



REDAZIONE ULTIMATA IL 5 LUGLIO 2021

FONDO GENERALE

DI CARDIF LUX VIE



Ripresa a V, Banche Centrali accomodanti, inflazione e minaccia delle varianti.

Come auspicato, con la rapida somministrazione dei vaccini nei Paesi occidentali l'attività ha segnato una netta ripresa dopo un primo trimestre ancora penalizzato da misure di distanziamento sociale più o meno rigide, in particolare nel vecchio

continente. Si prevede quindi che la crescita globale supererà il 6% dopo aver perso oltre il 3% nel 2020. La crescita globale sarà trainata principalmente dagli Stati Uniti e dalla Cina, i cui PIL dovrebbero attestarsi rispettivamente al 7% e al 9%, mentre il PIL dell'eurozona è previsto intorno al 5%, a causa del ritardo nella ripartenza dei settori dei servizi.

Al centro di questa ripresa ci saranno senza dubbio i consumatori occidentali, i cui livelli di risparmio sono aumentati nei periodi di lockdown (500 miliardi di euro solo per gli europei), favoriti dalle misure di sostegno senza precedenti degli Stati e delle banche centrali. In ragione di questa forte domanda, la maggior parte delle imprese registra un'impennata degli ordini che sta provocando tensioni nelle catene di approvvigionamento, in particolare nei settori che dipendono fortemente dai semiconduttori (come l'auto) e dalle materie prime (costruzioni, beni strumentali). Queste tensioni si riversano inevitabilmente sui prezzi alla produzione e dovremmo altresì assistere a un'accelerazione dei prezzi dei servizi, così come delle strutture ricettive e della ristorazione.

Questi fattori uniti ad effetti di base sulle materie prime (ad es. il petrolio registra un rialzo di oltre l'80% e il

minerale di ferro del 115% in un anno) determinano un aumento dell'inflazione nei Paesi occidentali, che riesce temporaneamente a tornare o a superare il 2%. È il caso degli Stati Uniti, dove l'inflazione headline è risultata pari al 5% lo scorso giugno contro il 2% appena dell'eurozona per il momento. Nonostante i dati siano finalmente in linea con gli obiettivi, se non addirittura superiori, le banche centrali mantengono un posizionamento accomodante, evidenziando come questo andamento dei prezzi sia solo transitorio e gli impatti della crisi non siano stati ancora del tutto riassorbiti.

La Fed, sebbene leggermente più dura del previsto, ha ribadito il suo messaggio di pazienza, ma potrebbe sfruttare il simposio di Jackson Hole a fine agosto per annunciare una riduzione del ritmo di acquisto titoli. Tuttavia, è poco probabile che la Fed aumenti i tassi di riferimento prima della fine del 2022 se il mercato del lavoro non tornerà ai livelli di fine 2019. Quanto alla BCE, predomina lo status quo con un ritmo di acquisti molto sostenuto, anche se alcuni "falchi" sostengono già che non sarà necessario utilizzare i 350 miliardi di euro ancora disponibili entro la fine di marzo 2022. In ultima analisi, i bilanci delle principali banche centrali hanno continuato a lievitare, arrivando a oltre il 77% del PIL per l'eurozona rispetto al 36% della Fed e al 133% della BOJ.

A livello politico, le recenti elezioni tenutesi in Europa (legislative nei Paesi Bassi e regionali in Francia) non hanno intaccato il sentiment positivo verso la costruzione europea suscitato dall'accordo sul piano per la ripresa dell'Europa, ratificato alla fine di maggio. È probabile che il prossimo appuntamento elettorale, previsto in autunno in Germania, non turberà questa visione, mentre le elezioni francesi del prossimo aprile saranno un vero test per la coesione dell'Unione europea.

Il contesto geopolitico è anch'esso piuttosto tranquillo dopo l'elezione di Joe Biden: il presidente USA ha riacciato un dialogo positivo con gli alleati storici e adottato una linea diplomatica decisamente più chiara rispetto al suo predecessore. La Cina rimane comunque la principale fonte di tensioni e il discorso velato di imperialismo del presidente Xi Jinping, nella commemorazione del centenario del partito comunista cinese, non ha certo fatto cambiare idea agli occidentali sulla possibilità di ottenere concessioni dal gigante asiatico.

