



## EL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE

FECHA DE ESCRITURA: 10 DE JULIO DE 2024



### UNA PRIMA A LA FLEXIBILIDAD

Hace ya casi 18 meses que llevamos escribiendo en nuestras publicaciones, o diciendo en nuestras presentaciones, que es esencial seguir siendo ágiles en nuestras asignaciones y posicionamiento de duración, dado el incierto

contexto macroeconómico y la inestabilidad del entorno (geo)político.

Este primer semestre del año valida nuestro enfoque moderado en cuanto a la adopción de riesgos, basado en nuestras principales convicciones para 2024: tipos de interés que siguen siendo volátiles durante una parte del año, entorno macroeconómico menos prometedor que en 2023, y unos tipos que se mantienen elevados durante más tiempo.

Todo ello, evidentemente, merece algunas explicaciones.

### INCERTIDUMBRE SOBRE LOS TIPOS DE INTERÉS

Aunque el Banco Central Europeo empezó a bajar sus tipos de interés el pasado 6 de junio, las políticas monetarias siguen siendo inciertas, dado que la macroeconomía se ha mantenido resistente durante el primer semestre del año. Estas políticas monetarias son el factor determinante de los mercados financieros, y sobre ellas inciden las convulsiones económicas, geopolíticas, políticas y sociales relativamente degradadas en Europa y su entorno.

Las mayores interrogantes se refieren a la economía estadounidense. A medida que se van publicando las estadísticas, los agentes económicos intentan anticipar el ritmo de bajadas de tipos del Banco Central, que define su política como «dependiente de los datos». Hace algunas semanas, una serie de estadísticas relacionadas con el consumo dejaba entrever el aterrizaje suave que esperábamos. Era una buena noticia, acompañada de cifras de inflación moderadas. Los

tipos de interés estadounidenses a largo plazo empezaron a bajar de nuevo, y la perspectiva de un recorte de los tipos a corto plazo por parte de la Reserva Federal volvió a ser probable a finales del verano. Pero últimamente se ha reavivado la incertidumbre, ante la fortaleza recuperada por algunas cifras empresariales. La confianza de los consumidores ha aumentado, y el mercado laboral ha dado muestras de una solidez renovada. Las declaraciones contradictorias de los distintos miembros de la Reserva Federal contribuyen a difuminar el mensaje.

Mantenemos nuestra perspectiva de desaceleración moderada de la actividad en Estados Unidos. Lo confirman las últimas cifras de empleo, peores de lo previsto a principios de julio. Las anteriores subidas de tipos se van difuminando poco a poco a través de la economía. Se ha derretido la reserva de ahorro que quedó tras la pandemia de Covid, y ello debería contribuir a frenar el consumo de los hogares. La actividad industrial estadounidense se está desacelerando desde hace ya varios meses. Actualmente, el principal motor de la economía son los servicios. Este motor debería ir gradualmente perdiendo fuerza.

En cuanto a la inflación, las estadísticas oscilan entre sorpresas buenas y malas. En conjunto, los índices retroceden, pero siguen por encima del 2% fijado como objetivo. Entre las cuestiones que se deben vigilar están los salarios, cuya reciente moderación requiere confirmación, y el sector inmobiliario, que sigue siendo un componente clave de la inflación estadounidense. También han vuelto a subir los precios del transporte marítimo, al persistir los problemas de inseguridad en el Mar Rojo. Por último, algunas materias primas, como el cobre, se están recuperando, mientras que, a pesar de las tensiones internacionales, el crudo ha bajado recientemente.

Estos mensajes contradictorios sobre actividad e inflación dificultan prever la actuación futura del Banco Central. En todo caso, mantenemos nuestra hipótesis de una primera bajada de tipos en septiembre, posiblemente seguida de otra en 2024. Este movimiento debería continuar en el año 2025.



En Europa, las cosas parecen estar más claras. La economía sigue débil, a pesar de un ligero repunte, y la inflación se acerca ya a los niveles deseados. No obstante, debemos seguir atentos a los precios, en vista de los posibles factores agravantes, como los salarios y las materias primas. El Banco Central Europeo inició un primer recorte de tipos de 25 puntos básicos en junio, y posteriormente ha comunicado que se basará en un análisis objetivo y pragmático. Una discordancia temporal de las políticas monetarias no puede mantenerse mucho tiempo.

