



REDAZIONE ULTIMATA IL 3 GENNAIO 2020

FONDO GENERALE

DI CARDIF LUX VIE



Finiamo l'anno con un sospiro di sollievo: il rischio che le principali economie mondiali entrassero in recessione è stato scongiurato, almeno per alcuni trimestri... Questa serenità d'animo nasce soprattutto dal pragmatismo adottato dalle banche centrali, e dalla Fed in particolare, per contrastare la recessione industriale, giunta al suo culmine nel

pieno dell'estate. La globalizzazione degli scambi e delle catene di valore è stata seriamente rimessa in discussione, generando incertezze che hanno inciso in modo significativo sulle grandi società industriali esportatrici, in particolare le imprese tedesche del settore automobilistico, il cui modello economico subisce inoltre la pressione degli obiettivi di transizione energetica.

La banca centrale statunitense è riuscita, tagliando a tre riprese i tassi di riferimento e iniettando liquidità nel sistema bancario, a ripristinare la fiducia degli investitori e dei dirigenti d'impresa, senza che ciò abbia generato timori di bolle sul mercato immobiliare o di sbandate dell'inflazione, che rimane controllata attorno al 2%. Al pari della sua omologa d'oltreoceano, la BCE ha rilanciato un programma di acquisto titoli, a un ritmo di 20 miliardi di euro al mese, e ha tagliato i tassi di deposito dallo 0,1% al -0,5% nel tentativo di ravvivare le previsioni d'inflazione. Al contempo, sotto la spinta di Christine Lagarde, l'istituto centrale ha avviato una revisione della propria strategia, con l'obiettivo di analizzare, in particolare, le conseguenze della politica di tassi negativi.

La banca centrale cinese, dal canto suo, è intervenuta per ovviare agli effetti negativi dei conflitti commerciali in corso, consentendo di raggiungere un livello di crescita leggermente superiore al 6%.

Questo interventismo delle banche centrali, unito a una domanda interna estremamente resiliente (tasso di disoccupazione ai minimi da oltre 10 anni negli USA, in Europa e in Giappone) ha sostenuto il settore dei servizi che, a differenza dell'industria, ha continuato a crescere in tutto il mondo. Alla fine, la crescita mondiale dovrebbe mantenersi leggermente al di sopra del 3%, in sensibile calo rispetto al 2018 ma in linea con i livelli raggiunti negli anni precedenti.

L'annunciata sigla di un cosiddetto accordo di "fase 1" tra la Cina e gli Stati Uniti, nonché la ratifica dell'USMCA (accordo tra USA, Messico e Canada) lasciano sperare in un 2020 meno caotico sul piano delle relazioni commerciali. Inoltre, a breve termine, l'esito delle elezioni britanniche, vinte dai conservatori di Boris Johnson, alimenta una visione più ottimistica della situazione politica ed economica europea.

Questa situazione, tutto sommato di gran lunga migliore rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, non è però scevra di rischi. I danni arrecati al commercio internazionale non saranno certo cancellati da un accordo preliminare, mentre le minacce di un dietrofront sugli aumenti dei dazi doganali continuano ad aleggiare sui negoziati per un accordo commerciale sino-statunitense di più ampia portata. Inoltre, la campagna elettorale statunitense, i cui sviluppi saranno certamente fonte di volatilità, potrebbe alimentare un'inversione di tendenza.

Nell'Unione europea, benché nei principali Paesi gli euroscettici non siano ancora riusciti a salire al potere da soli, la loro ascesa costringe i partiti tradizionali a formare coalizioni instabili che rendono più difficile prendere decisioni. Inoltre, il Regno Unito uscirà certamente dall'Unione europea alla fine di gennaio, ma il "breve" periodo di un anno che il primo ministro Johnson vuole imporre per negoziare un accordo sui futuri rapporti con l'UE rilancia la possibilità di una "hard Brexit".

D'altro canto, cominciano a emergere dubbi sulla capacità della Cina di mantenere un ritmo di crescita sufficiente, evitando al contempo che si materializzino bolle immobiliari e tenendo sotto controllo l'aumento dell'indebitamento di imprese e famiglie.

Infine, ai rischi illustrati sopra si devono ovviamente aggiungere quelli legati ad eventuali sbandate geopolitiche, per loro natura complicate da prevedere e con ripercussioni potenzialmente significative sulla crescita mondiale.