Le prospettive macro e microeconomiche rimangono positive per il resto del 2021 e probabilmente per buona parte del 2022. I principali elementi che potrebbero rimettere in discussione questa tendenza sono di tre ordini:

- Una risposta troppo brusca da parte delle banche centrali a dati d'inflazione reale e prevista apparentemente incontrollati: come avevamo già detto, questo rischio è percepito come basso, soprattutto nell'eurozona dove il differenziale rispetto alla traiettoria di crescita potenziale ("output gap") è ancora molto importante.
- Incapacità della maggioranza democratica di far votare rapidamente un piano di ripresa di grande portata dedicato alle infrastrutture e alla riduzione delle disuguaglianze (miglioramento dell'accesso alla sanità, all'istruzione e sostegno ai redditi bassi).
- Una nuova ondata di contagi impossibile da contrastare con l'intensificazione delle vaccinazioni, che provocherebbe nuove misure di distanziamento sociale restrittive: il rischio è concreto, in particolare nei Paesi in cui la percentuale di popolazione vaccinata è bassa (Asia, Australia...) e anche in Europa e nel Nord America a partire dall'autunno. Tuttavia, a differenza dell'inizio d'anno, le capacità di produzione industriale dei vaccini sono ora sufficienti a consentire di limitare sensibilmente gli effetti di una nuova ondata sulla crescita delle economie occidentali.

Le categorie di attivi rischiose hanno prolungato il rally avviato alla fine dello scorso anno. I mercati azionari occidentali, in particolare quelli europei, sono cresciuti quasi costantemente fino a metà giugno, frenati soltanto da correzioni modeste (comprese tra -1% e -2%). Attualmente si consolidano, oscillando attorno ai massimi raggiunti di recente. A dividendi esclusi, i principali indici europei registrano un rialzo medio del 14%, mentre lo S&P 500 arriva al 15% circa e gli indici asiatici ed emergenti sottoperformano nettamente con appena un +7,7% per Topix, un +6,5% per l'indice MSCI EM e un +2,9% per l'indice faro cinese. Queste divergenze sono lo specchio della composizione settoriale degli indici (i titoli ciclici e "value" hanno sovraperformato quelli tecnologici), del ritardo delle vaccinazioni nell'area asiatica, del relativo affanno della crescita cinese e degli interrogativi di governance nel regno di mezzo.

Gli spread creditizi hanno resistito bene al rialzo dei tassi risk-free: sono stati sostanzialmente stabili o in lieve calo sui titoli con rating buoni (investment grade) mentre sono scesi di oltre 60 pb nel segmento high yield, che beneficia della mancata crescita dei tassi di insolvenza.

Sul fronte dei titoli di Stato, i tassi sono stati trainati dall'aumento delle previsioni d'inflazione oltreoceano, che hanno determinato un forte rialzo dei tassi a lungo termine statunitensi fino a fine marzo e, per contagio, un netto aumento dei tassi a lungo termine europei. Successivamente, i tassi a lungo termine statunitensi hanno ceduto circa trenta pb, sulla scia delle dichiarazioni della Fed, mentre i tassi a lungo termine europei sono scesi da 10 a 15 pb. Alla fine, il decennale statunitense è salito di 55 pb (1,47%), mentre i decennali tedesco, italiano e francese sono aumentati da 30 a 45 pb. In questo contesto di rialzo dei tassi si osserva un relativo disinteresse verso il decennale francese, che mostra uno scarto di circa 10 pb rispetto alla Germania in attesa delle elezioni del 2022.

Il debito emergente è stato leggermente penalizzato dal rialzo del dollaro e dell'inflazione, nonché da politiche vaccinali poco efficaci. Il cambio euro-dollaro è stato molto volatile e ha chiuso in calo del 3% (1,185), dopo essere arrivato quasi a 1,23 a fine maggio.

Nel portafoglio abbiamo sfruttato il rialzo dei tassi risk-free per aumentare la nostra sensibilità ai tassi, privilegiando gli investimenti in titoli di Stato europei (per i buoni rating) e statunitensi (per il loro interesse relativo). Ci siamo tenuti a distanza dal mercato del credito secondario per la debolezza degli spread creditizi e abbiamo continuato a focalizzarci sul mercato primario per cogliere eventuali sovrapprezzi di emissione. Peraltro, abbiamo continuato a effettuare operazioni di switch su alcune esposizioni creditizie per motivi di ESG o perché relativamente care.

