



## EL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE

FECHA DE ESCRITURA: 15 DE ENERO DE 2024



### EL GIRO RADICAL DE LOS BANCOS CENTRALES ¿ES UN FUEGO ARTIFICIAL O UN FUEGO FATUO?

Con la escalada espectacular de noviembre y diciembre, los mercados aclamaron el giro de los bancos centrales hacia futuros recortes de tipos, tal como se celebra la llegada

del año nuevo con espectaculares fuegos artificiales en todo el planeta. ¡Ahora bien, aunque los fuegos se lanzan todos a medianoche, esta hora no es la misma en todas partes! Pues bien, lo mismo ocurre con los agentes económicos: los mercados celebraron 2024 encendiendo la mecha mucho antes que los bancos centrales, que no viven en el mismo huso horario.

Pero más allá de este desfase en el impulso, no puedo dejar de observar la realidad: el mercado laboral muestra signos de debilidad, los beneficios empresariales son más débiles de lo esperado y la recesión es sigilosa o real. Todos los indicadores adelantados apuntan a una desaceleración más acusada de la actividad, pese a los cuantiosos apoyos presupuestarios.

Aunque la inflación global se desacelera, sigue estando por encima de los objetivos de los bancos centrales. Por tanto, es probable que mantengan la cautela a corto plazo y no inicien su programa de recortes de tipos a corto plazo hasta mediados de 2024. ¿Demasiado tarde? Seguramente, más tarde de lo que piensan algunos inversores; y desde luego, más tarde y con menos fuerza de la necesaria. ¡Un fuego fatuo! Así pues, el año comienza con la perspectiva cierta de una bajada de los tipos de referencia de los bancos centrales, pero cuyo calendario y magnitud son inciertos y podrían dar lugar a una sucesión de expectativas y decepciones, provocando volatilidad en los mercados.

Gracias a las acertadas decisiones de gestión tomadas en 2023, se ha reforzado la solidez de nuestro fondo y se ha creado un margen de maniobra adicional, que utilizaremos para aprovechar oportunidades. Por ello, abordamos el 2024 manteniendo más que nunca nuestra prioridad, consistente en crear valor a medio plazo para nuestros asegurados.

### ENTORNO MACROECONÓMICO

¡Sólo hizo falta una chispa, un pequeño gesto, para incendiar los mercados! Las buenas cifras de inflación y la comunicación conciliadora de los bancos centrales están detrás de la fuerte caída de los tipos de interés a largo plazo. El mercado ha conseguido su Santo Grial: el giro está allí ¡al alcance de la mano! Christine Lagarde ha declarado varias veces que la subida de tipos había ya terminado en Europa. En cuanto a Jerome Powell, él mismo ha mencionado un panorama de bajadas de tipos en Estados Unidos. La magnitud y velocidad de este repunte deben haber incomodado a los bancos centrales. Sus comentarios más restrictivos a principios de año han moderado el entusiasmo del mercado. Lo que les impide actuar con rapidez es su temor a que una relajación excesiva y demasiado rápida de las condiciones financieras pueda provocar un relanzamiento prematuro de la economía.

En Estados Unidos, las autoridades monetarias quieren acompañar un aterrizaje suave de la economía. A día de hoy, la probabilidad de que esto ocurra es elevada, pero la Fed cree que hay que estar alerta: dar a entender que se ha ganado la batalla contra la inflación podría provocar una reactivación de la confianza y, por tanto, del consumo y la inversión. Un repunte de este tipo podría ser mal percibido por los mercados, dado que la desaceleración económica no es suficientemente acusada.

En Europa, la economía lleva varios trimestres estancada, e incluso en recesión, como en Alemania. Es probable que el BCE no desea acentuar esta ralentización, pero no pierde de vista la inflación global, que sigue alimentada por las subidas salariales. También es necesaria la vigilancia, y cualquier decisión de bajar los tipos debería aplazarse hasta después de mediados de 2024.

