



REDAZIONE ULTIMATA L'8 LUGLIO 2022

FONDO GENERALE

DI CARDIF LUX VIE



Banche centrali in equilibrio precario tra inflazione e recessione.

Come spesso accade da qualche anno a questa parte (Brexit, elezioni di Donald Trump, deglobalizzazione, chiusura delle economie in risposta al Covid...), gli ottimisti hanno dovuto ricredersi.

In questo senso, tutti temevano la guerra in Ucraina, ma pochi pensavano che la Russia potesse condurre una guerra totale sul suolo europeo richiamando alla memoria i momenti bui del XX secolo.

Al di là del disastro umanitario in corso e dei rischi di escalation che esso comporta, la situazione ha amplificato le tensioni inflazionistiche che si erano venute a creare già dal 2021 con la riapertura delle economie occidentali e i contestuali colli di bottiglia nelle catene di approvvigionamento mondiali.

L'inflazione "headline" si è attestata a oltre l'8% negli Stati Uniti e nell'eurozona, tornando a livelli analoghi a quelli successivi alla crisi petrolifera della metà degli anni '70 e dell'inizio degli anni '80. Ancora una volta, nessun operatore economico e finanziario aveva previsto che allo shock di offerta del manifatturiero sarebbe seguito uno shock di offerta di tutte le materie prime.

L'impatto dell'inflazione ovviamente è diverso a seconda degli elementi economici e della sua esposizione al gas e al petrolio. Il consumatore statunitense, sostenuto dalla robustezza del mercato del lavoro (tasso di disoccupazione al 3,6% e offerte di lavoro tuttora ben orientate), sembra ancora incline a spendere poiché ritiene che i suoi redditi futuri aumenteranno in misura sufficiente.

La fiducia delle famiglie è comunque diminuita negli ultimi mesi e in ogni caso è probabile che l'atteso rallentamento dell'attività modificherà questa percezione ottimista. Inoltre, il tasso di risparmio delle famiglie statunitensi è già su livelli bassi: a maggio era pari ad appena il 5,4% rispetto al 7% medio pre-Covid. Con ogni probabilità questi sovraconsumi non potranno durare.

In Europa, il tasso di risparmio rimane superiore ai livelli pre-Covid e la fiducia delle famiglie, spesso scarsa, è diminuita ancor più rapidamente che negli Stati Uniti per via dell'incremento dei redditi meno forte e delle prospettive meno favorevoli, soprattutto dal punto di vista energetico.

Quanto alle imprese, per il momento i risultati sono stati sostenuti discretamente da ordini copiosi e da un'elevata capacità di trasferire buona parte dell'aumento dei costi di produzione. Tuttavia, con l'attesa diminuzione della domanda, soprattutto nei beni di consumo, è alquanto probabile che il «pricing power» delle imprese cominci a deteriorarsi, con ripercussioni sui margini e quindi sull'investimento.

Per contrastare questo rischio inflazionista, alla fine più duraturo di quanto inizialmente previsto, le principali banche centrali, fatta eccezione per la BoJ (Bank of Japan) e la PBOC (People's Bank of China), hanno inasprito i toni e cominciato a ridurre i loro bilanci e/o ad attuare i primi rialzi dei tassi di riferimento. Gli istituti centrali temono uno scollamento tra le previsioni di inflazione e il loro obiettivo (attorno al 2% per la Fed e la BCE), nonché il concretizzarsi di effetti in un secondo momento. In questo senso, la Fed ha effettuato tre rialzi dei tassi di riferimento nel corso del primo semestre, di cui uno spettacolare di 75 pb (il primo dal 1994) il 15 giugno scorso.

Il tasso di rifinanziamento si attesta ormai all'1,75% e Jerome Powell, nella sua ultima comunicazione al simposio di Sintra, ha ribadito che la sua principale preoccupazione rimane la lotta all'inflazione, anche se ciò dovesse incidere in modo significativo sulla crescita. Per non scatenare ulteriore panico sui mercati finanziari prima di un altro rialzo di 75 pb, i membri della Fed cominciano a evocare la possibilità di non spingersi fin dove i mercati si aspettano (3,5% a fine 2022).

