



DATA DI REDAZIONE: 3 LUGLIO 2019

FONDO GENERALE

DI CARDIF LUX VIE



Le grandi sfide che ci hanno accompagnato in questo inizio 2019 sono le stesse che avevano permeato il 2018. Molte delle questioni che si pensava sarebbero state ormai acqua passata a inizio luglio, permangono invece irrisolte:

- Donald Trump e Xi Jinping, al termine del G20 di fine giugno, hanno accettato di

riprendere i negoziati commerciali e sotterrare l'ascia di guerra, almeno per il momento... Dopo la brusca intensificazione delle tensioni con la Cina nel corso di maggio, quando il presidente statunitense minacciava di applicare nuovi dazi e bandire Huawei dagli Stati Uniti, alla fine siamo tornati a un punto morto rispetto a dicembre. Oltre che nel conflitto cinese, Donald Trump è intenzionato a usare l'arma dei dazi contro tutti i partner degli Stati Uniti per rinegoziare bilateralmente accordi più favorevoli. Come è naturale che sia, questa modalità di agire si ripercuote negativamente sulla fiducia delle imprese, che hanno bisogno di visibilità per lanciarsi in nuovi investimenti, e di rimbalzo penalizza la crescita mondiale.

- I dati economici della Cina non sono precipitati, ma il rallentamento è chiaramente visibile nei settori industriali. La banca centrale e il governo cinesi sono riusciti comunque a limitarne il contagio al resto dell'economia, attuando ripetute misure di sostegno.

- Sotto la pressione dei mercati finanziari e dei rinnovati rischi legati alla guerra commerciale, la Fed ha infine

deciso di sospendere il suo ciclo di rialzi dei tassi. La volontà di riportare le previsioni di inflazione verso l'obiettivo del 2% dovrebbe spingere l'istituto ad attuare uno o più tagli dei tassi probabilmente a partire dalla prossima riunione del FOMC di fine luglio. La BCE, che ha già lanciato un nuovo programma di rifinanziamento a condizioni favorevoli per le banche dell'eurozona (TLTRO III), potrebbe anch'essa decidere di allentare ulteriormente le condizioni monetarie. In ogni caso, Mario Draghi lascia una rotta già tracciata alquanto "dovish", che la futura governatrice Christine Lagarde dovrebbe seguire.

- Nella classe politica europea la parola d'ordine è procrastinare. I parlamentari britannici, infatti, non sono riusciti a ratificare l'accordo che Theresa May aveva raggiunto con l'UE e Boris Johnson, successore dato per favorito dai sondaggi, potrebbe spingere il Regno Unito verso una "hard Brexit" alla fine di ottobre. Peraltro, nonostante l'esito delle elezioni europee sia stato alquanto favorevole ai partiti classici, i leader europei stentano a rassicurare sulla loro capacità di trovare compromessi in grado di raccogliere il consenso popolare. La difficile assegnazione delle principali cariche esecutive ne è l'ultimo esempio più lampante.

In sei mesi, dunque, non si sono verificati cambiamenti degni di nota e prossimamente il contesto dovrebbe rimanere nebuloso, tanto più che negli Stati Uniti la campagna elettorale per le presidenziali del 2020 è ormai già avviata. Nel secondo semestre, i consumi statunitensi, motore principale della crescita americana, dovrebbero rimanere resilienti, trainati da un mercato del lavoro estremamente solido (tasso di disoccupazione al 3,6% e dato sui nuovi posti di lavoro positivo) e da un effetto ricchezza favorevole. Inoltre, le condizioni di finanziamento tornano a essere propizie sia per il settore immobiliare che per il rifinanziamento delle

imprese. La crescita del PIL americano dovrebbe mantenersi prossima al 2%, merito anche della politica monetaria della Fed che allontana i timori di una recessione nei prossimi mesi.

Nell'eurozona si può dire quasi lo stesso della domanda delle famiglie, sostenuta dal calo del tasso di disoccupazione, ormai ai minimi da luglio 2008 (7,5%). Viceversa, la debolezza degli scambi globali pesa sulle economie esportatrici, in primo luogo Italia e Germania, i cui indici dell'industria manifatturiera mantengono un orientamento negativo. Infine, con la banca centrale sempre chiaramente a supporto, la crescita del 2019 dovrebbe segnare una netta flessione rispetto a quella del 2018, pur senza scendere al di sotto del potenziale.