El giro tan esperado de los bancos centrales de EE.UU. y Europa ya está aquí, pero todo lo que podemos informar hasta ahora es un "giro débil". En cuanto a la economía china, motor del crecimiento mundial hasta hace poco tiempo, le está costando recuperarse tras el levantamiento de las draconianas restricciones anti-Covid, y se ve lastrada por un sector inmobiliario en plena crisis.



Un entorno fuertemente deflacionista, un crecimiento débil y la caída de los precios por metro cuadrado en prácticamente todas las ciudades del país han llevado a los políticos a tomar medidas. Hasta ahora, sin embargo, se han limitado a medidas específicas a pequeña escala. En 2024 habrá que tomar decisiones firmes, con nuevos recortes de tipos y estímulos presupuestarios.

En conjunto, el contexto mundial, con una recesión mundial evitada y una inflación a la baja, es bastante favorable para los activos financieros. Esto es lo que provocó el repunte de noviembre y diciembre tras los turbulentos meses de septiembre y octubre. No obstante, estos picos de volatilidad podrían repetirse en 2024, nuevamente impulsados por los tipos de interés, pero también por los beneficios empresariales, que deberían aparecer por primera vez a partir de mediados de enero. El nivel de los márgenes y las perspectivas empresariales serán decisivos para el comportamiento de los mercados de renta variable a principios de 2024.

## ESTRATEGIAS DE RENTA FIJA

Nuestra estrategia de 2023 podría resumirse en *"!Back to basics"* (volver a lo básico), aunque ello enmascare muchas actuaciones de gestión.

Hemos aumentado considerablemente la duración de nuestra cartera en otoño de 2023, sobre todo en los picos de octubre, cuando el bono alemán a 10 años (Bund) se acercaba al 3%. Estas compras, principalmente de deuda soberana europea, principalmente del núcleo, aumentaron considerablemente en el repunte de finales de año.

En el 4º trimestre en Europa, el comportamiento de los bonos soberanos superó al de los bonos con grado de inversión, que a su vez superaron al de los bonos de alto rendimiento. Los mercados compraban bonos mecánicamente, lo cual empujaba los precios al alza y los intereses a la baja.

Las motivaciones de los inversores podrían ser totalmente diferentes y no estar correlacionadas, siendo quizá lo único en común el hecho de que el tipo de interés absoluto era significativo y que se acercaba el final del año, recordando a los que habían preferido esperar a lo largo de 2023, que el tiempo había pasado... Muchos compraron sin fijarse necesariamente en el tipo relativo comparado con lo que los bonos podrían haber rendido anteriormente, o eligiendo precisamente el punto de la curva o la categoría de bonos con rendimiento más elevado.

En el comienzo del nuevo año, finalizó la compra de emergencia en el "mercado indiferenciado" y se constituyó un mercado primario muy abundante. Muy pronto, una parte significativa del tensionamiento de finales de año se evaporó, provocando un retroceso en el rendimiento de los bonos. Los rendimientos subieron en todos los frentes: el Bund alemán a 10 años pasó del 1,90% al 2,30% desde su mínimo de diciembre, el estadounidense a 10 años del 3,80% al 4,10% y la prima de crédito media del segmento «crossover», que representa a las empresas de calidad media, pasó de 310 a 335 puntos básicos. En total, por lo tanto, los inversores a principios de este año podían lograr entre 30 y 60 puntos básicos de rentabilidad anual adicional en comparación con finales del año pasado, a pesar de que nada había cambiado salvo el sentimiento del mercado...

Este retroceso no es una advertencia de que los bonos ya no son atractivos, sino que se refiere al hecho de que el final del año había sido excesivo. Los mercados ya anularon uno de sus múltiples recortes de tipos previstos, dado que los bancos centrales estadounidense y europeo advirtieron de la escasa probabilidad de una bajada de tipos a finales del primer trimestre. Las estadísticas económicas, en particular la inflación estadounidense, también atenuaron las exageraciones, al mostrar que determinados sectores siguen siendo motores de la inflación, sobre todo los alquileres inmobiliarios.