È dunque probabile che nel 2020, come da molti anni oramai, ci sarà ancora bisogno dell'intervento delle banche centrali per prolungare questa fase di crescita fiacca che oltreoceano dura già da oltre 10 anni ...

Nel corso della seconda parte dell'anno, i mercati finanziari hanno continuato a seguire un buon andamento, sostenuti dalle notizie più incoraggianti di cui parlavamo prima e dalla volontà degli investitori di non focalizzarsi sull'esosità di alcuni attivi rischiosi.

I mercati azionari dei paesi sviluppati, a dividendi esclusi, hanno guadagnato un altro 7% abbondante, portando l'incremento annuo a oltre il 28% per lo S&P 500 e al 25% circa per l'Eurostoxx 50. L'indice faro della borsa statunitense chiude quasi ai massimi storici, mentre gli indici europei per la maggior parte sfiorano o superano i livelli raggiunti nel 2015. Con un rialzo "soltanto" di poco più del 15%, il Topix chiude la marcia dei grandi indici azionari del mondo sviluppato ed eguaglia la performance dell'indice dei paesi emergenti (MSCI EM). Dal punto di vista settoriale, in Europa si sono registrate performance solide in numerosi segmenti ciclici, in testa ai quali troviamo edilizia, tecnologia e industriali con rialzi di oltre il 35%, mentre i petroliferi sono cresciuti solo dell'11% circa. Tra i titoli cosiddetti difensivi, i servizi pubblici hanno guadagnato oltre il 30%, benché nel settore permangano sfide strutturali, mentre le telecomunicazioni sono cresciute di appena il 5%. Infine, nel settore della finanza svettano i servizi finanziari con una performance di oltre il 43%, mentre i bancari si fermano al

14% di crescita, penalizzati dal contesto di tassi bassi e dal persistere di forti pressioni normative.

Sui mercati obbligazionari, i segmenti più volatili come l'High Yield, i subordinati e il debito emergente in valuta locale sono stati i più accerchiati, con performance comprese tra l'11% e il 16%. Il mantenimento di tassi risk-free a lungo termine estremamente bassi ha certamente favorito questa propensione al rischio, nonostante un volume di emissioni primarie in euro storicamente elevato (445 miliardi di euro, di cui 375 miliardi sul segmento investment grade). I tassi a lungo termine degli Stati europei con i rating migliori, benché in netta ripresa rispetto ai minimi storici di metà agosto (il Bund decennale era sceso sotto il -0,74%), registrano un calo di oltre 40 punti base nell'anno; il decennale tedesco chiude a -0,19%, mentre il suo omologo statunitense arriva in prossimità dell'1,92%, in calo dello 0,76% su un anno. I debiti periferici hanno seguito un buon andamento; il decennale italiano, in particolare, è stato favorito da una relativa distensione sul fronte politico e il suo spread con la Germania si è contratto dello 0,9%.

Per quanto riguarda i nostri investimenti all'interno del Fondo Generale, alla luce del marcato calo dei tassi a lungo termine risk-free e dell'assenza di opportunità sul mercato del credito, non abbiamo partecipato ai mercati obbligazionari per buona parte dell'estate. La riapertura del mercato primario del credito, dalla fine di agosto, ci ha consentito di investire parte delle liquidità accumulate, prevalentemente su emittenti dall'attività poco ciclica che beneficiano di una forte diversificazione geografica. Man mano che i tassi risk-free risalivano e gli spread di credito si contraevano, abbiamo ripreso gli investimenti sul debito sovrano più solido per aumentare la nostra sensibilità ai tassi, che alla fine del periodo superava quota 4,8 dopo aver sfiorato 4,5 ad agosto. Queste nuove esposizioni sovrane saranno convertite in obbligazioni di credito in funzione delle opportunità di mercato che si presenteranno nel corso del 2020.