Dal canto suo, Christine Lagarde, pur avendo cercato di guadagnare tempo di fronte a un crescente numero di governatori della BCE sempre più "falchi", ha a sua volta annunciato un primo rialzo dei tassi a luglio da 25 a 50 pb, al quale probabilmente seguiranno altri due rialzi di 50 pb nei mesi successivi, mentre gli acquisti massicci nell'ambito del PEPP (Pandemic Emergency Purchasing Program) sono già stati interrotti senza peraltro porre fine ai reinvestimenti. Il forte ampliamento degli spread periferici, in particolare dell'Italia, ha spinto la BCE ad annunciare la creazione di una rete di sicurezza "anti-frammentazione" per garantire che gli effetti della stretta monetaria futura rimangano accettabili per le economie meno robuste e più indebitate dell'eurozona.

Le strette monetarie in corso, unite alla perdita di potere d'acquisto delle famiglie, alla contrazione dei margini delle imprese industriali ed all'impatto negativo del rialzo dei tassi a lungo termine sul mercato immobiliare, dovrebbero determinare un calo di almeno 3 punti della crescita globale (circa il 3%) nel 2022 rispetto a quanto previsto a fine 2021. Nello specifico, gli Stati Uniti e l'eurozona dovrebbero registrare una crescita prossima al 2%, mentre era stimato un +4% del PIL. In Cina si è altresì concretizzato il temuto rischio di rigidi lockdown, minando quanto meno la crescita della prima metà dell'anno. Ormai si prevede che il PIL cinese crescerà solo del 4%, un tasso anch'esso dimezzato rispetto alle previsioni di fine 2021.

Anche se lo scenario centrale rimane quello di un rallentamento e non di una recessione delle principali zone, dobbiamo ancora una volta chiederci cosa potrebbe ribaltare questo scenario, che in definitiva è piuttosto favorevole. Per un ribaltamento servirebbe che:

- L'attuale riduzione delle pressioni sulle catene di approvvigionamento fosse messa a repentaglio da una politica sanitaria ancora una volta molto restrittiva in Cina.
- L'accesso all'energia diventasse ancor più difficile, in particolare se ci fosse un'interruzione netta nelle forniture di gas all'Europa entro il prossimo inverno.
- Una risposta esagerata delle banche centrali a questi shock di offerta determinasse un netto rallentamento dell'accesso al credito, limitando di fatto gli investimenti di famiglie e imprese.

In Occidente, il primo semestre è stato, per portafogli bilanciati tra azioni e obbligazioni, uno dei peggiori degli ultimi cento anni.

La correzione sui mercati azionari è stata infatti trainata dal rialzo dei tassi a lungo termine, che hanno pesato sulla valorizzazione delle imprese growth la cui quota era cresciuta notevolmente all'interno dei principali indici mondiali. Il Nasdaq ha ceduto quasi il 30% in dollari (-23% in euro), mentre gli altri indici europei e statunitensi hanno perso tra il 16% e il 20% del loro valore. Va detto che gli indici cinese e giapponese hanno nettamente sovraperformato i loro omologhi occidentali grazie a politiche monetarie ancora accomodanti. A livello settoriale, gli unici titoli europei che hanno registrato performance positive erano titoli del settore del petrolio e gas (+12,6%), come prevedibile, ma anche titoli del settore delle telecomunicazioni, sono riusciti a rimanere sostanzialmente invariati nel semestre. Quanto alle sotto performance, oltre al -32% della tecnologia, anche i titoli dei settori del commercio al dettaglio e dell'immobiliare hanno registrato cali sensibili (rispettivamente -37% e -32%), colpiti dall'attesa riduzione dei margini e dal calo dei consumi previsto per il settore Retail e dal rialzo dei tassi e dall'aumento dei prezzi dei materiali da costruzione per il settore immobiliare.

