



DATA DI SCRITTURA: 30 GIUGNO 2023

FONDO GENERALE

DI CARDIF LUX VIE



Compiacimento eccessivo

Il primo semestre del 2023 ha sfidato le leggi della gravità. Se da un lato le banche centrali hanno intensificato le politiche monetarie restrittive avviate nel 2022, dall'altro i fondamentali economici e i mercati finanziari hanno più che resistito al rialzo dei tassi e ai colpi di martello

assestati dalle banche centrali per far rientrare il "genio" dell'inflazione nella lampada.

Pensiamo che la lotta accanita delle banche centrali contro l'inflazione avrà la meglio sulla relativa tenuta dell'attività economica e i mercati andranno probabilmente incontro a una correzione entro la fine dell'anno.

Falchi in gran forma

A giugno, le decisioni o i propositi aggressivi (hawkish) delle banche centrali hanno prevalso con rialzi inattesi o superiori alle previsioni: Australia +25 pb (4,10%) e Canada +25 pb sul tasso di riferimento (4,75%) all'inizio del mese, Regno Unito (+50 pb), Norvegia (+50 pb) e Svizzera (+25 pb) la settimana scorsa. L'accento è stato posto sistematicamente sulla necessità di garantire la stabilità dei prezzi a medio termine. A metà mese, gli annunci della Federal Reserve statunitense (Fed) - mantenimento dell'intervallo 5,00% - 5,25% (ossia un rialzo cumulato di 500 pb da marzo 2022) - e della Banca centrale europea (BCE) - rialzo di 25 pb del tasso di rifinanziamento (4%) - sono stati in linea con le aspettative, ma Jerome Powell e Christine Lagarde sono stati chiari: il ciclo di stretta non è finito. Solo la Banca del Giappone (BoJ) sembra voler tenere le distanze dall'inasprimento diffuso della politica monetaria nelle economie sviluppate.

Per un caso, forse sapientemente orchestrato, Andrew Bailey (BoE), Christine Lagarde, Jerome Powell e Kazuo Ueda (BoJ) si sono incontrati mercoledì 28 giugno in occasione del simposio organizzato dalla BCE a Sintra (Portogallo) sul tema della stabilizzazione macroeconomica in un contesto di inflazione volatile:

"Credo che l'inflazione non tornerà al 2% né quest'anno né il prossimo, bensì nel 2025" (J. Powell); "Non vediamo sufficienti prove tangibili di stabilizzazione e calo dell'inflazione sottostante, in particolare sui prezzi interni" (C. Lagarde); "I dati cumulati, in particolare sul mercato del lavoro e sull'inflazione, che hanno mostrato chiari segni di persistenza, ci hanno portato alla conclusione che fosse necessario un gesto forte" (A. Bailey). "La banca centrale avrebbe buone ragioni per modificare la propria politica monetaria se fosse ragionevolmente sicura che l'inflazione accelerasse nel 2024 dopo un periodo di moderazione, ma le incertezze che avvolgono questo scenario rimangono significative" (K. Ueda).

Inflazione, solo e soltanto inflazione

Dopo averla considerata temporanea e averne subito l'impennata, dopo aver aumentato i tassi di riferimento e aver atteso i primi segnali di flessione, le banche centrali ormai vogliono constatare con i loro occhi il rallentamento dell'inflazione ed essere certe che non riaccelererà a breve scadenza.

Il messaggio delle banche centrali è chiaro e, benché siamo ancora convinti che la stupefacente resistenza dell'economia statunitense finirà col cedere il posto a una crescita meno sostenuta alla fine dell'anno e che l'eurozona registrerà ancora diversi trimestri di crescita molto modesta del PIL, non pensiamo che il calo dei tassi di riferimento sia imminente.

Per cominciare, il ciclo di stretta monetaria non è ancora del tutto concluso (anche se, per definizione, la fine è sempre più vicina). Inoltre, un'inflazione sottostante ancora persistente indurrà le banche centrali a mantenere i tassi di riferimento su livelli restrittivi (ossia superiori al tasso neutrale) anche a fronte di una crescita debole.

I tempi delle politiche monetarie "preventive" sono ormai finiti: è improbabile che lo sfasamento temporale (generalmente stimato in sei mesi) tra azione sui tassi di riferimento ed effetti sull'economia verrà utilizzato per innescare un allentamento, almeno finché il ritorno dell'inflazione verso il 2% non sarà certo.

In questo senso, il rallentamento della crescita del credito al settore privato nell'eurozona e il rimborso delle operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine non saranno fattori scatenanti di un cambio di politica monetaria. Dal novembre scorso, le banche hanno rimborsato, anticipatamente o meno, 1.489,1 miliardi di euro di TLTRO in totale (di cui 506,3 il 28 giugno), un movimento che a termine potrebbe indurre le banche a inasprire le condizioni di finanziamento (benché la liquidità in eccesso rimanga molto abbondante).

