



COMPLETADO EL 6 DE ENERO DE 2022

EL FONDO GENERAL

DE CARDIF LUX VIE



Regreso de la crisis sanitaria - Crecimiento robusto - Presiones inflacionistas y reacciones de los Bancos Centrales.

Cuando Omicron rima con desorganización e inflación.

En definitiva, la segunda parte del año se ajustó bastante a lo que habíamos previsto a finales de junio, cuando redactamos

nuestra publicación. De hecho, aunque cabe esperar que las cifras de crecimiento mundial sean menos sólidas para el conjunto del año de lo que se esperaba antes del inicio de la quinta ola en Europa y de la aparición de la variante Omicron, la dinámica de recuperación no está en entredicho. Los indicadores adelantados (PMI, ISM, IFO y encuestas de consumo) se mantuvieron bien orientados a lo largo del cuarto trimestre, mientras que las elevadas tasas de vacunación en muchos países contribuyeron a limitar los confinamientos rigurosos, como los establecidos en 2020. Sin embargo, las políticas de restricción y su impacto en la economía siguen siendo muy heterogéneas según el país. No obstante, los sectores de servicios de ocio y turismo volverán a verse afectados, sin que sea posible determinar cuándo terminará el culebrón Covid, mientras que la repetición de episodios con un escenario bastante similar empieza a cansar...

A escala mundial, se espera que el PIB haya repuntado casi un 6% en 2021 tras el -3,3% de 2020. Todas las regiones están experimentando un crecimiento sin precedentes, o al menos por encima de su potencial. Se espera que el crecimiento de China esté ligeramente por debajo del 8%, mientras que los PIB de EE.UU. y la Eurozona crecerán por encima del 5% (frente al 6% que se esperaba a principios de año), y Japón estará a la cabeza del mundo desarrollado con un crecimiento de tan solo el 1,6%.

Centrándonos en la Zona Euro, observamos fuertes disparidades según las especializaciones sectoriales de los países. Las previsiones para las economías española y alemana son sustancialmente inferiores al promedio, debido al peso del turismo en España y la fabricación de automóviles en Alemania, obstaculizada por las dificultades de suministro de semiconductores.

La bajada sustancial de las tasas de desempleo en la mayoría de los países desarrollados, si se compara con la situación deprimida de 2020, será obviamente la clave para mantener un nivel de actividad elevado a medio plazo. La creación de empleo en EE.UU., en la estela de la reapertura de la economía, con una media de más de 500.000/mes en la segunda mitad del año, ha contribuido a reducir el nivel de paro hasta el 4,2%, con una tasa de participación que ha aumentado ligeramente hasta el 61,8%.

En la Zona Euro, el mercado de trabajo también ha mejorado sustancialmente, con una tasa de desempleo ligeramente inferior al nivel anterior a la crisis. Esta situación bastante favorable para los consumidores y las empresas, cuyas tasas de ahorro y las tesorerías se han visto apoyadas en gran medida por las ayudas directas y los paquetes de estímulo de los gobiernos, ha creado un choque de demanda que los fabricantes están luchando por satisfacer; a pesar de que sus cadenas de producción y suministro se ven interrumpidas por la Covid. Esta situación, unida a la fuerte subida de los precios de las materias primas y de la energía (crisis con Rusia, limitaciones de la producción e impacto de la transición energética), ha hecho que la inflación se proyecte a niveles elevados en la mayoría de las zonas desarrolladas (excluyendo China y Japón), por encima de los alcanzados en 2008. A modo de ejemplo, la inflación general se situó en diciembre en el +6,8% y el +4,9% interanual en Estados Unidos y la Zona Euro, respectivamente, mientras que la inflación subyacente volvió a superar el 2% en la eurozona, con un 2,6%, y se acerca al 5% en Estados Unidos.

