



REDAZIONE ULTIMATA IL 6 GENNAIO 2021

FONDO GENERALE

DI CARDIF LUX VIE



Un vaccino, un accordo e un nuovo presidente sotto l'albero.

Dopo aver trascorso gli ultimi mesi dell'anno a sperare che la situazione sanitaria migliorasse e ad attendere l'epilogo delle vicissitudini politiche, gli investitori terminano l'anno sollevati dalle prospettive a medio termine. Infatti, benché

negli ultimi tempi il numero di contagi sia notevolmente aumentato, come si temeva, nella maggior parte dei paesi occidentali, la conferma dell'imminente immissione sul mercato di diversi vaccini lascia intravedere una luce in fondo al tunnel e anticipare un netto miglioramento delle interazioni umane per il secondo semestre del 2021.

Questo consentirebbe all'economia mondiale di fare quel rimbalzo in cui molti speravano dopo l'allentamento delle misure di distanziamento sociale alla fine del secondo trimestre 2020. Da qui ad allora, il mantenimento delle misure di sostegno senza precedenti decise lo scorso anno sarà cruciale per evitare che il contesto macro- e microeconomico si aggravi, visto e considerato che molti settori (turismo, tempo libero, trasporti, commercio...) sono ancora fermi o funzionano al rallentatore.

Il bilancio 2020 sui tassi di crescita è, come c'era da aspettarsi, molto negativo nella maggior parte dei paesi sviluppati, nei quali la pandemia ha comunque avuto un impatto molto diverso a seconda della gestione della crisi e del peso dei settori più colpiti. In questo senso, la Cina dovrebbe essere uno dei pochi paesi in grado di registrare un'attività positiva nel 2020, con un tasso di crescita del

2% circa a fronte di una crescita mondiale in contrazione di oltre il -3,5%. Quanto all'eurozona, il calo del PIL potrebbe arrivare al -7% circa (con la Germania a -5/-6% e la Francia e l'Italia tra -9% e -10%), mentre in Giappone sarebbe del -5% circa e negli Stati Uniti di "appena" un -3,6% (per via delle misure di lockdown meno rigide che nell'eurozona). Oltremania, l'economia britannica dovrebbe essere ancor più colpita, per via di una situazione sanitaria molto complicata e delle incertezze legate alla Brexit.

Ed è proprio l'accordo raggiunto il 24 dicembre sulla Brexit, oltre alle notizie incoraggianti sui vaccini, che fa fare un passo avanti sul finire del 2020. Benché debbano ancora essere negoziati i futuri rapporti tra l'UE e il Regno Unito relativamente ai settori dei servizi (in particolare quelli finanziari), il trattato garantisce scambi di beni senza dazi doganali né quote, purché siano rispettate le "norme d'origine appropriate", e ha consentito di giungere a un compromesso sulla spinosa questione della pesca.

L'elezione, alla fine alquanto netta, di Joe Biden alla presidenza degli Stati Uniti è stata anch'essa molto seguita e commentata negli ultimi mesi dell'anno. Questo esito elettorale, a differenza delle presidenziali precedenti, ha confermato le attese e, nonostante i disperati tentativi di Donald Trump di mettere in discussione l'elezione, non ha provocato scontri tra i sostenitori di due Americhe inconciliabili. Per quanto riguarda il Congresso, la Camera dei rappresentanti è rimasta in mano ai Democratici, mentre le elezioni del Senato in Georgia (il 5 gennaio) hanno fatto passare anche il Senato dalla parte del presidente eletto. Questo dovrebbe consentire alla nuova amministrazione di far approvare una parte delle misure promesse in campagna elettorale, soprattutto con investimenti ingenti nelle infrastrutture che favoriscono la transizione energetica. In attesa dell'attuazione di un piano di rilancio più cospicuo, Democratici e Repubblicani

hanno trovato un accordo su nuovi aiuti per 900 miliardi di dollari, che consentiranno di evitare in extremis un nuovo "shutdown" dell'amministrazione statunitense. Questo accordo inoltre ha reso possibile il versamento diretto di sostegni alle piccole imprese e alle famiglie, le cui indennità di disoccupazione sarebbero cessate a fine dicembre.

