



## **COMMENTO DEI GESTORI**

**AL 31/12/2016**

***Allegato B***

***al Bilancio 2016***

## **Commento di gestione 2016**

### **Contesto economico**

Il 2016 è stato particolarmente movimentato da diversi shock macroeconomici e politici. Mentre gli investitori si aspettavano un roseo 2016 e positivi rendimenti su tutte le classi di attivo, i timori legati al calo dei prezzi del petrolio, alla svalutazione della divisa cinese e ad un rischio crescente di recessione negli Stati Uniti, hanno rapidamente spinto le aspettative sui rendimenti verso il basso. Fortunatamente l'anno si è concluso in modo migliore rispetto all'inizio, nonostante i risultati inaspettati delle elezioni degli Stati Uniti e il referendum nel Regno Unito. Nel 2016, la crescita economica degli Stati Uniti è stata resiliente e i mercati emergenti hanno registrato rendimenti migliori. La zona euro ha beneficiato del deprezzamento dell'euro e della politica monetaria molto accomodante.

In questo contesto, i portafogli gestiti hanno registrato performance positive nonostante repentini cambiamenti di mercato e picchi di volatilità.

### **Politica di gestione**

#### Orizzonte 10:

I primi due mesi dell'anno sono stati molto impegnativi con rendimenti negativi su tutte le attività rischiose. Tuttavia, siamo stati fiduciosi sulla ripresa globale e abbiamo posizionato il portafoglio con un sovrappeso del 3% sulle azioni area America ed Euro. Al fine di limitare il rischio, abbiamo deciso di equilibrare il portafoglio con un sovrappeso di circa il 19% in obbligazioni USD e Euro. Durante il primo trimestre dell'anno il portafoglio è stato penalizzato dall'allocazione azionaria e obbligazionaria US.

Con una strategia opportunistica volta ad ottenere un'esposizione tattica di riposizionamento dell'1% sulle azioni dopo la correzione del mercato indotta dalla votazione Brexit, unita ad un miglioramento delle obbligazioni in USD, il portafoglio ha registrato performance positive tra luglio e agosto.

Il tema reflazione alla fine del primo semestre, unito ai titoli azionari statunitensi e alle obbligazioni indicizzate, ha contribuito alla performance globale, come l'allocazione in corporate euro (9%) e in titoli di debito sovrani periferici (36%), legati al programma di acquisto della BCE.

Preso in considerazione la possibilità di elezione di Trump negli Stati Uniti, l'allocazione sui titoli azionari statunitensi è stata ridotta a favore di obbligazioni degli Stati Uniti, poiché avevamo ritenuto che il programma di Trump potesse rallentare l'economia statunitense. Tuttavia i mercati hanno preferito vedere un programma di stimolo fiscale e di riduzione delle tasse.

In generale l'allocazione azionaria, specialmente sui mercati emergenti, e monetaria non è stata performante. Nonostante gli ultimi 2 mesi deludenti, il portafoglio ha terminato l'anno con una performance di 1.18% annua.

#### Orizzonte 20:

I primi due mesi dell'anno sono stati molto impegnativi con rendimenti negativi su tutte le attività rischiose. Tuttavia, siamo stati fiduciosi sulla ripresa globale e abbiamo posizionato il portafoglio con un sovrappeso del 4% sulle azioni area America ed Euro. Al fine di limitare il rischio, abbiamo deciso di equilibrare il portafoglio con un sovrappeso di circa il 9% in obbligazioni USD e Euro. Durante il primo trimestre dell'anno il portafoglio è stato penalizzato dall'allocazione azionaria e obbligazionaria US.

Con una strategia opportunistica volta ad ottenere un'esposizione tattica di riposizionamento del 2% sulle azioni dopo la correzione del mercato indotta dalla votazione Brexit, unita ad un miglioramento delle obbligazioni in USD, il portafoglio ha registrato performance positive tra luglio e agosto.

Il tema reflazione alla fine del primo semestre, unito ai titoli azionari statunitensi e alle obbligazioni indicizzate ha contribuito alla performance globale, come l'allocazione in corporate euro (8.5%) e i titoli di debito sovrani periferici (26%), legati al programma di acquisto della BCE.

Preso in considerazione la possibilità di elezione di Trump negli Stati Uniti, l'allocazione sui titoli azionari statunitensi è stata ridotta a favore di obbligazioni degli Stati Uniti, poiché avevamo ritenuto che il programma di Trump potesse rallentare l'economia statunitense. Tuttavia i mercati hanno preferito vedere un programma di stimolo fiscale e di riduzione delle tasse.

In generale l'allocazione azionaria, specialmente sui mercati emergenti, e monetaria non è stata performante. La selezione dei titoli azionari, in particolare US, è stata la principale fonte di performance durante l'ultimo trimestre dell'anno. Nonostante gli ultimi 2 mesi deludenti, il portafoglio ha terminato l'anno con una performance di 3.05% annua.

#### Orizzonte 30:

I primi due mesi dell'anno sono stati molto impegnativi con rendimenti negativi su tutte le attività rischiose. Tuttavia, siamo stati fiduciosi sulla ripresa globale e abbiamo posizionato il portafoglio con un sovrappeso del 5% sulle azioni area America ed Euro compreso. Al fine di limitare il rischio, abbiamo deciso di equilibrare i portafogli con un sovrappeso di circa il 4% in obbligazioni USD e Euro. Durante il primo trimestre dell'anno il portafoglio è stato penalizzato dall'allocazione azionaria e obbligazionaria US.

Con una strategia opportunistica volta ad ottenere un'esposizione tattica di riposizionamento del 3% sulle azioni dopo la correzione del mercato indotta dalla votazione Brexit, unita ad un aumento delle obbligazioni in USD, il portafoglio ha registrato performance positive tra luglio e agosto.

Il tema reflazione alla fine del primo semestre, unito ai titoli azionari statunitensi e alle obbligazioni indicizzate, ha contribuito alla performance globale, come l'allocazione in corporate euro (7.5%) e i titoli di debito sovrani periferici (22%), legati al programma di acquisto della BCE.

Preso in considerazione la possibilità di elezione di Trump negli Stati Uniti, l'allocazione sui titoli azionari statunitensi è stata ridotta a favore di obbligazioni degli Stati Uniti, poiché avevamo ritenuto che il programma di Trump potesse rallentare l'economia statunitense. Tuttavia i mercati hanno preferito vedere un programma di stimolo fiscale e di riduzione delle tasse.

La selezione dei titoli azionari, in particolare US, è stata la principale fonte di performance durante l'ultimo trimestre dell'anno. Nonostante gli ultimi 2 mesi deludenti, il portafoglio ha terminato l'anno con una performance di 4.09% annua.

#### **Prospettive 2017**

Il 2017 è iniziato e proseguirà in un contesto di incertezze: la nuova amministrazione statunitense ha preso il potere da poco tempo, la Cina dovrà gestire un nuovo modello economico, e gli elettori francesi e tedeschi dovranno affrontare nuove elezioni. La desincronizzazione nelle politiche monetarie e un migliore equilibrio nel mix di politica globale, unita ad un'espansione fiscale coordinata è probabile che sia un tema dominante per gli

investitori nel 2017. In questo contesto, proprio come nel 2016, i mercati dovrebbero rimanere volatili.

Coerenti con la strategia avviata nel secondo semestre 2016, si riparte quest'anno con una strategia di investimento basata sui seguenti temi:

- il tema reflazione sostenuto da un'accelerazione della crescita degli Stati Uniti che ci porta a mantenere una bassa esposizione alla duration e a favorire gli attivi legati alla crescita come le azioni *value* sui mercati sviluppati.
- il tema *carry* in un contesto di tassi di interesse bassi e programmi di acquisto della BCE in corso che conferma l'interesse a favore di attivi a reddito fisso come le obbligazioni corporate e le obbligazioni sovereign nei paesi periferici nella zona euro.

Tuttavia, rimaniamo prudenti mantenendo un budget di rischio moderato nei portafogli, al fine di poter sfruttare le opportunità in caso di correzione dei mercati.

**ANIMA**



---

**FP Cariparma  
Linea Orizzonte 10**

---

**Relazione Annuale 2016**

## Commento alla gestione

---

### COMPONENTE OBBLIGAZIONARIA

Durante il corso del 2016, la **porzione governativa di portafoglio** è stata così gestita:

- In merito alla componente obbligazionaria dell'area Euro, fino al mese di maggio l'esposizione di portafoglio è stata mantenuta in un intorno della neutralità, con sovrappeso riguardante i paesi periferici (in particolare Italia). Tale esposizione è giustificata dal fatto che il differenziale di rendimento positivo rendeva attraenti i titoli dei paesi periferici rispetto agli omologhi dei paesi core. Nel II° e III° trimestre, l'esposizione è stata caratterizzata da un sottopeso di duration, concentrata prevalentemente sui paesi core e semi-core dato il profilo rischio rendimento sfavorevole. Nel IV° trimestre l'esposizione verso i paesi periferici europei è stata così stata modulata: nel mese di ottobre è stato raggiunto il massimo sovrappeso, successivamente ridotto tra ottobre e novembre a causa delle incertezze sul referendum italiano e le relative implicazioni sullo spread. L'entità del sovrappeso sull'Italia è stato aumentato nuovamente dopo il referendum. Sui paesi core e semiperiferici è stato invece mantenuto un sottopeso costante anche nell'ultima parte dell'anno.
- L'esposizione sui titoli di stato americani è rimasta in sottopeso fino al mese di maggio, sia in quanto le aspettative per i dati del II° trimestre erano migliori rispetto a quelle del I°, sia perché la stabilizzazione del prezzo del petrolio aveva portato alla convinzione che la FED potesse avviare una nuova procedura di rialzo dei tassi. Contrariamente a quanto ipotizzato, verso la fine del II° trimestre, il realizzarsi dell'evento Brexit

ha invece portato ad incrementare l'esposizione verso gli USA, anche a causa della discesa dei tassi di interesse globali. Nel mese di settembre in concomitanza del meeting della FED, il sottopeso è stato neutralizzato per poi essere riaperto a inizio ottobre con l'idea che i dati macroeconomici confortanti e l'andamento del prezzo del petrolio potessero portare ad una risalita della curva dei rendimenti. Nell'ultimo trimestre dell'anno, la duration è stata portata da sottopeso a neutrale a fine novembre, e moderatamente in sovrappeso in dicembre. Tale posizionamento tende a beneficiare di un appiattimento della curva dei rendimenti, in considerazione del marcato aumento dell'inclinazione della stessa verificatosi negli ultimi mesi, e del posizionamento degli investitori.

- Sui titoli di stato giapponesi l'esposizione è stata mantenuta moderatamente sottopeso nel corso del I° e del II° trimestre. Tale scelta si è resa necessaria sia a causa di rendimenti poco interessanti, sia per un rapporto rischio/rendimento sfavorevole. Nel corso del III° trimestre, prima del meeting BOJ del 21 settembre, è stato ridotto di circa 2/3 il sottopeso concentrato sulla parte decennale della curva. Nel IV° trimestre è stato mantenuto un moderato sottopeso, sempre concentrato sulle scadenze decennali.

Nel corso dell'anno è stata mantenuta una esposizione costante ai titoli **inflation linked**, incrementata nel mese di settembre tramite l'acquisto di IL italiani. Tale scelta è giustificata dal fatto che il livello di inflazione implicita scontato nei prezzi rimane ancora basso per gli standard storici, e la stabilizzazione del prezzo del petrolio ha contribuito ad incrementare le aspettative di rialzo dell'inflazione.

La porzione di portafoglio dedicata ai **titoli corporate**, è stata gradualmente incrementata nel periodo di tempo considerato, e concentrata principalmente su titoli finanziari.

## COMPONENTE AZIONARIA

Nei primi mesi dell'anno, il mercato ha registrato performance negative a seguito dei seguenti fattori: rischio di deflazione, prezzo del petrolio in discesa e politiche espansive attuate dalla BCE che hanno portato i tassi di interesse in territorio negativo. A questo scenario ha contribuito inoltre l'attesa (poi rivelatasi errata) che la Fed implementasse il sentiero di rialzo dei tassi ipotizzato a fine 2015.

A livello di portafoglio complessivo, nel I° semestre sono stati effettuati i seguenti interventi:

- Nel corso del primo trimestre, il portafoglio è stato impostato difensivamente, con un sovrappeso verso i settori healthcare e telecom, mentre in sottopeso verso i financial.
- Verso la fine del secondo trimestre, a causa dell'avvicinarsi del referendum sulla permanenza della Gran Bretagna nell'Unione Europea, sono state chiuse le scommesse più rilevanti, in particolare il sottopeso presente sull'area UK e sui titoli finanziari.

In seguito all'effettivo verificarsi dell'evento "Brexit" il mercato ha reagito comunque positivamente al "SI" grazie anche alle aspettative di ulteriori interventi espansivi da parte delle banche centrali.

Pertanto, nel mese di luglio, è stato dato un profilo più ciclico ai portafogli a anche a seguito della pubblicazione di dati macroeconomici sempre più confortanti e di aspettative di politiche monetarie e fiscali espansive nel lungo periodo.

Questo tipo di impostazione si è tradotto in:

- Sovrappeso dei settori technology, industrial ed energy, oltre all'incremento del settore consumer discretionary;
- Riduzione dei settori consumer staples, real estate ed utility.

Nello specifico, l'esposizione ai *financial* è stata gestita dinamicamente durante tutto il corso del II° semestre: nel mese di agosto è stato chiuso il sottopeso, mentre tra ottobre e novembre è stato incrementato il peso del settore.