Sul fronte azionario, abbiamo ridotto la nostra esposizione man mano che i mercati si espandevano, mantenendo comunque un beta superiore all'8%. Inoltre, abbiamo continuato a diversificarci a livello internazionale e la quota dei nostri investimenti extra-europei ormai rappresenta oltre il 10%.

Quanto alle altre diversificazioni, abbiamo assunto un nuovo impegno in un fondo di private debt statunitense e abbiamo rafforzato leggermente la nostra esposizione all'immobiliare sanitario tedesco. Infine, abbiamo approfittato del livello interessante del dollaro (oltre 1,20) per incrementare la nostra esposizione alla valuta statunitense, ormai prossima al 4%.

Per la parte restante dell'anno, finché non osserveremo un rialzo significativo degli spread creditizi "investment grade", manterremo un orientamento difensivo sulla categoria di attivi, privilegiando investimenti molto selettivi sul

mercato primario. Analogamente, manterremo le distanze dal segmento high yield e dal debito emergente finché non osserveremo una reale correzione. Quanto alle azioni, benché il ciclo di ripresa sia senza dubbio solo agli inizi, preferiamo rimanere prudenti pur mantenendo un'esposizione dell'8% circa. Ci sembra infatti che l'ultima fase di rialzo sia stata un po' troppo rapida e la valorizzazione dei mercati sia ormai storicamente elevata. Potremmo sfruttare qualsiasi calo significativo per aumentare progressivamente la nostra esposizione.

Nel settore immobiliare, visto l'attuale contesto di incertezza sui futuri tassi di occupazione nel segmento degli immobili per uffici, puntiamo a mantenere un'esposizione globale prossima al 3%. Valuteremo comunque titoli nel segmento della sanità, in particolare sulle case di riposo in Germania attraverso la nostra partnership.

Per quanto riguarda altre diversificazioni, continueremo ad analizzare fondi a impatto positivo nell'ambito della transizione energetica e prevediamo di effettuare un primo investimento nella gestione forestale sostenibile.


Peraltro, è importante segnalare che abbiamo aumentato ulteriormente i nostri investimenti a impatto positivo nel primo trimestre, principalmente acquistando obbligazioni "verdi". Inoltre, la nostra metodologia di selezione rispettosa dei criteri ESG, nonché la nostra capacità di comunicare l'esposizione ai rischi di sostenibilità ci consentono di classificare il Fondo Generale come articolo 8 ai sensi del regolamento SFDR¹.

François LUCCHINI
Director of Asset Management

QUEL CHE BISOGNA RICORDARE



Forte ripresa dell'attività nelle principali economie occidentali



La diffusione delle varianti preoccupa, ma dovrebbe essere contrastata dalle vaccinazioni



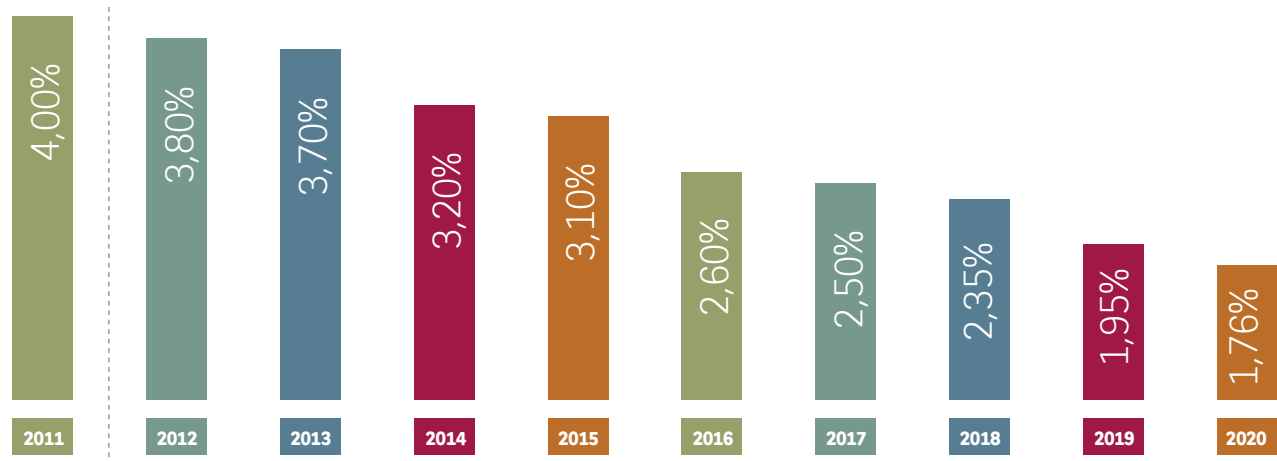
Posizionamento prudente dopo il netto rialzo delle categorie di attivi rischiose



