



REDAZIONE ULTIMATA IL 6 LUGLIO 2020

FONDO GENERALE

DI CARDIF LUX VIE



Senza precedenti!
Sono state sicuramente queste le due parole più utilizzate per descrivere la crisi che stiamo vivendo. Guardiamo sotto quali aspetti queste parole rendono bene l'idea del contesto macroeconomico che ci ha accompagnato nel primo semestre:

Dal punto di vista sanitario, innanzitutto, è interessante notare che l'intensificazione degli scambi commerciali e degli spostamenti di persone ha fatto sì che la diffusione di un virus non risparmiasse alcun angolo del globo, con ormai oltre 11,4 milioni di casi dichiarati e più di 530.000 morti. Guardando alla storia recente, 50 anni fa circa l'influenza di Hong Kong aveva già ucciso 1 milione di persone sul pianeta, ma senza una copertura mediatica importante e senza vere e proprie misure di distanziamento sociale.

In un mese, la crescita fiacca si è trasformata in una gravissima recessione. I lockdown successivi hanno avuto gravi ripercussioni sulle catene produttive prima e poi, molto rapidamente, sui consumatori delle zone interessate e, di conseguenza, sulla domanda finale. Il risultato è una revisione straordinaria dei dati di crescita su scala globale. I Paesi più colpiti sono quelli che hanno adottato le misure di distanziamento sociale più drastiche e che al contempo dipendono in grande misura dai flussi turistici e dalla domanda internazionale. Alla fine, secondo le ultime previsioni del FMI, la crescita globale dovrebbe contrarsi di oltre il 4%: il PIL degli Stati Uniti, del Giappone e dell'Eurozona subirebbe un calo dal 6% all'8%, mentre solo la Cina potrebbe sperare in una lieve crescita dell'attività.

Per quanto riguarda i grandi Paesi dell'Eurozona, i risultati peggiori dovrebbero arrivare da Francia e Italia (-10% circa), mentre la Germania dovrebbe sovraperformare perdendo comunque oltre il 6% del PIL.

Di fronte a questo shock incredibile, anche le reazioni delle banche centrali sono state straordinarie, superando ampiamente per portata e velocità tutto ciò si era potuto annunciare nei primi mesi successivi al fallimento di Lehman Brothers. La BCE ha deciso di istituire un programma di acquisto titoli aggiuntivo per 870 miliardi di euro (PEPP = Pandemic Emergency Purchase Program), a integrazione di un massiccio sostegno alla liquidità delle banche mediante un TLTRO III a tasso negativo. Inoltre, una conferenza stampa dopo l'altra, la BCE ha nettamente rafforzato la sua "forward guidance", sottolineando che l'istituto era pronto a fare di più se necessario e che la politica monetaria sarebbe rimasta accomodante finché l'inflazione non fosse ritornata stabilmente verso l'obiettivo. Al contempo, la Fed ha reagito velocemente abbassando i tassi di riferimento dell'1,5%, fornendo liquidità illimitata al sistema finanziario e rilanciando un QE su grande scala (con l'estensione degli acquisti ad alcuni titoli obbligazionari high yield).

Parallelamente a questo attivismo monetario, tutti gli Stati hanno adottato misure a sostegno delle singole economie pari a diversi punti di PIL. Tra trasferimenti diretti alle imprese (ricapitalizzazione, taglio di oneri e contributi) e ai cittadini (disoccupazione parziale, "helicopter money") e prestiti garantiti dagli Stati, il conto non definitivo provocherà un aumento senza eguali dei deficit pubblici. E i piani di rilancio non sono stati ancora annunciati o approvati tutti.

Una possibile mutualizzazione dei debiti europei! Al momento è in discussione un piano di sostegno europeo di grande respiro per i Paesi/settori più in difficoltà, portato

avanti dall'asse franco-tedesco e dalla Commissione europea, che potrebbe arrivare a 750 miliardi di euro (500 miliardi di euro a fondo perduto e 250 miliardi di euro sotto forma di prestiti). Il piano ha sollevato però una levata di scudi da parte dei Paesi frugali (Danimarca, Paesi Bassi, Austria e Svezia) e di alcuni Paesi dell'Est che temono una ripartizione degli aiuti a loro sfavorevole. L'obiettivo della Germania, che il prossimo semestre eserciterà la presidenza del Consiglio, è portare a casa un accordo storico al vertice dell'UE previsto per il 17 e 18 luglio. Se le negoziazioni andranno a buon fine, il piano consentirà di dimostrare agli euroscettici dei Paesi meridionali tutto l'interesse che può esserci nel rimanere uniti.