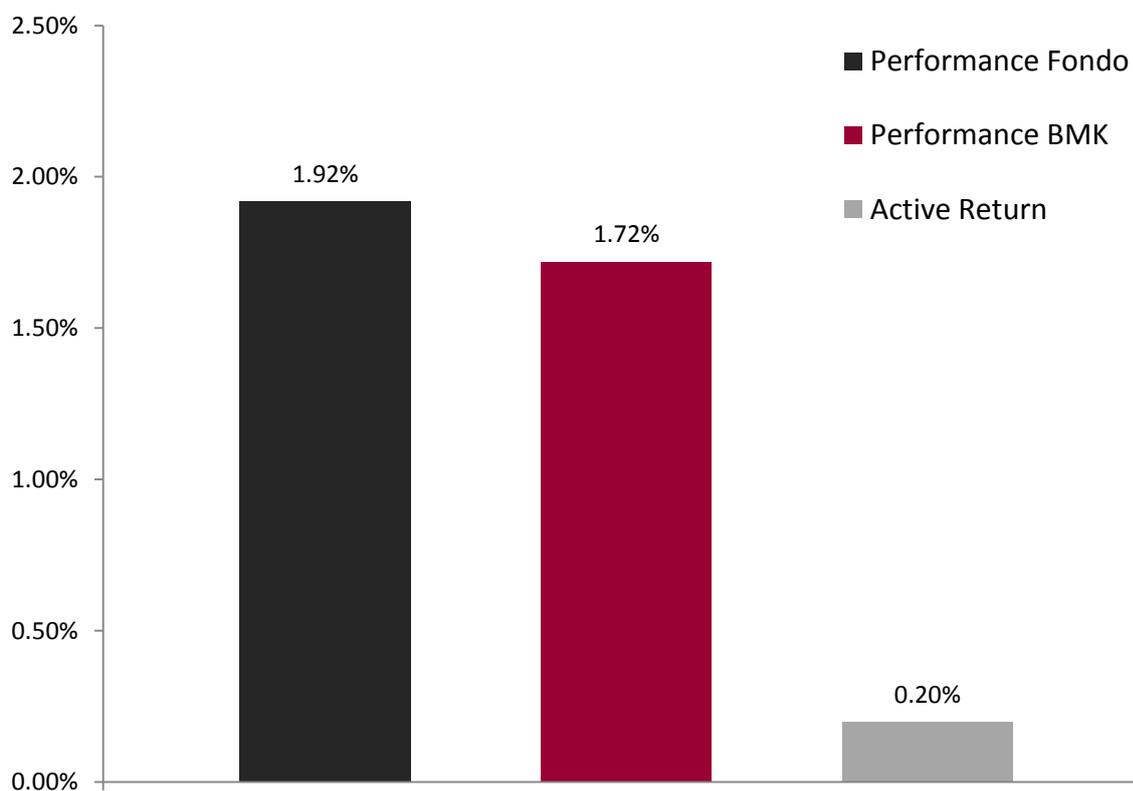
In particolare verso la fine dell'anno, il portafoglio ha mantenuto un *bias* ciclico con un'accentuata esposizione verso il tema del *reflation trade* (possibile crescita futura del livello di inflazione, anche in seguito al sempre più probabile passaggio da una politica monetaria ad una fiscale espansiva).

Ciò ha comportato una riduzione del peso di UK ed un sovrappeso verso il settore bancario in Francia e Germania.

## Performance

Al 30 dicembre 2016, le scelte allocative implementate hanno generato le seguenti performance:

### Performance YTD



## Valutazioni sulla possibile evoluzione dei mercati

---

Le previsioni sullo scenario economico globale mantengono alcune connotazioni di incertezza in relazione a sviluppi di natura politica che potranno trovare soluzione nel medio periodo. Permangono le problematiche di medio-lungo termine nella proiezione dei dubbi sull'accelerazione della crescita mondiale, già riscontrate nel recente passato, connessi anche a fattori demografici, di produttività e al livello del debito. Diffusi i segnali di incremento generalizzato dei tassi, trend reflazionistico in atto. Lo scenario prospettico prefigura per il 2017 possibili fasi alterne determinate dal prevalere di fattori di traino o di debolezza.

**Sul comparto obbligazionario nel suo complesso viene espressa una *view* tendenzialmente negativa** connessa ad un aumento tendenziale dei tassi che continuerà a caratterizzare il corso del prossimo anno.

Questo vale, in relazione al contesto attuale, nel breve periodo, anche per la *duration* in generale, tenuto conto delle dinamiche attuali dei corsi e dei tassi di interesse che si riflettono sui rendimenti obbligazionari attesi.

Il livello attuale dei tassi induce a privilegiare l'area Euro-periferica, ivi inclusa quella italiana, sulle quali, in ottica tattica viene espressa una *view* neutrale. Confermato l'interesse su strumenti meno soggetti ad eventuali *shock*, quali *inflation linkers* e titoli caratterizzati da un *carry* protettivo reale. Permane una *view* negativa sull'area *core* e *semi-core*. I dati USA confermano le indicazioni precedenti in fase di miglioramento. Sia lato produzione sia lato famiglie, il secondo semestre dell'anno è caratterizzato da una fase di accelerazione, seppur modesta, della crescita economica. La fattibilità del programma di Trump è in fase di verifica: esso sembra prevedere un significativo peggioramento del *deficit* nell'arco del suo mandato; potrebbe apparire come un cambio di regime ma di

fatto è una prosecuzione della propensione dei Repubblicani ad incrementare il *deficit* soprattutto nell'arco del primo mandato. Il premio al rischio sui *bond* potrebbe continuare a salire a fronte di politiche fiscali particolarmente aggressive, come già avvenuto in passato, in particolare a fronte di politiche fiscali procicliche. La *Fed* ha confermato l'atteso rialzo dei tassi in dicembre fornendo alcune indicazioni sul possibile sentiero successivo: ulteriori rialzi nel corso del 2017 prevedono attualmente tre possibili interventi di pari entità (+0,25%). Anche dopo l'elezione di Trump, il mercato ha mantenuto l'idea che la *Fed* non procederà a più rialzi del previsto e che agirà con moderazione. La risalita dei tassi USA sulle emissioni governative appare correttamente indirizzato e ragionevolmente coerente con il *re-rating* delle valutazioni sui fondamentali, sostenute dalla dinamica attesa della crescita statunitense e dal miglioramento del mercato del lavoro. Il messaggio della riunione del *FOMC* è apparso più "hawkish" delle attese. L'elezione di *Trump* ha accelerato tale fenomeno di risalita, e, se il suo programma di governo dovesse seguire le aspettative del mercato, i movimenti dei tassi USA potrebbero collocarsi in un intervallo tra 2% e 3%. Effettivamente dichiarato un marginale spostamento verso l'alto della mediana attesa nel 2017 e del tasso di interesse di lungo termine (da 2,9% a 3%). Tuttavia la sostenibilità di tali livelli dovrebbe essere supportata da un processo di aggiustamento con la risalita dei tassi reali, dal momento che un valore prossimo al 2,5% appare attualmente composto per ampia parte dalle aspettative sul livello atteso dell'inflazione. Risulta comunque eccessiva la velocità con cui si è espresso il balzo dei rendimenti: tale considerazione induce ad ipotizzare fasi di volatilità accentuata, con la necessità di adottare approcci tattici significativamente dinamici connessi a movimenti di progressivo aggiustamento del mercato. Questo anche in considerazione delle future azioni (e della loro entità) che verranno effettivamente poste in essere dalla compagine governativa repubblicana. Si osserva come, a livello tattico, a fronte di una repentina salita dei tassi reali, possa emergere una successiva fase di temporaneo riposizionamento, in attesa di una crescita su ritmi più moderati.

La BCE ha apportato una serie di modifiche al programma di acquisti in modo da renderlo più fluido, compatibilmente con gli obiettivi di inflazione. La ricalibrazione riduce gli acquisti di 20bln€ al mese, successivamente al mese di marzo 2017, togliendo il limite minimo di acquisti rappresentato dal tasso sui depositi (-0,40%). Lo stesso Draghi non lo ha definito «*tapering*» poiché non rappresenta l'inizio della fase di riduzione degli acquisti della BCE, che rimane comunque supportiva. Le condizioni dell'economia, non solo nell'area periferica, giustificano tale approccio, pur se viene introdotto uno *step* di discontinuità. Il persistere di politiche monetarie accomodanti incrementali è fondamentale per il sostegno del PIL nominale. Viene espressa una **view negativa** sull'*asset class corporate bond investment grade*. Gli *spread* restano stabili in tutti i settori interessati dagli acquisti della BCE; nonostante l'allargamento sui tassi che ha interessato anche l'area europea dopo l'esito delle presidenziali USA, l'indice *ERLO (Merrill Lynch Euro Large Cap Corporate index)* ha un rendimento ancora decisamente compresso e prossimo allo 0,85%, con una *duration* ben oltre i 5 anni. Il rialzo dei tassi ha riequilibrato i settori *interest rate sensitive*. Elemento determinante nella prima fase di debolezza del mercato resta l'illiquidità dell'*asset class*: tale caratteristica può contenere i movimenti di prezzo. In questo momento il mercato dei crediti, in modo particolare nel comparto dei titoli industriali, sembra collocarsi in questa fase interlocutoria, per comprendere se la politica monetaria potrà essere ancora di supporto per i corsi. All'interno del comparto finanziario, invece, l'irripidimento delle curve di tasso ha mitigato l'allargamento degli *spread*, e non solo tra i titoli *senior*; l'attenzione del mercato si è nel contempo focalizzata sul tasso di rifinanziamento implicito dei titoli subordinati *callable*, penalizzando quelli con *back-end* contenuta. Da segnalare che nel corso del quarto trimestre già due emittenti di primaria rilevanza per il mercato (*Commerzbank* e *Standard Chartered*) hanno dichiarato che non onoreranno la *call* 2016. Nota a parte merita il comparto degli AT1 che, come è accaduto sul versante azionario, sono stati interessati da una forte volatilità; riguardo a queste particolari emissioni,

già ben prima delle elezioni USA, il mercato aveva iniziato ad interrogarsi sulla possibilità di eventuali nuove revisioni dell'impianto normativo in termini generalmente più "dovish". In ambito *corporate* possono emergere opportunità d'investimento tra i bond con *rating* ai limiti dell'*investment grade* (o poco sotto), con scadenze ravvicinate, e in ambito subordinato, selezionando opportunamente gli emittenti ed il grado di subordinazione, considerando anche aree al di fuori del *radar* BCE e comparti non finanziari. Si continua a prediligere un sottopeso di *duration* ed ampia diversificazione favorendo emissioni con rendimenti più elevati (privilegiati i *reset* di tassi elevati non più convenienti per gli emittenti), ma con *expiry* su orizzonti temporali ravvicinati, con un grado di *seniority* inferiore, a scapito di emissioni di migliore qualità ma con scadenza più lontana nel tempo. Rendimenti appetibili su subordinati assicurativi sono caratterizzati da *duration* ritenute eccessivamente lunghe. Avendo riguardo alle emissioni *high yield*, la *view* mantiene una connotazione prudenzialmente neutrale, con l'obiettivo di perseguire un posizionamento meno sensibile a spunti di volatilità nel medio periodo. Si ritiene che il movimento cedente sul settore possa essere dettato da un riallineamento dei *target* di *duration*, e non da un *risk-off sentiment*. Le classi di *rating* più colpite al momento sembrano insistere sul livello BB a causa sia dell'alta correlazione ai tassi sia di valutazioni molto care in partenza. Le proiezioni sui tassi di *default* appaiono positive: non solo il ciclo ha consentito alle società di migliorare in media la metrica creditizia, ma anche i settori che sono stati soggetti a pressioni idiosincratice (energia, petrolio, *commodities*) sembrano avere superato la fase peggiore. Relativamente ai titoli finanziari, l'aumento sui tassi ed il miglioramento delle attività di *investment banking* ha consentito agli istituti bancari, nella maggior parte dei casi, di superare le aspettative degli analisti. Simili tendenze sono state riscontrate anche in altri settori, grazie al miglioramento del ciclo economico sia negli Stati Uniti sia in Europa (in misura più contenuta), e alla stabilizzazione vista in Asia.

Sui mercati obbligazionari emergenti, complessivamente, la *view* assume tatticamente una connotazione prudenzialmente *neutrale*. Segnali di crescita non generalizzata e potenziali rischi di natura politica, fanno propendere per una maggior cautela e selettività.

Avendo riguardo alle **principali divise**, le *view* attuali prevedono neutralità per le diverse relazioni vs *Euro*. La prima interpretazione dei mercati dell'esito delle elezioni americane è stata quella indirizzata a premiare il Dollaro rispetto a qualunque altra divisa. Il *driver* principale ha insistito sulla risalita dei tassi reali negli Stati Uniti (maggiore crescita attesa grazie alla politica fiscale espansiva promessa dal futuro presidente). La *Fed* assumerà un ruolo cruciale: se avallerà una politica monetaria più restrittiva di quanto scontato dai mercati, il Dollaro USA potrà rafforzarsi ulteriormente, tuttavia emerge che il suo attuale *risk premium* è determinato per i quattro quinti dalle attese inflative. Specularmente la relazione *EUR/USD* consentirà di individuare un altro fattore di variabilità dal lato della divisa comune, laddove, prospetticamente, oltre il 2018, i tassi europei dopo aver toccato un punto di minimo, potrebbero iniziare a risalire. Le valute dei paesi esportatori di *commodities* avevano realizzato selettivamente *performance* positive, in virtù della ripresa delle quotazioni delle materie prime. Il differenziale di crescita tra Paesi emergenti e sviluppati resta uno dei principali *driver* di lungo periodo della *performance* delle valute emergenti. Tuttavia, la reazione dei mercati valutari emergenti all'elezione di Trump è stata decisamente negativa. Il mercato appare comunque in grado di diversificare, premiando le valute dei paesi più solidi e che meno soffrirebbero dall'eventuale implementazione *tout court* delle politiche protezionistiche annunciate nel corso della campagna elettorale. Futuri posizionamenti sui *basket* valutari assumeranno connotazioni di natura relativa che non assoluta. Lo Yen potrebbe assumere un ruolo sempre maggiore di *funding currency*.