Este repunte de las cifras de inflación, muy por encima de los objetivos fijados por los principales bancos centrales, excepto en China y Japón, unido a la relativa buena salud del mercado laboral, llevó a anunciar una reducción de las medidas de flexibilización cuantitativa relanzadas en 2020. El Banco de Inglaterra fue el primero de los principales bancos centrales en subir sus tipos de interés, el 16 de diciembre en sólo 15 puntos básicos, mientras que la FED decidió reducir sus compras de activos más rápidamente, adelantando el final de este programa a finales de marzo. Además, se prevé que la institución subirá sus tipos de referencia varias veces a partir de 2022. Sin embargo, el tono de Jerome Powell se mantuvo bastante cauto, para no provocar el pánico entre los operadores del mercado.

El BCE, por su parte, también confirmó el 16 de diciembre que el Programa de Compras de Emergencia (PEPP) terminaba a finales de marzo de 2022, aunque aumentaba su flexibilidad para las reinversiones y el volumen del programa de compras tradicional hasta finales de 2022, para evitar cualquier ensanchamiento sustancial entre diferenciales de deuda de los Estados cuyas finanzas públicas están más deterioradas. Además, rechaza la idea de subir sus tipos de referencia a partir de 2022, al ser consciente del error de política monetaria de junio de 2008 y señalando el probable efecto transitorio de las presiones inflacionistas en la Zona Euro. En el resto del mundo, muchas otras instituciones empiezan a subir sus tipos de interés o a ser más restrictivas para luchar contra la inflación, pero también para limitar la depreciación de sus monedas en el caso de algunos países emergentes como Brasil. Únicamente la Turquía de Recep Tayyip Erdogan se ha negado a realizar tales movimientos, mientras ve cómo su moneda se deprecia y alcanza un nuevo mínimo frente al dólar.

A pesar de las actuales incertidumbres sanitarias en algunos sectores, puede estimarse que las economías de los países desarrollados pueden funcionar correctamente y beneficiarse del impulso generado por los paquetes de estímulo y las medidas de apoyo a los consumidores. En este contexto, es probable que el crecimiento de 2022, tras un comienzo difícil, pueda superar el 4% a nivel mundial, con un crecimiento de China y Estados Unidos que se prevé entre el 4 y el 5% y una expansión del PIB de la Zona Euro cercana al 4%.

Además del riesgo de que aparezca una nueva variante que no pueda ser controlada por las vacunas, esta visión relativamente optimista podría resultar cuestionada por:

- Tensiones geopolíticas que se agudizarán con Rusia (fronteras ucranianas y polacas) y China (caso de los Uigures, Taiwán y la voluntad hegemónica de cara a la reelección de Xi Jinping).

- Un crecimiento en China mucho más débil de lo previsto, debido a la voluntad de este país de seguir limitando el endeudamiento de los hogares, a la prolongación de la crisis inmobiliaria vinculada a los impagos incontrolados de Evergrande y a la repercusión sobre el consumo de los hogares de la política de "covid cero".
- Una fuerte tensión en los tipos de interés a largo plazo estadounidenses, causada por una reducción demasiado rápida del balance de la FED, que perjudicase al sector inmobiliario estadounidense, cuya contribución fue muy positiva en 2021 y cuyos precios subieron mucho en 2021.
- Un nivel de consumo de los hogares occidentales inferior al previsto, vinculado a una disminución de su poder adquisitivo y afectado por la subida de la inflación de los precios de la energía no compensada por los Estados y/o un cambio de hábitos de consumo relacionado con una situación sanitaria aún inestable.

En el segundo semestre, a pesar de los riesgos geopolíticos, la aparición de la variante Omicron, las presiones inflacionistas y la retórica más restrictiva de los Bancos Centrales, las clases de activos de riesgo se comportaron muy bien en Occidente. Se vieron impulsadas por un entorno que sigue siendo acomodaticio, con tipos de interés reales muy negativos.

Los principales índices bursátiles europeos y estadounidenses se mantuvieron muy estables al alza, con unos recorridos salpicados tan sólo por algunas pequeñas correcciones. Por ejemplo, el S&P500 se anotó un avance del 27% sin dividendos (más del 38% con dividendos y en euros) después de ganar más del 11% en la segunda mitad del año. El Eurostoxx 50 también se comportó muy bien en 2021, con casi un 24% incluyendo dividendos. En cambio, los índices asiáticos (especialmente los chinos) y de los mercados emergentes fueron muy decepcionantes dejándose el CSI 300 y el MSCI EM más de un 2% y un 5% respectivamente, mientras que el TOPIX solamente subió un 10%.