Sui mercati azionari abbiamo mantenuto un'esposizione prossima al 9% per tutto l'anno, limando progressivamente la nostra allocazione seguendo il rialzo dei mercati. Nel quarto trimestre, abbiamo altresì deciso di convertire parte dei nostri supporti "indicizzati" in fondi a gestione dinamica, per diversificare e ottenere un rendimento aggiuntivo a medio termine. Quanto agli investimenti azionari diretti, abbiamo mantenuto un orientamento difensivo sottopesando i titoli ciclici (petroliferi e auto), nonché i titoli sul cui modello di business pesano forti interrogativi strutturali o la cui reputazione è compromessa. Per il 2020, considerando le valorizzazioni raggiunte, le anticipazioni molto positive

per i risultati futuri e il sostegno delle autorità monetarie, siamo lievissimamente positivi e sfrutteremo qualsiasi netto aumento, a contesto invariato, per continuare ad alleggerirci.

Per quanto riguarda le altre categorie di attivi, abbiamo continuato ad acquisire esposizioni su fondi di Private Equity "Buyout". Attualmente stiamo esaminando alcuni fondi del mercato secondario nel Private Equity per sfruttare un'eventuale inversione ciclica. Nell'immobiliare abbiamo avviato un primo investimento nel settore alberghiero in Europa, tema che intendiamo rafforzare nel 2020 con l'assunzione di partecipazioni in un fondo aperto. Inoltre, abbiamo aumentato la nostra esposizione al settore degli Uffici in due fondi aperti già presenti in portafoglio. Infine, abbiamo mantenuto l'allocazione nell'Immobiliare sanitario con le case di riposo in Germania. Il nostro obiettivo è

arrivare alla fine del 2020 a un'allocazione immobiliare prossima al 4%, rispetto al poco meno del 3% odierno.

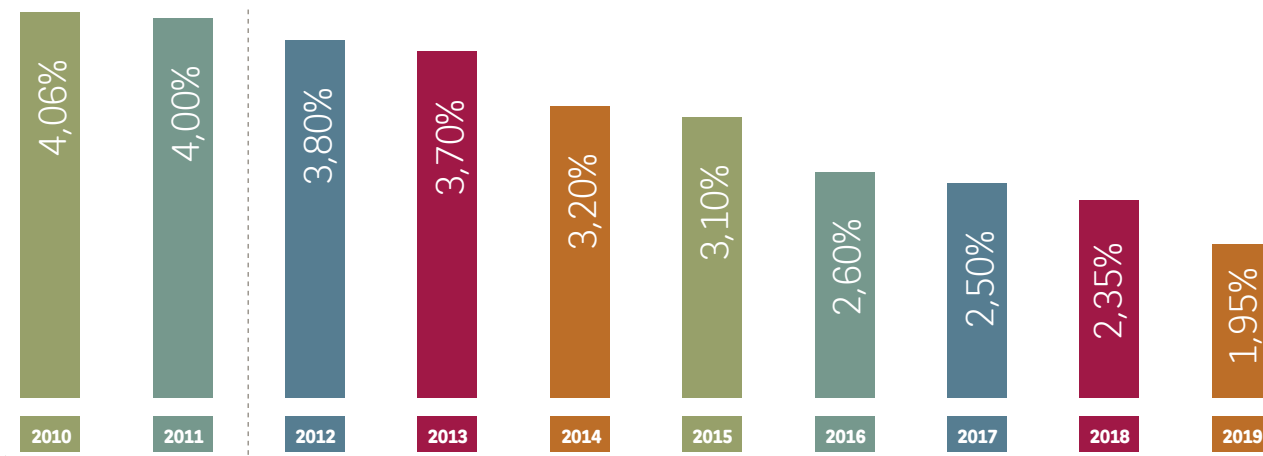
Nel 2019, come da diversi anni a questa parte, ci siamo prodigati per selezionare gli investimenti con un occhio di riguardo ai criteri di CSR, in particolare applicando filtri "Best in Class" e di transizione energetica ai nostri investimenti diretti. Inoltre, al momento stiamo vagliando l'implementazione di investimenti a impatto positivo legati alla riduzione dei gas effetto serra e alla protezione degli oceani.

