



REDACCIÓN FINALIZADA EL 3 DE ENERO DE 2020

EL FONDO GENERAL

DE CARDIF LUX VIE



Cerramos el año con cierto respiro: se ha evitado el riesgo de que las principales economías del mundo entren en recesión, al menos por algunos trimestres... El origen de este apaciguamiento está principalmente en el pragmatismo de los Bancos Centrales, en particular de la FED, para contrarrestar la recesión industrial, la cual había culminado a mediados

del verano. Desde luego, las incertidumbres asociadas al cuestionamiento brutal de la mundialización del comercio y de las cadenas de valor afectaron fuertemente a las grandes empresas industriales exportadoras, en particular a las empresas automovilísticas alemanas, cuyo modelo de negocio crea cierto debate en cuanto al cumplimiento de los objetivos de la transición energética.

La Reserva Federal de EE.UU., al rebajar tres veces sus tipos de interés de referencia y reinyectar liquidez en el sistema bancario, ha permitido restablecer la confianza de los inversores y de los jefes de empresa sin que ello suscite temores de que se formen burbujas en el mercado inmobiliario o de que se dispare la inflación, que sigue controlada en torno al 2%. Al unísono con su homóloga, el BCE relanzó un programa mensual de recompra de activos por 20.000 millones de euros y bajó el tipo de interés de los depósitos del 0,1% al -0,5% con el fin de reavivar las expectativas de inflación. Al mismo tiempo, bajo el impulso de Christine Lagarde, inició una revisión de su estrategia con el fin de analizar, en particular, las consecuencias de su política de tipos de interés negativos.

El Banco Central chino también actuó para compensar los efectos negativos del actual conflicto comercial, logrando que el aterrizaje se produjera con un nivel de crecimiento ligeramente superior al 6%.

Este intervencionismo de los bancos centrales, unido a una demanda interna muy resistente (con unas tasas de desempleo a su nivel más bajo desde hace más de 10 años en EE.UU., Europa y Japón) sirvió de apoyo al sector de los servicios, el cual, al contrario que la industria, siguió creciendo a escala mundial. En última instancia, se espera que el crecimiento mundial se mantenga ligeramente por encima del 3%, con un descenso significativo respecto a 2018, pero en línea con los niveles alcanzados en años anteriores.

La firma anunciada para un acuerdo entre China y Estados Unidos a partir de enero, llamado de "fase 1" y la ratificación del USMCA (entre EE.UU., México y Canadá) permiten esperar un año 2020 menos caótico en lo que se refiere a las relaciones comerciales. Además, a corto plazo, el resultado de las elecciones británicas, favorable a los conservadores de Boris Johnson, está alimentando una visión más optimista de la situación política y económica europea.

Sin embargo, esta situación, mucho más favorable que la del año pasado en esta época, no está exenta de riesgos. De hecho, los daños al comercio internacional no desaparecerán con un acuerdo preliminar, puesto que siguen presentes las amenazas de vuelta atrás en las subidas de aranceles, de cara a las negociaciones para un acuerdo comercial más amplio entre EE.UU. y China. Además, una inversión de la tendencia podría verse alimentada por la campaña electoral estadounidense, cuya evolución sin duda generará volatilidad.

En la Unión Europea, incluso si en los principales países los euroescépticos no son capaces de tomar el poder por sí mismos, sus avances están obligando a los partidos tradicionales a construir coaliciones inestables, que dificultan la toma de decisiones. Además, aunque es probable que los británicos hayan culminado su salida para finales de enero, el "corto" periodo de un año que el primer ministro del Reino Unido quiere imponer para que se negocie un acuerdo que rijan las futuras relaciones con la UE replantea la posibilidad de un "Brexit duro".

Además, empiezan a surgir dudas sobre la capacidad de China para mantener un ritmo de crecimiento suficiente, evitando al mismo tiempo la materialización de burbujas inmobiliarias y controlando el aumento del endeudamiento de las empresas y los hogares.

Por último, a los riesgos mencionados anteriormente, hay que añadir, obviamente, los relativos a posibles derivas geopolíticas, que son intrínsecamente complicadas de prever y podrían afectar sustancialmente al crecimiento mundial.

