



COMPLETADO EL 6 DE ENERO DE 2021

EL FONDO GENERAL

DE CARDIF LUX VIE



Una vacuna, un acuerdo y un nuevo presidente bajo el abeto de Navidad.

Tras pasar el año con la esperanza de que mejorase la situación sanitaria y a la espera del desenlace de las declaraciones políticas, los inversores acabaron el año bastante aliviados en cuanto a las perspectivas a medio plazo. Aunque recientemente

el número de infectados ha aumentado considerablemente, como se temía en la mayoría de los países occidentales, la confirmación de que varias vacunas estarán pronto en el mercado nos permite ver el final del túnel, y anticipar una clara mejora de las interacciones humanas para la segunda mitad de 2021. Esto permitiría que la economía mundial experimentase el repunte que muchos ya habían esperado tras los desconfinamientos que se autorizaron a finales del segundo trimestre de 2020. Entre tanto, mantener las medidas de apoyo sin precedentes decididas el año pasado será fundamental para evitar un empeoramiento del entorno macro y microeconómico, mientras muchos sectores (turismo, ocio, transporte, comercio, etc.) siguen estancados o inactivos.

No es de extrañar que el balance de las tasas de crecimiento en 2020 sea extremadamente negativo en la mayoría de los países desarrollados, donde el impacto de la pandemia ha sido, sin embargo, muy diferente según la gestión de la crisis y el peso de los sectores más afectados. Así pues, China debería ser uno de los únicos países capaces de registrar en 2020 un aumento de su actividad con un crecimiento de alrededor del 2%, mientras que la contracción del crecimiento mundial ha superado probablemente un -3,5%. En la Zona Euro, la caída del PIB podría alcanzar casi un -7%

(con Alemania en un -5/-6%, Francia e Italia entre un -9% y un -10%), mientras que en Japón alcanzaría alrededor de un -5% y "sólo" un -3,6% en los Estados Unidos (vinculado a unas medidas de confinamiento menos estrictas que en la Zona Euro). Al otro lado del Canal de la Mancha, se prevé que la economía del Reino Unido se vea más afectada, debido a la complicada situación sanitaria y a las incertidumbres relacionadas con el Brexit.

Es precisamente el acuerdo alcanzado el 24 de diciembre sobre el Brexit lo que constituye, más allá de las nuevas y prometedoras vacunas, un paso positivo al finalizar el año 2020. Aunque todavía no se ha negociado el marco de las futuras relaciones entre la Unión Europea y el Reino Unido en el sector de servicios (en particular los servicios financieros), el tratado garantiza el comercio de mercancías libre de derechos y de contingentes (siempre que se cumplan las «normas de origen apropiadas») y ha permitido llegar a un compromiso sobre la espinosa cuestión de la pesca.

La elección de Joe Biden como Presidente de los Estados Unidos también mereció mucha atención y comentarios en este final de año. Este resultado, a diferencia de las anteriores elecciones presidenciales, estuvo en línea con las expectativas y, a pesar de los desesperados intentos de Donald Trump por poner en tela de juicio la elección, por el momento no ha dado lugar a enfrentamientos entre los partidarios irreconciliables de las dos Américas. En cuanto al Congreso, la Cámara de Representantes permaneció en manos de los demócratas, mientras que las elecciones senatoriales de Georgia (5 de enero) hicieron que el Senado también pasase al campo del presidente electo. Esto debería permitir a la nueva administración aplicar algunas de las medidas prometidas durante la campaña electoral, en particular mediante una inversión masiva en infraestructura para promover la transición energética. A la espera de que se aplique un plan de recuperación de mayor envergadura

dura, demócratas y republicanos acordaron una nueva ayuda por valor de 900.000 millones de dólares, lo que permitió evitar in extremis un nuevo «cierre» de la administración americana. Además, esto permitió que las prestaciones se pagasen directamente a las pequeñas empresas y a los hogares cuyas prestaciones de desempleo expiraban a finales de diciembre.

