



REDACTADO EL 8 DE JULIO DE 2022

EL FONDO GENERAL

DE CARDIF LUX VIE



Los Bancos centrales, en equilibrio inestable entre inflación y recesión.

Más allá de la catástrofe humanitaria que se está produciendo, y de los riesgos de escalada que conlleva, esta situación ha amplificado las presiones inflacionistas presentes desde 2021. Estas se habían

generado por la reapertura de las economías occidentales, combinada con los cuellos de botella en las cadenas de suministro mundiales.

La inflación general, al superar el 8% en Estados Unidos y la Zona del euro, ha vuelto a los niveles posteriores a la crisis del petróleo de mediados de los años 70 y principios de los 80. Una vez más, ninguno de los agentes económicos y financieros había previsto que a las perturbaciones en la oferta de productos manufacturados les seguiría un shock en la oferta de todas las materias primas.

Dependiendo de los agentes económicos y de su exposición al gas y al petróleo, el impacto de la inflación es obviamente diferente. El consumidor estadounidense, animado por la solidez del mercado de trabajo (la tasa de desempleo se sitúa en el 3,6% y las ofertas de empleo siguen animadas), parece todavía inclinado a gastar, confiando en que sus ingresos futuros aumentarán lo suficiente. Sin embargo, la confianza de los hogares se ha debilitado en los últimos meses, y cabe prever que la desaceleración prevista de la actividad altere esta percepción optimista. Además, la tasa de ahorro de Estados Unidos, de tan solo el 5,4% en mayo, frente al 7% de media antes de la Covid, se encuentra ya en un nivel bajo. Es poco probable que este consumo excesivo se mantenga.

En Europa, la tasa de ahorro se mantiene por encima de su nivel anterior a la crisis, y la confianza de los hogares, frecuentemente débil, se ha deteriorado aún más rápidamente que en Estados Unidos, debido a una menor recuperación de sus ingresos y a unas perspectivas menos favorables, sobre todo desde el punto de vista de la energía. Por lo que respecta a las empresas, los resultados se han visto bastante favorecidos, hasta ahora, por la solidez de la cartera de pedidos y la gran capacidad de repercutir una buena parte del aumento de los costes de producción. No obstante, con el descenso previsto de la demanda, sobre todo de bienes de consumo, es muy probable que su poder de fijación de precios comience a erosionarse, lo que repercutirá en los márgenes y, consecuentemente, en las inversiones.

Para combatir este riesgo inflacionista, que a la postre es más duradero de lo inicialmente previsto, los principales bancos centrales, a excepción del BOJ (Banco de Japón) y del PBOC (Buró Político del Partido Comunista de China), han adoptado una línea más dura y han comenzado a reducir el tamaño de sus balances y/o a aplicar subidas iniciales de los tipos de interés de referencia. Sus temores son que las expectativas de inflación se desvíen de su objetivo (en torno al 2% para la FED y el BCE), y que se materialicen los efectos de segunda ronda. En este sentido, la FED subió su tipo de interés de referencia tres veces durante el primer semestre, con un aumento espectacular de 75 puntos básicos (por primera vez desde 1994) el pasado 15 de junio. El tipo de refinanciación se sitúa ahora en el 1,75% y J. Powell, en su última comunicación al simposio de Sintra, reiteró que su principal preocupación es luchar contra la inflación, aunque ello suponga un impacto significativo sobre el crecimiento. Para no provocar más pánico en los mercados financieros antes de una nueva subida de 75 puntos básicos, los responsables de la FED empiezan a hablar de la posibilidad de no ir tan lejos como los mercados preveían (3,5% a finales de 2022).

Por su parte, C. Lagarde, aunque ha tratado de ganar tiempo frente a un número creciente de gobernadores del BCE cada vez más «halcones», también ha telegrafado una primera subida de tipos en julio, de entre 25 y 50 puntos básicos, a la que probablemente seguirán otras dos subidas de 50 puntos básicos en los próximos meses, mientras que las recompras masivas en el marco del PEPP (Programa de Compras de Emergencia Pandémica) ya se han detenido, sin que por ello se haya puesto fin a las reinversiones. El fuerte aumento de los diferenciales periféricos, sobre todo en Italia, llevó al BCE a anunciar una red de seguridad «anti fragmentación» para garantizar que los efectos del futuro endurecimiento monetario sigan siendo aceptables para las economías menos robustas y más endeudadas de la Zona del euro.

