



REDAZIONE ULTIMATA IL 6 GENNAIO 2022

## FONDO GENERALE

DI CARDIF LUX VIE



**Recrudescenza della crisi sanitaria - Crescita robusta - Tensioni inflazionistiche e reazioni delle banche centrali.**

**Quando Omicron è sinonimo di disorganizzazione e inflazione.**

Alla fine, la seconda metà dell'anno è risultata abbastanza in linea con quanto avevamo potuto anticipare a fine giugno nella redazione della nostra

pubblicazione. Difatti, anche se i dati della crescita mondiale sull'intero anno potrebbero risultare meno robusti di quanto non si sperasse prima dell'arrivo della quinta ondata in Europa e della comparsa della variante Omicron, la dinamica di ripresa non è rimessa in discussione. Gli indicatori avanzati (PMI, ISM, IFO e sondaggi dei consumatori) sono rimasti ben orientati per tutto il quarto trimestre, mentre l'elevato tasso di copertura vaccinale in numerosi Paesi ha consentito di limitare il ricorso a misure di lockdown drastiche come quelle attuate nel 2020. Le politiche restrittive e i relativi impatti sull'economia rimangono comunque eterogenei in funzione dei Paesi. Una cosa però è certa: i settori dei servizi legati al tempo libero e al turismo saranno nuovamente colpiti e non c'è modo di sapere quando finirà la telenovela del Covid, che a forza di ripetere episodi dallo scenario simile comincia a stancare...

Su scala mondiale, il PIL dovrebbe aver guadagnato quasi il 6% nel 2021 dopo il -3,3% del 2020. Tutte le aree registrano crescite senza precedenti o quanto meno superiori al potenziale. La crescita della Cina dovrebbe essere leggermente inferiore all'8%, mentre i PIL degli Stati Uniti e dell'eurozona dovrebbero superare il 5% (rispetto al 6% anticipato a inizio anno). Fanalino di coda dei Paesi sviluppati, il Giappone mostra invece una crescita attesa di appena l'1,6%. Concentrandosi sull'eurozona, si notano forti disparità a seconda delle specialità settoriali dei Paesi.

Per l'economia spagnola e quella tedesca si prevedono sensibili cali rispetto alla media, in ragione del peso del turismo per la Spagna e del settore automotive per la Germania, penalizzato dalle difficoltà di approvvigionamento di semiconduttori.

Il calo significativo del tasso di disoccupazione nella maggior parte dei Paesi sviluppati rispetto alla situazione depressa del 2020 sarà certamente essenziale affinché l'attività possa mantenersi su livelli elevati a medio termine. I nuovi posti di lavoro creati negli Stati Uniti sulla scia della riapertura dell'economia (in media oltre 500 mila unità al mese nel secondo semestre) hanno consentito di far tornare il tasso di disoccupazione al 4,2% con un tasso di partecipazione in lieve crescita (61,8%).

Anche nell'eurozona il mercato del lavoro è nettamente migliorato e il tasso di disoccupazione è tornato poco al di sotto del livello pre-crisi. Questa situazione alquanto favorevole per i consumatori e le imprese, che hanno buoni livelli di risparmi e liquidità grazie al forte sostegno giunto dagli aiuti diretti e dai piani di rilancio pubblici, ha generato una domanda choc che le industrie faticano a soddisfare in un momento in cui il Covid scompiglia le catene di produzione e approvvigionamento. Questa situazione, unita al forte aumento dei prezzi delle materie prime e dell'energia (crisi con la Russia, limitazione della produzione e impatto della transizione energetica), ha proiettato l'inflazione su livelli elevati nella maggior parte delle aree sviluppate (ad esclusione di Cina e Giappone), superiori a quelli raggiunti nel 2008. L'inflazione headline su base annua, ad esempio, è risultata pari al +6,8% negli Stati Uniti e +4,9% nell'eurozona a dicembre, mentre l'inflazione core è tornata al di sopra del 2% nell'eurozona (2,6%) e si avvicina al 5% negli Stati Uniti.

Questo rialzo dell'inflazione ben al di sopra degli obiettivi dichiarati delle principali banche centrali, ad esclusione di Cina e Giappone, e la buona salute relativa di cui gode il mercato del lavoro hanno portato ad annunci di riduzione delle misure di quantitative easing rilanciate nel 2020. In questo senso la BoE è stata la prima grande banca centrale ad aumentare, il 16 dicembre, di appena 15 pb i tassi di riferimento, mentre la Fed ha deciso di accelerare la riduzione degli acquisti di titoli, la cui fine programmata è oramai anticipata a fine marzo. Inoltre, si prevede che l'istituto aumenterà a più riprese i tassi di riferimento a partire dal 2022. Jerome Powell ha però mantenuto un tono abbastanza prudente per non seminare il panico tra gli operatori del mercato.