La *view* sui mercati azionari assume una collocazione complessivamente positiva, tuttavia non sarà possibile escludere passaggi attraverso alcune fasi alterne e di volatilità. A meno di un inatteso indebolimento congiunturale, eventuali ri-tracciamenti dei mercati azionari potrebbero rappresentare opportunità di acquisto, in previsione di una crescita per l'avvio del nuovo anno. A livello geografico la *view* espressa sull'area europea, ivi inclusa quella italiana, è positiva, così come quella su USA, Giappone ed Asia, permane neutrale sui Paesi Emergenti.

La situazione contestuale di medio periodo permane fundamentalmente incerta, in relazione a fattori sia di natura economica e finanziaria, sia di natura politica. Il tema connesso all'esito di "Brexit" costituirà, all'atto dell'avvio dei negoziati, un'alea di possibile rilevanza avendo riguardo alle conseguenze a livello economico potenzialmente diffuse nell'ambito del Vecchio Continente, con eventuali rischi prospettici al momento non agevolmente quantificabili. Nelle ultime settimane il mercato azionario europeo ha registrato un *trend* positivo caratterizzato da una volatilità inferiore alla media degli ultimi tre mesi. Rimaniamo positivi per l'*outlook* del mercato azionario europeo in vista dell'inizio del 2017, alla luce delle pressioni inflazionistiche (sostenute da un aumento del prezzo delle materie prime) e del rialzo dei tassi di interesse sui *bond* registrato nelle ultime settimane. Gli indicatori macroeconomici europei sono in miglioramento: il *trend* sui finanziamenti alle imprese e ai privati è in crescita e le stime economiche degli economisti sono positive. Da metà ottobre 2016, il numero di società dell'Eurozona che ha ricevuto revisioni positive sugli utili è stato superiore rispetto a quelle con revisioni negative. Sulle raccomandazioni degli analisti ha influito un recupero di competitività delle società esportatrici, ed il rialzo dei prezzi delle materie prime. In termini settoriali le revisioni delle stime per l'anno 2017 sono migliorate recentemente per i settori legati ai prezzi delle *commodities*, in particolare i comparti materie prime ed energia: i primi hanno usufruito di un rialzo generalizzato dei prezzi dei principali metalli di base (rame e ferro), mentre i secondi, hanno beneficiato

dell'esito del meeting dell'OPEC dello scorso 30 novembre, durante il quale è stato deciso il taglio della produzione. L'accordo OPEC/Russia dovrebbe migliorare le prospettive dei sui prezzi energetici (in particolare l'Arabia Saudita che appare disponibile a tagliare la produzione e quindi a sacrificare parte della *market share* per spuntare prezzi più alti rappresenta una forte novità rispetto all'atteggiamento degli ultimi due anni). Inoltre, il rilevante taglio degli investimenti degli ultimi anni, riducendo la crescita dell'offerta, ha creato le attese per un maggiore bilanciamento del mercato. Una minore regolamentazione sui permessi estrattivi potrebbe pesare su quotazioni future, ma l'impatto potrebbe essere compensato da un maggiore ricorso a combustibili fossili vs fonti rinnovabili. La *view* è quindi positiva sul settore *energy*: riteniamo che il prezzo del petrolio possa continuare a beneficiare della decisione del Comitato direttivo dell'OPEC, e ci aspettiamo che, tra le varie società energetiche, soprattutto le aziende integrate possano continuare a beneficiare della riduzione dell'offerta di barili. Siamo inoltre positivi sul settore industriale in quanto potrebbe essere favorito dall'incremento delle spese infrastrutturali e dall'aumento delle spese in conto capitale previste negli annunci della rinnovata politica statunitense. Interessanti le società che potenzialmente beneficiarie di un incremento del *budget* destinato dai diversi stati alla difesa. Riteniamo che le banche europee possano beneficiare di un potenziale scenario di crescita dei tassi di interesse (*bond*): tra queste si prediligono gli istituti con solidi bilanci patrimoniali che distribuiscono alti dividendi. Riteniamo, inoltre, che anche le società assicurative possano esprimere una *performance* positiva in virtù del supporto da dividendi e della stabilità patrimoniale. Una *view* negativa sul settore *consumer staples* è avvalorata dall'aumento delle aspettative di rialzo del sentiero dei tassi di interesse negli Stati Uniti: i comparti con esposizione ad *asset a lunga duration* e ai Paesi emergenti potrebbero soffrire di particolare debolezza, ed in tale contesto il settore *consumer staples* è quello con maggiore sensibilità a tali tematiche. Conseguentemente, in termini di rotazione settoriale, ci attendiamo che gli investitori possano continuare ad aumentare

l'esposizione ciclica a discapito dei comparti più difensivi. Dopo l'esito del referendum costituzionale italiano, le dimissioni del governo presieduto da Renzi, il nuovo esecutivo recentemente insediatosi dovrà agevolare l'accordo tra le forze politiche per una nuova legge elettorale ritenuta da più parti indispensabile prima di un ricorso alle urne. Il contesto politico presenta nel medio periodo diverse insidie di governabilità. Il recupero del mercato successivo all'esito referendario è in buona parte da ricondursi al posizionamento degli investitori particolarmente scarichi di Italia (ricoperture) e alle notizie che danno in dirittura d'arrivo un intervento legislativo per mettere in sicurezza le banche in situazione di criticità. Tra le priorità del nuovo esecutivo dovrebbe esserci un intervento sulle banche per garantire i prossimi aumenti di capitale laddove il mercato non se ne facesse carico. Al di là delle penalizzazioni sui singoli istituti, la diminuzione del rischio percepito sul sistema bancario andrebbe a beneficio di tutto il mercato. Rimarrebbero per il settore bancario i problemi di una bassa redditività e dello smaltimento delle sofferenze, ma sarebbe rimossa una rilevante fonte di incertezza legata alla stabilità del sistema. E' evidente la forte correlazione tra la *performance* relativa delle banche e tassi di mercato. Proseguono intanto le dinamiche in atto da alcuni mesi: tassi in rialzo sono storicamente associati ad una migliore *performance* del settore finanziario (quantomeno in termini relativi), mentre *commodities* in rialzo vanno a ovvio beneficio dei settori *energy* e *basic materials*. La rotazione settoriale penalizza invece settori con valutazioni storicamente elevate e che hanno fortemente beneficiato di tassi bassi/negativi: *utilities* (regolate in particolare), *consumer staples*, *pharma*. Le stime degli utili hanno mostrato nelle ultime settimane segnali di miglioramento. L'andamento delle attese degli utili è coerente con una dinamica positiva del mercato azionario europeo. Il nuovo governo ed un decreto per la stabilità finanziaria tendono a diminuire prospetticamente, nel breve periodo, le incertezze sulla situazione in Italia e favoriscono un riposizionamento sul mercato. Contribuiscono anche le dinamiche esterne e la rotazione settoriale che porta acquisti sui settori *energy* e finanziari, a discapito di titoli più difensivi

e *interest-sensitive*. Sui finanziari domestici la *view* in sovrappeso punta su pochi nomi ritenuti più robusti a livello patrimoniale. Fondamentalmente tassi molto bassi, per tempi molto lunghi, determinano una forte pressione sul margine di interesse e portano a privilegiare banche con una maggiore esposizione alle commissioni (risparmio gestito, *investment bank*). Un moderato rialzo dei tassi sarebbe positivo per la *performance* del settore finanziario nel suo complesso. La scomposizione del PIL mostra una dinamica dei consumi positiva, seppure in lieve rallentamento nel confronto con i precedenti trimestri, e un certo contributo anche dagli investimenti seppure molto concentrato nel settore *automotive*. In questo scenario un sostegno alla *performance* (soprattutto dei settori composti da società esportatrici) proviene anche dal deprezzamento dell'Euro nei confronti del Dollaro USA, in relazione alle attese relative al processo di normalizzazione dei tassi di interesse avviato dalla *Fed*. Andando oltre il rialzo dei tassi, sarà fondamentale il tono assunto dal presidente *Yellen*: attualmente il mercato sta prezzando due aumenti dei tassi di interesse durante il 2017, ma non possiamo escludere l'invio di un messaggio meno accomodante che possa muovere le aspettative degli analisti in direzione di tre rialzi. Gli indicatori economici statunitensi esprimono valori moderatamente positivi. Per i mercati si ipotizzano all'orizzonte possibili rischi solo nel caso in cui la *Fed* attui mosse di rialzo più repentine del previsto. Il premio per il rischio è ancora alto ed è a favore dell'investimento in azioni. Se i tassi di interesse dovessero aumentare senza eccessi, questo sarebbe positivo perché supporterebbe la crescita degli utili delle società. In seguito all'inatteso risultato delle elezioni politiche americane, si è osservata una notevole volatilità nei mercati obbligazionari a causa dell'aumento delle stime d'inflazione (tuttora in crescita). In considerazione di ciò, nelle prossime settimane ci attendiamo una performance positiva da parte dei settori che presentano caratteristiche di basso indebitamento, alta generazione di cassa e positivamente correlati con l'aumento delle stime inflazionistiche.

Sui mercati azionari statunitensi nel corso del mese di novembre i settori più ciclici hanno espresso le *performance* migliori, e per il 2017 si prevede un'accelerazione degli utili per il settore energetico, per quello dei materiali di base, per *technology* e *financials*. Un'accelerazione degli utili dei settori più ciclici del mercato si è già riflessa nell'andamento dei prezzi soprattutto nel settore finanziario, industriale ed energetico, ed il mercato in generale sta esprimendo elevati livelli di ottimismo. Prospettivamente permane fondamentale la crescita del fatturato. Se le prospettive di crescita dovessero migliorare, si potrebbe assistere ad un maggiore *focus* su investimenti, ricerca e sviluppo. Con l'elezione di Trump l'attenzione si è spostata principalmente sugli impatti delle potenziali politiche fiscali ed economiche negli Stati Uniti e, di riflesso, negli altri principali paesi sviluppati. Come conseguenza i tassi obbligazionari e le aspettative per l'inflazione si sono mossi al rialzo. Parallelamente, si è visto un rafforzamento del Dollaro USA nei confronti di tutte le principali valute dei Paesi emergenti. Storicamente i Paesi emergenti hanno espresso *performance* migliori in congiunture di dollaro debole: il deciso rafforzamento della valuta americana di queste settimane, se protratto nel breve-medio periodo, potrebbe rappresentare un ostacolo prospettico, a maggior ragione laddove le politiche future della *Fed* fossero indirizzate a favorire ulteriormente il dollaro. Al momento le valute dei Paesi emergenti sono collocate ai minimi dal 2003 mentre le loro bilance commerciali sono tornate in *surplus*. Gli Stati Uniti hanno oggi un *deficit* commerciale nei confronti di alcuni tra i principali Paesi emergenti: una eventuale corsa al protezionismo da parte degli USA potrebbe rappresentare una ulteriore minaccia per l'universo *GEM*. I fondamentali dei Paesi emergenti sono in miglioramento: margini e tassi di produttività sono cresciuti nel corso del 2016, e per la prima volta dal 2012 le stime di crescita degli utili nel 2017, al momento intorno a +12%, non stanno patendo il consueto *trend* di avvio su livelli elevati e di successiva progressiva revisione al ribasso. I mercati emergenti, inoltre, pur avendo recuperato un livello di redditività prossimo a quello dei Paesi sviluppati, non hanno ancora recuperato lo sconto di valutazione in termini

relativi rispetto agli stessi. Tassi più alti connessi ad aspettative di maggiore crescita sono attesi produrre impatti negativi sui titoli di elevata qualità, sui settori difensivi (caratterizzati da una maggiore *duration* dei flussi di cassa), sui titoli con elevata crescita (ora che la crescita diventa un fattore meno “scarso” nell’universo investibile), mentre appaiono favorire in termini relativi i titoli caratterizzati da revisioni positive degli utili e da una capitalizzazione elevata. L’adozione di politiche economiche protezionistiche negli USA, come la revisione dei trattati commerciali, rappresentano un rischio per i maggiori esportatori verso gli Stati Uniti (quali Messico e Cina). Inoltre in Cina dovrebbe venir meno il forte stimolo indirizzato alla spesa per infrastrutture. Il Brasile, economia meno legata agli USA, potrebbe soffrire rischi minori, e tornare alla crescita dopo un biennio di flessione: nuove elezioni e tassi locali al ribasso potrebbero supportare un ciclo economico favorevole per il paese sud-americano. Con un presidente americano apparentemente meno ostile ed un petrolio più forte, la Russia appare tra i favoriti per il 2017. Il rublo è stato tra le poche valute a non deprezzarsi nei confronti del dollaro USA dopo l’esito delle presidenziali statunitensi. Non appare possibile escludere prospetticamente un *commodities set-back*. In Giappone il mercato si focalizza su una maggiore visibilità delle politiche di *easing*. Non sono andate deluse le attese di un rafforzamento dello stimolo monetario da parte della *BoJ*, e permangono comunque ragionevoli attese per ulteriori futuri interventi a livello fiscale. Il controllo della curva dei tassi potrà favorire il comparto finanziario, assicurativo e previdenziale. Con la stabilizzazione dello *Yen* ed il dissiparsi delle paure riguardo a revisioni degli utili, gli investitori internazionali potrebbero tornare ad acquistare dopo mesi di flussi negativi. Nell’ambito di una visione globale e relativa il *focus* rimane concentrato su titoli con crescita sottostimata ovvero su quelli che hanno recentemente espresso *performance* non in linea con i relativi mercati e settori di riferimento. I cosiddetti “*low volatility funds*” hanno avuto una forte diffusione con i tassi negativi introdotti dalla BCE. Ciò ha portato ad una divergenza tra fondamentali e prezzi dei titoli in quanto gli investitori obbligazionari erano alla ricerca di