Se prevé que las restricciones monetarias actuales, unidas a la pérdida de poder adquisitivo de los hogares, a la compresión de los márgenes industriales y al impacto negativo en el mercado de la vivienda del aumento de los tipos de interés a largo plazo, reduzcan el crecimiento mundial en al menos 3 puntos, hasta situarlo en torno al 3% en 2022, en comparación con lo que se anticipaba a finales de 2021. Entrando al detalle, se prevé que Estados Unidos y la Zona del euro registren tasas de crecimiento cercanas al 2%, cuando la estimación era que el PIB crecería en torno al 4%. En China, el posible riesgo de confinamiento estricto también se hizo realidad, socavando el crecimiento al menos durante la primera parte del año. Ahora se prevé que el PIB de China crezca tan solo un 4%, nivel que también ha bajado a la mitad, si se compara con las expectativas de finales de 2021.

Aunque el panorama central sigue mostrando que las zonas principales se ralentizan sin caer en recesión, debemos preguntarnos de nuevo qué es lo que podría poner en entredicho este panorama, a fin de cuentas, bastante favorable. Para ello, no cabe duda de que haría falta:

- Que la actual reducción de las tensiones en la cadena de suministro quedase socavada por una nueva política sanitaria restrictiva en China.
- Que se dificulte aún más el acceso a la energía, incluso con un claro corte del suministro de gas a Europa para el próximo invierno.
- Que una respuesta exagerada de los bancos centrales a estas perturbaciones de la oferta provoque una fuerte desaceleración del acceso al crédito, limitando de facto la inversión de los hogares y las empresas.

El primer semestre del año en Occidente fue uno de los peores de los últimos 100 años para las carteras equilibradas entre acciones y bonos.

De hecho, la corrección en los mercados de acciones se vió impulsada por la subida de los tipos de interés a largo plazo, que pesó sobre la valoración de las empresas de crecimiento, cuya participación había subido mucho en los principales índices mundiales. El Nasdaq se dejó casi un 30% en dólares (-23% en euros), mientras que otros índices europeos y estadounidenses perdieron entre un 16% y un 20% de su valor. Cabe destacar que los índices chinos y japoneses superaron claramente a sus homólogos occidentales, gracias a la continuidad de sus políticas monetarias acomodaticias. Desde el punto de vista sectorial, los únicos valores europeos que se comportaron de forma positiva fueron, como era de esperar, «Petróleo y Gas», con una subida del 12,6%, pero también «Telecomunicaciones», que consiguió una rentabilidad plana en el semestre. En el lado de los perdedores, además de la tecnología, con un -32%, los valores minoristas e inmobiliarios también experimentaron importantes descensos, con un -37% y un -32% respectivamente, afectados por las previsiones de reducción de márgenes y descenso del consumo en el caso de los minoristas, así como la subida de los tipos de interés y del precio de los materiales de construcción en el sector inmobiliario.

Por ello, los tipos libres de riesgo subieron fuertemente tras la caída de los índices de inflación y el endurecimiento de las políticas monetarias. Los tipos de interés a 10 años de los bonos de Alemania y Estados Unidos aumentaron 150 puntos básicos con respecto a finales de 2021, hasta alcanzar 1,34% y 3,01%, respectivamente, tras haber tocado sus máximos de 1,8% y 3,5% a mediados de junio, volviendo a los niveles más altos experimentados en los últimos diez años. Este movimiento tan brusco, de una magnitud y velocidad pocas veces vistas, fue acompañado de un aplanamiento muy violento, y hasta de una inversión de las curvas de tipos de interés. Este fenómeno suele ser una advertencia, para los participantes en el mercado, sobre la probabilidad de que la economía entre en recesión. Anticipando la disminución de las compras del BCE y de la contracción de la actividad, los diferenciales de crédito también aumentaron de forma significativa: el segmento "Investment Grade" de alta calificación se ensanchó entre 40 y 60 puntos básicos, dependiendo del sector, mientras que el segmento de emisores BBB ve ensancharse sus diferenciales en un promedio de 80 puntos básicos frente a los swaps. No es de extrañar que sea el segmento High Yield el que experimente las mayores desviaciones, con un aumento de casi 400 puntos básicos, situándose el diferencial medio del mercado del euro en más de 750 puntos básicos a finales de junio. Estos movimientos violentos dieron lugar a las recogidas de beneficios que estamos acostumbrados a ver durante las correcciones severas de las acciones.