In assenza di nuove sbandate protezionistiche statunitensi, la crescita cinese dovrebbe riuscire ad eseguire un atterraggio controllato e potrebbe mantenersi al di sopra del 6% per il 2019. Difatti, la crescita è ormai ampiamente interna, come si evince dal contributo offerto al PIL reale dai consumi nazionali, passati dal 35% al 62% negli ultimi quindici anni. Le incertezze sul debito, benché giustificate, sono attenuate dall'elevato livello del risparmio cinese e dalla stretta sorveglianza esercitata dalle autorità monetarie.

Le altre zone dipenderanno dalla capacità dell'economia cinese di compensare gli effetti negativi di un contesto commerciale incerto, così come dall'andamento dei prezzi delle principali materie prime, e del petrolio in particolare. Il corso dell'oro nero dovrebbe essere sostenuto dalla decisione dei Paesi dell'OPEC+ (tra cui la Russia) di prolungare i tagli alla produzione e dalle tensioni nel Golfo Persico, mentre i timori sulla crescita globale, nonché la produzione significativa di petrolio di scisto negli Stati Uniti tenderanno a zavorrarlo.

Dopo la doccia fredda subita dai mercati finanziari alla fine dello scorso anno, tutte le categorie di attivi rischiosi hanno segnato un netto rialzo, alimentate soprattutto dalla virata delle banche centrali e della Fed in particolare. Il rimbalzo ha consentito ai mercati azionari di recuperare quasi integralmente il terreno perso nel 2018. Più precisamente, tra gli indici mondiali, senza dividendi, lo S&P 500 ha svettato con un rialzo di oltre il 17%, mentre i mercati europei si sono attestati tra il 14% e il 17% e in fondo alla classifica troviamo il MSCI EM e il Topix con rialzi rispettivamente del 9,2% e del 3,8%. A livello settoriale, in Europa a brillare maggiormente sono state le imprese tecnologiche, le industrie, il settore del lusso, gli alimentari

e le bevande. Viceversa, i settori più difensivi (sanità e telecomunicazioni) e i titoli con scarse prospettive a lungo termine o giudicati troppo rischiosi (bancari, automobilistici, petroliferi...) hanno segnato una battuta d'arresto. Peraltro, questo risultato non è in linea con gli utili societari attesi per il 2019 e il 2020 e tanto meno con le valorizzazioni elevate relative.

I mercati obbligazionari sono stati dominati dalla ricerca di rendimento indotta dal calo molto pronunciato dei tassi risk-free a lungo termine. Il decennale tedesco si muove ormai in territorio negativo e a fine giugno ha toccato il minimo storico del -0,33%, avvicinandosi all'Eonia, il tasso di riferimento per gli investimenti monetari! I decennali degli altri Stati europei registrano a loro volta flessioni significative: i buoni del Tesoro francesi, ad esempio, hanno ceduto oltre 70 punti base, arrivando al -0,01%, mentre il decennale italiano ha perso 64 punti base scendendo al 2,10%, malgrado i timori di sbandata dei conti pubblici del bel Paese. Il crollo dei tassi europei arriva dopo quello dei tassi statunitensi ed è addirittura amplificato dall'afflusso di liquidità che gli investitori istituzionali devono collocare, in uno scenario in cui i titoli di Stato dell'eurozona sono ormai detenuti per oltre il 30% dalla BCE.

In questo contesto, l'interesse relativo dei titoli di credito ha determinato una forte contrazione degli spread, con una sovraperformance dei segmenti a più alto rischio, high yield e subordinati in testa.

Nel Fondo Generale, abbiamo voluto cominciare l'anno leggermente sovraesposti sui mercati azionari e limare, in funzione del rialzo, le nostre posizioni, arrivando a chiudere il semestre leggermente al di sotto del 9% del beta. Nella componente obbligazionaria, abbiamo mantenuto la nostra sensibilità globale ai tassi prossima al 4,5, investendo i proventi netti e gli importi giunti a scadenza sul mercato primario del credito, che continuava a offrire premi di emissione interessanti tenuto conto dei livelli assoluti di tasso. Abbiamo inoltre approfittato dell'appiattimento della curva dei tassi per riprendere gli acquisti sui titoli a tasso variabile.