rendimenti più elevati. Le dichiarazioni d'intenti di Trump e le quotazioni delle materie prime stanno guidando un processo di restringimento del *gap* tra fondamentali e performance dei titoli. Anche l'incremento dei tassi a lungo termine sta alimentando questa rotazione, in atto in tutti i mercati, in particolare in Giappone. La fine delle incertezze legate all'elezione presidenziale, lo stimolo fiscale e le politiche protezionistiche possono spingere al rialzo il mercato azionario statunitense. I risultati del terzo trimestre 2016 segnano la fine della recessione degli utili; ciò può aiutare a controbilanciare l'impatto negativo sui multipli derivante dall'aumento dei tassi. Nell'Eurozona i risultati in 3Q 2016 appaiono sopra le aspettative: la fine delle incertezze legate al referendum italiano insieme al taglio di produzione di greggio dell'OPEC spingeranno al rialzo i mercati. In UK dopo il forte rialzo degli *exporters*, i titoli domestici hanno visto un rimbalzo date le recenti *news*, che hanno ridotto le possibilità di "Hard Brexit" e che mostrano la presenza di un maggiore interesse per *M&A*: ciò suggerisce che GBP possa aver toccato un livello tale da rendere società straniere seriamente interessate a transazioni in UK. Le possibili future azioni del neo-eletto presidente USA risultano prezzate dal mercato nel breve termine. Tuttavia, dollaro forte e protezionismo potrebbero in parte controbilanciare gli effetti positivi. In Giappone il mercato è in territorio positivo dopo aver visto una discesa del 20% nel corso dell'anno. I titoli non reagiscono più negativamente a revisioni delle *guidance* dovute all'apprezzamento dello Yen: lo *steepening* della curva dei tassi USA pone un limite alla forza della divisa nipponica. La nuova politica monetaria della *BoJ*, l'elezione di Trump e la progressa debolezza dello Yen hanno spinto al rialzo i titoli. Va tuttavia considerato anche che le relazioni commerciali del Giappone con mercati emergenti e USA potrebbero eventualmente essere colpite, anche indirettamente, da eventuali misure protezionistiche.

**ANIMA**



---

**FP Cariparma  
Linea Orizzonte 20**

---

**Relazione Annuale 2016**

## Commento alla gestione

---

### COMPONENTE OBBLIGAZIONARIA

Durante il corso del 2016, la **porzione governativa di portafoglio** è stata così gestita:

- In merito alla componente obbligazionaria dell'area Euro, fino al mese di maggio l'esposizione di portafoglio è stata mantenuta in un intorno della neutralità, con sovrappeso riguardante i paesi periferici (in particolare Italia). Tale esposizione è giustificata dal fatto che il differenziale di rendimento positivo rendeva attraenti i titoli dei paesi periferici rispetto agli omologhi dei paesi core. Nel III trimestre, l'esposizione è stata caratterizzata da un sottopeso di duration, concentrata prevalentemente sui paesi core e semi-core dato il profilo rischio rendimento sfavorevole. Nel IV° trimestre l'esposizione verso i paesi periferici europei è stata così stata modulata: nel mese di ottobre è stato raggiunto il massimo sovrappeso, successivamente ridotto tra ottobre e novembre a causa delle incertezze sul referendum italiano e le relative implicazioni sullo spread. L'entità del sovrappeso sull'Italia è stato aumentato nuovamente dopo il referendum. Sui paesi core e semiperiferici è stato invece mantenuto un sottopeso costante anche nell'ultima parte dell'anno.
- L'esposizione sui titoli di stato americani è rimasta in sottopeso fino al mese di maggio, sia in quanto le aspettative per i dati del II° trimestre erano migliori rispetto a quelle del I°, sia perché la stabilizzazione del prezzo del petrolio aveva portato alla convinzione che la FED potesse avviare una nuova procedura di rialzo dei tassi. Contrariamente a quanto ipotizzato, verso la fine del II° trimestre, il realizzarsi dell'evento Brexit

ha invece portato ad incrementare l'esposizione verso gli USA, anche a causa della discesa dei tassi di interesse globali. Nel mese di settembre in concomitanza del meeting della FED, il sottopeso è stato neutralizzato per poi essere riaperto a inizio ottobre con l'idea che i dati macroeconomici confortanti e l'andamento del prezzo del petrolio potessero portare ad una risalita della curva dei rendimenti. Nell'ultimo trimestre dell'anno, la duration è stata portata da sottopeso a neutrale a fine novembre, e moderatamente in sovrappeso in dicembre. Tale posizionamento tende a beneficiare di un appiattimento della curva dei rendimenti, in considerazione del marcato aumento dell'inclinazione della stessa verificatosi negli ultimi mesi, e del posizionamento degli investitori.

- Sui titoli di stato giapponesi l'esposizione è stata mantenuta moderatamente sottopeso nel corso del I° e del II° trimestre. Tale scelta si è resa necessaria sia a causa di rendimenti poco interessanti, sia per un rapporto rischio/rendimento sfavorevole. Nel corso del III° trimestre, prima del meeting BOJ del 21 settembre, è stato ridotto di circa 2/3 il sottopeso concentrato sulla parte decennale della curva. Nel IV° trimestre è stato mantenuto un moderato sottopeso, sempre concentrato sulle scadenze decennali.

Nel corso dell'anno è stata mantenuta una esposizione costante ai titoli **inflation linked**, incrementata nel mese di settembre tramite l'acquisto di IL italiani. Tale scelta è giustificata dal fatto che il livello di inflazione implicita scontato nei prezzi rimane ancora basso per gli standard storici, e la stabilizzazione del prezzo del petrolio ha contribuito ad incrementare le aspettative di rialzo dell'inflazione.

La porzione di portafoglio dedicata ai **titoli corporate**, è stata mantenuta costante nel periodo di tempo considerato, e concentrata principalmente su titoli finanziari.

## COMPONENTE AZIONARIA

Nei primi mesi dell'anno, il mercato ha registrato performance negative a seguito dei seguenti fattori: rischio di deflazione, prezzo del petrolio in discesa e politiche espansive attuate dalla BCE che hanno portato i tassi di interesse in territorio negativo. A questo scenario ha contribuito l'attesa che la Fed implementasse il sentiero di rialzo dei tassi ipotizzato a fine 2015.

In realtà nel mese di febbraio, la decisione della FED di abbandonare la politica di rialzo dei tassi (quelli inizialmente previsti erano quattro), ha provocato un indebolimento del Dollaro ed un rally della parte più ciclica del mercato.

A livello di portafoglio complessivo, nel I° semestre sono stati effettuati i seguenti interventi:

- Nel corso del primo trimestre, il portafoglio europeo è stato impostato difensivamente, con un sovrappeso verso i settori healthcare e telecom, mentre in sottopeso verso i financial.
- Ad inizio secondo trimestre, è stata incrementata l'esposizione verso il settore energy, mentre è stato chiuso il corto sui materials ed industrial, per trarre beneficio dalla stabilizzazione del Dollaro e dei mercati emergenti.
- Verso la fine del secondo trimestre, a causa dell'avvicinarsi del referendum sulla permanenza della Gran Bretagna nell'Unione Europea, sono state chiuse le scommesse più rilevanti, in particolare il sottopeso presente sull'area UK e sui titoli finanziari.

In seguito all'effettivo verificarsi dell'evento "Brexit" il mercato ha reagito positivamente al "SI" grazie anche alle aspettative di ulteriori interventi espansivi da parte delle banche centrali.

Pertanto, nel mese di luglio, è stato dato un profilo più ciclico ai portafogli a anche a seguito della pubblicazione di dati macroeconomici sempre più

confortanti e di aspettative di politiche monetarie e fiscali accomodanti nel lungo periodo. Questo tipo di impostazione si è tradotto in:

- Sovrappeso dei settori technology, industrial ed energy, oltre all'incremento del settore consumer discretionary (in particolare titoli automobilistici *dollar sensitive*).
- Riduzione dei settori consumer staples, real estate ed utility.

Nello specifico, l'esposizione ai *financial* è stata gestita dinamicamente durante tutto il corso del II semestre: nel mese di agosto è stato chiuso il sottopeso, mentre tra ottobre e novembre il peso del settore è stato incrementato sia sulla componente USA che europea del portafoglio.

In particolare nei mesi di novembre e dicembre, il portafoglio ha mantenuto un *bias* ciclico con un'accentuata esposizione verso il tema del *reflation trade* (possibile crescita futura del livello di inflazione, anche in seguito al sempre più probabile passaggio da una politica monetaria ad una fiscale espansiva).

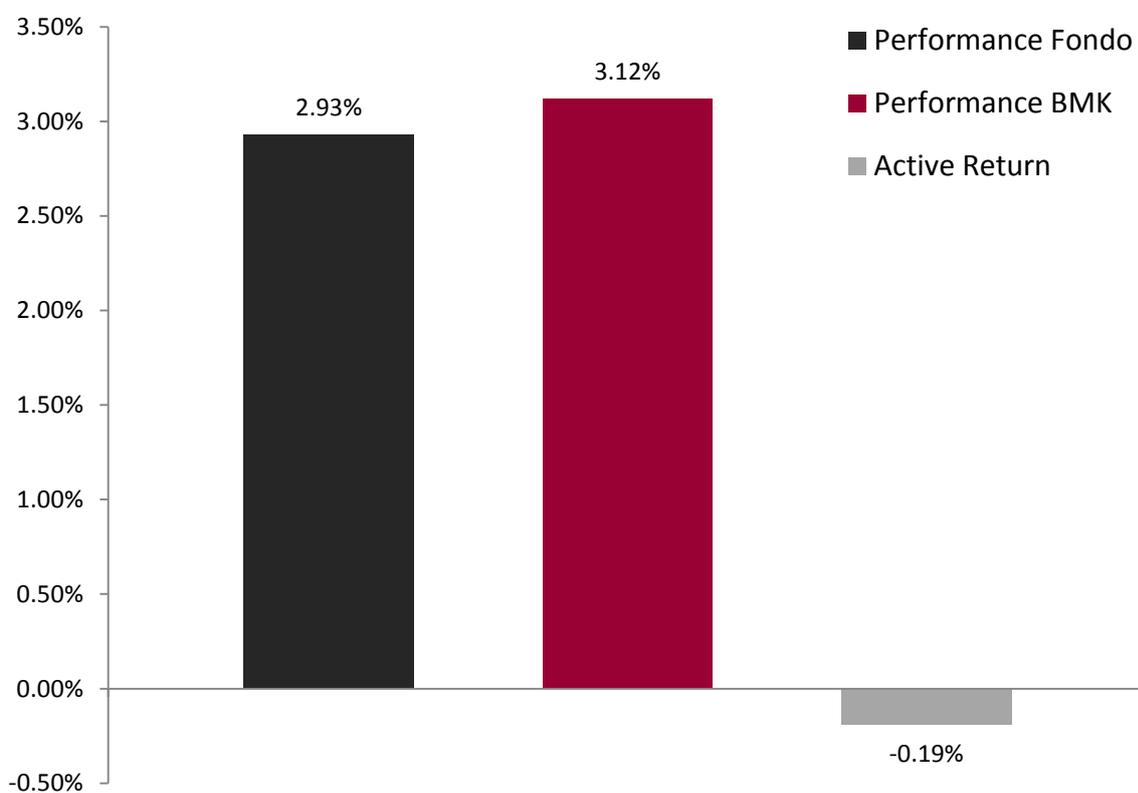
Nel mese di novembre, il *sentiment* è stato ulteriormente rafforzato sia dalla vittoria di Trump (relativamente al suo programma incentrato sugli stimoli fiscali), sia dall'accordo raggiunto tra Russia ed OPEC (dando credito al sovrappeso sull'energy).

Anche a livello geografico è stata mantenuta l'impostazione ciclica sopra delineata. Ciò ha comportato una riduzione del peso di UK ed un sovrappeso verso il settore bancario in Francia e Germania (in generale area Euro).

## Performance

Al 30 dicembre 2016, le scelte allocative implementate hanno generato le seguenti performance:

### Performance YTD



## Valutazioni sulla possibile evoluzione dei mercati

---

Le previsioni sullo scenario economico globale mantengono alcune connotazioni di incertezza in relazione a sviluppi di natura politica che potranno trovare soluzione nel medio periodo. Permangono le problematiche di medio-lungo termine nella proiezione dei dubbi sull'accelerazione della crescita mondiale, già riscontrate nel recente passato, connessi anche a fattori demografici, di produttività e al livello del debito. Diffusi i segnali di incremento generalizzato dei tassi, trend reflazionistico in atto. Lo scenario prospettico prefigura per il 2017 possibili fasi alterne determinate dal prevalere di fattori di traino o di debolezza.