Le banche centrali continueranno a fornire sostegno finché gli effetti della crisi non saranno riassorbiti

1 - Regolamento (UE) 2019/2088 cosiddetto "Sustainable Finance Disclosure" (SFDR) che introduce nuovi obblighi di trasparenza in materia di sostenibilità: <https://cardifluxvie.com/notre-responsabilite>.

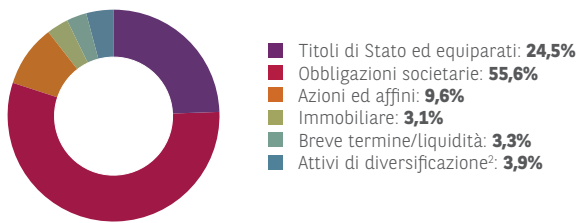
STORICO DEI RENDIMENTI DEL FONDO GENERALE¹



GESTIONE DEL FONDO GENERALE DE CARDIF LUX VIE AL 30/06/2021

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

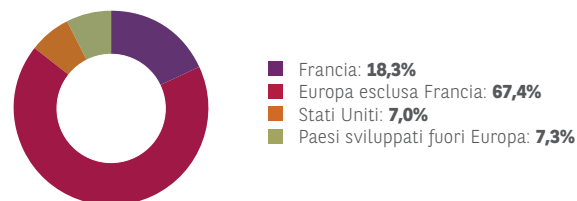
COMPOSIZIONE DEL FONDO GENERALE DE CARDIF LUX VIE



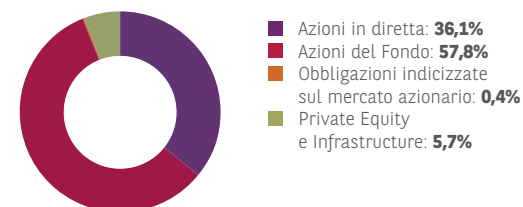
COMPOSIZIONE DEL COMPARTO AZIONARIO

Esposizione al rischio azionario limitata all'8% 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.

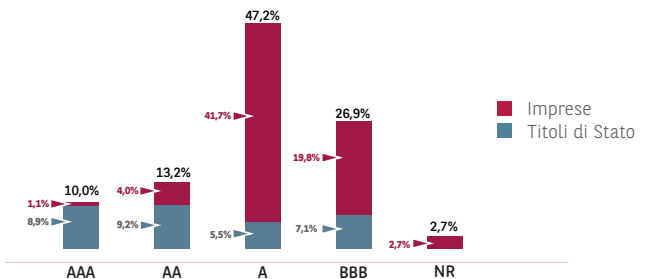
Rating³ delle obbligazioni di Stato nel portafoglio al 30/06/2021:

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

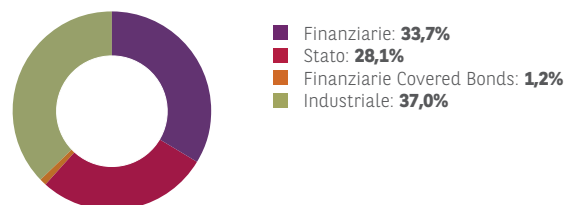
AA: Finlandia, Francia, Belgio, Austria e Repubblica Ceca

A: Slovacchia, Spagna, Polonia e Chili

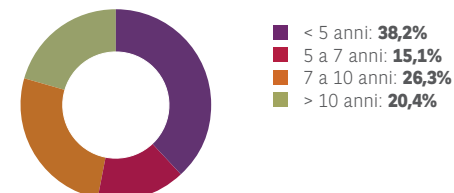
BBB: Italia e Messico



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.