Nel segmento del non quotato, invece, abbiamo assunto impegni su fondi infrastrutturali e di private equity che ci consentono di mantenere l'esposizione a queste categorie di attivi. In cambio, abbiamo diminuito leggermente il peso dell'immobiliare e al momento monitoriamo eventuali opportunità nel settore alberghiero per tornare su questa classe di attivi.

La nostra strategia di investimento per i mesi a venire continuerà a essere incentrata su investimenti ricorrenti sul mercato primario di titoli obbligazionari con buoni rating, allo scopo di mantenere un livello di duration prossimo a quello attuale. Sfrutteremo qualsiasi rialzo significativo dei rendimenti risk-free per incrementare la nostra sensibilità ai tassi. Utilizzeremo altresì la curva dei tassi e le anticipazioni del mercato circa un mantenimento della curva su livelli molto bassi, se non addirittura negativi, per aumentare la nostra esposizione ai titoli a tasso variabile.

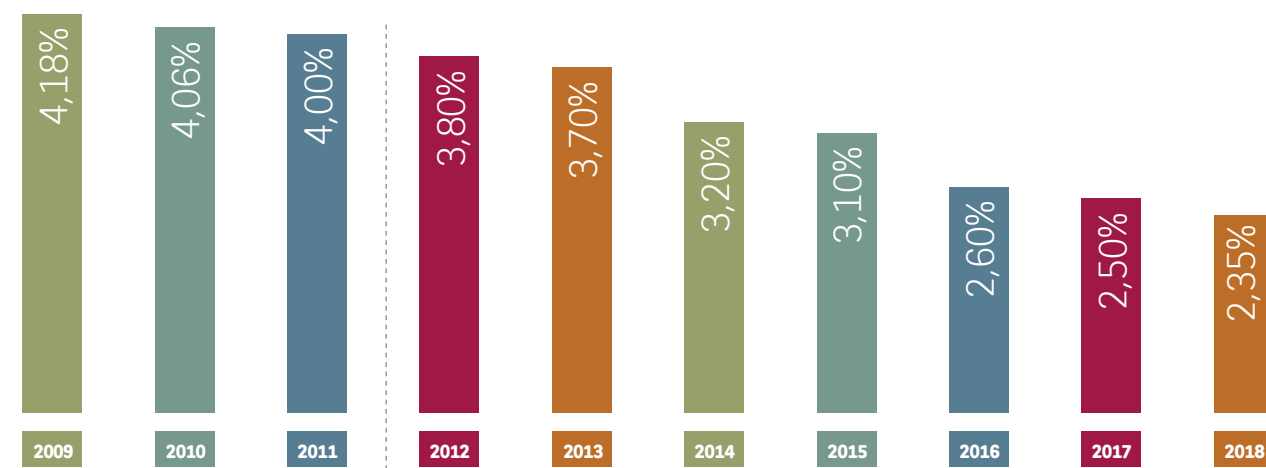
Sul fronte azionario, considerato il robusto rialzo da inizio anno, manteniamo una posizione neutra. Infatti, benché le valorizzazioni possano essere considerate leggermente elevate, sono comunque più interessanti rispetto ai mercati di tasso. Lo stesso dicasi per altre categorie di attivi rischiosi, che dovrebbero continuare a beneficiare del sostegno importante degli investitori finché gli investimenti in prodotti di tasso rimarranno così penalizzanti.

