De esta forma, de finales de febrero a mediados de marzo, los mercados de acciones sufrieron correcciones entre el 25 y el 40%, dependiendo de los índices, con algunas variaciones diarias de más del -10%. Del mismo modo, los diferenciales de crédito han experimentado fuertes oscilaciones, amplificadas por la falta de liquidez de los mercados, y han vuelto a caer a niveles que no se habían visto desde la crisis de la deuda periférica. Los precios de las materias primas también se vieron sacudidos, como se evidenció con el precio del barril de petróleo, el cual cotizó en negativo durante unas pocas horas, debido a la liquidación de los futuros en un entorno en el que la oferta y las existencias superaban con creces a la demanda prevista en pleno confinamiento de las principales economías mundiales.

Desde finales de marzo, con el anuncio de apoyos múltiples, hemos visto un retorno a bombo y platillo de las clases de activos de riesgo, como demuestra el comportamiento de los índices de EE.UU., que registraron su mejor trimestre en los últimos 33 años. A fin de cuentas, los retrocesos han sido limitados, y afectan poco a los índices que tienen una ponderación significativa de los valores tecnológicos. En este

sentido, el Eurostoxx 50, el S&P 500 y el Topix se dejaron un 13,76%, 4% y 9,4% respectivamente, mientras que el Nasdaq subió casi un 13% desde principios de año!

En este periodo se registró un volumen récord de emisión de deuda en el mercado de crédito de la zona euro, alcanzando, al final del primer semestre, 331.000 millones de euros de emisiones (+52%/S1 2019) que corresponden al 75% de los volúmenes emitidos durante todo el año 2019. Por supuesto, esto es posible gracias al apoyo masivo del BCE, que también permite a los Estados aumentar significativamente sus déficits públicos sin que ello implique provocar un aumento de los tipos de interés a largo plazo. De forma parecida a las acciones, los diferenciales periféricos y de crédito han disminuido considerablemente, con el bono italiano a 10 años estrechándose en unos 100 puntos básicos frente al alemán a 10 años desde mediados de marzo, mientras que los índices de crédito, en promedio, han recuperado casi dos tercios de su diferencial. Tras alcanzar nuevos mínimos históricos (el bund alemán a 10 años en -0,86%), los tipos a largo plazo sin riesgo cerraron el semestre bajando 20 puntos básicos en comparación con el cierre de 2019 y llegando a -0,44%.

¿Cuáles son los riesgos para una recuperación en V de la economía mundial?

- La aparición de una segunda ola en los países más desarrollados, que afecte al consumo discrecional.
- La materialización del riesgo de refinanciación de los países emergentes, cuya deuda ha crecido muy rápidamente en los últimos años.
- Un resurgimiento de las tensiones geopolíticas entre los Estados Unidos y sus socios comerciales (China, UE...) tras las elecciones presidenciales estadounidenses, habida cuenta de que Donald Trump aparece en una posición desfavorable en las encuestas.
- La incapacidad de alcanzar un compromiso para una salida ordenada de Gran Bretaña de la Unión Europea.
- Para la zona euro, un bloqueo de la actuación del BCE por parte del tribunal de Karlsruhe. Esta hipótesis parece haber quedado descartada, en vista de la posición actual del gobierno alemán y de los miembros del BUBA.
- Una incapacidad de los países de la Unión Europea para elaborar un plan de recuperación importante.

A más largo plazo, es probable que esta crisis ponga en entredicho el proceso de globalización tal como se venía desarrollando, en particular por lo que respecta al desarrollo del turismo masivo y a la deslocalización a ultranza de las cadenas de producción. En cualquier caso, cabe prever que la economía mundial vuelva a su nivel anterior a la crisis, en el mejor de los casos, después de 2022.

Haciéndonos eco de nuestra última comunicación semestral (véase el Mensaje del gestor para el segundo semestre de 2019), nuestro posicionamiento sobre las clases de activos de riesgo a principios de 2020 era prudente. Por consiguiente, redujimos nuestra exposición a las acciones a principios de año, antes del violento movimiento de corrección experimentado en marzo. Y por otra parte, también redujimos nuestra sensibilidad a ciertos emisores cíclicos que aún mantenemos en la cartera,

así como a los que tienen las calificaciones «ESG» más frágiles. Compensamos estas ventas con compras de valores de países «core».