E l'attività? È ancora necessario osservarla?

Sì, certamente, ma tenendo presente che nei prossimi trimestri le banche centrali monitoreranno maggiormente ("dissezioneranno", per usare l'espressione di Christine Lagarde) l'andamento dei prezzi. Le ultimissime notizie che giungono dai Paesi dell'eurozona sono peraltro alquanto incoraggianti: gli indici dei prezzi al consumo di giugno sono risultati infatti leggermente inferiori alle attese in Italia, Spagna e diverse aree della Germania. Attenzione però, una rondine non fa primavera e uno o due dati non creano una tendenza.

Solo pochi mesi fa, gli investitori avrebbero forse preso questi risultati, insieme al deterioramento delle indagini sull'attività nell'eurozona, come pretesto per accantonare le previsioni di un ulteriore rialzo dei tassi di riferimento.

I risultati preliminari dei sondaggi PMI (Purchasing Manager Index) nell'eurozona hanno di fatto mostrato un netto calo dell'indice composito da 52,8 a 50,3 (ai minimi da gennaio), soprattutto nel settore manifatturiero e in quello dei servizi. La flessione dell'indice nel settore dei servizi è stata straordinaria in Francia (da 52,5 a 48, il minimo da 28 mesi). Al contempo, la fiducia delle famiglie francesi si è rinvigorita, benché l'indice rimanga nettamente inferiore alla media di lungo periodo (e alle soglie raggiunte in pandemia), e il clima degli affari nell'industria è leggermente migliorato rispetto a maggio. Il livello degli indici PMI del 2° trimestre corrisponde storicamente a una contrazione del PIL dello 0,5%, mentre nella sua ultima nota congiunturale l'INSEE

prevede una crescita del PIL molto modesta per il resto dell'anno (+0,1% nel 2° e 3° trimestre), seguita da un rialzo dello 0,2% nel 4°. La Banca di Francia prevede anch'essa un rialzo dello 0,1% nel 2° trimestre.

In Germania, l'indice PMI del settore manifatturiero è crollato a 41, ai minimi da 37 mesi, e l'indice dei servizi è sceso da 57,2 a 54,1, ai minimi da 3 mesi. Anche il clima degli affari misurato dall'istituto IFO ha perso terreno, in particolare la componente che riflette le prospettive. Gli indici hanno neutralizzato tutti i miglioramenti registrati dall'inizio dell'anno e i livelli raggiunti a giugno sono compatibili con una recessione dell'economia tedesca. Nonostante questo, la Bundesbank prevede un lieve aumento del PIL nel 2° trimestre.

Quando la crescita è debole, è meglio evitare l'inflazione!

Quali conseguenze ci saranno sulle principali classi di attivi?

Obbligazioni

Cosa dire di più se non ribadire che le banche centrali ne sanno tanto quanto noi e devono essere valutate in base alle loro azioni e dichiarazioni di intenti, piuttosto che in base alle loro previsioni o alla potenziale riuscita delle loro azioni. In questo senso, secondo noi è troppo presto per pensare a un taglio dei tassi o a un'inversione imminente della politica monetaria, a meno che non si verifichi un evento esogeno di tipo geopolitico (o sanitario...).

Di conseguenza, il nostro posizionamento sui tassi a lungo termine rimane misurato e riteniamo sia ancora un po' troppo presto per posizionarsi in modo più consistente su queste scadenze lunghe della curva. I tassi di riferimento sono infatti ancora molto più bassi del tasso di riferimento monetario e questo crea una curva invertita, che è sinonimo di tassi in calo e dunque in contrasto con l'intervento a lungo termine delle banche centrali. Sulla parte lunga, i premi di credito sono più bassi rispetto alle scadenze brevi perché sono presenti solo emittenti di buona qualità: di conseguenza, non sarebbe possibile accedere a rendimenti sufficienti per assorbire la potenziale volatilità di tali scadenze, ad esempio se i mercati si rendessero conto che le banche centrali non hanno intenzione di fare marcia indietro e se la curva si appiattisse, o addirittura ritornasse a una pendenza "classica". Infine, questi posizionamenti sulla parte lunga della curva hanno tre fondamenti, nessuno dei quali legato alla ricerca del miglior rapporto rischio-rendimento:

- **Questione normativa:** molti investitori istituzionali hanno aumentato il rischio di credito nel corso degli ultimi dieci anni per compensare i tassi di mercato estremamente bassi, riducendone al contempo la duration. L'aumento

dei tassi d'interesse, consistente in termini relativi ma tutto sommato moderato in termini assoluti, ha scatenato un'ondata di acquisti di obbligazioni di buona qualità e a lunga scadenza.