I tassi risk-free hanno quindi subito un forte rialzo sulla scia dello slittamento degli indici di inflazione e dell'inasprimento delle politiche monetarie. I tassi tedeschi e statunitensi a 10 anni sono cresciuti di 150 pb rispetto alla fine del 2021, raggiungendo rispettivamente l'1,34% ed il 3,01%, dopo aver toccato i massimi a metà giugno con oltre l'1,8% ed il 3,5%, tornando sui massimi degli ultimi dieci anni. Questo brusco movimento, caratterizzato da un'ampiezza e una rapidità rara, è stato accompagnato da un appiattimento molto violento, se non addirittura da un'inversione delle curve dei tassi. Gli operatori di mercato spesso interpretano quest'ultimo fenomeno come precursore di un'entrata in recessione dell'economia. Anticipando minori acquisti della BCE ed una contrazione dell'attività, gli spread del credito si sono ampliati a loro volta in misura significativa: il segmento investment grade con rating molto alto si è ampliato da 40 a 60 pb a seconda dei settori, mentre gli spread degli emittenti BBB sono cresciuti in media di 80 pb contro gli swap. Naturalmente gli scostamenti più forti si osservano nel segmento high yield, dove si registrano rialzi di quasi 400 pb e dove lo spread medio per il mercato in euro si è attestato ad oltre 750 pb a fine giugno. Questi movimenti violenti hanno determinato performance che solitamente si osservano durante gravi correzioni azionarie.

Sul Fondo Generale avevamo cominciato l'anno all'insegna della prudenza, sia in termini di sensibilità ai tassi che di posizionamento sulle azioni o sul credito.

Da leggermente sottoesposti sulle azioni a inizio anno, eravamo tornati neutri, prima dell'invasione russa, sulla scia delle piccole correzioni osservate all'inizio del periodo. Successivamente, salvo qualche movimento tattico, abbiamo preferito mantenere un beta compreso tra l'8 e il 9%.

Anche sul credito, come dicevamo nelle nostre precedenti pubblicazioni, eravamo alquanto sottoesposti, dopo due anni in cui avevamo evitato di investire sul mercato secondario mentre gli spread di credito erano storicamente molto poco interessanti e avevamo aumentato la quota di titoli di Stato core (Germania, Paesi Bassi, Austria...) del nostro portafoglio obbligazionario. Nel corso del primo semestre abbiamo approfittato degli ampliamenti di spread e del rialzo dei tassi risk free per tornare in modo selettivo su emissioni primarie di credito con buoni rating mediante switch di titoli acquistati a bassi livelli di rendimento. Parallelamente, abbiamo gradualmente incrementato la nostra sensibilità ai tassi portandola sopra 5 (rispetto al 4,75 di fine 2021) e privilegiando gli Stati core; prevedevamo infatti che i livelli dei tassi raggiunti nelle ultime settimane del semestre fossero con ogni probabilità prossimi ai massimi annuali sia negli Stati Uniti che in Europa.

Data la situazione di grande incertezza e visto l'impatto della stretta monetaria statunitense su molti Paesi fragili, ci siamo tenuti a distanza dal debito emergente.

Sugli attivi di diversificazione, abbiamo investito a termine in un nuovo immobile a uso uffici certificato "Breeam Excellent". Questo nuovo acquisto ci consentirà di raggiungere il nostro obiettivo del 4% in questa categoria di attivi entro il 2024, oltre a offrire nuove opportunità nel segmento della sanità. Negli altri segmenti non quotati, non abbiamo effettuato nuovi investimenti.

Nei prossimi mesi, qualsiasi pressione significativa sui tassi a lungo termine potrebbe essere sfruttata per aumentare ulteriormente la sensibilità, anche se prevediamo che i tassi a lungo termine potrebbero scendere nuovamente a partire dall'inizio del prossimo anno, in linea con dati sull'inflazione meno elevati e banche centrali più accomodanti.

Per quanto riguarda le azioni, data la mancanza di visibilità e l'attuale volatilità, ci concentreremo su piccoli movimenti tattici attorno al nostro obiettivo strategico di allocazione, continuando a rafforzare la diversificazione.

Nel segmento non quotato, escluso il settore immobiliare, prevediamo di impegnarci in fondi di private equity o infrastrutturali con un'esposizione al tema delle energie rinnovabili e della transizione energetica, a conferma della nostra volontà di aumentare gli investimenti ad impatto positivo.