Las acciones chinas se vieron afectadas tanto por los contratiempos del sector inmobiliario como por el deseo declarado del gobierno en cuanto a regular con más rigor el sector privado (tecnología, sanidad, etc.). Hay que tener en cuenta que las rotaciones sectoriales han sido frecuentes, conectadas a los movimientos de los tipos de interés y los anuncios sanitarios.

Además, los movimientos de los tipos de interés sin riesgo a ambos lados del Atlántico han sido bastante erráticos. Los tipos a 10 años estadounidenses y alemanes subieron en el año un 0,39% y un 0,6%, hasta el -0,18% y el 1,51%, respectivamente, tras haber oscilado cuatro veces en el año, tanto al alza como a la baja, entre 30 y 50 puntos básicos. Por otra parte, los diferenciales de los Estados europeos más endeudados se ensancharon respecto de Alemania, en torno a 25 puntos básicos para Italia, y unos 15 puntos básicos para Francia y España.

Lo mismo que los mercados de acciones, los distintos segmentos del mercado de bonos resistieron bien, beneficiándose de los excesos de liquidez disponibles entre los inversores, y de la presencia de los Bancos Centrales. Esto se produjo particularmente en el mercado «High Yield» en el cual, pese a un volumen récord de emisiones en el mercado Euro, los diferenciales se estrecharon en unos 30 puntos básicos de media, mientras los diferenciales de los índices Investment Grade caían unos 10 puntos básicos, cerca de sus mínimos históricos.

Por su lado, el precio del petróleo WTI fue bastante volátil, fluctuando entre los 62 y los 85 dólares por barril y estableciéndose finalmente en casi 77 dólares, mostrando un aumento de casi el 60% respecto del cierre de 2020. En cuanto a las demás materias primas, excluida la energía, la evolución fue más variada: el precio del cobre, por ejemplo, subió más de un 27%, mientras que el del mineral de hierro cayó un 37%, afectado por la desaceleración inmobiliaria china.

Por último, el dólar se apreció frente a la mayoría de las monedas principales, excepto el Renminbi. Frente al euro, la subida fue superior al 7%, y el cruce euro/dólar terminó el año por debajo de 1,14.

En la cartera, hemos mantenido una estrategia prudente en cuanto a las clases de activos de riesgo, aprovechando al mismo tiempo las debilidades mencionadas para tomar algunas posiciones tácticas en acciones o bonos subordinados. En particular, nuestra sensibilidad a los mercados de acciones se mantuvo entre el 8,5% y el 10%, lo que obligó a un recorte de las fases en que los índices volvían a sus máximos históricos, y cuando considerábamos que los niveles de valoración eran excesivos.

En cuanto a las inversiones en bonos, estas se centraron más en emisiones gubernamentales para gestionar nuestra sensibilidad. Nuestras intervenciones en el mercado de bonos Investment Grade se limitaron casi exclusivamente al mercado primario, debido a los diferenciales históricamente elevados, en emisores de buena calidad que ofrecían primas de emisión, buena diversificación, o que nos permitían aumentar la proporción de bonos verdes en la cartera. Estas operaciones se realizaron a menudo mediante arbitrajes de posiciones estatales compradas a rendimientos extremadamente bajos.

En las demás clases de activos, en general nos mantuvimos en reserva durante el segundo semestre. En la deuda emergente y el High Yield esperamos, para reanudar eventualmente las compras, a que los diferenciales sean significativos.

En el sector Inmobiliario, estamos estudiando varias inversiones que deberían permitirnos seguir reforzando nuestra exposición a través de posiciones en los segmentos de Oficinas, Sanidad y Forestal. En Private Equity y en Infraestructuras, estamos analizando diferentes fondos temáticos alrededor de la transición energética.