Aunque el crédito privado sigue siendo caro, aprovechamos la abundancia del mercado primario para aumentar progresivamente nuestra exposición, acompañando la subida actual de los rendimientos. Sin embargo, somos extremadamente selectivos en el mercado primario. Aunque estos nuevos bonos parecen muy fáciles de colocar, esto no significa que sean atractivos para los inversores: las primas de crédito son bajas, entre 10 y 30 puntos básicos, a pesar de que en el pasado trimestre los rendimientos se habían estrechado en más de 200 puntos básicos. Por lo tanto, hay muy pocas "oportunidades excelentes" en este momento, ya que los rendimientos son, en general, inferiores a los de la mayor parte de 2023.

## ESTRATEGIAS DE RENTA VARIABLE

Los principales índices de renta variable están cerca de sus máximos, pero algunos de ellos se mueven en la dirección equivocada. En el caso del S&P500, los "7 Magníficos" explicaron casi toda la subida.



Los otros 493 valores, por término medio, están estancados. Muchos valores están aún lejos de sus máximos. Y en el otro lado del espectro, las empresas de pequeña y mediana capitalización sufrieron mucho. El tensionamiento monetario, la subida de los tipos de interés a largo plazo, el descenso de la liquidez y el endurecimiento de los criterios de concesión de créditos a los bancos van a dejar su huella.

Mantenemos una ligera infraponderación en nuestra asignación a la renta variable iniciada en el verano de 2023, lo que refleja nuestra cautela a medio plazo sobre esta clase de activos. En nuestra opinión, 2023 ha tomado prestado parte del crecimiento de 2024, y los mercados han comprado beneficios futuros que no existirán, esperando una relajación milagrosa que sin duda no se producirá. La febrilidad de los mercados bursátiles a principios de enero sugiere que algunos inversores empiezan a tomar distancia...

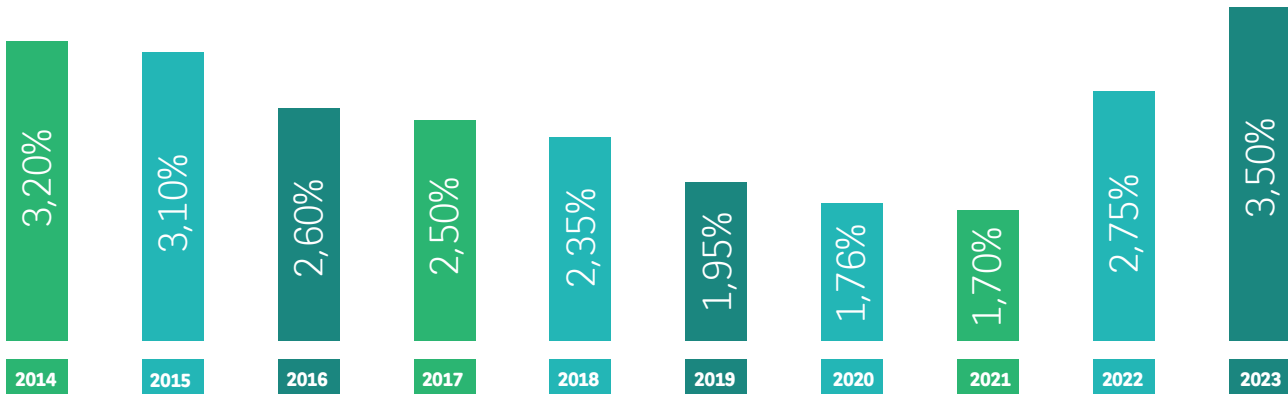
En términos de preferencia geográfica, mantenemos nuestra sobreexposición a los mercados estadounidenses en comparación con Europa, debido en parte a la mayor resistencia del crecimiento estadounidense.

Por último, cualquier debilidad del mercado de renta variable en 2024 podría aprovecharse para aumentar nuestra exposición.