François LUCCHINI
Directeur de la Gestion d'Actifs

PUNTI SALIENTI:



Le banche centrali alzano i toni nella lotta all'inflazione

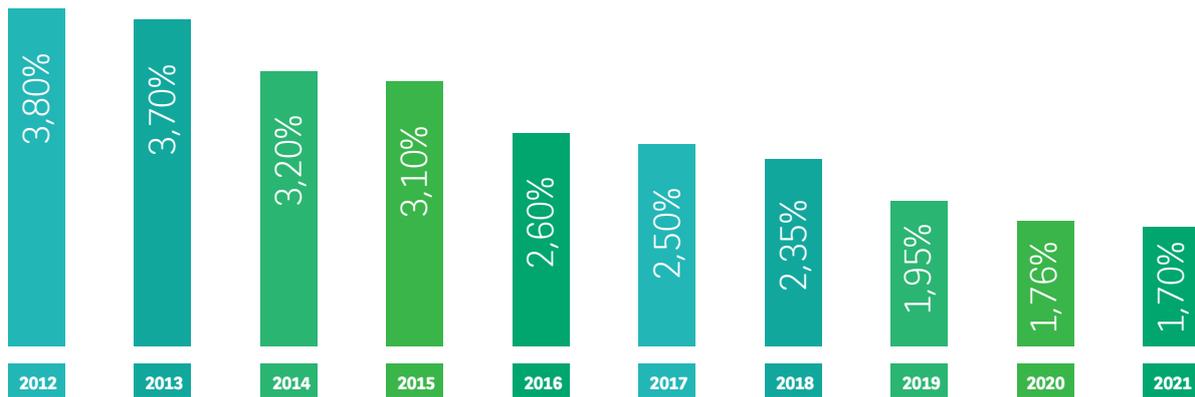


Si prevede ormai un deterioramento significativo del contesto macroeconomico



Le valorizzazioni delle categorie di attivi rischiosi tornano interessanti a medio termine

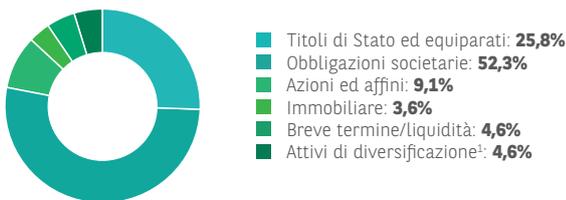
STORICO DEI RENDIMENTI DEL FONDO GENERALE



GESTIONE DEL FONDO GENERALE DE CARDIF LUX VIE AL 30/06/2022

Capitalizzazione del Fondo Generale (valore in borsa): 9,2 miliardi di EUR.

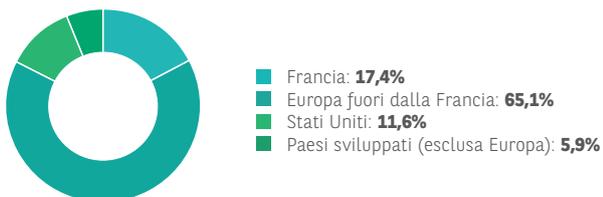
COMPOSIZIONE DEL FONDO GENERALE DE CARDIF LUX VIE



COMPOSIZIONE DEL COMPARTO AZIONARIO

Esposizione al rischio azionario limitata all 9,26% circa.

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 5.

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.

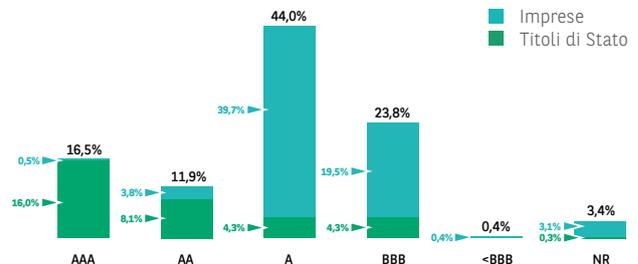
Rating² delle obbligazioni di Stato nel portafoglio al 30/06/2022:

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

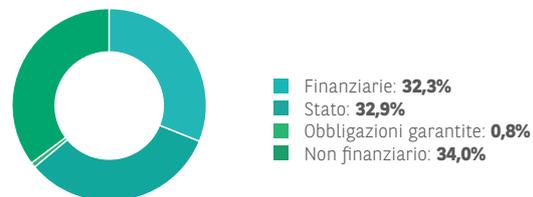
AA: Finlandia, Francia, Belgio, Austria

A: Slovacchia, Spagna, Chili

BBB: Italia



DETTAGLIO DEL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO PER TIPO DI EMITTENTI



SCADENZE DEL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO



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

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