



FECHA DE ESCRITURA: 30 DE JUNIO DE 2023

EL FONDO GENERAL

DE CARDIF LUX VIE



Una complacencia excesiva

El primer semestre de 2023 ha desafiado las leyes de la gravedad. En un contexto en el que los bancos centrales han intensificado las políticas monetarias restrictivas que pusieron en marcha en 2022, los fundamentos económicos y los mercados financieros han mostrado una resistencia extraordinaria ante la subida de

los tipos de interés y las contundentes medidas aplicadas por los bancos centrales para volver a meter al «genio» de la inflación en su lámpara.

Consideramos que la infatigable lucha de los bancos centrales contra la inflación acabará con la notable resistencia que ha exhibido la actividad económica en términos relativos y que los mercados deberían experimentar una corrección antes de que finalice el año.

Los halcones de la política monetaria, en plena forma

En junio, las decisiones o las declaraciones de línea dura (hawkish) de los bancos centrales en materia de política monetaria prevalecieron en gran medida y trajeron consigo subidas de los tipos de interés inesperadas o mayores de lo previsto: a principios de junio, Australia efectuó una subida de +25 pb (hasta el 4,10%) y Canadá aumentó su tipo oficial en +25 pb hasta situarlo en el 4,75%. Por su parte, el Reino Unido, Noruega y Suiza subieron la semana pasada sus tipos en +50 pb, +50 pb y +25 pb, respectivamente. Los bancos centrales hicieron sistemáticamente hincapié en la necesidad de garantizar la estabilidad de los precios a medio plazo. A mediados de mes, los anuncios de la Reserva Federal estadounidense (Fed) —el mantenimiento de los tipos de interés en una horquilla de entre el 5,00% y el 5,25% (lo que representa una subida acumulada de 500 pb desde marzo de 2022)— y del Banco Central Europeo (BCE) —un alza de

25 pb del tipo de refinanciación hasta situarlo en el 4%— se ajustaron a las previsiones, pero Jerome Powell y Christine Lagarde indicaron claramente que su ciclo de endurecimiento no había tocado aún a su fin. Tan solo el Banco de Japón (BoJ) parece querer mantenerse al margen del endurecimiento generalizado de la política monetaria en las economías desarrolladas.

Una casualidad, sin duda hábilmente orquestada, llevó a que Andrew Bailey (el gobernador del Banco de Inglaterra), Christine Lagarde, Jerome Powell y Kazuo Ueda (el gobernador del Banco de Japón) entablasen un diálogo el miércoles 28 de junio en el marco del foro que organizó el BCE en Sintra (Portugal) sobre la temática de la estabilización macroeconómica en una coyuntura inflacionista volátil:

«No creo que la inflación vuelva a situarse en un 2% este año o el que viene, sino en 2025» (J. Powell); «No observamos suficientes pruebas tangibles de que la inflación subyacente, en particular los precios internos, se esté estabilizando y disminuyendo» (C. Lagarde); «Los datos acumulados —en concreto los relativos al mercado laboral y a la inflación, que han mostrado signos claros de persistencia— nos han llevado a concluir que debíamos adoptar una medida contundente» (A. Bailey). «El banco central tendría motivos de peso para modificar su política monetaria si pasase a tener una certeza razonable de que la inflación protagonizará una aceleración en 2024 tras un periodo de moderación, pero siguen existiendo importantes incertidumbres en cuanto a este escenario» (K. Ueda).

La inflación y nada más que la inflación

Después de haber considerado que revestiría un carácter temporal, padecido su drástica aceleración, subido los tipos oficiales y esperado los primeros signos que apuntasen a un cambio de tendencia, los bancos centrales quieren ahora comprobar de primera mano que la inflación se está

ralentizando y asegurarse de que no va a volver a experimentar una aceleración en un futuro próximo.

Tomamos buena nota de ello y, aunque seguimos convencidos de que la sorprendente resistencia de la economía estadounidense acabará dando paso a un crecimiento menos sostenido a finales de año y de que la zona del euro registrará varios trimestres adicionales de crecimiento muy moderado del PIB, creemos que los bancos centrales no bajarán sus tipos oficiales a corto plazo.