François LUCCHINI
Director of Asset Management

QUEL CHE BISOGNA RICORDARE



STORICO DEI RENDIMENTI DEL FONDO GENERALE¹

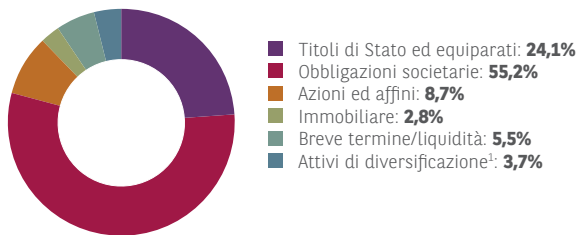


¹ I rendimenti evidenziati fino alla fine del 2011 si riferiscono al Fondo generale offerto da Cardif Lux International (patrimonio di BNP Paribas Cardif). Dal 2012 la gestione del Fondo generale è assicurata direttamente da Cardif Lux Vie. Le informazioni relative ai rendimenti passati non costituiscono 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 30/06/2019

Capitalizzazione del Fondo Generale (valore in borsa): 9,5 miliardi di EUR.

COMPOSIZIONE DEL FONDO GENERALE DE CARDIF LUX VIE



COMPOSIZIONE DEL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO

La sensibilità globale ai tassi del portafoglio è vicina al 4,6.

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 30/06/2019:

AAA: Lussemburgo, Germania, Paesi Bassi ed Agenzie europee

AA: Finlandia, Francia, Belgio ed Austria

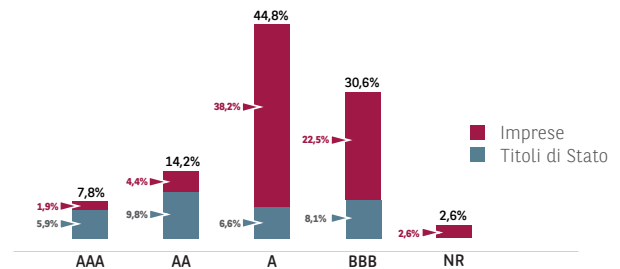
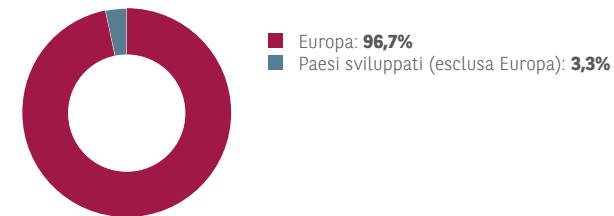
A: Slovacchia, Spagna, Polonia, Irlanda e Repubblica Ceca

BBB: Italia e Messico

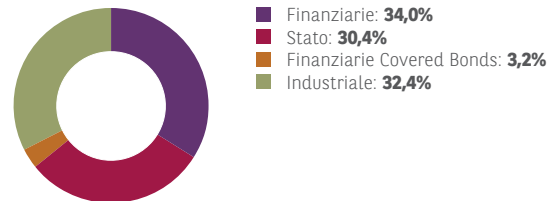
COMPOSIZIONE DEL COMPARTO AZIONARIO

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

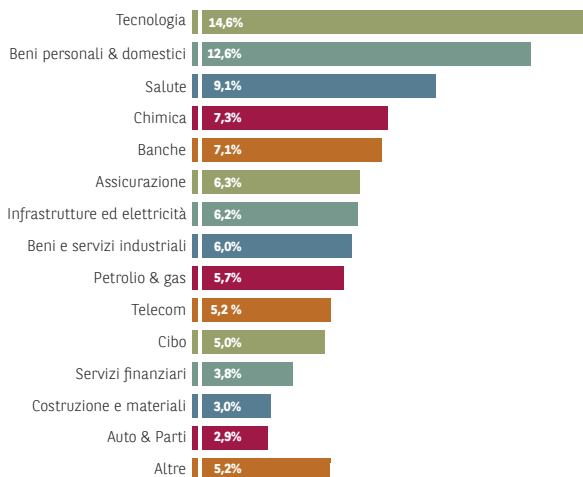
DETTAGLIO DEL COMPARTO AZIONARIO PER ZONA GEOGRAFICA



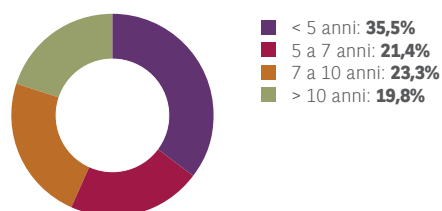
DETTAGLIO DEL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO PER TIPO DI EMITTENTI



DETTAGLIO DEL COMPARTO AZIONARIO PER SETTORE



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.