Un crollo senza precedenti seguito da una ripresa storica? Le misure di cui abbiamo parlato e l'allentamento delle misure di distanziamento sociale in atto lasciano ben sperare sul profilo della ripresa nei Paesi sviluppati. In effetti, benché la fine del lockdown non appaia scontata ovunque (si veda, ad esempio, la situazione complicata negli Stati Uniti e nell'America Latina), gli indicatori avanzati (PMI, ISM, IFO, Michigan), le vendite al dettaglio e i nuovi posti di lavoro risalgono, talvolta in modo spettacolare. Ciò nondimeno, per sapere quale profilo avrà la crescita nel 2021 (V, V, U, L o W), bisognerebbe sapere quanto grande sarà un'eventuale seconda ondata di contagi e quanto i leader sapranno cavalcarla. C'è comunque una certezza: molti settori (tempo libero, trasporti, ecc.) non potranno tornare ai livelli di attività pre-crisi finché non sarà disponibile per tutti un vaccino sicuro ed efficace.

Una volatilità dei mercati estrema! Solo in rare occasioni (Grande depressione e crisi dei subprime) i movimenti di mercato erano già stati tanto violenti e indecifrabili. Tra fine febbraio e metà marzo, i mercati azionari hanno infatti corretto dal 25 al 40% a seconda degli indici, con variazioni giornaliere di oltre -10%. Analogamente, gli spread di credito hanno registrato brusche variazioni, amplificate dall'illiquidità dei mercati, e sono tornati a livelli che non si vedevano dalla crisi dei debiti periferici. I corsi delle materie prime sono stati anch'essi molto movimentati: il prezzo del barile di petrolio, ad esempio, è arrivato a essere scambiato in negativo per alcune ore a causa dell'arrivo a scadenza dei future in un contesto in cui l'offerta e le giacenze superavano abbondantemente la domanda attesa in piena fase di lockdown delle principali economie mondiali.

Dalla fine di marzo e dopo l'annuncio dei molteplici sostegni, si assiste a un ritorno in grande stile delle categorie di attivi rischiosi, come dimostrano le performance degli indici statunitensi che registrano il miglior trimestre degli ultimi 33 anni. Alla fine, i cali sono contenuti e interessano scarsamente gli indici con una ponderazione significativa in titoli tecnologici. L'Euro Stoxx 50, lo S&P 500 e il Topix cedono infatti rispettivamente il 13,76%, il 4% e il 9,4%, mentre il Nasdaq cresce di quasi il 13% dall'inizio dell'anno!

Nel periodo abbiamo potuto osservare emissioni record di debito sul mercato del credito dell'eurozona con, al termine del primo semestre, un volume di 331 miliardi di euro

(+52%/S1 2019) corrispondente al 75% degli importi emessi sull'intero 2019. Naturalmente questo è stato possibile grazie al massiccio sostegno della BCE, che consente altresì agli Stati di aumentare in modo significativo il loro deficit pubblico senza che da ciò derivi un corrispondente aumento dei tassi a lungo termine. Al pari delle azioni, gli spread periferici e di credito sono scesi sensibilmente: da metà marzo il decennale italiano si è contratto di 100 pb circa rispetto a quello tedesco, mentre gli indici di credito in media hanno recuperato quasi due terzi del loro divario. I tassi a lungo termine risk-free, dopo aver toccato nuovi minimi storici (Bund decennale al -0.86%), hanno chiuso il semestre al -0,44%, in calo di una ventina di punti rispetto a fine 2019.

Quali rischi gravano su una ripresa a V dell'economia mondiale?

- Una possibile seconda ondata di contagi nei Paesi più sviluppati con ripercussioni sui beni di consumo discrezionali.
- La concretizzazione del rischio di rifinanziamento dei Paesi emergenti, il cui indebitamento è cresciuto molto rapidamente negli ultimi anni.
- Rinnovate tensioni geopolitiche tra gli Stati Uniti e i loro partner commerciali (Cina, UE, ecc.) sulla scia delle elezioni presidenziali statunitensi, in un momento in cui Donald Trump appare sfavorito nei sondaggi.
- Incapacità di trovare un compromesso per un'uscita ordinata del Regno Unito dall'Unione europea.
- Per l'eurozona, l'ostruzione all'azione della BCE da parte della corte di Karlsruhe. Questa ipotesi sembra ormai superata, vista l'attuale posizione del governo tedesco e dei membri della Buba.
- Incapacità dei Paesi dell'Unione europea di mettere a punto un piano di rilancio di grande respiro.

A più lungo termine, è probabile che questa crisi rimetta in discussione la globalizzazione così come la conoscevamo, soprattutto per quanto riguarda lo sviluppo del turismo di massa e della delocalizzazione estrema delle catene di produzione manifatturiere. In ogni caso, nella migliore delle ipotesi l'economia mondiale dovrebbe tornare ai livelli pre-crisi solo dopo il 2022.