- Preoccupazione: dopo l'estrema volatilità degli ultimi anni, culminata nel crollo generalizzato del 2022, molti investitori o gestori per conto terzi hanno perso fiducia e hanno visto nelle obbligazioni lunghe di buona qualità al 3% o 4% la garanzia di una ritrovata serenità.
- Speculazione: dopo un decennio di tassi bassi e interventi ripetuti e massicci delle banche centrali a sostegno dei mercati finanziari, molti operatori hanno ritenuto che le banche centrali non avrebbero potuto adottare un atteggiamento più restrittivo e hanno scommesso sul continuation bias e sull'optimism bias. Questo significa dimenticare che le crisi sono già avvenute e quindi già prese in considerazione, che l'inflazione è il problema numero 1 per una banca centrale, che questa inflazione è favorevole per la riduzione del debito pubblico e può quindi essere mantenuta leggermente al di sopra degli obiettivi a costo di una politica un po' meno restrittiva del necessario ma che dura molto più a lungo, e che questa inflazione in Europa è in gran parte esogena e in parte compensata dagli Stati, il che la mantiene alta e limita gli effetti recessivi.

Due ultimi elementi da segnalare in termini di allocazione e gestione del rischio:

- Se da un lato le scadenze lunghe sono a nostro avviso relativamente poco attraenti, le obbligazioni finanziarie, per il loro bisogno di emissioni importanti e per la crisi dello scorso marzo, possono offrire premi molto ampi su queste scadenze e rappresentare una componente d'investimento significativa, in particolare per le obbligazioni subordinate Tier 2. Definiremo meglio il nostro posizionamento in questa componente precisando che investiamo solo in banche di rete ben delineate, spesso mutualistiche, e non in banche d'investimento o troppo legate ai mercati finanziari o a un settore o una classe di attivi in particolare.
- In questo momento di forte rialzo dei tassi, abbiamo un posizionamento protettivo in obbligazioni che contribuirà a limitare la volatilità del portafoglio in caso di nuove tensioni (legate in particolare agli effetti dell'aumento dei tassi d'interesse, ancora poco riflessi nelle valutazioni).

Azioni

Il valore di un'azione è la somma attualizzata degli utili futuri attesi, che riflette il valore temporale del denaro e il rischio insito nella realizzazione di tali utili futuri.

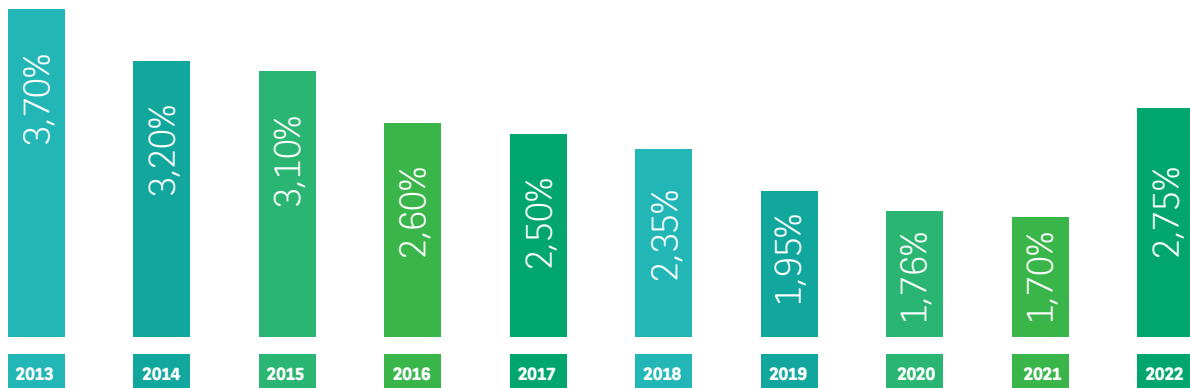
La politica monetaria e l'attento monitoraggio del ciclo delle politiche monetarie sono saldamente al centro del nostro processo di osservazione dei cicli dell'attività e del credito. In questo senso, gli stimoli fiscali attuati dalle banche centrali per contrastare le perturbazioni dovute al Covid hanno fornito all'economia un cuscinetto temporaneo contro le azioni restrittive delle stesse banche centrali. Questo cuscinetto ha contribuito ad attenuare gli effetti negativi delle politiche monetarie restrittive sull'attività economica. Analogamente, questo ha solo posticipato il nostro posizionamento difensivo sulle azioni.