Para empezar, el ciclo de endurecimiento de la política monetaria no ha terminado del todo (incluso si, por definición, su final está cada vez más próximo). Por otro lado, la persistencia de la inflación subyacente llevará a los bancos centrales a mantener sus tipos oficiales en niveles restrictivos (es decir, por encima del tipo neutro) incluso ante un crecimiento endeble.

La era de las políticas monetarias «preventivas» ha pasado definitivamente a la historia: resulta poco probable que los bancos centrales recurran al argumento del desfase temporal que se da entre la toma de una medida relativa a los tipos oficiales y sus efectos sobre la economía (que suele ser de seis meses, según las estimaciones) para desencadenar una flexibilización de la política monetaria antes de estar seguros de que la inflación ha vuelto a situarse en el 2%.

En este sentido, la ralentización del crecimiento de la concesión de créditos al sector privado en la zona del euro y el reembolso de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) no serán los elementos que desencadenarán un cambio de tendencia en el plano de la política monetaria. Desde el pasado noviembre, los bancos han reembolsado, con carácter anticipado o no, un total de 1.489.100 millones de euros de estas TLTRO (de los cuales 506.300 millones de euros se reembolsaron el 28 de junio), una medida que podría acabar llevando a los bancos a endurecer las condiciones de concesión de préstamos (incluso si el excedente de liquidez continúa siendo muy abundante).

¿Qué hay de la actividad? ¿Debemos seguir supervisándola?

Por supuesto que sí, pero siendo conscientes de que, durante los próximos trimestres, los bancos centrales realizarán un seguimiento aún mayor («diseccionarán», por retomar el término que empleó Christine Lagarde) de la evolución de los precios. Cabe destacar que las últimas noticias que nos llegan de los países de la zona del euro resultan bastante alentadoras: los índices de precios al consumo correspondientes al mes de junio se situaron ligeramente por debajo de las expectativas en Italia, España y varias regiones alemanas. Con todo, no olvidemos el refrán de que «una golondrina no hace verano». Por tanto, no debemos considerar que uno o dos datos constituyen una tendencia.

Hace tan solo unos meses, los inversores se habrían apoyado sin lugar a dudas en estos resultados y en el deterioro de las encuestas sobre la actividad en la zona del euro para desechar sus previsiones de que los bancos centrales continuarían subiendo los tipos oficiales.

En efecto, los resultados preliminares de las encuestas relativas al PMI (el «índice de gestores de compras», por sus siglas en inglés) en la zona del euro pusieron de manifiesto un claro descenso del índice compuesto, que pasó de 52,8 a 50,3 (su nivel más reducido desde enero), una disminución que se observó en el sector manufacturero y en el de servicios. El retroceso del índice en el sector servicios fue especialmente marcado en Francia (al pasar de 52,5 a 48: el nivel más bajo de los últimos 28 meses). En paralelo, la confianza de los hogares franceses repuntó, pero el índice continúa claramente por debajo de su media a largo plazo (y por debajo de los umbrales alcanzados durante la pandemia) y el clima empresarial en el sector industrial resulta algo mejor que en mayo. Si nos atenemos a los registros históricos, el nivel que marcaron los índices PMI en el segundo trimestre corresponde a una contracción del PIB del 0,5%. Esto contrasta con el último informe coyuntural del Instituto Nacional de Estadística y de Estudios Económicos de Francia (INSEE), donde el organismo prevé un crecimiento del PIB muy moderado para el resto del año (+0,1% en el segundo y tercer trimestre seguido de un alza del 0,2% en el cuarto trimestre). El Banco de Francia también contempla una subida del 0,1% para el segundo trimestre.

En Alemania, el índice PMI del sector manufacturero cayó hasta 41, lo que representa su nivel más reducido de los últimos 37 meses. Por su parte, el índice del sector servicios cayó de 57,2 a 54,1: la cota más baja de los últimos tres meses. Por otro lado, el clima empresarial medido por el instituto IFO registró un empeoramiento que resultó especialmente marcado en el componente que refleja las perspectivas. Los índices borraron las mejoras observadas desde principios de año, y los niveles alcanzados en junio reflejan que la economía alemana ha entrado en recesión. Pese a ello, el Bundesbank prevé un ligero aumento del PIB en el segundo trimestre.