**Sul comparto obbligazionario nel suo complesso viene espressa una *view* tendenzialmente negativa** connessa ad un aumento tendenziale dei tassi che continuerà a caratterizzare il corso del prossimo anno.

Questo vale, in relazione al contesto attuale, nel breve periodo, anche per la *duration* in generale, tenuto conto delle dinamiche attuali dei corsi e dei tassi di interesse che si riflettono sui rendimenti obbligazionari attesi.

Il livello attuale dei tassi induce a privilegiare l'area Euro-periferica, ivi inclusa quella italiana, sulle quali, in ottica tattica viene espressa una *view* neutrale. Confermato l'interesse su strumenti meno soggetti ad eventuali *shock*, quali *inflation linkers* e titoli caratterizzati da un *carry* protettivo reale. Permane una *view* negativa sull'area *core* e *semi-core*. I dati USA confermano le indicazioni precedenti in fase di miglioramento. Sia lato produzione sia lato famiglie, il secondo semestre dell'anno è caratterizzato da una fase di accelerazione, seppur modesta, della crescita economica. La fattibilità del programma di Trump è in fase di verifica: esso sembra prevedere un significativo peggioramento del *deficit* nell'arco del suo mandato; potrebbe apparire come un cambio di regime ma di

fatto è una prosecuzione della propensione dei Repubblicani ad incrementare il *deficit* soprattutto nell'arco del primo mandato. Il premio al rischio sui *bond* potrebbe continuare a salire a fronte di politiche fiscali particolarmente aggressive, come già avvenuto in passato, in particolare a fronte di politiche fiscali procicliche. La *Fed* ha confermato l'atteso rialzo dei tassi in dicembre fornendo alcune indicazioni sul possibile sentiero successivo: ulteriori rialzi nel corso del 2017 prevedono attualmente tre possibili interventi di pari entità (+0,25%). Anche dopo l'elezione di Trump, il mercato ha mantenuto l'idea che la *Fed* non procederà a più rialzi del previsto e che agirà con moderazione. La risalita dei tassi USA sulle emissioni governative appare correttamente indirizzato e ragionevolmente coerente con il *re-rating* delle valutazioni sui fondamentali, sostenute dalla dinamica attesa della crescita statunitense e dal miglioramento del mercato del lavoro. Il messaggio della riunione del *FOMC* è apparso più "hawkish" delle attese. L'elezione di *Trump* ha accelerato tale fenomeno di risalita, e, se il suo programma di governo dovesse seguire le aspettative del mercato, i movimenti dei tassi USA potrebbero collocarsi in un intervallo tra 2% e 3%. Effettivamente dichiarato un marginale spostamento verso l'alto della mediana attesa nel 2017 e del tasso di interesse di lungo termine (da 2,9% a 3%). Tuttavia la sostenibilità di tali livelli dovrebbe essere supportata da un processo di aggiustamento con la risalita dei tassi reali, dal momento che un valore prossimo al 2,5% appare attualmente composto per ampia parte dalle aspettative sul livello atteso dell'inflazione. Risulta comunque eccessiva la velocità con cui si è espresso il balzo dei rendimenti: tale considerazione induce ad ipotizzare fasi di volatilità accentuata, con la necessità di adottare approcci tattici significativamente dinamici connessi a movimenti di progressivo aggiustamento del mercato. Questo anche in considerazione delle future azioni (e della loro entità) che verranno effettivamente poste in essere dalla compagine governativa repubblicana. Si osserva come, a livello tattico, a fronte di una repentina salita dei tassi reali, possa emergere una successiva fase di temporaneo riposizionamento, in attesa di una crescita su ritmi più moderati.

La BCE ha apportato una serie di modifiche al programma di acquisti in modo da renderlo più fluido, compatibilmente con gli obiettivi di inflazione. La ricalibrazione riduce gli acquisti di 20bln€ al mese, successivamente al mese di marzo 2017, togliendo il limite minimo di acquisti rappresentato dal tasso sui depositi (-0,40%). Lo stesso Draghi non lo ha definito «*tapering*» poiché non rappresenta l'inizio della fase di riduzione degli acquisti della BCE, che rimane comunque supportiva. Le condizioni dell'economia, non solo nell'area periferica, giustificano tale approccio, pur se viene introdotto uno *step* di discontinuità. Il persistere di politiche monetarie accomodanti incrementali è fondamentale per il sostegno del PIL nominale. Viene espressa una **view negativa** sull'*asset class corporate bond investment grade*. Gli *spread* restano stabili in tutti i settori interessati dagli acquisti della BCE; nonostante l'allargamento sui tassi che ha interessato anche l'area europea dopo l'esito delle presidenziali USA, l'indice *ERLO (Merrill Lynch Euro Large Cap Corporate index)* ha un rendimento ancora decisamente compresso e prossimo allo 0,85%, con una *duration* ben oltre i 5 anni. Il rialzo dei tassi ha riequilibrato i settori *interest rate sensitive*. Elemento determinante nella prima fase di debolezza del mercato resta l'illiquidità dell'*asset class*: tale caratteristica può contenere i movimenti di prezzo. In questo momento il mercato dei crediti, in modo particolare nel comparto dei titoli industriali, sembra collocarsi in questa fase interlocutoria, per comprendere se la politica monetaria potrà essere ancora di supporto per i corsi. All'interno del comparto finanziario, invece, l'irripidimento delle curve di tasso ha mitigato l'allargamento degli *spread*, e non solo tra i titoli *senior*; l'attenzione del mercato si è nel contempo focalizzata sul tasso di rifinanziamento implicito dei titoli subordinati *callable*, penalizzando quelli con *back-end* contenuta. Da segnalare che nel corso del quarto trimestre già due emittenti di primaria rilevanza per il mercato (*Commerzbank* e *Standard Chartered*) hanno dichiarato che non onoreranno la *call* 2016. Nota a parte merita il comparto degli *AT1* che, come è accaduto sul versante azionario, sono stati interessati da una forte volatilità; riguardo a queste particolari emissioni,

già ben prima delle elezioni USA, il mercato aveva iniziato ad interrogarsi sulla possibilità di eventuali nuove revisioni dell'impianto normativo in termini generalmente più "dovish". In ambito *corporate* possono emergere opportunità d'investimento tra i bond con *rating* ai limiti dell'*investment grade* (o poco sotto), con scadenze ravvicinate, e in ambito subordinato, selezionando opportunamente gli emittenti ed il grado di subordinazione, considerando anche aree al di fuori del *radar* BCE e comparti non finanziari. Si continua a prediligere un sottopeso di *duration* ed ampia diversificazione favorendo emissioni con rendimenti più elevati (privilegiati i *reset* di tassi elevati non più convenienti per gli emittenti), ma con *expiry* su orizzonti temporali ravvicinati, con un grado di *seniority* inferiore, a scapito di emissioni di migliore qualità ma con scadenza più lontana nel tempo. Rendimenti appetibili su subordinati assicurativi sono caratterizzati da *duration* ritenute eccessivamente lunghe. Avendo riguardo alle emissioni *high yield*, la *view* mantiene una connotazione prudenzialmente neutrale, con l'obiettivo di perseguire un posizionamento meno sensibile a spunti di volatilità nel medio periodo. Si ritiene che il movimento cedente sul settore possa essere dettato da un riallineamento dei *target* di *duration*, e non da un *risk-off sentiment*. Le classi di *rating* più colpite al momento sembrano insistere sul livello BB a causa sia dell'alta correlazione ai tassi sia di valutazioni molto care in partenza. Le proiezioni sui tassi di *default* appaiono positive: non solo il ciclo ha consentito alle società di migliorare in media la metrica creditizia, ma anche i settori che sono stati soggetti a pressioni idiosincratice (energia, petrolio, *commodities*) sembrano avere superato la fase peggiore. Relativamente ai titoli finanziari, l'aumento sui tassi ed il miglioramento delle attività di *investment banking* ha consentito agli istituti bancari, nella maggior parte dei casi, di superare le aspettative degli analisti. Simili tendenze sono state riscontrate anche in altri settori, grazie al miglioramento del ciclo economico sia negli Stati Uniti sia in Europa (in misura più contenuta), e alla stabilizzazione vista in Asia.

Sui mercati obbligazionari emergenti, complessivamente, la *view* assume tatticamente una connotazione prudenzialmente *neutrale*. Segnali di crescita non generalizzata e potenziali rischi di natura politica, fanno propendere per una maggior cautela e selettività.

Avendo riguardo alle **principali divise**, le *view* attuali prevedono neutralità per le diverse relazioni vs *Euro*. La prima interpretazione dei mercati dell'esito delle elezioni americane è stata quella indirizzata a premiare il Dollaro rispetto a qualunque altra divisa. Il *driver* principale ha insistito sulla risalita dei tassi reali negli Stati Uniti (maggiore crescita attesa grazie alla politica fiscale espansiva promessa dal futuro presidente). La *Fed* assumerà un ruolo cruciale: se avallerà una politica monetaria più restrittiva di quanto scontato dai mercati, il Dollaro USA potrà rafforzarsi ulteriormente, tuttavia emerge che il suo attuale *risk premium* è determinato per i quattro quinti dalle attese inflative. Specularmente la relazione *EUR/USD* consentirà di individuare un altro fattore di variabilità dal lato della divisa comune, laddove, prospetticamente, oltre il 2018, i tassi europei dopo aver toccato un punto di minimo, potrebbero iniziare a risalire. Le valute dei paesi esportatori di *commodities* avevano realizzato selettivamente *performance* positive, in virtù della ripresa delle quotazioni delle materie prime. Il differenziale di crescita tra Paesi emergenti e sviluppati resta uno dei principali *driver* di lungo periodo della *performance* delle valute emergenti. Tuttavia, la reazione dei mercati valutari emergenti all'elezione di Trump è stata decisamente negativa. Il mercato appare comunque in grado di diversificare, premiando le valute dei paesi più solidi e che meno soffrirebbero dall'eventuale implementazione *tout court* delle politiche protezionistiche annunciate nel corso della campagna elettorale. Futuri posizionamenti sui *basket* valutari assumeranno connotazioni di natura relativa che non assoluta. Lo Yen potrebbe assumere un ruolo sempre maggiore di *funding currency*.

La *view* sui mercati azionari assume una collocazione complessivamente positiva, tuttavia non sarà possibile escludere passaggi attraverso alcune fasi alterne e di volatilità. A meno di un inatteso indebolimento congiunturale, eventuali ri-tracciamenti dei mercati azionari potrebbero rappresentare opportunità di acquisto, in previsione di una crescita per l'avvio del nuovo anno. A livello geografico la *view* espressa sull'area europea, ivi inclusa quella italiana, è positiva, così come quella su USA, Giappone ed Asia, permane neutrale sui Paesi Emergenti.

La situazione contestuale di medio periodo permane fundamentalmente incerta, in relazione a fattori sia di natura economica e finanziaria, sia di natura politica. Il tema connesso all'esito di "Brexit" costituirà, all'atto dell'avvio dei negoziati, un'alea di possibile rilevanza avendo riguardo alle conseguenze a livello economico potenzialmente diffuse nell'ambito del Vecchio Continente, con eventuali rischi prospettici al momento non agevolmente quantificabili. Nelle ultime settimane il mercato azionario europeo ha registrato un *trend* positivo caratterizzato da una volatilità inferiore alla media degli ultimi tre mesi. Rimaniamo positivi per l'*outlook* del mercato azionario europeo in vista dell'inizio del 2017, alla luce delle pressioni inflazionistiche (sostenute da un aumento del prezzo delle materie prime) e del rialzo dei tassi di interesse sui *bond* registrato nelle ultime settimane. Gli indicatori macroeconomici europei sono in miglioramento: il *trend* sui finanziamenti alle imprese e ai privati è in crescita e le stime economiche degli economisti sono positive. Da metà ottobre 2016, il numero di società dell'Eurozona che ha ricevuto revisioni positive sugli utili è stato superiore rispetto a quelle con revisioni negative. Sulle raccomandazioni degli analisti ha influito un recupero di competitività delle società esportatrici, ed il rialzo dei prezzi delle materie prime. In termini settoriali le revisioni delle stime per l'anno 2017 sono migliorate recentemente per i settori legati ai prezzi delle *commodities*, in particolare i comparti materie prime ed energia: i primi hanno usufruito di un rialzo generalizzato dei prezzi dei principali metalli di base (rame e ferro), mentre i secondi, hanno beneficiato