En Asia, la economía china se recupera poco a poco, pero sigue por debajo de las expectativas del Gobierno. Aún son posibles nuevos estímulos monetarios y fiscales, y esperamos un crecimiento ligeramente mayor en los próximos trimestres. Tanto China como Asia en su conjunto deberían contribuir a la fortaleza futura de la actividad mundial.

El panorama económico es, pues, bastante alentador, pero seguimos a merced de un empeoramiento de la situación geopolítica, con Ucrania y Oriente Medio como principales puntos de tensión. Esto lo tenemos presente en nuestra política de gestión.

### RENTA VARIABLE: LA MICROECONOMÍA Y LA VALORACIÓN PRIMAN SOBRE LA MACROECONOMÍA

Aunque los principales índices mundiales se mantienen cerca de sus máximos históricos, ocultan grandes disparidades: los valores tecnológicos y los bienes de lujo explican en gran medida la evolución al alza de estos índices.

Entre los protagonistas del mercado hay un número limitado de valores: Nvidia acapara más atención que el FOMC! Por encima de los indicadores macroeconómicos, que quedan relegados a un segundo plano, prevalecen, sobre todo, la microeconomía y la valoración. A corto plazo, no vemos factores que puedan interrumpir esta trasposición de la jerarquía de fuerzas presentes. No obstante, seguiremos de cerca la evolución de la campaña presidencial estadounidense durante el próximo mes.

### C'EST LA VIE (NO TRADUCIR)

Por último, no podíamos obviar la situación francesa, y el periodo de incertidumbre, desfavorable para el mercado, que se deriva de la decisión tomada por el

presidente Macron el domingo 9 de junio, de disolver la Asamblea Nacional.

En el momento de escribir estas líneas, tras la segunda vuelta de las elecciones legislativas, la situación política está muy lejos de aclararse. El abanico de posibilidades para la formación de un nuevo gobierno sigue siendo amplio, y los principales temores de los mercados se refieren a la fiscalidad y el gasto público. Lo corrobora la distancia entre el OAT y el Bund (respectivamente, bono del Tesoro francés y alemán). La prima de riesgo de la deuda francesa está en su nivel más alto desde 2020, con el diferencial a 10 años frente al Bund estabilizado en algo menos de 70 puntos básicos (pb) tras haber divergido más de 30 pb en pocos días, y llegando a superar los 80 pb el 27 de junio.

La disciplina presupuestaria es un tema sensible para los mercados, y la actual incertidumbre política agrava la situación de un Estado tan generoso. El 19 de junio, la Comisión Europea abrió contra Francia un procedimiento por déficit excesivo. Hace menos de un mes, la agencia S&P rebajó la calificación de Francia a «AA-». Por su parte, Moody's advirtió a principios de julio que el resultado electoral enviaba una señal negativa para la calificación crediticia de la deuda francesa.

Se plantea la pregunta de un posible contagio más allá de las fronteras de Francia. Por el momento, los demás mercados europeos sólo se han visto ligeramente afectados, y el impacto se ha limitado a los valores internos europeos, empezando por los bancos. Los mercados estadounidenses parecen totalmente inmunes (el 75% de los beneficios del S&P 500 se obtiene en Estados Unidos).

Desde un punto de vista más general, esta inestabilidad política, con la presión de los mercados sobre las primas de crédito del Estado francés, pilar de la Zona del euro, añade, a medio plazo, un elemento importante en el balance del Banco Central para su política monetaria. Razones de estabilidad, y la necesidad de evitar una crisis sistémica o la ruptura de la Zona del euro, fueron la causa principal de que el Sr. Draghi soltara su «Bazooka» en 2012. Aún estamos lejos de eso, pero Francia es un pilar fundamental de la Zona Euro, y si sus tipos de interés se desvían demasiado, podría ser el detonante de una crisis más amplia. Por lo tanto, creemos que estas turbulencias francesas podrían, con el tiempo, dar lugar a una ligera aceleración de los recortes de los tipos directores, lo cual



aboga en favor de que los inversores intensifiquen la inversión en renta fija, mantengan o amplíen la duración y continúen la evolución desde los bonos High Yield (de alto rendimiento) a los Investment Grade (categoría de inversión), que resultan más protectores en tiempos de tensión.

### LAS VENTAJAS DEL FONDO EN EUROS DE CARDIF LUX VIE

En consonancia con su estrategia de diversificación y flexibilidad, el fondo general de Cardif Lux Vie está relativamente bien protegido contra este riesgo francés, con sólo un 7% de exposición al OAT. Además, el fondo no invierte en organismos públicos ni en empresas públicas que coticen. La exposición del crédito a las empresas financieras o corporativas francesas sigue siendo medida y se refiere a nombres de calidad y/o valores ampliamente garantizados.