Cuando el crecimiento resulta débil, es mejor evitar la inflación.

¿Cuáles son las consecuencias sobre las principales clases de activos?

Bonos

Poco podemos añadir más allá de reiterar que los bancos centrales no disponen de más información de la que tenemos nosotros y que se les debe juzgar por sus actos y por la voluntad que muestran en lugar de por sus previsiones o por el éxito potencial de sus medidas. Por tanto, consideramos que resulta demasiado pronto para pensar en recortes de tipos o en un cambio de orientación inminente de la política monetaria, salvo que se produzca un acontecimiento exógeno de tipo geopolítico (o sanitario...).

En consecuencia, nuestro posicionamiento en los tipos largos continúa siendo comedido y creemos que todavía es algo pronto para adoptar posicionamientos más importantes en estos vencimientos largos de la curva. En efecto, los tipos de referencia siguen estando en niveles mucho más reducidos que el tipo de referencia monetario, lo que crea una curva invertida que es sinónimo de recortes de tipos y que, por tanto, no se ajusta a las medidas a largo plazo de los bancos centrales. Las primas de crédito son menores que en los vencimientos cortos, dado que solo encontramos a emisores de elevada

calidad, lo que no permite tener acceso a rendimientos lo suficientemente importantes como para absorber la posible volatilidad de estos vencimientos (por ejemplo, en caso de que los mercados tomen conciencia de que los bancos centrales no van a dar marcha atrás y en caso de que la curva se aplane o incluso vuelva a presentar una inclinación «clásica»). Por último, estos posicionamientos en el tramo largo de la curva son de tres tipos, y ninguno de ellos está ligado a la búsqueda de la mejor relación riesgo/rentabilidad:

- Una cuestión normativa: un gran número de inversores institucionales aumentaron su riesgo de crédito durante la pasada década para compensar el hecho de que los tipos del mercado se situaban en niveles muy bajos, al tiempo que reducían su duración. La subida de los tipos, que ha resultado muy significativa en términos relativos pero que, en última instancia, ha sido moderada en términos absolutos, ha dado lugar a que se produzca una ola de compras de bonos de elevada calidad y con vencimientos largos.
- La inquietud: tras la volatilidad extrema de los últimos años, que se saldó con la caída generalizada de 2022, la confianza de muchos inversores o gestores por cuenta de terceros se resintió. Estos percibieron los bonos de elevada calidad con vencimientos largos que ofrecían un rendimiento del 3% o del 4% como una garantía para recuperar la tranquilidad.
- La especulación: después de una década de tipos en cotas bajas y de aplicación de medidas reiteradas y de gran calado por parte de los bancos centrales para brindar apoyo a los mercados financieros, un gran número de operadores consideraron que estos no podrían adoptar una actitud más restrictiva y apostaron por el sesgo continuista y por el sesgo optimista. Este enfoque implica olvidar que las crisis ya se han producido y que, por tanto, ya están descontadas, que la inflación constituye el tema al que más prioridad otorga un banco central, que dicha inflación resulta favorable desde el prisma de la reducción del endeudamiento público y, por ende, puede mantenerse en un nivel ligeramente superior a los objetivos a costa de aplicar una política algo menos restrictiva de lo necesario pero durante mucho más tiempo y, finalmente, que en Europa dicha inflación es en gran parte exógena y los Estados la compensan parcialmente, lo que la mantiene en cotas elevadas y limita los efectos recesivos.

Destacamos dos últimos puntos en términos de asignación y de gestión del riesgo:

- Si bien consideramos que, en términos generales, los vencimientos largos son relativamente poco atractivos, los bonos de las entidades financieras —gracias a que tienen unas necesidades de emisión considerables y a la crisis que atravesaron el pasado mes de marzo— pueden ofrecer unas primas muy altas en estos vencimientos y representar un segmento de inversión significativo, especialmente los valores subordinados Tier 2. Cabe matizar nuestro posicionamiento en este segmento precisando que únicamente invertimos en bancos minoristas con una red física de sucursales que ofrecen visibilidad y que a menudo tienen un carácter mutualista, en lugar de en bancos

de inversión o en bancos excesivamente ligados a los mercados financieros o a un sector o clase de activos en concreto.