dell'esito del meeting dell'OPEC dello scorso 30 novembre, durante il quale è stato deciso il taglio della produzione. L'accordo OPEC/Russia dovrebbe migliorare le prospettive dei sui prezzi energetici (in particolare l'Arabia Saudita che appare disponibile a tagliare la produzione e quindi a sacrificare parte della *market share* per spuntare prezzi più alti rappresenta una forte novità rispetto all'atteggiamento degli ultimi due anni). Inoltre, il rilevante taglio degli investimenti degli ultimi anni, riducendo la crescita dell'offerta, ha creato le attese per un maggiore bilanciamento del mercato. Una minore regolamentazione sui permessi estrattivi potrebbe pesare su quotazioni future, ma l'impatto potrebbe essere compensato da un maggiore ricorso a combustibili fossili vs fonti rinnovabili. La *view* è quindi positiva sul settore *energy*: riteniamo che il prezzo del petrolio possa continuare a beneficiare della decisione del Comitato direttivo dell'OPEC, e ci aspettiamo che, tra le varie società energetiche, soprattutto le aziende integrate possano continuare a beneficiare della riduzione dell'offerta di barili. Siamo inoltre positivi sul settore industriale in quanto potrebbe essere favorito dall'incremento delle spese infrastrutturali e dall'aumento delle spese in conto capitale previste negli annunci della rinnovata politica statunitense. Interessanti le società che potenzialmente beneficiarie di un incremento del *budget* destinato dai diversi stati alla difesa. Riteniamo che le banche europee possano beneficiare di un potenziale scenario di crescita dei tassi di interesse (*bond*): tra queste si prediligono gli istituti con solidi bilanci patrimoniali che distribuiscono alti dividendi. Riteniamo, inoltre, che anche le società assicurative possano esprimere una *performance* positiva in virtù del supporto da dividendi e della stabilità patrimoniale. Una *view* negativa sul settore *consumer staples* è avvalorata dall'aumento delle aspettative di rialzo del sentiero dei tassi di interesse negli Stati Uniti: i comparti con esposizione ad *asset a lunga duration* e ai Paesi emergenti potrebbero soffrire di particolare debolezza, ed in tale contesto il settore *consumer staples* è quello con maggiore sensibilità a tali tematiche. Conseguentemente, in termini di rotazione settoriale, ci attendiamo che gli investitori possano continuare ad aumentare

l'esposizione ciclica a discapito dei comparti più difensivi. Dopo l'esito del referendum costituzionale italiano, le dimissioni del governo presieduto da Renzi, il nuovo esecutivo recentemente insediatosi dovrà agevolare l'accordo tra le forze politiche per una nuova legge elettorale ritenuta da più parti indispensabile prima di un ricorso alle urne. Il contesto politico presenta nel medio periodo diverse insidie di governabilità. Il recupero del mercato successivo all'esito referendario è in buona parte da ricondursi al posizionamento degli investitori particolarmente scarichi di Italia (ricoperture) e alle notizie che danno in dirittura d'arrivo un intervento legislativo per mettere in sicurezza le banche in situazione di criticità. Tra le priorità del nuovo esecutivo dovrebbe esserci un intervento sulle banche per garantire i prossimi aumenti di capitale laddove il mercato non se ne facesse carico. Al di là delle penalizzazioni sui singoli istituti, la diminuzione del rischio percepito sul sistema bancario andrebbe a beneficio di tutto il mercato. Rimarrebbero per il settore bancario i problemi di una bassa redditività e dello smaltimento delle sofferenze, ma sarebbe rimossa una rilevante fonte di incertezza legata alla stabilità del sistema. E' evidente la forte correlazione tra la *performance* relativa delle banche e tassi di mercato. Proseguono intanto le dinamiche in atto da alcuni mesi: tassi in rialzo sono storicamente associati ad una migliore *performance* del settore finanziario (quantomeno in termini relativi), mentre *commodities* in rialzo vanno a ovvio beneficio dei settori *energy* e *basic materials*. La rotazione settoriale penalizza invece settori con valutazioni storicamente elevate e che hanno fortemente beneficiato di tassi bassi/negativi: *utilities* (regolate in particolare), *consumer staples*, *pharma*. Le stime degli utili hanno mostrato nelle ultime settimane segnali di miglioramento. L'andamento delle attese degli utili è coerente con una dinamica positiva del mercato azionario europeo. Il nuovo governo ed un decreto per la stabilità finanziaria tendono a diminuire prospetticamente, nel breve periodo, le incertezze sulla situazione in Italia e favoriscono un riposizionamento sul mercato. Contribuiscono anche le dinamiche esterne e la rotazione settoriale che porta acquisti sui settori *energy* e finanziari, a discapito di titoli più difensivi

e *interest-sensitive*. Sui finanziari domestici la *view* in sovrappeso punta su pochi nomi ritenuti più robusti a livello patrimoniale. Fondamentalmente tassi molto bassi, per tempi molto lunghi, determinano una forte pressione sul margine di interesse e portano a privilegiare banche con una maggiore esposizione alle commissioni (risparmio gestito, *investment bank*). Un moderato rialzo dei tassi sarebbe positivo per la *performance* del settore finanziario nel suo complesso. La scomposizione del PIL mostra una dinamica dei consumi positiva, seppure in lieve rallentamento nel confronto con i precedenti trimestri, e un certo contributo anche dagli investimenti seppure molto concentrato nel settore *automotive*. In questo scenario un sostegno alla *performance* (soprattutto dei settori composti da società esportatrici) proviene anche dal deprezzamento dell'Euro nei confronti del Dollaro USA, in relazione alle attese relative al processo di normalizzazione dei tassi di interesse avviato dalla *Fed*. Andando oltre il rialzo dei tassi, sarà fondamentale il tono assunto dal presidente *Yellen*: attualmente il mercato sta prezzando due aumenti dei tassi di interesse durante il 2017, ma non possiamo escludere l'invio di un messaggio meno accomodante che possa muovere le aspettative degli analisti in direzione di tre rialzi. Gli indicatori economici statunitensi esprimono valori moderatamente positivi. Per i mercati si ipotizzano all'orizzonte possibili rischi solo nel caso in cui la *Fed* attui mosse di rialzo più repentine del previsto. Il premio per il rischio è ancora alto ed è a favore dell'investimento in azioni. Se i tassi di interesse dovessero aumentare senza eccessi, questo sarebbe positivo perché supporterebbe la crescita degli utili delle società. In seguito all'inatteso risultato delle elezioni politiche americane, si è osservata una notevole volatilità nei mercati obbligazionari a causa dell'aumento delle stime d'inflazione (tuttora in crescita). In considerazione di ciò, nelle prossime settimane ci attendiamo una performance positiva da parte dei settori che presentano caratteristiche di basso indebitamento, alta generazione di cassa e positivamente correlati con l'aumento delle stime inflazionistiche.

Sui mercati azionari statunitensi nel corso del mese di novembre i settori più ciclici hanno espresso le *performance* migliori, e per il 2017 si prevede un'accelerazione degli utili per il settore energetico, per quello dei materiali di base, per *technology* e *financials*. Un'accelerazione degli utili dei settori più ciclici del mercato si è già riflessa nell'andamento dei prezzi soprattutto nel settore finanziario, industriale ed energetico, ed il mercato in generale sta esprimendo elevati livelli di ottimismo. Prospettivamente permane fondamentale la crescita del fatturato. Se le prospettive di crescita dovessero migliorare, si potrebbe assistere ad un maggiore *focus* su investimenti, ricerca e sviluppo. Con l'elezione di Trump l'attenzione si è spostata principalmente sugli impatti delle potenziali politiche fiscali ed economiche negli Stati Uniti e, di riflesso, negli altri principali paesi sviluppati. Come conseguenza i tassi obbligazionari e le aspettative per l'inflazione si sono mossi al rialzo. Parallelamente, si è visto un rafforzamento del Dollaro USA nei confronti di tutte le principali valute dei Paesi emergenti. Storicamente i Paesi emergenti hanno espresso *performance* migliori in congiunture di dollaro debole: il deciso rafforzamento della valuta americana di queste settimane, se protratto nel breve-medio periodo, potrebbe rappresentare un ostacolo prospettico, a maggior ragione laddove le politiche future della *Fed* fossero indirizzate a favorire ulteriormente il dollaro. Al momento le valute dei Paesi emergenti sono collocate ai minimi dal 2003 mentre le loro bilance commerciali sono tornate in *surplus*. Gli Stati Uniti hanno oggi un *deficit* commerciale nei confronti di alcuni tra i principali Paesi emergenti: una eventuale corsa al protezionismo da parte degli USA potrebbe rappresentare una ulteriore minaccia per l'universo *GEM*. I fondamentali dei Paesi emergenti sono in miglioramento: margini e tassi di produttività sono cresciuti nel corso del 2016, e per la prima volta dal 2012 le stime di crescita degli utili nel 2017, al momento intorno a +12%, non stanno patendo il consueto *trend* di avvio su livelli elevati e di successiva progressiva revisione al ribasso. I mercati emergenti, inoltre, pur avendo recuperato un livello di redditività prossimo a quello dei Paesi sviluppati, non hanno ancora recuperato lo sconto di valutazione in termini

relativi rispetto agli stessi. Tassi più alti connessi ad aspettative di maggiore crescita sono attesi produrre impatti negativi sui titoli di elevata qualità, sui settori difensivi (caratterizzati da una maggiore *duration* dei flussi di cassa), sui titoli con elevata crescita (ora che la crescita diventa un fattore meno “scarso” nell’universo investibile), mentre appaiono favorire in termini relativi i titoli caratterizzati da revisioni positive degli utili e da una capitalizzazione elevata. L’adozione di politiche economiche protezionistiche negli USA, come la revisione dei trattati commerciali, rappresentano un rischio per i maggiori esportatori verso gli Stati Uniti (quali Messico e Cina). Inoltre in Cina dovrebbe venir meno il forte stimolo indirizzato alla spesa per infrastrutture. Il Brasile, economia meno legata agli USA, potrebbe soffrire rischi minori, e tornare alla crescita dopo un biennio di flessione: nuove elezioni e tassi locali al ribasso potrebbero supportare un ciclo economico favorevole per il paese sud-americano. Con un presidente americano apparentemente meno ostile ed un petrolio più forte, la Russia appare tra i favoriti per il 2017. Il rublo è stato tra le poche valute a non deprezzarsi nei confronti del dollaro USA dopo l’esito delle presidenziali statunitensi. Non appare possibile escludere prospetticamente un *commodities set-back*. In Giappone il mercato si focalizza su una maggiore visibilità delle politiche di *easing*. Non sono andate deluse le attese di un rafforzamento dello stimolo monetario da parte della *BoJ*, e permangono comunque ragionevoli attese per ulteriori futuri interventi a livello fiscale. Il controllo della curva dei tassi potrà favorire il comparto finanziario, assicurativo e previdenziale. Con la stabilizzazione dello *Yen* ed il dissiparsi delle paure riguardo a revisioni degli utili, gli investitori internazionali potrebbero tornare ad acquistare dopo mesi di flussi negativi. Nell’ambito di una visione globale e relativa il *focus* rimane concentrato su titoli con crescita sottostimata ovvero su quelli che hanno recentemente espresso *performance* non in linea con i relativi mercati e settori di riferimento. I cosiddetti “*low volatility funds*” hanno avuto una forte diffusione con i tassi negativi introdotti dalla BCE. Ciò ha portato ad una divergenza tra fondamentali e prezzi dei titoli in quanto gli investitori obbligazionari erano alla ricerca di

rendimenti più elevati. Le dichiarazioni d'intenti di Trump e le quotazioni delle materie prime stanno guidando un processo di restringimento del *gap* tra fondamentali e performance dei titoli. Anche l'incremento dei tassi a lungo termine sta alimentando questa rotazione, in atto in tutti i mercati, in particolare in Giappone. La fine delle incertezze legate all'elezione presidenziale, lo stimolo fiscale e le politiche protezionistiche possono spingere al rialzo il mercato azionario statunitense. I risultati del terzo trimestre 2016 segnano la fine della recessione degli utili; ciò può aiutare a controbilanciare l'impatto negativo sui multipli derivante dall'aumento dei tassi. Nell'Eurozona i risultati in 3Q 2016 appaiono sopra le aspettative: la fine delle incertezze legate al referendum italiano insieme al taglio di produzione di greggio dell'OPEC spingeranno al rialzo i mercati. In UK dopo il forte rialzo degli *exporters*, i titoli domestici hanno visto un rimbalzo date le recenti *news*, che hanno ridotto le possibilità di "Hard Brexit" e che mostrano la presenza di un maggiore interesse per *M&A*: ciò suggerisce che GBP possa aver toccato un livello tale da rendere società straniere seriamente interessate a transazioni in UK. Le possibili future azioni del neo-eletto presidente USA risultano prezzate dal mercato nel breve termine. Tuttavia, dollaro forte e protezionismo potrebbero in parte controbilanciare gli effetti positivi. In Giappone il mercato è in territorio positivo dopo aver visto una discesa del 20% nel corso dell'anno. I titoli non reagiscono più negativamente a revisioni delle *guidance* dovute all'apprezzamento dello Yen: lo *steepening* della curva dei tassi USA pone un limite alla forza della divisa nipponica. La nuova politica monetaria della *BoJ*, l'elezione di Trump e la progressa debolezza dello Yen hanno spinto al rialzo i titoli. Va tuttavia considerato anche che le relazioni commerciali del Giappone con mercati emergenti e USA potrebbero eventualmente essere colpite, anche indirettamente, da eventuali misure protezionistiche.

**ANIMA**



---

**FP Cariparma  
Linea Orizzonte 30**

---

**Relazione Annuale 2016**

## Commento alla gestione

---

### COMPONENTE OBBLIGAZIONARIA

Nel primo trimestre dell'anno la duration di portafoglio è passata da una posizione di moderato sottopeso, coerente con un outlook positivo di crescita, ad una posizione neutrale nel mese di febbraio-marzo, sostanzialmente in linea con il benchmark di riferimento. Nei mesi di aprile e maggio, è stato riaperto il sottopeso, incrementato ulteriormente nel mese di giugno al fine diminuire il *tracking error* in vista del referendum sull'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea. Nel terzo trimestre, è stata attuata una riduzione dell'esposizione verso l'Italia a causa dell'incertezza dovuta all'esito del referendum.