En este contexto todavía muy deprimido, la fuerza del repunte posterior a la pandemia dependerá sin duda de la capacidad de los principales dirigentes mundiales para aplicar planes de recuperación a gran escala, con el fin de evitar que sea irreversible la pérdida de crecimiento potencial que tal crisis podría haber causado (falta de inversión material e inmaterial, reducción de la empleabilidad de los jóvenes, aumento de las desigualdades, etc.). Desde este punto de vista, los banqueros centrales seguirán desempeñando, sin duda alguna, un papel preponderante ampliando sus medidas de apoyo cuantitativo como salvaguardia contra el aumento excepcional del endeudamiento de las empresas y, sobre todo, de los gobiernos. A modo de ejemplo, se prevé que los déficits públicos de la Zona Euro alcancen casi el 10% en 2020 y sigan aumentando en un 7% más en 2021, lo que dará lugar a un aumento espectacular de la proporción de la deuda sobre el PIB de más de 20 puntos, hasta situarse en torno al 106%. A medida que las recompras de activos se vayan desarrollando al menos hasta 2022, los balances de los principales bancos centrales (FED, BCE, BoJ y BoE) aumentarán significativamente, hasta niveles no vistos desde el periodo de posguerra. De esta forma, el BCE podría alcanzar el 67% del PIB de la Zona Euro a finales de 2021 (cerca de 8.000 millones de euros) mientras que la FED podría acercarse al 40%. Por otra parte, si la inflación vuelve a acercarse a su objetivo, algunos de estos bancos centrales esperarán a que se supere ampliamente, antes de cuestionar su política actual (véase la Fed, en cuanto a la simetría en torno a su objetivo del 2%).

Por consiguiente, 2021 debería ser el año del repunte, siempre que las campañas de vacunación se desarrollen con la rapidez suficiente para permitir la reapertura de toda la economía mundial a partir del segundo semestre. Es muy posible que en 2021 la intensidad de esta recuperación sea muy heterogénea y dependa de la especialización sectorial de los países y de sus políticas de vacunación (o simplemente de su acceso a las diversas vacunas). En este sentido, salvo que se produzcan más accidentes significativos, se espera que los países que más han sufrido se recuperen con más vigor, pero solo podrán volver a los niveles de PIB anteriores a la crisis a partir de finales de 2022. De esta forma, está previsto que Francia crezca un 5%, y Estados Unidos un 4%.

Políticamente, tras las elecciones al Senado de los Estados Unidos, el 5 de enero, el nuevo año debería ser mucho menos agitado, aunque las elecciones legislativas en los Países Bajos en marzo y las elecciones federales en Alemania en el

tercer trimestre de 2021 podrían poner en tela de juicio los recientes progresos realizados en materia de construcción europea, tras la votación del plan de recuperación. Por otra parte, el posicionamiento más moderado de Joe Biden, en particular frente a sus socios europeos, debería permitir que se evitasen las escaladas arancelarias instrumentadas en los últimos años.

A pesar del empeoramiento de la situación sanitaria y las consiguientes medidas de confinamiento en la mayoría de los países desarrollados, las clases de activos de riesgo se han visto impulsadas por las esperanzas suscitadas por la eficacia de las vacunas (Pfizer/Bio-N-Tech, Moderna y la más reciente de Astra Zeneca/Oxford). Tras un importante revés a finales de octubre en el periodo previo a las elecciones estadounidenses, los mercados de renta variable repuntaron con fuerza, consiguiendo salir por la parte alta del canal en el que habían estado operando lateralmente desde principios de junio. Así pues, los índices europeos casi lograron borrar sus pérdidas, ya que el Eurostoxx 50 cayó solo un 2,3% con dividendos incluidos, tras haber bajado más de un 25% en el primer trimestre. Pero los grandes ganadores, y esto no puede sorprender, fueron los índices americanos, liderados por las acciones de tecnología y en particular las GAFAM (+Tesla). En este sentido, el Nasdaq y el S&P 500 superaron con creces sus récords alcanzados el pasado febrero, y subieron respectivamente en torno al 43% y el 17% anuales (en dólares). Los índices chinos (+26.4% para el CSI 300) y japoneses (+8.9% para el Topix) también se anotaron avances significativos. Los mercados emergentes también se beneficiaron de que las acciones volviesen a merecer el beneplácito de los inversores, de forma que el índice de mercados emergentes MSCI subió casi un 19% en 2020.

En los mercados de bonos europeos, las recompras masivas por parte de los bancos centrales, combinadas con unas expectativas de inflación todavía muy contenidas y unos niveles de liquidez extremadamente altos entre la mayoría de los inversores, ayudaron a mantener los tipos de interés soberanos en niveles históricamente bajos y a comprimir los diferenciales de la deuda privada, tanto en «Investment Grade» como en «High Yield». El bono alemán a 10 años cerró el año cerca de -0,6%, al -0,57%, tras moverse en un corredor estrecho de 20 puntos básicos en torno a -0,5% durante los 6 últimos meses, bajando cerca de un 0,4% con respecto a finales de 2019. Los diferenciales periféricos también se ampliaron sustancialmente frente a Alemania, y los bonos a 10 años italianos y españoles cerraron el año en el 0,54% y el 0,04% respectivamente, mientras el portugués a 10 años cerraba el año al 0%, tras haber pasado brevemente por territorio negativo. En este contexto, a pesar de un récord de emisiones y del deterioro de los fundamentales (mayores tasas de apalancamiento y de morosidad), los diferenciales de crédito siguieron estrechándose, y en promedio cerraron el año en línea con los niveles de finales de 2019 para los emisores «Investment Grade» y solo lige-

ramente superiores para los segmentos del «High Yield» y de las emisiones subordinadas. Las otras clases de activos, como la Deuda Emergente, también se beneficiaron de la caída de la renta fija sin riesgo (el tipo de interés a 10 años de los bonos estadounidenses se situó en el 0,92% frente al 1,92% a finales de 2019), la fuerte depreciación del dólar frente a las principales divisas desarrolladas (EUR/USD +8,9% a 1,2225) y el repunte de los precios de las materias primas (los precios del petróleo del WTI superan los 45 dólares por barril).