- En un contexto en el que los tipos han repuntado considerablemente, disponemos de un posicionamiento en bonos centrado en la protección que nos permitirá limitar la volatilidad de las carteras en caso de reavivamiento de las tensiones (vinculadas, en particular, a los efectos de la subida de los tipos, que sigue poco descontada en las valoraciones).

Acciones

El valor de una acción es la suma actualizada de sus ingresos futuros esperados, que reflejan el valor en el tiempo del dinero y el riesgo inherente a la materialización de estas ganancias futuras.

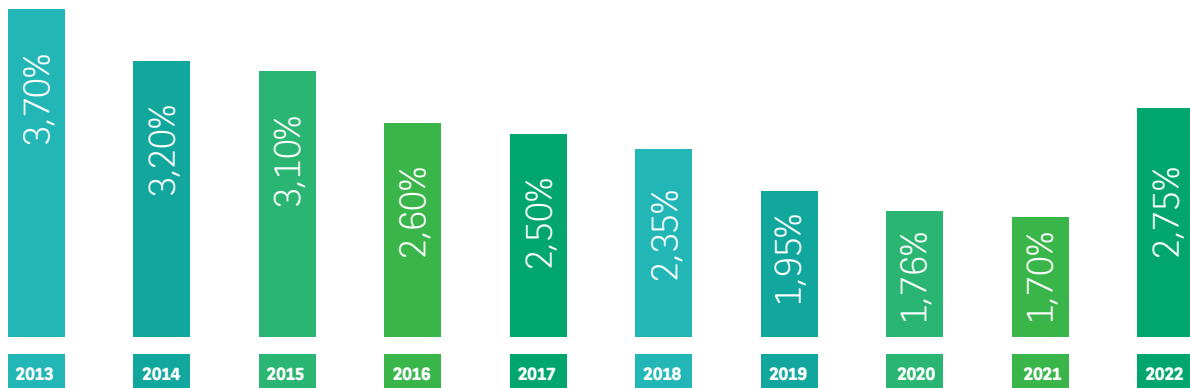
La política monetaria y la estrecha supervisión del ciclo de las políticas monetarias se sitúan sin lugar a dudas en el núcleo de nuestro proceso de observación de los ciclos de la actividad y del crédito. Así, los estímulos fiscales que aplicaron los bancos centrales para hacer frente a los desajustes provocados por la pandemia de COVID-19 proporcionaron a la economía un colchón temporal capaz de amortiguar las medidas restrictivas de estos mismos bancos centrales. Dicho colchón permitió mantener a raya los efectos negativos de las políticas monetarias restrictivas sobre la actividad económica. Del mismo modo, nos llevó a aplazar nuestro posicionamiento defensivo en las acciones.

No obstante, tenemos muy presente que existe una confluencia de los principales factores que dan lugar a una recesión: (i) una curva de tipos invertida, (ii) las variaciones interanuales de los indicadores económicos adelantados (ciertos indicadores cambian antes de que la economía muestre indicios de cambio, como aquellos relativos a la confianza de los consumidores, las licencias de construcción o los inventarios) y (iii) la brecha entre los tipos de los fondos federales y nuestra estimación del tipo de equilibrio.

Preveamos que el precio de las acciones caerá antes de que acabe el año y seguimos infraponderados en esta clase de activos. Estas últimas semanas, hemos reducido nuestra exposición a las acciones de manera constante para plasmar la adopción de una postura más prudente. Las perspectivas sobre los beneficios no reflejan el escenario más probable, es decir, que se produzca una recesión moderada derivada del proceso de endurecimiento de la política monetaria que la Reserva Federal estadounidense inició en marzo de 2022. Las empresas han logrado mantener sus márgenes al repercutir los aumentos de precios a sus clientes, pero esta dinámica debería tocar a su fin. Por último, la liquidez, que respaldó las rentabilidades de las acciones (que se concentraron en gran medida en los valores tecnológicos), corre el riesgo de pasar a resultar menos abundante.