Por lo tanto, es probable que en 2020, como desde hace tantos años, todavía necesitemos el voluntarismo de los Bancos Centrales para que se prolongue esta fase de crecimiento blando, que al otro lado del Atlántico ya ha durado más de 10 años ...

En la segunda mitad del año, los mercados financieros siguieron exhibiendo un buen comportamiento, impulsados por las noticias más alentadoras mencionadas anteriormente y por la voluntad de los inversores de no centrar su atención en el elevado coste de ciertas clases de activos de riesgo.

De este modo, los mercados de acciones de los países desarrollados, sin contar dividendos, registraron una rentabilidad adicional superior al 7%, llevando la subida anual del S&P 500 a superar el 28%, mientras el Eurostoxx 50 ganaba casi un 25%. El índice insignia del mercado de valores estadounidense terminó cerca de sus máximos históricos, mientras que la mayoría de los índices europeos rozaron, o superaron, sus niveles de 2015. Con una subida de "tan solo" un poco más del 15%, el Topix cerró la brecha con los principales índices bursátiles del mundo desarrollado e igualó la rentabilidad del índice de países emergentes (MSCI EM). Desde el punto de vista sectorial, en Europa se registraron buenos resultados en muchos segmentos cíclicos, encabezados por los valores de la construcción, la tecnología y la industria, que se anotaron avances del 35%, mientras que los valores del petróleo solo subieron en torno al 11%. Entre los valores llamados defensivos, el sector de servicios públicos disfrutó de una apreciación de

más del 30%, a pesar de que los desafíos estructurales sigan presentes, mientras que el sector de las telecomunicaciones creció solo un 5%. Por último, dentro del sector financiero, los servicios financieros dominaron la cotización con una rentabilidad superior al 43%, mientras que los bancarios se limitaron al 14%, socavados por el entorno de bajos tipos de interés y las continuas y fuertes presiones reguladoras.

En los mercados de bonos, los segmentos más volátiles, como la deuda de alto rendimiento, la subordinada y la emergente en moneda local, fueron los que más destacaron, con rentabilidades entre el 11 y el 16%. La persistencia de unos tipos de interés a largo plazo muy bajos, en ausencia de riesgo, ha fomentado obviamente esta apetencia de riesgo, a pesar de un volumen históricamente elevado de emisiones primarias en euros (445.000 millones de euros, y de estos, 375.000 millones de euros en el segmento de calidad Investment Grade). Los tipos de interés a largo plazo de los bonos soberanos mejor calificados, aunque repuntaron fuertemente desde los mínimos históricos alcanzados a mediados de agosto (¡con el bono alemán a 10 años por debajo del -0,74%!), registraron una caída interanual de más de 40 puntos básicos, y el bono alemán a 10 años terminó en -0,19%, mientras que su homólogo estadounidense terminó cerca del 1,92%, con un descenso del 0,76% interanual. La deuda periférica se comportó bien, en particular el bono italiano a 10 años, que se benefició de una relativa calma política y cuyo diferencial se redujo en un 0,9% frente a Alemania.

En lo que se refiere a nuestras inversiones en el Fondo General, estuvimos ausentes de los mercados de bonos durante gran parte del verano, debido al fortísimo descenso de los tipos a largo plazo sin riesgo y a la falta de oportunidades en el mercado de deuda privada. La reapertura del mercado primario de deuda privada a partir de finales de agosto nos permitió invertir parte del efectivo acumulado, principalmente en emisores con baja actividad cíclica y fuerte diversificación geográfica. A medida que subían los tipos de interés libres de riesgo y se estrechaban los diferenciales de deuda privada, reanudamos nuestras inversiones en la deuda pública más sólida, con el fin de aumentar nuestra sensibilidad a los tipos de interés por encima de 4,8 al final del período, tras haber coqueteado con un 4,5 en agosto. Estas nuevas exposiciones a deuda pública se irán arbitrando gradualmente frente a la deuda privada, en función de las oportunidades de mercado durante 2020.