In questo contesto ancora molto depresso, il vigore della ripresa post pandemia dipenderà sicuramente dalla capacità dei principali leader del pianeta di attuare piani di rilancio di grande respiro, per evitare che la perdita potenziale causata da una simile crisi diventi irreversibile (investimenti materiali e immateriali insufficienti, calo dell'occupabilità dei giovani, accentuazione delle disuguaglianze...). In quest'ottica, le banche centrali avranno ancora un ruolo preponderante da svolgere, prolungando le misure di sostegno quantitativo come protezione contro la crescita esponenziale dell'indebitamento delle imprese e soprattutto degli Stati. A titolo di esempio, nell'eurozona il deficit pubblico dovrebbe sfiorare il 10% nel 2020 e continuare ad acuirsi nel 2021 con un ulteriore 7%, determinando un rialzo spettacolare del rapporto debito/PIL di oltre 20 pb (106% circa). Man mano che proseguiranno gli acquisti di titoli, almeno fino al 2022, i bilanci delle grandi banche centrali (Fed, BCE, BoJ e BoE) cresceranno significativamente fino a raggiungere livelli mai visti dal dopoguerra. Il bilancio della BCE potrebbe arrivare al 67% del PIL dell'eurozona a fine 2021 (quasi 8.000 miliardi di euro), mentre quello della Fed si avvicinerebbe al 40%. Inoltre, anche se l'inflazione si riavvicinasse al target, alcune banche centrali aspetterebbero comunque che questo fosse ampiamente superato prima di rimettere in discussione la politica attuale (cfr. la Fed rispetto al suo obiettivo "simmetrico" del 2%).

Il 2021 dovrebbe quindi essere l'anno della ripresa, sempre che le campagne vaccinali siano abbastanza rapide da consentire all'intera economia mondiale di riaprire già dal secondo semestre. È possibilissimo che l'intensità della ripresa sia molto eterogenea nel 2021 e dipenda dalla specializzazione settoriale dei paesi e dalla loro politica vaccinale (o più semplicemente da che accesso hanno ai diversi vaccini). Salvo ulteriori complicazioni, si prevede quindi che i paesi maggiormente colpiti ripartiranno in modo più vigoroso, anche se non riusciranno comunque a tornare ai livelli di PIL pre-crisi prima dalla fine del 2022. La Francia dovrebbe così crescere del 5% e gli Stati Uniti del 4%.

A livello politico, dopo le elezioni del Senato statunitense del 5 gennaio, il nuovo anno dovrebbe essere molto meno ricco di novità, anche se le elezioni legislative nei Paesi Bassi a marzo e quelle federali in Germania nel terzo trimestre 2021 potrebbero rimettere in discussione i recenti passi avanti compiuti in termini di costruzione europea dopo il voto sul recovery plan. D'altro canto, il posizionamento più moderato di Joe Biden, in particolare nei confronti dei

partner europei, dovrebbe consentire di evitare le escalation di dazi osservate negli ultimi anni.