Riprendendo la nostra ultima comunicazione semestrale, il nostro posizionamento sulle categorie di attivi rischiosi all'inizio del 2020 era prudente. Abbiamo infatti diminuito la nostra esposizione azionaria proprio all'inizio dell'anno, prima che avesse inizio il violento movimento di correzione di marzo. Inoltre, abbiamo ridotto anche la nostra sensibilità ad alcuni emittenti ciclici ancora presenti in portafoglio, nonché agli emittenti con rating "ESG" più basso. Abbiamo compensato queste cessioni con l'acquisto di titoli di Stato "core".

Siamo quindi entrati nella crisi partendo da una situazione alquanto favorevole, con una sensibilità azionaria inferiore all'8% e un'esposizione molto limitata agli emittenti creditizi più ciclici e dotati dei rating peggiori. A livello settoriale, l'auto, il turismo e le compagnie

aeree erano del tutto assenti dal nostro portafoglio obbligazionario, mentre il settore petrolifero e del gas era ampiamente sottopesato e rappresentava appena lo 0,5% del nostro portafoglio complessivo.

Di conseguenza, man mano che i mercati azionari perdevano terreno e gli spread del credito si ampliavano, siamo stati in grado di cogliere opportunità di arbitraggio sui titoli sovrani, acquistati a livelli di rendimento molto bassi.

L'imponente ripresa delle categorie di attivi rischiosi a cui assistiamo da diverse settimane, senza fondamentali reali, ci ha spinto a prendere benefici sulle azioni e continuare a privilegiare le società meno cicliche nei nostri investimenti sul mercato del credito. Inoltre, abbiamo sfruttato l'appiattimento della curva dei tassi per rafforzare l'esposizione ai titoli a tasso variabile e completare gli acquisti di coperture macro contro il rialzo dei tassi. La nostra quota variabile (titoli a tasso variabile, coperture macro e monetario) è ormai superiore al 20%.

Quanto agli attivi di diversificazione, abbiamo assunto impegni in tre fondi di tipo infrastrutturale o di private equity, uno dei quali specializzato nella protezione degli oceani. Nell'immobiliare abbiamo messo in stand-by alcune sottoscrizioni, in attesa di una migliore visibilità, ma abbiamo comunque continuato a investire nelle case di riposo in Germania e abbiamo assunto un impegno su un fondo aperto specializzato nell'immobiliare sociale (istruzione, sanità, alloggi per studenti, ecc.).

Per il resto dell'anno, finché i tassi a lungo termine core rimarranno negativi, manterremo una sensibilità ai tassi inferiore a quella del nostro indice di riferimento. Inoltre, viste le incertezze attuali, conserveremo una componente monetaria superiore all'1%.

Sull'azionario siamo ormai prossimi alla neutralità e sfrutteremo qualsiasi brusco movimento di inversione al ribasso per rafforzare nuovamente il nostro beta. Viceversa, se la ripresa dovesse intensificarsi e portare i mercati in prossimità dei livelli di fine febbraio, diventeremmo allora sottoesposti.

Sulle altre categorie di attivi, approfitteremo del contesto attuale per assumere impegni in fondi di private equity sul mercato secondario e in fondi di debito privato, segmento su cui non investiamo da oltre tre anni. Quanto all'immobiliare, stiamo valutando investimenti nel campo degli uffici in centro città, nella sanità e anche nell'alberghiero per sfruttare eventualmente i forti cali di valorizzazione che dovrebbero registrarsi nel segmento. Il nostro obiettivo è arrivare, entro il 2021, a un'allocazione potenzialmente superiore al 4%.

Infine, continuiamo ad adoperarci per diminuire l'impronta di carbonio dei nostri investimenti e abbiamo incrementato in modo sostanzioso gli acquisti di "green bond". Inoltre, continuiamo a riflettere sul modo migliore per investire nell'ambito della riforestazione.