Quanto alla BCE, anch'essa ha confermato il 16 dicembre che il PEPP, il programma di acquisto per l'emergenza pandemica, si sarebbe concluso a fine marzo 2022. Contestualmente, però, la BCE ha aumentato la propria flessibilità sui reinvestimenti e l'importo del programma classico di acquisti fino alla fine del 2022, al fine di evitare enormi ampliamenti degli spread creditizi degli Stati con le finanze pubbliche più deteriorate. Inoltre, la BCE non prende in considerazione l'idea di aumentare i tassi di riferimento a partire dal 2022, tenendo bene a mente l'errore di politica monetaria commesso a giugno 2008 ed evidenziando l'effetto probabilmente transitorio delle tensioni inflazionistiche nell'eurozona. Nel resto del mondo, molti altri istituti cominciano ad aumentare i tassi di riferimento o a mostrarsi più reattivi sia per contrastare l'inflazione, sia per limitare la svalutazione delle rispettive valute, di attualità in alcuni Paesi emergenti come il Brasile. Solo la Turchia di Erdogan si è rifiutata di operare simili movimenti, con la conseguente svalutazione della lira turca che ha toccato un nuovo minimo rispetto al dollaro.

Nonostante le incertezze sanitarie che attualmente gravano su alcuni settori, si può ritenere che le economie dei Paesi sviluppati al momento siano in grado di funzionare correttamente e sfruttare lo slancio generato dai piani di rilancio e dalle misure di sostegno dei consumatori. In questo contesto, è probabile che la crescita del 2022, dopo un avvio difficile, possa superare il 4% a livello mondiale, con la crescita statunitense e quella cinese attese rispettivamente al 4% e al 5% e un'espansione del PIL dell'eurozona forse prossima al 4%.

Oltre al rischio di comparsa di nuove varianti non controllabili con i vaccini, questa visione relativamente ottimista potrebbe essere rimessa in discussione da:

- Un inasprimento delle tensioni geopolitiche tra la Russia (frontiera ucraina e polacca) e la Cina (caso degli Uiguri, di Taiwan e volontà egemonica a monte della rielezione di Xi Jinping).

- Una crescita nettamente più debole del previsto in Cina dovuta alla volontà del Regno di Mezzo di continuare a limitare l'indebitamento delle famiglie, all'estensione della crisi immobiliare legata alle insolvenze non controllate di Evergrande e all'impatto della politica "zero Covid" sui consumi delle famiglie.
- Una forte tensione sui tassi a lungo termine statunitensi, provocata da una riduzione troppo rapida del bilancio della Fed, con conseguenti difficoltà per l'immobiliare sull'altra sponda dell'Atlantico, il cui contributo è stato molto positivo nel 2021 e i cui prezzi sono saliti in modo sostenuto nel 2021.
- Consumi delle famiglie occidentali più deboli del previsto, per via di un calo del potere di acquisto dovuto all'aumento dell'inflazione dei prezzi dell'energia non compensato dagli Stati e/o a causa di cambiamenti nelle abitudini di consumo imputabili a una situazione sanitaria ancora instabile.

Nel secondo semestre, malgrado i rischi geopolitici, la comparsa della variante Omicron, le tensioni inflazionistiche e i toni più aggressivi delle banche centrali, le categorie di attivi rischiosi hanno registrato performance di tutto rispetto in occidente, trainate dal contesto ancora accomodante con tassi di interesse reali molto negativi.

I principali indici azionari europei e statunitensi sono stati molto sostenuti, con andamenti appena ornati da correzioni minori. Lo S&P 500 ha guadagnato il 27% a dividendi esclusi (oltre il 38% a dividendi inclusi e in euro), di cui oltre l'11% nella seconda parte dell'anno. L'Euro Stoxx 50 ha registrato a sua volta una performance notevole, arrivando al 24% a dividendi inclusi nel 2021. Viceversa, l'andamento degli indici asiatici (in particolare cinesi) e dei Paesi emergenti ha deluso: il CSI 300 e l'MSCI EM hanno ceduto rispettivamente oltre il 2% e il 5%, mentre il TOPIX è cresciuto solo del 10%. Le azioni cinesi sono state penalizzate sia dagli insuccessi del settore immobiliare che dalla volontà dichiarata del governo di regolamentare maggiormente il settore privato (tecnologia, sanità...). Vale la pena rilevare che le rotazioni settoriali sono state frequenti in relazione ai movimenti sui tassi e agli annunci sanitari.

Inoltre, i movimenti dei tassi risk-free su entrambe le sponde dell'Atlantico sono stati alquanto erratici. I decennali statunitense e tedesco sono saliti nel corso dell'anno, rispettivamente dello 0,39% (-0,18%) e dello 0,6% (1,51%), dopo aver oscillato a quattro riprese sia al rialzo che al ribasso da 30 a 50 pb nel corso dell'anno. Peraltro, gli spread degli Stati europei maggiormente indebitati si sono ampliati rispetto alla Germania, per l'Italia di circa 25 pb e per la Francia e la Spagna di quasi 15 pb.