Por lo tanto, entramos en la crisis en una situación bastante favorable, con menos del 8% de sensibilidad de las acciones y una exposición muy limitada a los emisores de crédito más cíclicos y con menor calificación. Por sectores, en la cartera de bonos, estábamos totalmente ausentes de los sectores de Automoción, Turismo y Líneas Aéreas, y muy infraponderados en Petróleo y Gas, con tan solo el 0,5% de nuestra cartera total.

En consecuencia, a medida que caían los mercados de acciones y se ampliaban los diferenciales de crédito, pudimos aprovechar las oportunidades, arbitrando los títulos estatales previamente adquiridos a niveles de rendimiento muy bajos.

El fortísimo repunte de las clases de activos de riesgo que estamos presenciando desde hace varias semanas, sin ninguna base fundamental real, nos ha animado a obtener beneficios en las acciones y a favorecer siempre a las empresas menos cíclicas a la hora de invertir en el mercado de crédito. Además, utilizamos el aplanamiento de la curva de tipos de interés para aumentar nuestra exposición a los valores con tipos de interés variables, y para completar nuestras compras de macrocoberturas frente a subidas de los tipos de interés. Nuestra parte variable (valores a tipos de interés variables, macrocoberturas y mercado monetario...) se sitúa ahora por encima del 20%.

Por lo que respecta a los activos de diversificación, hemos asumido compromisos en tres fondos basados en infraestructuras o Private Equity, uno de los cuales se especializa en la protección de los océanos. En el sector inmobiliario, dejamos algunas suscripciones en suspenso a la espera de una mejor visibilidad, si bien seguimos invirtiendo en residencias de ancianos en Alemania y nos comprometimos

con un fondo abierto especializado en el sector inmobiliario social (educación, salud, alojamiento para estudiantes, etc.).

Para el resto del año, mientras los tipos de interés a largo plazo de los países «core» sigan siendo negativos, mantendremos una sensibilidad a los tipos inferior a la de nuestro indicador de referencia. Además, dadas las incertidumbres actuales, mantendremos un segmento monetario por encima del 1%.

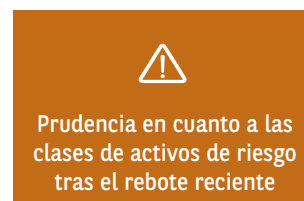
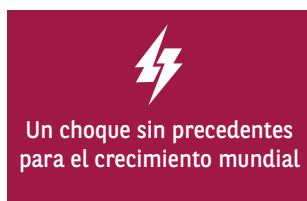
En cuanto a las acciones, ahora estamos cerca de la neutralidad, y aprovecharemos cualquier bajada violenta para reforzar de nuevo nuestra beta. Por el contrario, si el rebote se intensificara y acercara los mercados a sus niveles de finales de febrero, entonces pasaríamos subexpuestos.

En las demás clases de activos, aprovecharemos el entorno actual para contraer compromisos en fondos de Private Equity del mercado secundario y en fondos de deuda privada, segmento en el que no habíamos hecho ninguna inversión durante más de tres años. En el sector inmobiliario, estamos evaluando actualmente las inversiones en oficinas en el centro de las ciudades, en la salud e incluso en hoteles con miras a aprovechar posiblemente las fuertes disminuciones de valoración que se esperan para este segmento. Nuestro objetivo es alcanzar una asignación que podría superar el 4% a finales de 2021.

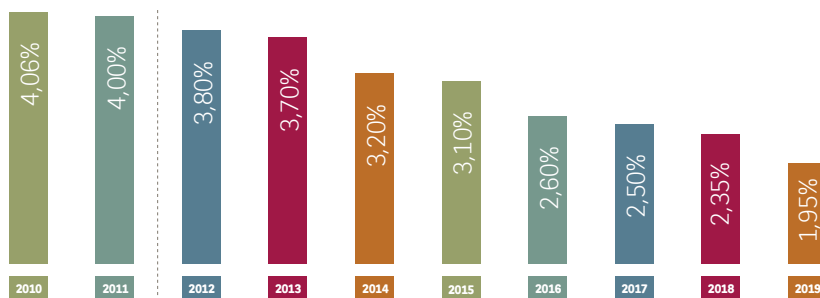
Por último, seguimos trabajando para reducir la huella de carbono de nuestras inversiones, y hemos aumentado sustancialmente nuestras compras de «bonos verdes». Además, seguimos pensando en la mejor manera de llevar a cabo una inversión en la reforestación.