Arnaud MIROUDEL
Directeur de la Gestion d'Actifs

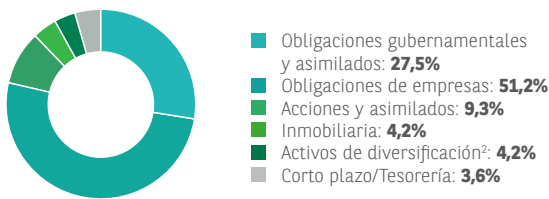
HISTORIAL DE LAS RENTABILIDADES BRUTAS DEL FONDO GENERAL¹



LA GESTIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE AL 30/06/2023

Capitalización del Fondo General (en valor bursátil): aproximadamente 7,3 millones de EUR.

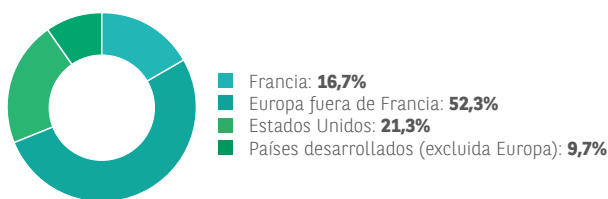
COMPOSICIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE



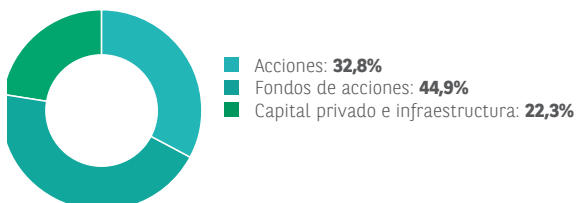
COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES

Exposición al riesgo de acciones limitada del 9,3%. La sensibilidad del mercado de renta variable (beta) de la cartera es del 7,6%.

DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES POR ZONA GEOGRÁFICA



DETALLES DEL SECTOR DE RENTA VARIABLE POR NATURALEZA



COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO

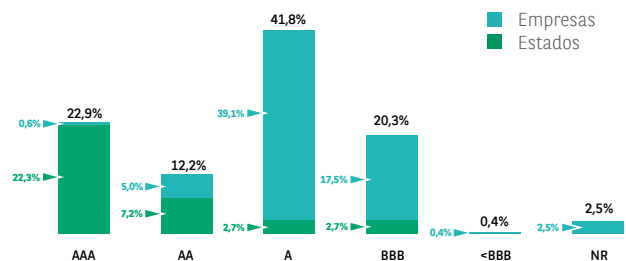
La sensibilidad a los tipos de interés globales de nuestra cartera está cerca de 5,2.

DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO POR RATING

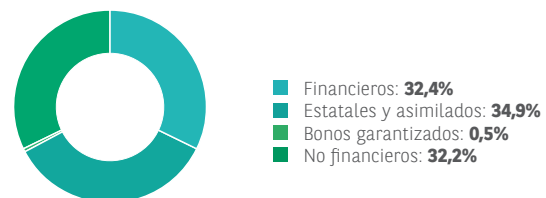
La calificación crediticia de la cartera de renta fija es de muy buena calidad, con una calificación media de "A".

Calificación³ de las obligaciones estatales en cartera a 30/06/2023:

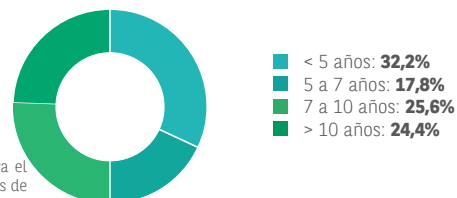
AAA: Luxemburgo, Alemania, Países Bajos, USA, Agencias europeas
AA: Finlandia, Francia, Bélgica, Austria
A: Eslovaquia, España, Chile
BBB: Italia



DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO POR TIPO DE EMISORES



CALENDARIO DE VENCIMIENTO DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO



1- 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.