Al pari dei mercati azionari, i diversi segmenti del mercato del credito hanno registrato una buona tenuta, beneficiando degli eccessi di liquidità a disposizione degli investitori e della presenza delle banche centrali. Il mercato high yield in particolare ha seguito un buon andamento; nonostante emissioni record sul mercato in euro, gli spread si sono infatti contratti mediamente di una trentina di punti base, mentre gli spread degli indici investment grade si sono ampliati di oltre una decina di punti base avvicinandosi ai minimi storici.

Il prezzo del petrolio WTI, dal canto suo, è stato alquanto volatile: è oscillato infatti tra 62 e 85 dollari al barile prima di chiudere a quasi 77 dollari, con un aumento di quasi il 60% rispetto alla fine del 2020. Per quanto riguarda le altre materie prime, esclusa l'energia, gli andamenti sono stati più eterogenei. Il prezzo del rame, ad esempio, è salito di oltre il 27%, mentre quello del minerale di ferro è sceso del 37%, penalizzato dal rallentamento immobiliare cinese.

Infine, il dollaro si è apprezzato rispetto alla maggior parte delle valute importanti, ad eccezione del renminbi. Rispetto all'euro, il rialzo è stato di oltre il 7% e l'eurodollaro ha chiuso l'anno al di sotto di 1,14.

Nel portafoglio abbiamo mantenuto una strategia prudente sulle categorie di attivi rischiosi, approfittando comunque delle debolezze citate sopra per riprendere alcune posizioni tattiche sulle azioni o sulle obbligazioni subordinate. In particolare, abbiamo mantenuto la sensibilità ai mercati azionari tra l'8,5% e il 10%, il che ha richiesto un livellamento nelle fasi in cui gli indici tornavano verso i massimi storici o in cui ritenevamo che i livelli di valorizzazione fossero eccessivi.

Per quanto riguarda gli investimenti obbligazionari, sono stati effettuati per lo più su emissioni di Stato con la finalità di gestire la nostra sensibilità. Sul mercato del credito investment grade i nostri interventi si sono limitati quasi esclusivamente al mercato primario, per l'esosità storica degli spread, su titoli di buona qualità che offrivano sovrapprezzi di emissione, diversificazione o che ci consentivano di aumentare la quota di obbligazioni verdi in portafoglio. Di sovente queste operazioni sono state effettuate mediante switch di titoli di Stato acquistati a rendimenti estremamente bassi.

Sulle altre categorie di attivi, siamo rimasti complessivamente in disparte nel secondo semestre. Nel debito emergente e nel segmento high yield, attendiamo ampliamenti significativi prima di riprendere eventualmente gli acquisti.

Quanto all'immobiliare, stiamo valutando diversi investimenti che dovrebbero consentirci di rafforzare ulteriormente la nostra esposizione attraverso l'avvio di posizioni nei segmenti Uffici, Sanità e Foreste. Nel Private Equity e nelle Infrastrutture, stiamo analizzando diversi fondi tematici che ruotano sulla transizione energetica.

## PUNTI SALIENTI:



L'attività registra una buona tenuta nonostante il peggioramento della situazione sanitaria