PUNTOS PRINCIPALES QUE SE DEBEN RECORDAR:



Buen comportamiento de la actividad a pesar del deterioro sanitario



La evolución de la inflación está en el centro de las preocupaciones

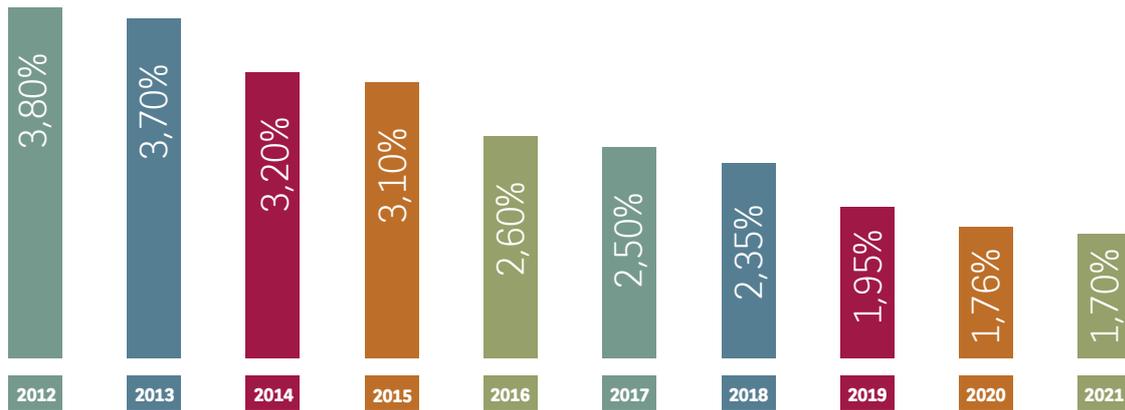


Los Bancos Centrales empiezan a reducir su apoyo



La valoración de las clases de activos de riesgo es mucho menos atractiva

HISTORIAL DE LAS RENTABILIDADES BRUTAS DEL FONDO GENERAL¹



LA GESTIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE AL 31/12/2021

Capitalización del Fondo General (en valor bursátil): aproximadamente 10,1 millones de EUR.

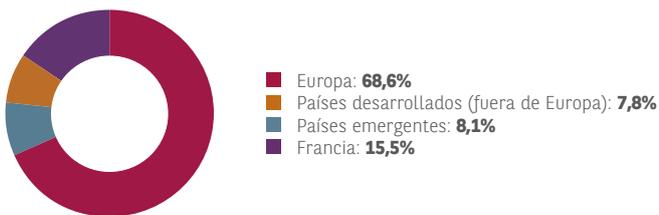
COMPOSICIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE



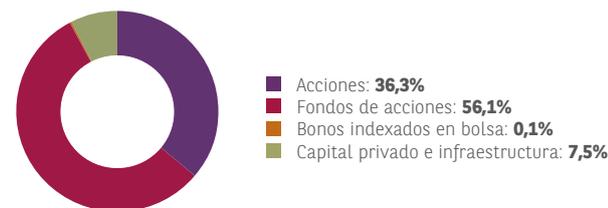
COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES

Exposición al riesgo de acciones limitada del 9% (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 **4,75**.

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 31/12/2021 :

AAA: Luxemburgo, Alemania, Países Bajos, USA, Agencias europeas

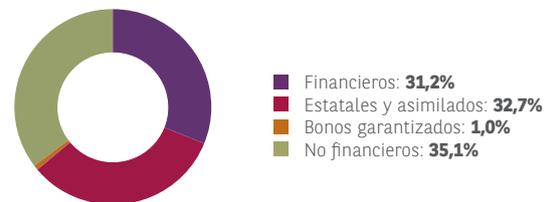
AA: Finlandia, Francia, Bélgica, Austria

A: Eslovaquia, España, Chile

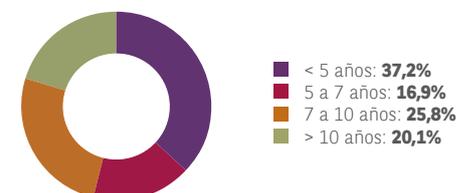
BBB: Italia, México



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.