En el Fondo General, comenzamos el año con cautela, tanto por lo que respecta a la sensibilidad a los tipos de interés como a nuestro posicionamiento en acciones y deuda privada.

De estar ligeramente infraponderados en renta variable a principios de año, habíamos vuelto a ser neutrales antes de la invasión rusa, tras las pequeñas correcciones experimentadas al principio del periodo. Desde entonces, aparte de algunos movimientos tácticos, hemos preferido mantener una beta de entre el 8 y el 9%.

En cuanto a la deuda privada, como ya mencionábamos en nuestras anteriores publicaciones, también estábamos bastante infraponderados, después de dos años en los que habíamos evitado invertir en el mercado secundario, con unos diferenciales de deuda privada históricamente muy poco atractivos, y habíamos aumentado la proporción de títulos soberanos de Estados centrales (Alemania, Países Bajos, Austria, etc.) en nuestra cartera de bonos. Durante el primer semestre del año, aprovechamos la ampliación de los diferenciales y la subida de los tipos sin riesgo para volver selectivamente a las emisiones primarias de deuda privada con buena calificación, a fin de traspasar valores comprados por sus bajos niveles de rendimiento. Al mismo tiempo, elevamos gradualmente nuestra sensibilidad a los tipos de interés por encima de 5 (frente a 4,75 a finales de 2021) favoreciendo a los Estados centrales, dada nuestra previsión de que los niveles de tipos de interés alcanzados en las últimas semanas del semestre se acercaban probablemente a los máximos anuales tanto en Estados Unidos como en Europa.

En vista de la situación de gran incertidumbre y el impacto del endurecimiento monetario estadounidense en muchos países frágiles, nos hemos mantenido alejados de la deuda emergente.

En cuanto a los activos de diversificación, hemos invertido en un nuevo edificio de oficinas denominado «Breeam Excellent». Esta nueva compra nos permitirá alcanzar nuestro objetivo del 4% en esta clase de activos para 2024, además de nuevas oportunidades en el segmento de la Sanidad. En los demás segmentos que no cotizan en bolsa, no realizamos ninguna nueva inversión.

En los próximos meses, cualquier tensión significativa en los tipos a largo plazo podría servir para aumentar aún más la sensibilidad, aunque esperamos que los tipos largos bajen a partir de principios del próximo año, en consonancia con unas cifras de inflación más bajas y unos bancos centrales más acomodaticios.

En cuanto a las acciones, dada la falta de visibilidad y la actual volatilidad, nos centraremos en pequeños movimientos tácticos en torno a nuestra asignación estratégica objetivo, al tiempo que seguiremos reforzando nuestra diversificación.

En el sector no cotizado, excluyendo el inmobiliario, tenemos previsto comprometernos con fondos de Private Equity y de infraestructuras, con exposición a las energías renovables y a la transición energética, lo que confirma nuestro deseo de aumentar nuestras inversiones de impacto positivo.

François LUCCHINI

Directeur de la Gestion d'Actifs

PUNTOS PRINCIPALES QUE SE DEBEN RECORDAR:



Los Bancos centrales intensifican su lucha contra la inflación

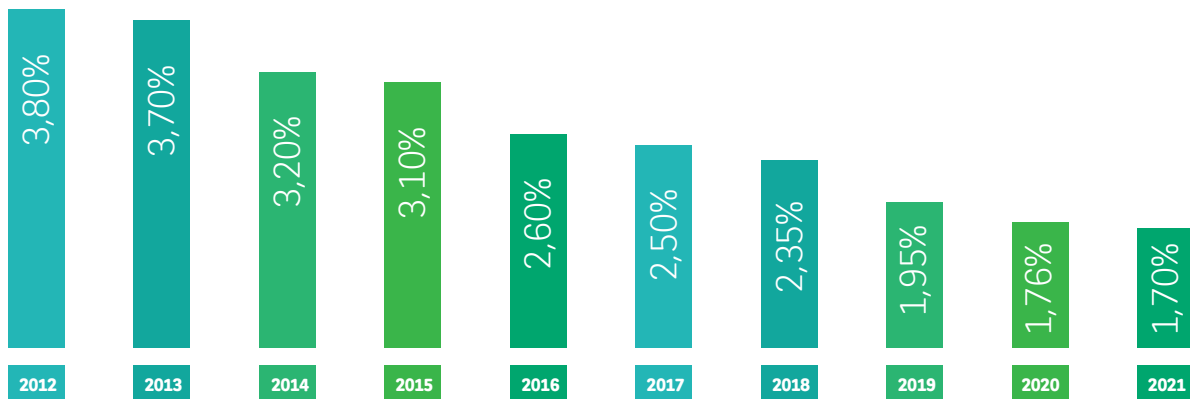


Se anticipa un deterioro significativo del entorno macroeconómico



Las valoraciones de las clases de activos de riesgo vuelven a ser atractivas a medio plazo

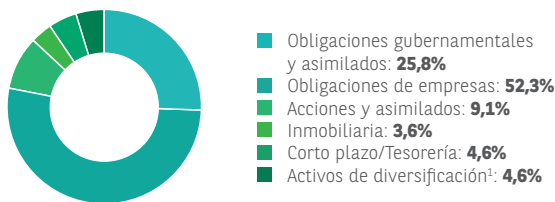
HISTORIAL DE LAS RENTABILIDADES BRUTAS DEL FONDO GENERAL



LA GESTIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE AL 30/06/2022

Capitalización del Fondo General (en valor bursátil): aproximadamente 9,2 millones de EUR.

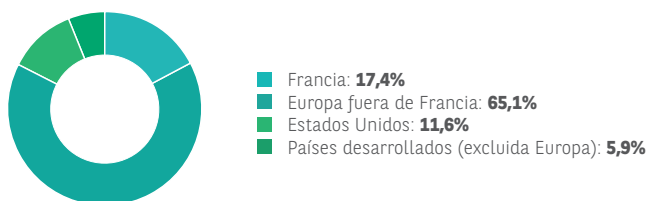
COMPOSICIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE



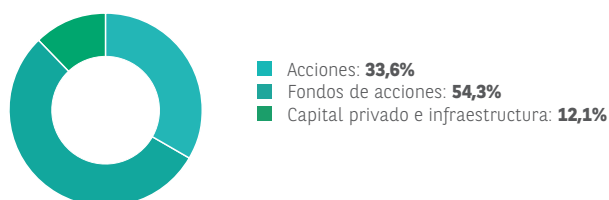
COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES

Exposición al riesgo de acciones limitada del 9,26%.

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 5.

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".

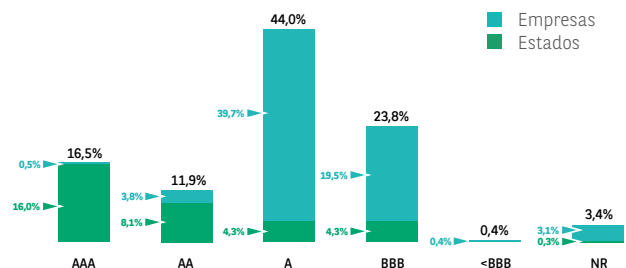
Calificación² de las obligaciones estatales en cartera a 30/06/2022:

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

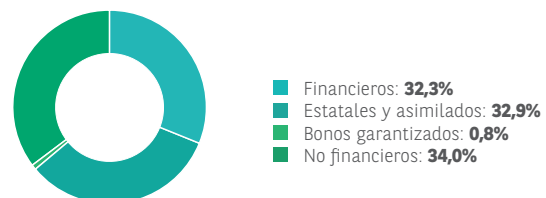
AA: Finlandia, Francia, Bélgica, Austria

A: Eslovaquia, España, Chile

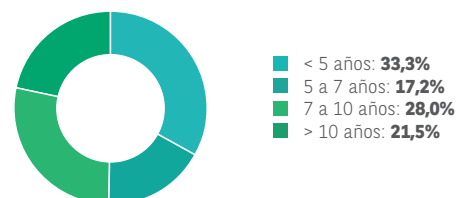
BBB: Italia



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.