L'andamento dell'inflazione è al centro delle preoccupazioni

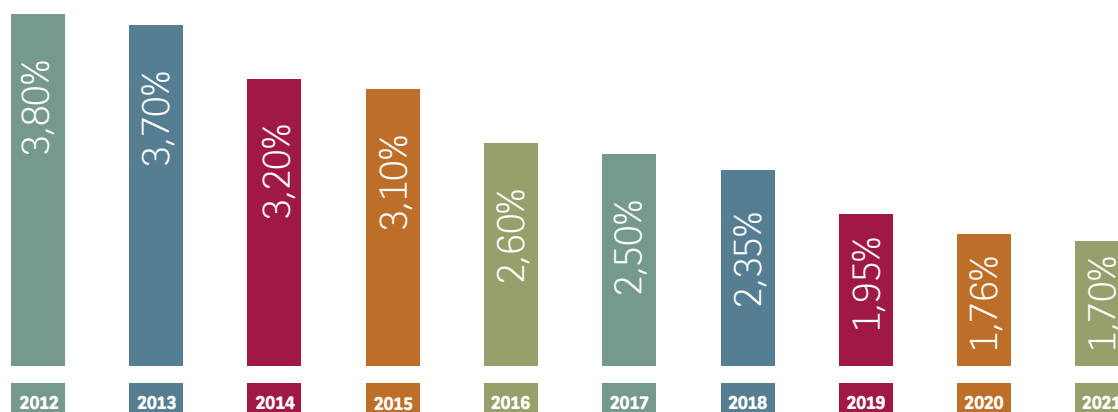


Le banche centrali cominciano a ridurre il loro sostegno



La valorizzazione delle categorie di attivi rischiosi è molto meno interessante

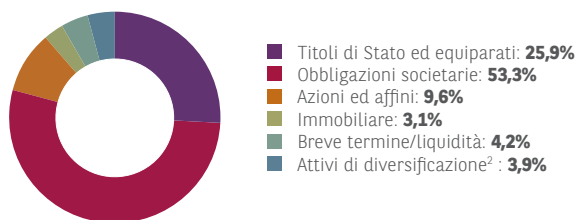
## STORICO DEI RENDIMENTI DEL FONDO GENERALE<sup>1</sup>



## GESTIONE DEL FONDO GENERALE DE CARDIF LUX VIE AL 31/12/2021

Capitalizzazione del Fondo Generale (valore in borsa): 10,1 miliardi di EUR.

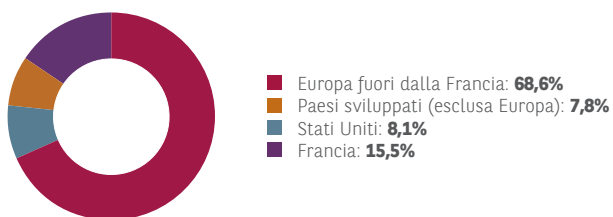
### COMPOSIZIONE DEL FONDO GENERALE DE CARDIF LUX VIE



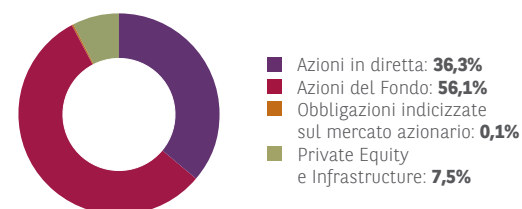
### COMPOSIZIONE DEL COMPARTO AZIONARIO

Esposizione al rischio azionario limitata all'9% circa (beta).

### DETTAGLIO DEL COMPARTO AZIONARIO PER ZONA GEOGRAFICA



### DETTAGLI DEL COMPARTO AZIONARIO PER NATURA



### COMPOSIZIONE DEL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO

La sensibilità globale ai tassi del portafoglio è vicina al 4,75.

DETTAGLIO DEL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO PER RATING  
Il rating medio del portafoglio obbligazionario, pari ad "A", dimostra che si tratta di un portafoglio di ottima qualità.

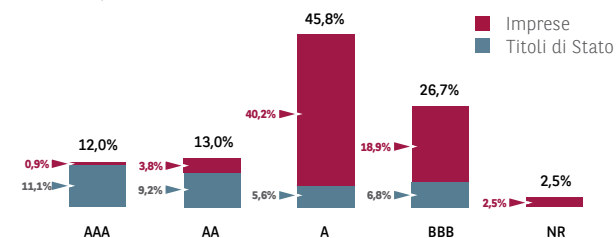
### Rating<sup>3</sup> delle obbligazioni di Stato nel portafoglio al 31/12/2021:

**AAA:** Lussemburgo, Germania, Paesi Bassi, USA, Agenzie europee

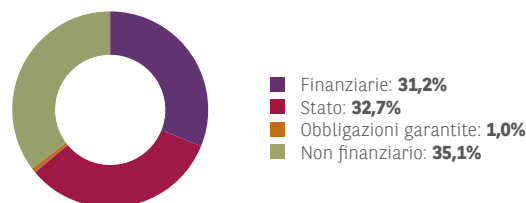
**AA:** Finlandia, Francia, Belgio, Austria

**A:** Slovacchia, Spagna, Chili

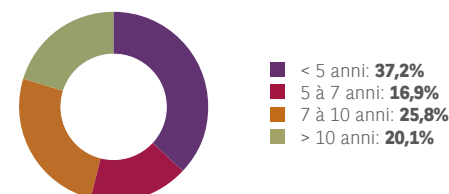
**BBB:** Italia, Messico



### DETTAGLIO DEL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO PER TIPO DI EMITTENTI



### SCADENZE DEL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO



1- I rendimenti evidenziati fino alla fine del 2011 si riferiscono al Fondo generale offerto da Cardif Lux International (patrimonio di BNP Paribas Cardif). Dal 2012 la gestione del Fondo generale è assicurata direttamente da Cardif Lux Vie. Le informazioni relative ai rendimenti passati non costituiscono alcuna garanzia né alcuna limitazione per il futuro. Nei rendimenti non sono tenuti in considerazione i costi per la gestione degli strumenti di investimento.

2- Fondi di debito emergenti, high yield & Fondi alternativi.

3- Rating medio delle 3 agenzie Standard & Poor's, Fitch, Moody's.