Nonostante il peggioramento della situazione sanitaria e le conseguenti nuove misure di lockdown adottate nella maggior parte dei paesi sviluppati, le categorie di attivi rischiosi sono state trainate dalle speranze suscitate dall'efficacia dei vaccini (Pfizer/Bio-N-Tech, Moderna e più di recente Astra Zeneca/Oxford). I mercati azionari sono stati in grado, dopo un tonfo a fine ottobre alla vigilia delle elezioni statunitensi, di riprendersi nettamente, uscendo dall'impasse in cui si trovavano dall'inizio di giugno. Gli indici europei sono riusciti a cancellare quasi interamente le perdite subite: l'Euro Stoxx ha chiuso l'anno in calo di appena il 2,3% dividendi inclusi, mentre nel primo trimestre perdeva oltre il 25%. Tuttavia, a risultare grandi vincitori della partita sono stati naturalmente gli indici statunitensi, trainati dai titoli tecnologici e in particolare dai GAFAM (+Tesla). Il Nasdaq e lo S&P 500 hanno battuto i record che avevano segnato a febbraio scorso e sono cresciuti rispettivamente di circa il 43% e il 17% su base annua (in dollari). Anche gli indici cinesi (+26,4% per il CSI 300) e giapponesi (+8,9% per il Topix) registrano un andamento significativo. Gli emergenti hanno beneficiato a loro volta del ritorno in auge delle azioni e l'MSCI emergenti si è attestato al 19% circa nel 2020.

Sui mercati obbligazionari europei, i massicci acquisti delle banche centrali, uniti alle previsioni di inflazione sempre molto contenute e a livelli di liquidità estremamente elevati nella maggior parte degli investitori hanno contribuito a mantenere i tassi sovrani su livelli storicamente bassi e a comprimere gli spread di credito investment grade e high yield. Il decennale tedesco ha chiuso infatti l'anno scorso al -0,6% (-0,57%), dopo aver oscillato in uno stretto corridoio di 20 pb attorno al -0,5% nell'ultimo semestre, cedendo quasi lo 0,4% rispetto a fine 2019. Gli spread periferici si sono contratti sensibilmente rispetto alla Germania: i decennali italiani e spagnoli hanno chiuso l'anno rispettivamente a 0,54% e 0,04%, mentre il decennale portoghese ha chiuso allo 0% dopo un breve passaggio in territorio negativo. In questo contesto, nonostante le emissioni record e il deterioramento dei fondamentali (aumento delle leve di indebitamento e dei tassi di insolvenza), gli spread creditizi hanno continuato a contrarsi e mediamente hanno chiuso l'anno in linea con i livelli di fine 2019 per gli emittenti investment grade e solo in lieve aumento per i segmenti high yield e le emissioni subordinate. Le altre categorie di attivi quali il debito emergente hanno a loro volta approfittato del calo dei tassi risk-free (decennale USA allo 0,92% contro l'1,92% di fine 2019), della forte svalutazione del dollaro rispetto alle principali valute europee (EUR/USD +8,9% a 1,2225) e dell'aumento dei prezzi delle materie prime (barile di petrolio WTI oltre 45 dollari).

A livello di portafoglio, dopo aver effettuato volumi di operazioni molto significativi nel corso del primo semestre, siamo stati meno attivi: l'incertezza politica e sanitaria non invitava infatti ad aumentare la quota di attivi rischiosi dopo che le loro valorizzazioni erano aumentate.

Abbiamo quindi voluto mantenere un'esposizione azionaria prossima all'8%, pur effettuando movimenti tattici di riesposizione o copertura quando ritenevamo che i movimenti di mercato fossero esagerati.

Quanto ai mercati obbligazionari, abbiamo continuato a investire in modo selettivo sul mercato primario, per aumentare la nostra diversificazione e cogliere, ove possibile, un sovrapprezzo rispetto al mercato secondario, in particolare su emissioni non quotate o emesse in euro da società statunitensi. La nostra sensibilità ai tassi, che gestiamo mediante l'acquisto o la vendita di titoli di Stato core, è scesa alla fine del periodo attestandosi quasi al 4,7%. In termini di diversificazioni, abbiamo assunto tre impegni supplementari in fondi di private equity del mercato secondario, per sfruttare il contesto macroeconomico e godere di una buona diversificazione.

Nel settore infrastrutturale abbiamo avviato un investimento nell'ambito delle energie rinnovabili, per partecipare più direttamente alla transizione energetica.