François LUCCHINI
Director of Asset Management

MENSAJES CLAVE



HISTORIAL DE LAS RENTABILIDADES BRUTAS DEL FONDO GENERAL¹

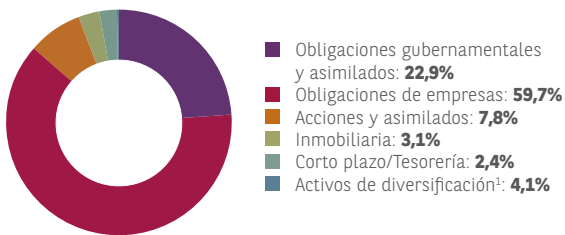


1- Las rentabilidades indicadas hasta finales de 2011 se refieren al Fondo General ofrecido por Cardif Lux International (bajo el control de BNP Paribas Cardif). Desde 2012, la gestión del Fondo General está directamente a cargo de Cardif Lux Vie. Los datos de rentabilidades pasadas no constituyen ni 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 30/06/2020

Capitalización del Fondo General (en valor bursátil):
aproximadamente 9.430 millones de EUR.

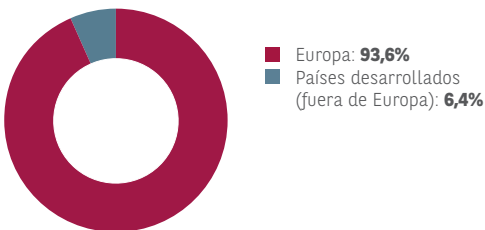
COMPOSICIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE



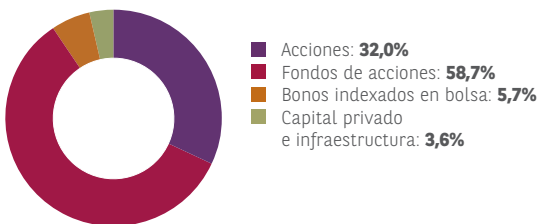
COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES

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

DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES POR ZONA GEOGRÁFICA



DETALLES DEL SECTOR DE RENTA VARIABLE POR NATURALEZA.



COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO

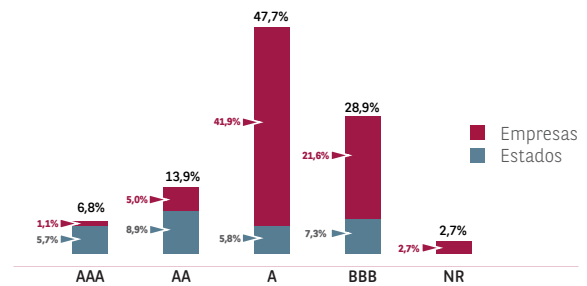
La sensibilidad a los tipos de interés globales de nuestra cartera está cerca de 4,9.

DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO POR RATING

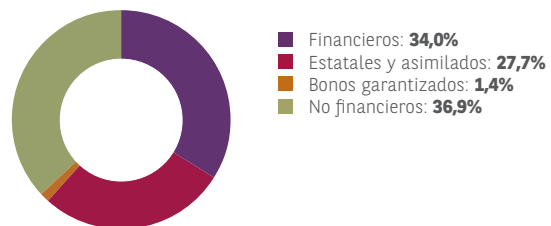
La calificación crediticia de la cartera de renta fija es de muy buena calidad, con una calificación media de "A".

Calificación² de las obligaciones estatales en cartera a 30/06/2020 :

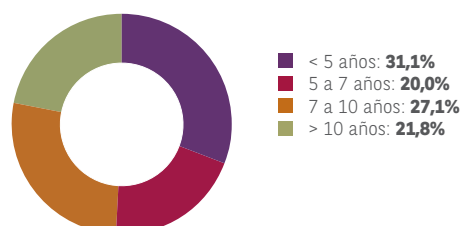
AAA : Luxemburgo, Alemania, Países Bajos, Agencias europeas
AA : Finlandia, Francia, Bélgica, Austria, República Checa
A : Eslovaquia, España, Polonia
BBB : Italia, México



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.