Nell'ultimo trimestre dell'anno l'esposizione al rischio di tasso è stata inferiore rispetto a quella del benchmark. Tale sottopeso ha raggiunto il suo picco nel mese di ottobre, mentre in quelli successivi la duration di portafoglio è stata riportata in linea col benchmark per i seguenti motivi:

- Incertezza relativa al referendum costituzionale italiano;
- L'aumento delle aspettative di crescita dell'inflazione e la risalita del premio al rischio hanno spinto i rendimenti dei bond dell'area euro su livelli a nostro avviso più compatibili con i fondamentali macroeconomici;
- Riduzione del *tracking error* di portafoglio.

Durante l'anno in esame, l'esposizione geografica del portafoglio è stata così gestita:

- Sui paesi core e semiperiferici, l'esposizione in sottopeso è stata ridotta ad inizio febbraio in seguito all'aumento della volatilità dello spread Btp-

Bund e successivamente incrementata verso fine I° trimestre con la stabilizzazione dei mercati azionari. Tale impostazione è stata poi mantenuta in tutto il corso del 2016.

- L'esposizione in sovrappeso nei primi tre trimestri, è stata concentrata sui paesi periferici (in particolare Italia), sia per il differenziale positivo di rendimento, sia per la possibilità di trarre beneficio dalle nuove misure monetarie della BCE. Nel IV° trimestre, l'esposizione verso i paesi periferici europei è stata gestita dinamicamente: nel mese di ottobre è stato raggiunto il massimo sovrappeso, successivamente ridotto tra ottobre e novembre a causa delle incertezze sul referendum italiano e le relative implicazioni sullo spread. L'entità del sovrappeso sull'Italia è stata aumentata nuovamente dopo il referendum.

Le posizioni in titoli Inflation linked (specialmente italiani e francesi) hanno mantenuto un peso costante durante il corso dell'anno e sono state incrementate nel corso del mese di ottobre. Tale scelta è dovuta principalmente a due fattori:

- Il livello di inflazione implicita scontato nei prezzi rimane ancora basso per gli standard storici;
- La stabilizzazione del prezzo del petrolio ha ulteriormente contribuito ad aumentare le aspettative di rialzo dell'inflazione.

La componente relativa ai corporate bond è stata mantenuta come elemento di diversificazione all'interno del portafoglio per tutto il corso dell'anno, e concentrata principalmente verso il settore finanziario.

## COMPONENTE AZIONARIA

Nei primi mesi dell'anno, il mercato ha registrato performance negative a seguito dei seguenti fattori: rischio di deflazione, prezzo del petrolio in discesa e politiche espansive attuate dalla BCE che hanno portato i tassi di interesse in territorio negativo. A questo scenario ha contribuito l'attesa che la Fed implementasse il sentiero di rialzo dei tassi ipotizzato a fine 2015.

In realtà nel mese di febbraio, la decisione della FED di abbandonare la politica di rialzo dei tassi (quelli inizialmente previsti erano quattro), ha provocato un indebolimento del Dollaro ed un rally della parte più ciclica del mercato.

A livello di portafoglio complessivo, nel I° semestre sono stati effettuati i seguenti interventi:

- Nel corso del primo trimestre, il portafoglio europeo è stato impostato difensivamente, con un sovrappeso verso i settori healthcare e telecom, mentre in sottopeso verso i financial.
- Ad inizio secondo trimestre, è stata incrementata l'esposizione verso il settore energy, mentre è stato chiuso il corto sui materials ed industrial, per trarre beneficio dalla stabilizzazione del Dollaro e dei mercati emergenti.
- Verso la fine del secondo trimestre, a causa dell'avvicinarsi del referendum sulla permanenza della Gran Bretagna nell'Unione Europea, sono state chiuse le scommesse più rilevanti, in particolare il sottopeso presente sull'area UK e sui titoli finanziari.

In seguito all'effettivo verificarsi dell'evento "Brexit" il mercato ha reagito positivamente al "SI" grazie anche alle aspettative di ulteriori interventi espansivi da parte delle banche centrali.

Pertanto, nel mese di luglio, è stato dato un profilo più ciclico ai portafogli a anche a seguito della pubblicazione di dati macroeconomici sempre più

confortanti e di aspettative di politiche monetarie e fiscali accomodanti nel lungo periodo. Questo tipo di impostazione si è tradotto in:

- Sovrappeso dei settori technology, industrial ed energy, oltre all'incremento del settore consumer discretionary (in particolare titoli automobilistici *dollar sensitive*).
- Riduzione dei settori consumer staples, real estate ed utility.

Nello specifico, l'esposizione ai *financial* è stata gestita dinamicamente durante tutto il corso del II semestre: nel mese di agosto è stato chiuso il sottopeso, mentre tra ottobre e novembre il peso del settore è stato incrementato sia sulla componente USA che europea del portafoglio.

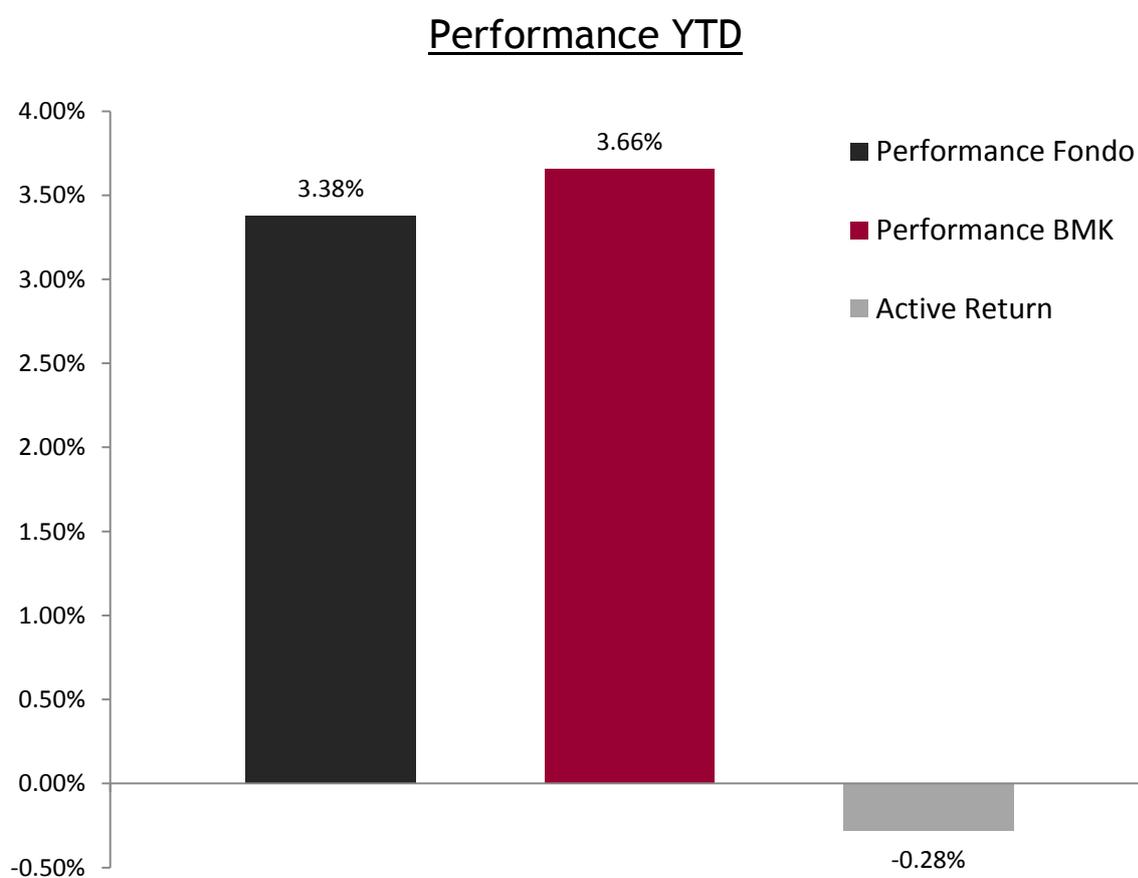
In particolare nei mesi di novembre e dicembre, il portafoglio ha mantenuto un *bias* ciclico con un'accentuata esposizione verso il tema del *reflation trade* (possibile crescita futura del livello di inflazione, anche in seguito al sempre più probabile passaggio da una politica monetaria ad una fiscale espansiva).

Nel mese di novembre, il *sentiment* è stato ulteriormente rafforzato sia dalla vittoria di Trump (relativamente al suo programma incentrato sugli stimoli fiscali), sia dall'accordo raggiunto tra Russia ed OPEC (dando credito al sovrappeso sull'energy).

Anche a livello geografico è stata mantenuta l'impostazione ciclica sopra delineata. Ciò ha comportato una riduzione del peso di UK ed un sovrappeso verso il settore bancario in Francia e Germania (in generale area Euro).

## Performance

Al 30 dicembre 2016, le scelte allocative implementate hanno generato le seguenti performance:



## Valutazioni sulla possibile evoluzione dei mercati

---

Le previsioni sullo scenario economico globale mantengono alcune connotazioni di incertezza in relazione a sviluppi di natura politica che potranno trovare soluzione nel medio periodo. Permangono le problematiche di medio-lungo termine nella proiezione dei dubbi sull'accelerazione della crescita mondiale, già riscontrate nel recente passato, connessi anche a fattori demografici, di produttività e al livello del debito. Diffusi i segnali di incremento generalizzato dei tassi, trend reflazionistico in atto. Lo scenario prospettico prefigura per il 2017 possibili fasi alterne determinate dal prevalere di fattori di traino o di debolezza.

**Sul comparto obbligazionario nel suo complesso viene espressa una *view* tendenzialmente negativa** connessa ad un aumento tendenziale dei tassi che continuerà a caratterizzare il corso del prossimo anno.

Questo vale, in relazione al contesto attuale, nel breve periodo, anche per la *duration* in generale, tenuto conto delle dinamiche attuali dei corsi e dei tassi di interesse che si riflettono sui rendimenti obbligazionari attesi.

Il livello attuale dei tassi induce a privilegiare l'area Euro-periferica, ivi inclusa quella italiana, sulle quali, in ottica tattica viene espressa una *view* neutrale. Confermato l'interesse su strumenti meno soggetti ad eventuali *shock*, quali *inflation linkers* e titoli caratterizzati da un *carry* protettivo reale. Permane una *view* negativa sull'area *core* e *semi-core*. I dati USA confermano le indicazioni precedenti in fase di miglioramento. Sia lato produzione sia lato famiglie, il secondo semestre dell'anno è caratterizzato da una fase di accelerazione, seppur modesta, della crescita economica. La fattibilità del programma di Trump è in fase di verifica: esso sembra prevedere un significativo peggioramento del *deficit* nell'arco del suo mandato; potrebbe apparire come un cambio di regime ma di

fatto è una prosecuzione della propensione dei Repubblicani ad incrementare il *deficit* soprattutto nell'arco del primo mandato. Il premio al rischio sui *bond* potrebbe continuare a salire a fronte di politiche fiscali particolarmente aggressive, come già avvenuto in passato, in particolare a fronte di politiche fiscali procicliche. La *Fed* ha confermato l'atteso rialzo dei tassi in dicembre fornendo alcune indicazioni sul possibile sentiero successivo: ulteriori rialzi nel corso del 2017 prevedono attualmente tre possibili interventi di pari entità (+0,25%). Anche dopo l'elezione di Trump, il mercato ha mantenuto l'idea che la *Fed* non procederà a più rialzi del previsto e che agirà con moderazione. La risalita dei tassi USA sulle emissioni governative appare correttamente indirizzato e ragionevolmente coerente con il *re-rating* delle valutazioni sui fondamentali, sostenute dalla dinamica attesa della crescita statunitense e dal miglioramento del mercato del lavoro. Il messaggio della riunione del *FOMC* è apparso più "hawkish" delle attese. L'elezione di *Trump* ha accelerato tale fenomeno di risalita, e, se il suo programma di governo dovesse seguire le aspettative del mercato, i movimenti dei tassi USA potrebbero collocarsi in un intervallo tra 2% e 3%. Effettivamente dichiarato un marginale spostamento verso l'alto della mediana attesa nel 2017 e del tasso di interesse di lungo termine (da 2,9% a 3%). Tuttavia la sostenibilità di tali livelli dovrebbe essere supportata da un processo di aggiustamento con la risalita dei tassi reali, dal momento che un valore prossimo al 2,5% appare attualmente composto per ampia parte dalle aspettative sul livello atteso dell'inflazione. Risulta comunque eccessiva la velocità con cui si è espresso il balzo dei rendimenti: tale considerazione induce ad ipotizzare fasi di volatilità accentuata, con la necessità di adottare approcci tattici significativamente dinamici connessi a movimenti di progressivo aggiustamento del mercato. Questo anche in considerazione delle future azioni (e della loro entità) che verranno effettivamente poste in essere dalla compagine governativa repubblicana. Si osserva come, a livello tattico, a fronte di una repentina salita dei tassi reali, possa emergere una successiva fase di temporaneo riposizionamento, in attesa di una crescita su ritmi più moderati.