François LUCCHINI
Director of Asset Management

QUEL CHE BISOGNA RICORDARE



STORICO DEI RENDIMENTI DEL FONDO GENERALE¹

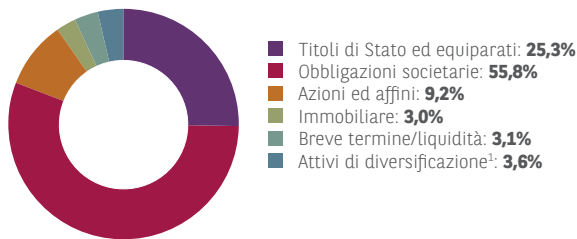


¹ - I rendimenti evidenziati fino alla fine del 2011 si riferiscono al Fondo generale offerto da Cardif Lux International (patrimonio di BNP Paribas Cardif). Dal 2012 la gestione del Fondo generale è assicurata direttamente da Cardif Lux Vie. Le informazioni relative ai rendimenti passati non costituiscono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

GESTIONE DEL FONDO GENERALE DE CARDIF LUX VIE AL 31/12/2019

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

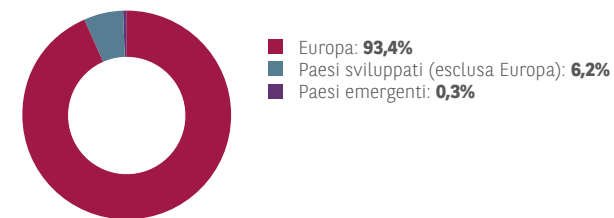
COMPOSIZIONE DEL FONDO GENERALE DE CARDIF LUX VIE



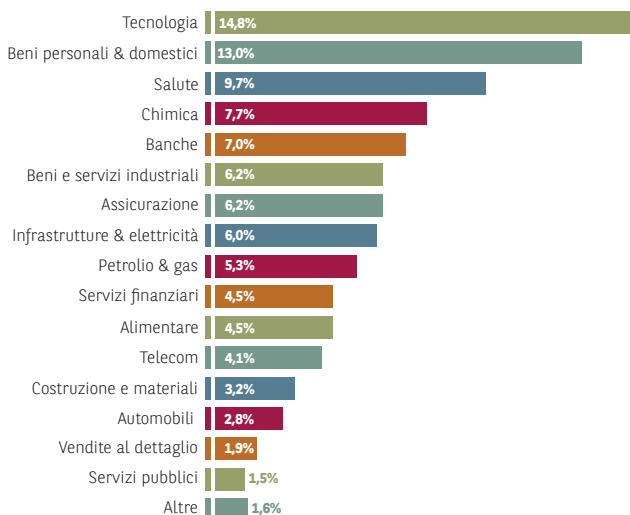
COMPOSIZIONE DEL COMPARTO AZIONARIO

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

DETTAGLIO DEL COMPARTO AZIONARIO PER ZONA GEOGRAFICA



DETTAGLIO DEL COMPARTO AZIONARIO PER SETTORE



COMPOSIZIONE DEL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO

La sensibilità globale ai tassi del portafoglio è vicina al 4,8.

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.

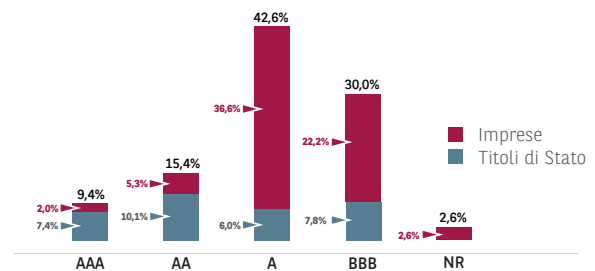
Rating² delle obbligazioni di Stato nel portafoglio al 31/12/2019:

AAA: Lussemburgo, Germania, Paesi Bassi ed Agenzie europee

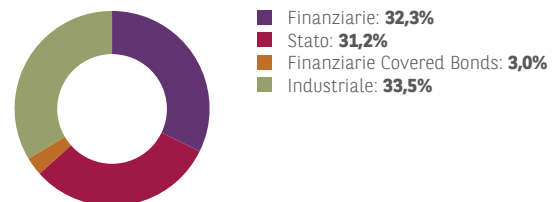
AA: Finlandia, Francia, Belgio ed Austria

A: Slovacchia, Spagna, Polonia, Irlanda e Repubblica Ceca

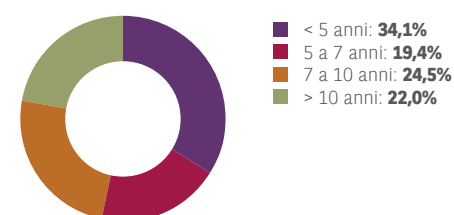
BBB: Italia e Messico



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.