Tuttavia, siamo consapevoli che i principali fattori di recessione ci sono tutti: (i) una curva dei tassi invertita, (ii) la variazione da un anno all'anno degli indicatori economici anticipatori (indicatori che cambiano prima che l'economia mostri segni di cambiamento, come la fiducia dei consumatori, le licenze edilizie, le scorte) e (iii) il divario tra il tasso dei Federal Fund e la nostra stima del tasso di equilibrio.

Prevediamo un calo delle quotazioni azionarie entro la fine dell'anno e rimaniamo sottopeso su questa classe di attivi. Nelle ultime settimane abbiamo regolarmente ridotto la nostra esposizione alle azioni per attuare una visione più prudente. Le previsioni sugli utili non riflettono lo scenario più probabile, ossia una recessione moderata derivante dalla stretta monetaria avviata dalla Federal Reserve a marzo 2022. Le imprese sono riuscite a conservare i margini riversando gli aumenti di prezzo sui clienti, ma questa dinamica dovrebbe esaurirsi. Infine, la liquidità, che ha sostenuto la performance delle azioni (con una forte concentrazione sui titoli tecnologici), rischia di diventare meno abbondante.

Arnaud MIROUDEL
Director of Asset Management

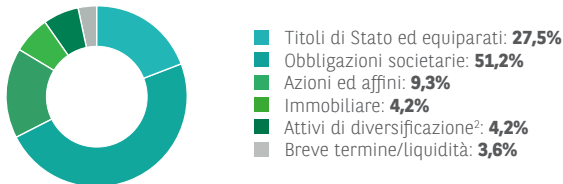
STORICO DEI RENDIMENTI DEL FONDO GENERALE¹



GESTIONE DEL FONDO GENERALE DE CARDIF LUX VIE AL 30/06/2023

Capitalizzazione del Fondo Generale (valore in borsa): 7,3 miliardi di EUR.

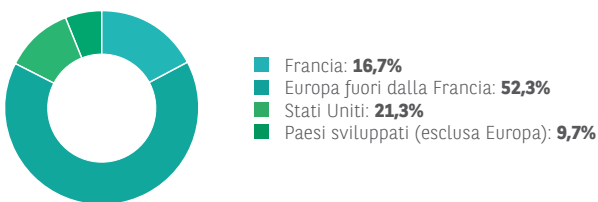
COMPOSIZIONE DEL FONDO GENERALE DE CARDIF LUX VIE



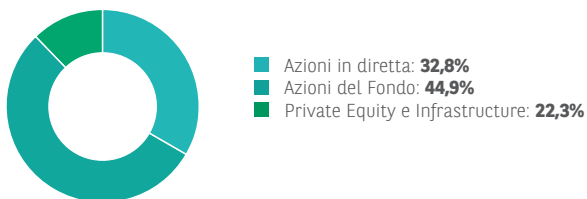
COMPOSIZIONE DEL COMPARTO AZIONARIO

Esposizione al rischio azionario limitata all' 9,3% circa. La sensibilità al mercato azionario (beta) del portafoglio è dell' 7,6%

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 5,5.

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.

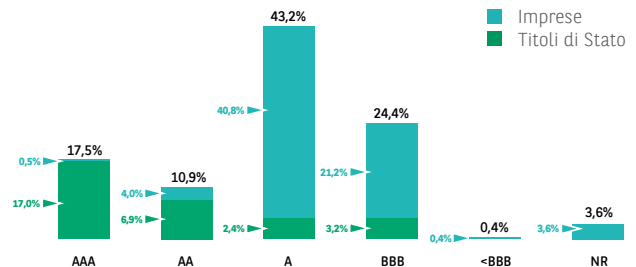
Rating³ delle obbligazioni di Stato nel portafoglio al 30/06/2023:

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

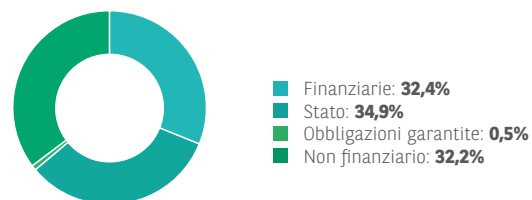
AA: Finlandia, Francia, Belgio, Austria

A: Slovacchia, Spagna, Chili

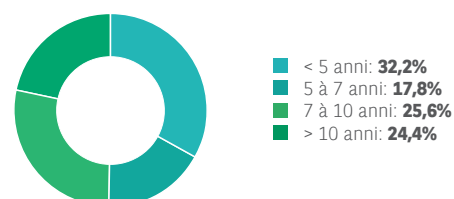
BBB: Italia



DETTAGLIO DEL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO PER TIPO DI EMITTENTI



SCADENZE DEL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO



1- 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.