Más allá de la solidez y la diversificación de sus inversiones, el fondo Cardif Lux Vie euro se beneficia de las numerosas ventajas de Luxemburgo, especialmente en materia de seguridad y garantías.

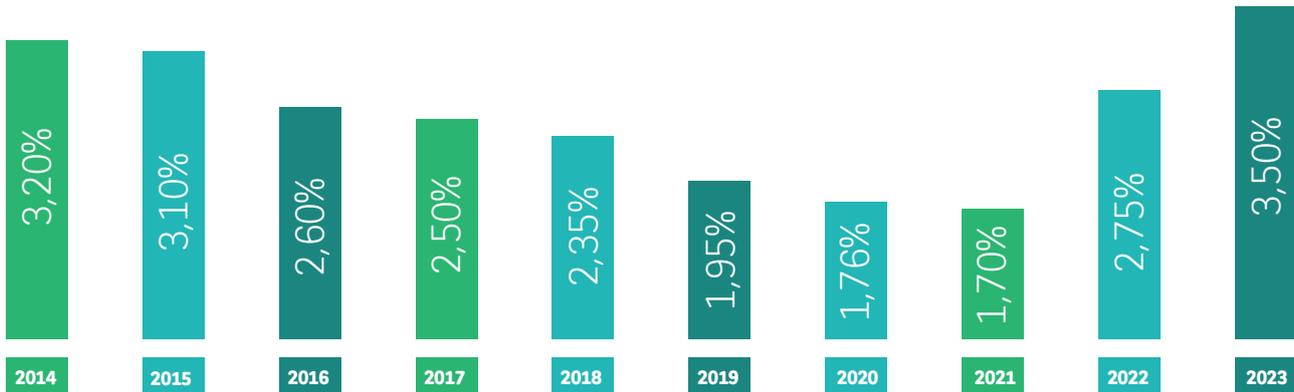
Por último, para los inversores y asegurados franceses, tiene la ventaja de no estar reasegurado por un fondo francés; por lo tanto, no está sujeto a la ley Sapin 2, cuya activación en Francia bloquearía la posibilidad de rescatar total o parcialmente la póliza.

Les deseamos un buen verano a todas y todos.

---

**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 28/06/2024**

Capitalización del Fondo General (en valor bursátil): aproximadamente: **7,59 millones de EUR.**

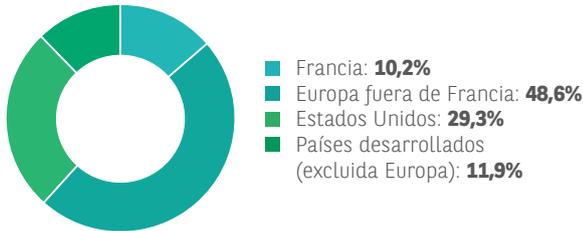
**COMPOSICIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE**



**COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES**  
Exposición al riesgo de acciones limitada del **9,65%**.

La sensibilidad al mercado de acciones (beta) de la cartera es **7,65%**.

**Detalle del compartimento de acciones por zona geográfica**



**Detalles del sector de renta variable por naturaleza**



**COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO**

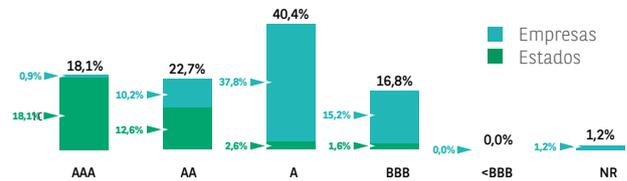
La sensibilidad a los tipos de interés globales de nuestra cartera está cerca de **6,29**.

**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 28/06/2024:**

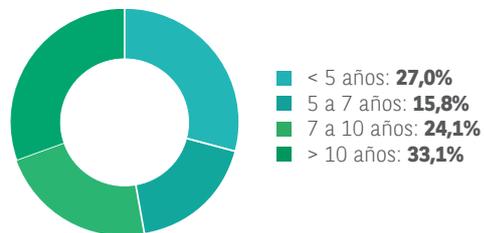
- AAA :** Luxemburgo, Alemania, Países Bajos, USA, Agencias europeas
- AA :** Finlandia, Francia, Bélgica, Austria
- A :** Eslovaquia, España, Chile
- BBB :** Italia



**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.