En cuanto a la cartera, tras haber acometido unos volúmenes de operaciones muy considerables durante el primer semestre, fuimos menos activos, aunque la incertidumbre política y sanitaria no nos animó a aumentar nuestra proporción de activos de riesgo tras el repunte de sus valoraciones.

De esta forma, nuestra intención era mantener una exposición a la renta variable cercana al 8%, y al mismo tiempo hacer movimientos tácticos de nueva exposición o cobertura cuando considerábamos que los movimientos del mercado eran exagerados.

En los mercados de bonos, seguimos invirtiendo selectivamente en el mercado primario de deuda privada para aumentar nuestra diversificación y captar, en la medida de lo posible, una prima sobre el mercado secundario, en particular en las emisiones sin calificación o en las emisiones en euros de las empresas estadounidenses. Nuestra sensibilidad a los tipos de interés, que gestionamos a través de la compra o la venta de títulos de países del «núcleo», ha bajado al final del periodo, para establecerse cerca del 4,7. En cuanto a la diversificación, hemos asumido tres compromisos adicionales en fondos del mercado secundario, con el fin de aprovechar el entorno macroeconómico y también en aras de una buena diversificación.

En cuanto a las infraestructuras, hemos iniciado una inversión en energía renovable para participar más directamente en la transición energética.

En el sector inmobiliario, hemos invertido en un fondo abierto de ámbito social (educación, salud...).

Por otra parte, dado el fuerte estrechamiento de los márgenes experimentado en los últimos meses, preferimos no aumentar nuestra exposición al «High Yield» y a la deuda emergente.

Por último, nuestro segmento de divisas, debido a la falta de oportunidades en el último mes del año, se sitúa en torno al 5% después de haber evolucionado entre el 3% y el 4% durante la segunda mitad de 2020.

En este principio de año, contamos con la reapertura del mercado primario de deuda privada, con el fin de relanzar nuestras inversiones en este segmento, dando preferencia a los emisores de buena calificación y poco cíclicos. Aprovecharemos cualquier subida de los tipos sin riesgo para incrementar gradualmente nuestra sensibilidad a los tipos de interés. Sacaremos partido de la debilidad del dólar y de una subida eventual de los tipos de interés estadounidenses a largo plazo, para incrementar ligeramente nuestra exposición a la divisa estadounidense a través de bonos denominados en dólares.

Además, en caso de que se produzca una corrección en los mercados de acciones, volveremos a la sobreexposición a esta clase de activos, debido a que resulta relativamente atractiva, continuando nuestros esfuerzos de diversificación geográfica y/o de estilo.

Del mismo modo, es posible que tengamos que aumentar nuestra exposición al High Yield, la Deuda Emergente y los títulos subordinados, en caso de que se materialice una fuerte ampliación de los diferenciales. En cambio, es previsible que nos mantengamos alejados de la deuda periférica.

Tal como se lleva haciendo desde hace muchos años, vale la pena recordar que todas nuestras inversiones se seleccionan a través del prisma de los criterios de ESG. En 2021, aumentaremos nuestras tenencias de bonos «sostenibles» y seguiremos buscando proyectos con un impacto positivo y que tengan sentido desde el punto de vista financiero.

François LUCCHINI

Director of Asset Management

PUNTOS PRINCIPALES QUE SE DEBEN RECORDAR



A pesar de los progresos realizados en materia de inmunización, la situación sanitaria sigue siendo preocupante a corto plazo



Los planes de estímulo tendrán que ser masivos, si han de generar la recuperación esperada