En los mercados de acciones, mantuvimos una exposición cercana al 9% durante todo el año, descrestando progresivamente nuestra asignación a medida que subían los mercados. En el cuarto trimestre, también optamos por trasladar algunos de nuestros fondos tracker a fondos

gestionados de forma dinámica, con el fin de obtener diversificación y excedentes de rentabilidad a medio plazo. En cuanto a la asignación directa a acciones, mantuvimos un sesgo defensivo mediante la infraponderación de los valores cíclicos (petróleo y automotriz) y de los emisores cuyo modelo de negocio está estructuralmente cuestionado o cuya reputación se ha erosionado. Para 2020, dadas las valoraciones alcanzadas, las expectativas muy favorables para los resultados futuros y el apoyo de las autoridades monetarias, somos moderadamente optimistas y aprovecharemos cualquier subida significativa, en un entorno sin cambios, para seguir aligerando estas posiciones.

En las demás clases de activos, continuamos tomando exposición a los fondos de Private Equity "Buyout". Se están estudiando los fondos secundarios de Private Equity para aprovechar un posible cambio de orientación cíclico. En el sector inmobiliario, iniciamos una primera inversión en la hostelería europea, y tenemos la intención de reforzar este tema en 2020 mediante la adquisición de una participación en un fondo abierto. Además, aumentamos nuestra

exposición a los locales de oficinas en dos fondos abiertos ya presentes en la cartera. Finalmente, mantuvimos nuestra proporción de activos inmobiliarios del sector de la salud con inversiones en residencias de jubilados en Alemania. Nuestro objetivo es lograr una asignación al sector inmobiliario cercana al 4% a finales de 2020, frente a algo menos del 3% actualmente.

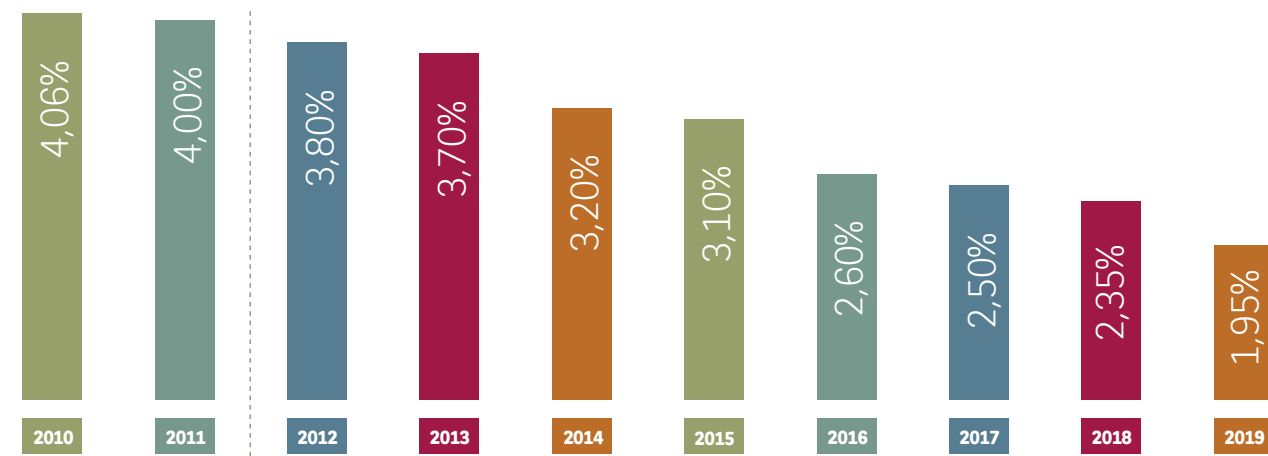
En 2019, como desde hace muchos años, nos hemos esforzado por seleccionar nuestras inversiones desde el punto de vista del cumplimiento de los criterios ESG (environmental, social and governance), en particular mediante la aplicación de los filtros "Best In Class" y de transición energética en nuestras inversiones directas. Además, estamos estudiando actualmente la realización de inversiones de impacto positivo relacionadas con la reducción de los gases de efecto invernadero y la protección de los océanos.