Nel settore immobiliare abbiamo investito in un fondo aperto in ambito sociale (istruzione, sanità...).

Peraltro, tenuto conto delle forti contrazioni degli spread osservate negli ultimi mesi, abbiamo preferito non rafforzare le nostre esposizioni al segmento high yield e al debito emergente.

Infine, la nostra componente monetaria si è attestata attorno al 5% per mancanza di opportunità nel corso dell'ultimo mese dell'anno, dopo aver oscillato tra il 3% e il 4% per tutto il secondo semestre 2020.

In questo inizio anno, contiamo sulla riapertura del mercato primario del credito per rilanciare i nostri investimenti sul segmento, privilegiando gli emittenti poco ciclici con buoni rating. Approfitteremo di qualsiasi rialzo significativo dei tassi risk-free per aumentare gradualmente la nostra sensibilità ai tassi. Sfrutteremo la debolezza del dollaro e un eventuale rialzo dei tassi a lungo termine statunitensi per aumentare leggermente la nostra esposizione al biglietto verde attraverso obbligazioni denominate in dollari.

Inoltre, qualora si verificasse una correzione sui mercati azionari, torneremo a essere sovraesposti alla categoria di attivi per l'interesse relativo che riveste, prolungando gli sforzi in termini di diversificazioni geografiche e/o di stile.

Analogamente, potremmo essere costretti a rinforzare le nostre esposizioni nel segmento high yield, sul debito emergente e sui titoli subordinati qualora si verificassero forti ampliamenti degli spread. Dovremmo invece tenerci a distanza dai debiti periferici.

Come da numerosi anni a questa parte, è utile rammentare che tutti i nostri investimenti sono selezionati alla luce dei criteri ESG. Nel 2021 rafforzeremo il nostro patrimonio in obbligazioni "sostenibili" e continueremo a cercare progetti a impatto positivo finanziariamente sensati.

François LUCCHINI
Director of Asset Management

QUEL CHE BISOGNA RICORDARE



Nonostante i progressi sul fronte dei vaccini, la situazione sanitaria rimane preoccupante a breve termine



I piani di rilancio dovranno essere massicci per generare la ripresa auspicata

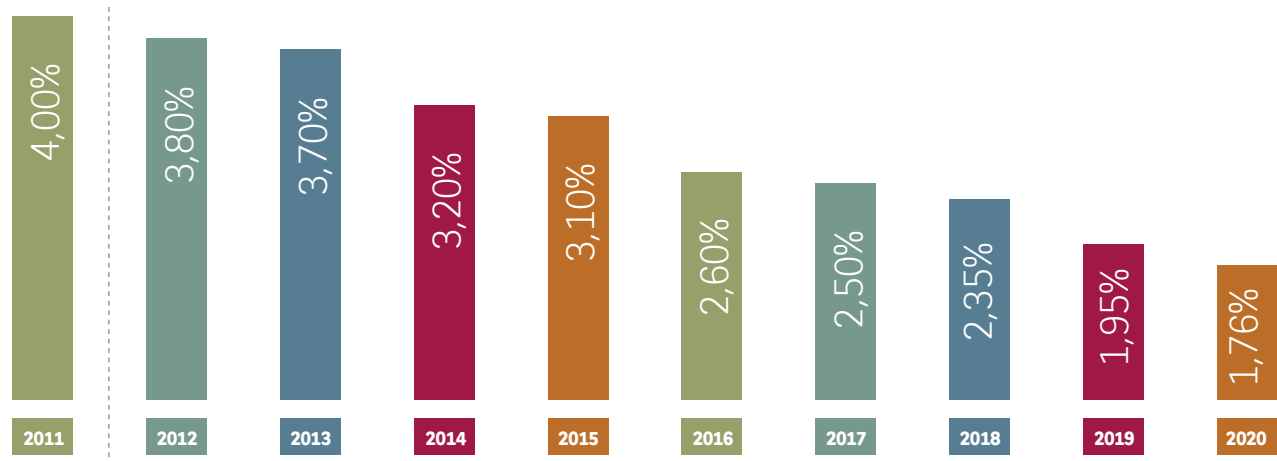


Le politiche di bilancio e monetarie rimarranno molto accomodanti a medio termine