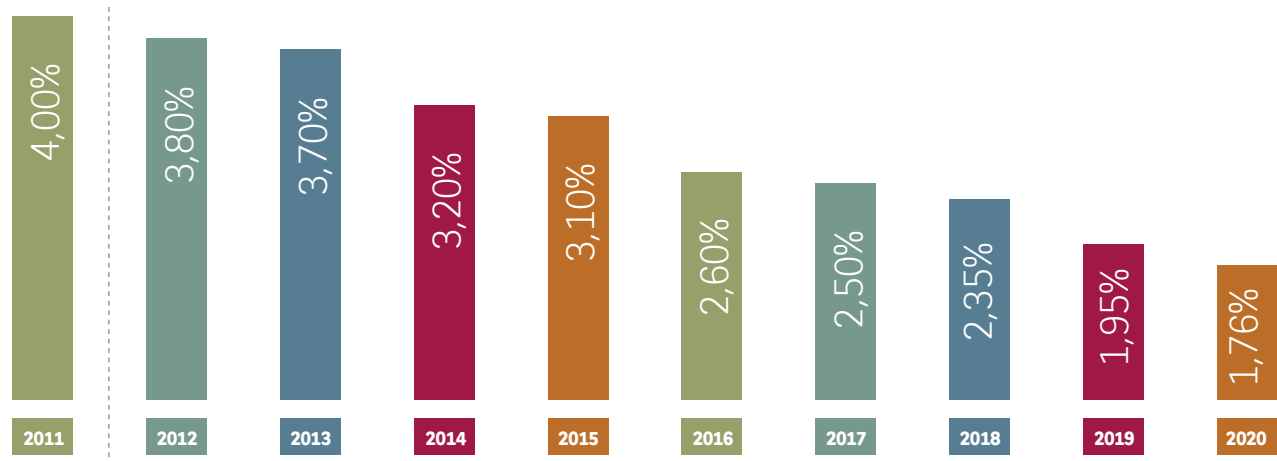


Las políticas presupuestarias y monetarias seguirán siendo muy acomodaticias a medio plazo.



Es previsible que los remolinos políticos sean menos intensos en 2021

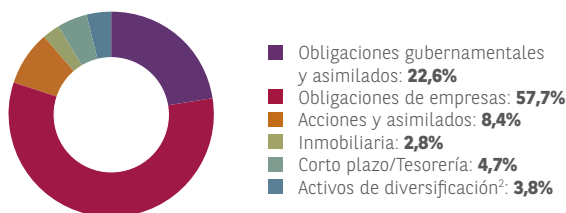
HISTORIAL DE LAS RENTABILIDADES BRUTAS DEL FONDO GENERAL¹



LA GESTIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE AL 31/12/2020

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

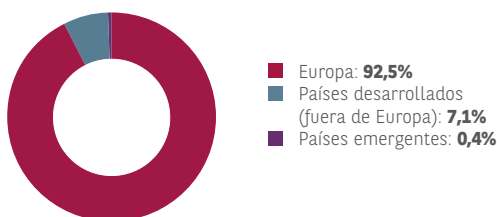
COMPOSITION DU FONDS GÉNÉRAL DE CARDIF LUX VIE



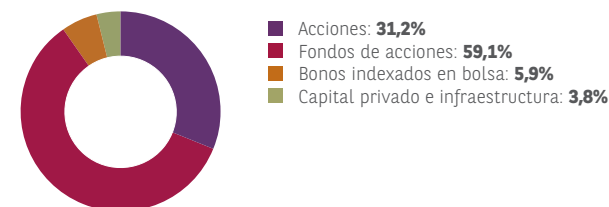
COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES

Exposición al riesgo de acciones limitada aproximadamente del 8,5% (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 **4,7**.

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".

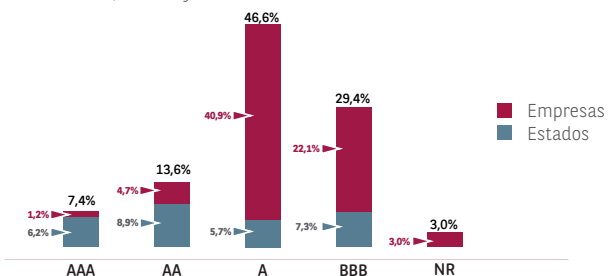
Calificación³ de las obligaciones estatales en cartera a 31/12/2020 :

AAA : Luxemburgo, Alemania, Países Bajos y Agencias europeas

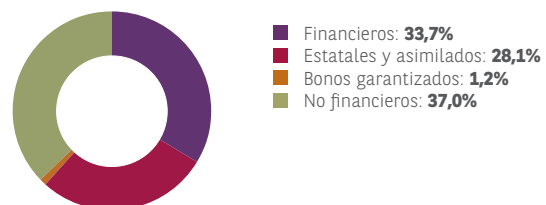
AA : Finlandia, Francia, Bélgica, Austria y República Checa

A : Eslovaquia, España y Polonia

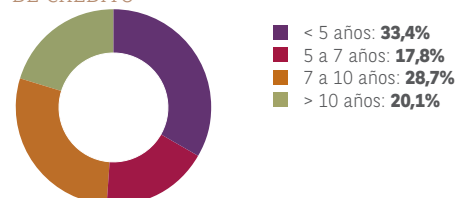
BBB : Italia, México y Chile



DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO POR TIPO DE EMISORES



CALENDARIO DE VENCIMIENTO DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO



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.