---

**Arnaud MIROUDEL**  
*Director of Asset Management*

### HISTORIAL DE LAS RENTABILIDADES BRUTAS DEL FONDO GENERAL<sup>1</sup>



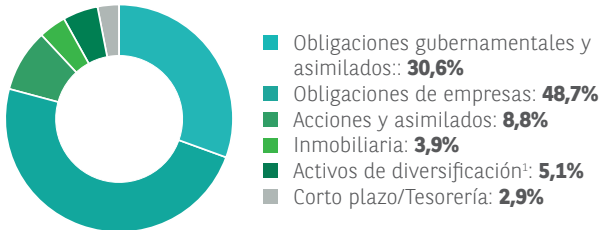
1- Los datos de rentabilidades pasadas no constituyen ni una garantía ni una limitación para el futuro. En las rentabilidades no se tienen en cuenta los costes de gestión de los instrumentos de inversión.



## LA GESTIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE AL 31/12/2023

Capitalización del Fondo General (en valor bursátil): aproximadamente: **7,5 millones de EUR.**

### COMPOSICIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE

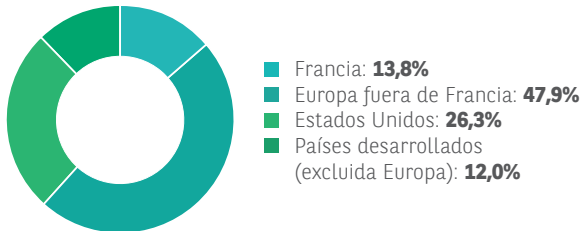


### COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES

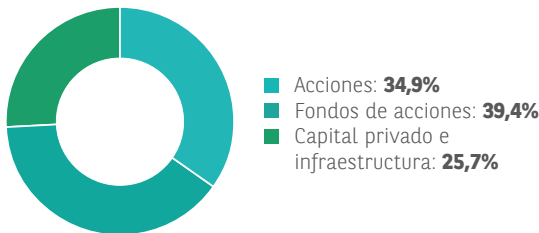
Exposición al riesgo de acciones limitada del **8,84%**.

La sensibilidad al mercado de acciones (beta) de la cartera es **6,91%**.

#### 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 **5,6**.

#### 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".

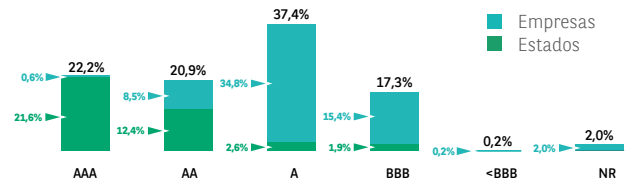
#### Calificación<sup>2</sup> de las obligaciones estatales en cartera a 31/12/2023 :

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

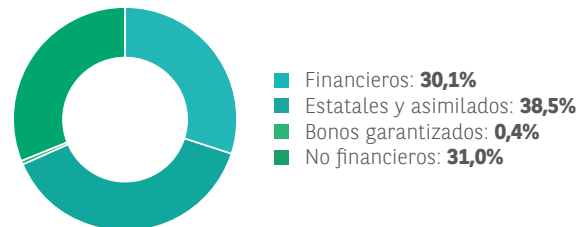
**AA :** Finlandia, Francia, Bélgica, Austria

**A :** Eslovaquia, España, Chile

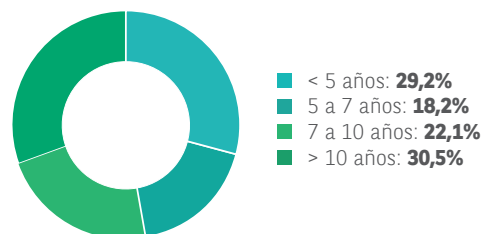
**BBB :** Italia



#### Detalle del compartimento de credito por tipo de emisores



#### Calendario de vencimiento del compartimento de credito



1- Fondos de deudas emergentes, high yield & Fondos alternativos.

2- Calificación crediticia media de las tres agencias Standard & Poor's, Fitch y Moody's.