Nel 2021 le vicissitudini politiche dovrebbero essere meno accentuate

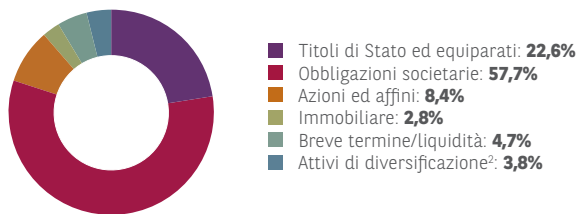
STORICO DEI RENDIMENTI DEL FONDO GENERALE¹



GESTIONE DEL FONDO GENERALE DE CARDIF LUX VIE AL 31/12/2020

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

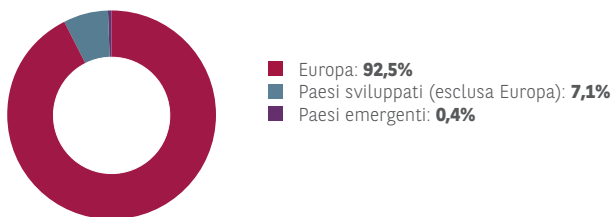
COMPOSIZIONE DEL FONDO GENERALE DE CARDIF LUX VIE



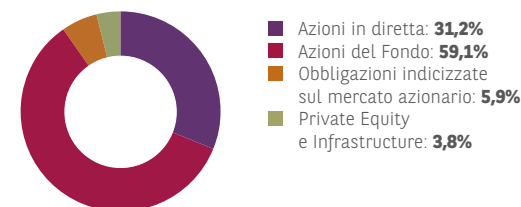
COMPOSIZIONE DEL COMPARTO AZIONARIO

Esposizione al rischio azionario limitata all'8,5% 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 **4,7**.

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.

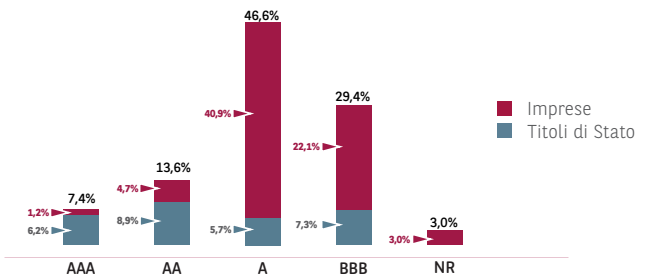
Rating³ delle obbligazioni di Stato nel portafoglio al 31/12/2020 :

AAA : Lussemburgo, Germania, Paesi Bassi ed Agenzie europee

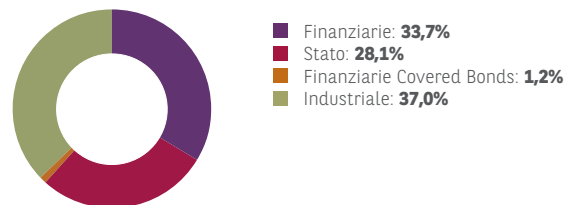
AA : Finlandia, Francia, Belgio ed Austria e Repubblica Ceca

A : Slovacchia, Spagna e Polonia,

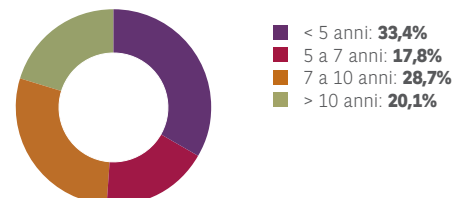
BBB : Italia , Messico e Chili



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.