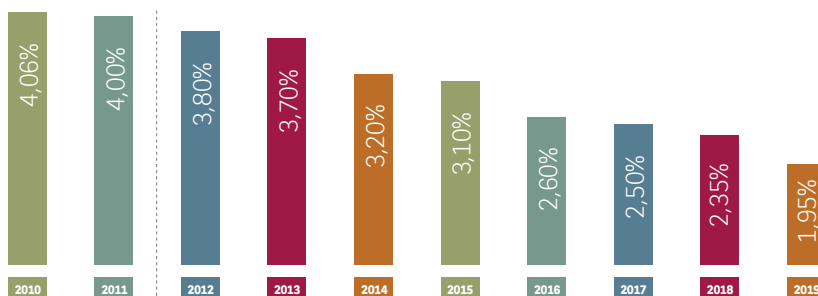
François LUCCHINI

Director of Asset Management

PUNTI SALIENTI:



STORICO DEI RENDIMENTI DEL FONDO GENERALE¹

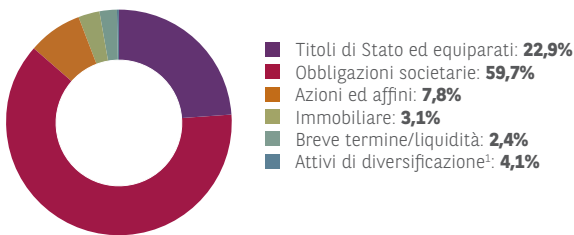


1- I rendimenti evidenziati fino alla fine del 2011 si riferiscono al Fondo generale offerto da Cardif Lux International (patrimonio di BNP Paribas Cardif). Dal 2012 la gestione del Fondo generale è assicurata direttamente da Cardif Lux Vie. Le informazioni relative ai rendimenti passati non costituiscono 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 30/06/2020

Capitalizzazione del Fondo Generale (valore in borsa):
9,43 miliardi di EUR.

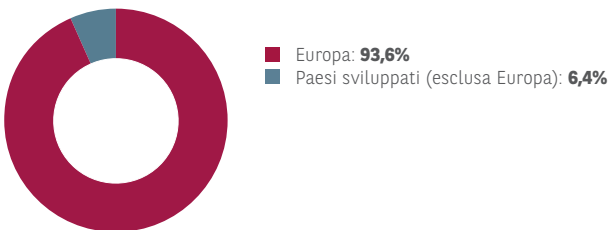
COMPOSIZIONE DEL FONDO GENERALE DE CARDIF LUX VIE



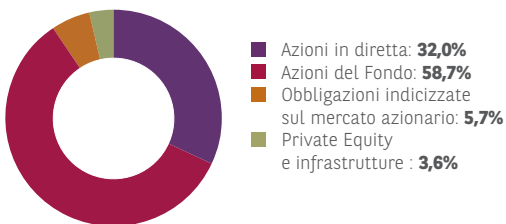
COMPOSIZIONE DEL COMPARTO AZIONARIO

Esposizione al rischio azionario limitata all'8% circa (beta).

DETTAGLIO DEL COMPARTO AZIONARIO PER ZONA GEOGRAFICA



DETTAGLI DEL COMPARTO AZIONARIO PER NATURA



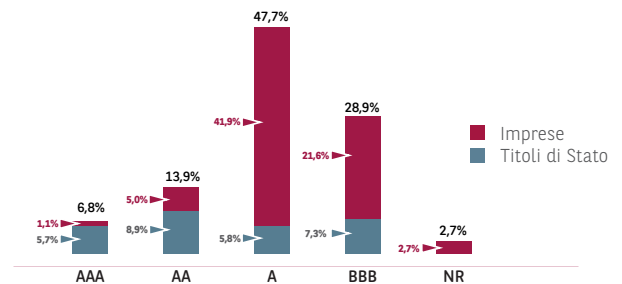
COMPOSIZIONE DEL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO

La sensibilità globale ai tassi del portafoglio è vicina al 4,9.

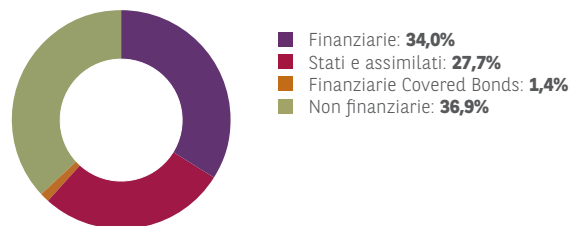
DETTAGLIO DEL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO PER RATING
Il rating medio del portafoglio obbligazionario, pari ad «A», dimostra che si tratta di un portafoglio di ottima qualità.

Rating² delle obbligazioni di Stato nel portafoglio al 30/06/2020:

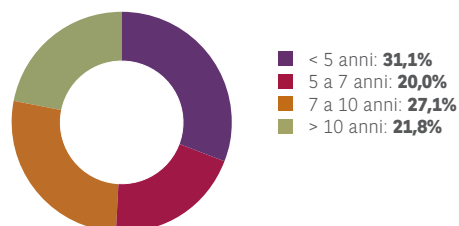
AAA: Lussemburgo, Germania, Paesi Bassi, Agenzie europee
AA: Finlandia, Francia, Belgio, Austria, Repubblica Ceca
A: Slovacchia, Spagna, Polonia
BBB: Italia, Messico



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.