François LUCCHINI
Director of Asset Management

PUNTOS PRINCIPALES QUE SE DEBEN RECORDAR



HISTORIAL DE LAS RENTABILIDADES BRUTAS DEL FONDO GENERAL¹

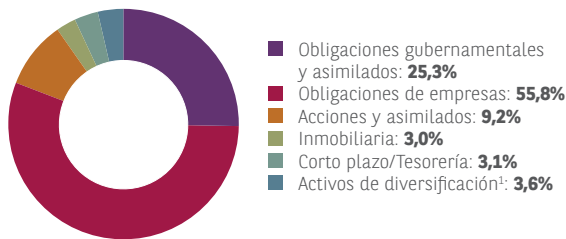


¹- Las rentabilidades indicadas hasta finales de 2011 se refieren al Fondo General ofrecido por Cardif Lux International (bajo el control de BNP Paribas Cardif). Desde 2012, la gestión del Fondo General está directamente a cargo de Cardif Lux Vie. Los datos de rentabilidades pasadas no constituyen ni 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.

LA GESTIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE AL 31/12/2019

Capitalización del Fondo General (en valor bursátil): aproximadamente 9.900 millones de EUR.

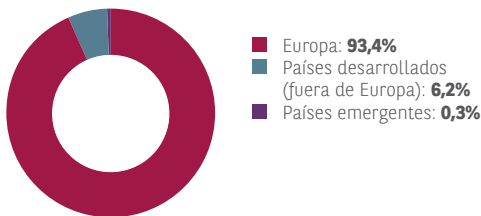
COMPOSICIÓN DEL FONDO GENERAL DE CARDIF LUX VIE



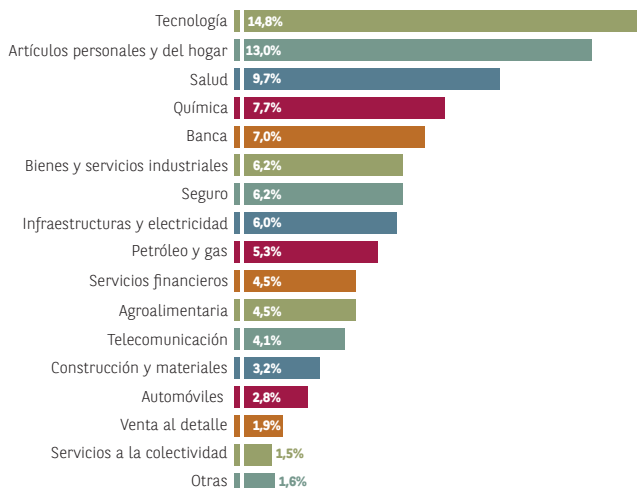
COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES

Exposición al riesgo de acciones limitada aproximadamente del 9% (bêta).

DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES POR ZONA GEOGRÁFICA



DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE ACCIONES POR SECTOR



COMPOSICIÓN DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO

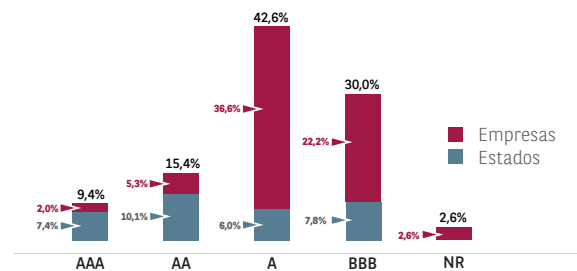
La sensibilidad a los tipos de interés globales de nuestra cartera está cerca de 4,8.

DETALLE DEL COMPARTIMENTO DE CREDITO POR RATING

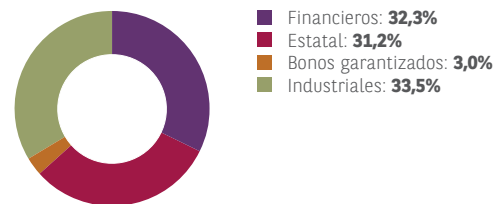
La calificación crediticia de la cartera de renta fija es de muy buena calidad, con una calificación media de "A".

Calificación² de las obligaciones estatales en cartera a 31/12/2019:

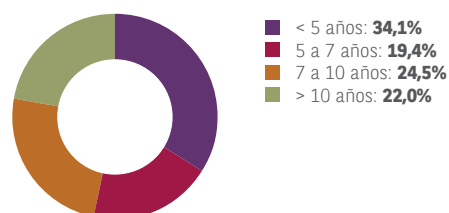
AAA: Luxemburgo, Alemania, Países Bajos y Agencias europeas
AA: Finlandia, Francia, Bélgica y Austria
A: Eslovaquia, España, Polonia, Irlanda y República Checa
BBB: Italia y México



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.