La BCE ha apportato una serie di modifiche al programma di acquisti in modo da renderlo più fluido, compatibilmente con gli obiettivi di inflazione. La ricalibrazione riduce gli acquisti di 20bln€ al mese, successivamente al mese di marzo 2017, togliendo il limite minimo di acquisti rappresentato dal tasso sui depositi (-0,40%). Lo stesso Draghi non lo ha definito «*tapering*» poiché non rappresenta l'inizio della fase di riduzione degli acquisti della BCE, che rimane comunque supportiva. Le condizioni dell'economia, non solo nell'area periferica, giustificano tale approccio, pur se viene introdotto uno *step* di discontinuità. Il persistere di politiche monetarie accomodanti incrementali è fondamentale per il sostegno del PIL nominale. Viene espressa una **view negativa** sull'*asset class corporate bond investment grade*. Gli *spread* restano stabili in tutti i settori interessati dagli acquisti della BCE; nonostante l'allargamento sui tassi che ha interessato anche l'area europea dopo l'esito delle presidenziali USA, l'indice *ERLO (Merrill Lynch Euro Large Cap Corporate index)* ha un rendimento ancora decisamente compresso e prossimo allo 0,85%, con una *duration* ben oltre i 5 anni. Il rialzo dei tassi ha riequilibrato i settori *interest rate sensitive*. Elemento determinante nella prima fase di debolezza del mercato resta l'illiquidità dell'*asset class*: tale caratteristica può contenere i movimenti di prezzo. In questo momento il mercato dei crediti, in modo particolare nel comparto dei titoli industriali, sembra collocarsi in questa fase interlocutoria, per comprendere se la politica monetaria potrà essere ancora di supporto per i corsi. All'interno del comparto finanziario, invece, l'irripidimento delle curve di tasso ha mitigato l'allargamento degli *spread*, e non solo tra i titoli *senior*; l'attenzione del mercato si è nel contempo focalizzata sul tasso di rifinanziamento implicito dei titoli subordinati *callable*, penalizzando quelli con *back-end* contenuta. Da segnalare che nel corso del quarto trimestre già due emittenti di primaria rilevanza per il mercato (*Commerzbank* e *Standard Chartered*) hanno dichiarato che non onoreranno la *call* 2016. Nota a parte merita il comparto degli *AT1* che, come è accaduto sul versante azionario, sono stati interessati da una forte volatilità; riguardo a queste particolari emissioni,

già ben prima delle elezioni USA, il mercato aveva iniziato ad interrogarsi sulla possibilità di eventuali nuove revisioni dell'impianto normativo in termini generalmente più "dovish". In ambito *corporate* possono emergere opportunità d'investimento tra i bond con *rating* ai limiti dell'*investment grade* (o poco sotto), con scadenze ravvicinate, e in ambito subordinato, selezionando opportunamente gli emittenti ed il grado di subordinazione, considerando anche aree al di fuori del *radar* BCE e comparti non finanziari. Si continua a prediligere un sottopeso di *duration* ed ampia diversificazione favorendo emissioni con rendimenti più elevati (privilegiati i *reset* di tassi elevati non più convenienti per gli emittenti), ma con *expiry* su orizzonti temporali ravvicinati, con un grado di *seniority* inferiore, a scapito di emissioni di migliore qualità ma con scadenza più lontana nel tempo. Rendimenti appetibili su subordinati assicurativi sono caratterizzati da *duration* ritenute eccessivamente lunghe. Avendo riguardo alle emissioni *high yield*, la *view* mantiene una connotazione prudenzialmente neutrale, con l'obiettivo di perseguire un posizionamento meno sensibile a spunti di volatilità nel medio periodo. Si ritiene che il movimento cedente sul settore possa essere dettato da un riallineamento dei *target* di *duration*, e non da un *risk-off sentiment*. Le classi di *rating* più colpite al momento sembrano insistere sul livello BB a causa sia dell'alta correlazione ai tassi sia di valutazioni molto care in partenza. Le proiezioni sui tassi di *default* appaiono positive: non solo il ciclo ha consentito alle società di migliorare in media la metrica creditizia, ma anche i settori che sono stati soggetti a pressioni idiosincratice (energia, petrolio, *commodities*) sembrano avere superato la fase peggiore. Relativamente ai titoli finanziari, l'aumento sui tassi ed il miglioramento delle attività di *investment banking* ha consentito agli istituti bancari, nella maggior parte dei casi, di superare le aspettative degli analisti. Simili tendenze sono state riscontrate anche in altri settori, grazie al miglioramento del ciclo economico sia negli Stati Uniti sia in Europa (in misura più contenuta), e alla stabilizzazione vista in Asia.

Sui mercati obbligazionari emergenti, complessivamente, la *view* assume tatticamente una connotazione prudenzialmente *neutrale*. Segnali di crescita non generalizzata e potenziali rischi di natura politica, fanno propendere per una maggior cautela e selettività.

Avendo riguardo alle **principali divise**, le *view* attuali prevedono neutralità per le diverse relazioni vs *Euro*. La prima interpretazione dei mercati dell'esito delle elezioni americane è stata quella indirizzata a premiare il Dollaro rispetto a qualunque altra divisa. Il *driver* principale ha insistito sulla risalita dei tassi reali negli Stati Uniti (maggiore crescita attesa grazie alla politica fiscale espansiva promessa dal futuro presidente). La *Fed* assumerà un ruolo cruciale: se avallerà una politica monetaria più restrittiva di quanto scontato dai mercati, il Dollaro USA potrà rafforzarsi ulteriormente, tuttavia emerge che il suo attuale *risk premium* è determinato per i quattro quinti dalle attese inflative. Specularmente la relazione *EUR/USD* consentirà di individuare un altro fattore di variabilità dal lato della divisa comune, laddove, prospetticamente, oltre il 2018, i tassi europei dopo aver toccato un punto di minimo, potrebbero iniziare a risalire. Le valute dei paesi esportatori di *commodities* avevano realizzato selettivamente *performance* positive, in virtù della ripresa delle quotazioni delle materie prime. Il differenziale di crescita tra Paesi emergenti e sviluppati resta uno dei principali *driver* di lungo periodo della *performance* delle valute emergenti. Tuttavia, la reazione dei mercati valutari emergenti all'elezione di Trump è stata decisamente negativa. Il mercato appare comunque in grado di diversificare, premiando le valute dei paesi più solidi e che meno soffrirebbero dall'eventuale implementazione *tout court* delle politiche protezionistiche annunciate nel corso della campagna elettorale. Futuri posizionamenti sui *basket* valutari assumeranno connotazioni di natura relativa che non assoluta. Lo Yen potrebbe assumere un ruolo sempre maggiore di *funding currency*.

La *view* sui mercati azionari assume una collocazione complessivamente positiva, tuttavia non sarà possibile escludere passaggi attraverso alcune fasi alterne e di volatilità. A meno di un inatteso indebolimento congiunturale, eventuali ri-tracciamenti dei mercati azionari potrebbero rappresentare opportunità di acquisto, in previsione di una crescita per l'avvio del nuovo anno. A livello geografico la *view* espressa sull'area europea, ivi inclusa quella italiana, è positiva, così come quella su USA, Giappone ed Asia, permane neutrale sui Paesi Emergenti.

La situazione contestuale di medio periodo permane fundamentalmente incerta, in relazione a fattori sia di natura economica e finanziaria, sia di natura politica. Il tema connesso all'esito di "Brexit" costituirà, all'atto dell'avvio dei negoziati, un'alea di possibile rilevanza avendo riguardo alle conseguenze a livello economico potenzialmente diffuse nell'ambito del Vecchio Continente, con eventuali rischi prospettici al momento non agevolmente quantificabili. Nelle ultime settimane il mercato azionario europeo ha registrato un *trend* positivo caratterizzato da una volatilità inferiore alla media degli ultimi tre mesi. Rimaniamo positivi per l'*outlook* del mercato azionario europeo in vista dell'inizio del 2017, alla luce delle pressioni inflazionistiche (sostenute da un aumento del prezzo delle materie prime) e del rialzo dei tassi di interesse sui *bond* registrato nelle ultime settimane. Gli indicatori macroeconomici europei sono in miglioramento: il *trend* sui finanziamenti alle imprese e ai privati è in crescita e le stime economiche degli economisti sono positive. Da metà ottobre 2016, il numero di società dell'Eurozona che ha ricevuto revisioni positive sugli utili è stato superiore rispetto a quelle con revisioni negative. Sulle raccomandazioni degli analisti ha influito un recupero di competitività delle società esportatrici, ed il rialzo dei prezzi delle materie prime. In termini settoriali le revisioni delle stime per l'anno 2017 sono migliorate recentemente per i settori legati ai prezzi delle *commodities*, in particolare i comparti materie prime ed energia: i primi hanno usufruito di un rialzo generalizzato dei prezzi dei principali metalli di base (rame e ferro), mentre i secondi, hanno beneficiato

dell'esito del meeting dell'OPEC dello scorso 30 novembre, durante il quale è stato deciso il taglio della produzione. L'accordo OPEC/Russia dovrebbe migliorare le prospettive dei sui prezzi energetici (in particolare l'Arabia Saudita che appare disponibile a tagliare la produzione e quindi a sacrificare parte della *market share* per spuntare prezzi più alti rappresenta una forte novità rispetto all'atteggiamento degli ultimi due anni). Inoltre, il rilevante taglio degli investimenti degli ultimi anni, riducendo la crescita dell'offerta, ha creato le attese per un maggiore bilanciamento del mercato. Una minore regolamentazione sui permessi estrattivi potrebbe pesare su quotazioni future, ma l'impatto potrebbe essere compensato da un maggiore ricorso a combustibili fossili vs fonti rinnovabili. La *view* è quindi positiva sul settore *energy*: riteniamo che il prezzo del petrolio possa continuare a beneficiare della decisione del Comitato direttivo dell'OPEC, e ci aspettiamo che, tra le varie società energetiche, soprattutto le aziende integrate possano continuare a beneficiare della riduzione dell'offerta di barili. Siamo inoltre positivi sul settore industriale in quanto potrebbe essere favorito dall'incremento delle spese infrastrutturali e dall'aumento delle spese in conto capitale previste negli annunci della rinnovata politica statunitense. Interessanti le società che potenzialmente beneficiarie di un incremento del *budget* destinato dai diversi stati alla difesa. Riteniamo che le banche europee possano beneficiare di un potenziale scenario di crescita dei tassi di interesse (*bond*): tra queste si prediligono gli istituti con solidi bilanci patrimoniali che distribuiscono alti dividendi. Riteniamo, inoltre, che anche le società assicurative possano esprimere una *performance* positiva in virtù del supporto da dividendi e della stabilità patrimoniale. Una *view* negativa sul settore *consumer staples* è avvalorata dall'aumento delle aspettative di rialzo del sentiero dei tassi di interesse negli Stati Uniti: i comparti con esposizione ad *asset a lunga duration* e ai Paesi emergenti potrebbero soffrire di particolare debolezza, ed in tale contesto il settore *consumer staples* è quello con maggiore sensibilità a tali tematiche. Conseguentemente, in termini di rotazione settoriale, ci attendiamo che gli investitori possano continuare ad aumentare

l'esposizione ciclica a discapito dei comparti più difensivi. Dopo l'esito del referendum costituzionale italiano, le dimissioni del governo presieduto da Renzi, il nuovo esecutivo recentemente insediatosi dovrà agevolare l'accordo tra le forze politiche per una nuova legge elettorale ritenuta da più parti indispensabile prima di un ricorso alle urne. Il contesto politico presenta nel medio periodo diverse insidie di governabilità. Il recupero del mercato successivo all'esito referendario è in buona parte da ricondursi al posizionamento degli investitori particolarmente scarichi di Italia (ricoperture) e alle notizie che danno in dirittura d'arrivo un intervento legislativo per mettere in sicurezza le banche in situazione di criticità. Tra le priorità del nuovo esecutivo dovrebbe esserci un intervento sulle banche per garantire i prossimi aumenti di capitale laddove il mercato non se ne facesse carico. Al di là delle penalizzazioni sui singoli istituti, la diminuzione del rischio percepito sul sistema bancario andrebbe a beneficio di tutto il mercato. Rimarrebbero per il settore bancario i problemi di una bassa redditività e dello smaltimento delle sofferenze, ma sarebbe rimossa una rilevante fonte di incertezza legata alla stabilità del sistema. E' evidente la forte correlazione tra la *performance* relativa delle banche e tassi di mercato. Proseguono intanto le dinamiche in atto da alcuni mesi: tassi in rialzo sono storicamente associati ad una migliore *performance* del settore finanziario (quantomeno in termini relativi), mentre *commodities* in rialzo vanno a ovvio beneficio dei settori *energy* e *basic materials*. La rotazione settoriale penalizza invece settori con valutazioni storicamente elevate e che hanno fortemente beneficiato di tassi bassi/negativi: *utilities* (regolate in particolare), *consumer staples*, *pharma*. Le stime degli utili hanno mostrato nelle ultime settimane segnali di miglioramento. L'andamento delle attese degli utili è coerente con una dinamica positiva del mercato azionario europeo. Il nuovo governo ed un decreto per la stabilità finanziaria tendono a diminuire prospetticamente, nel breve periodo, le incertezze sulla situazione in Italia e favoriscono un riposizionamento sul mercato. Contribuiscono anche le dinamiche esterne e la rotazione settoriale che porta acquisti sui settori *energy* e finanziari, a discapito di titoli più difensivi

e *interest-sensitive*. Sui finanziari domestici la *view* in sovrappeso punta su pochi nomi ritenuti più robusti a livello patrimoniale. Fondamentalmente tassi molto bassi, per tempi molto lunghi, determinano una forte pressione sul margine di interesse e portano a privilegiare banche con una maggiore esposizione alle commissioni (risparmio gestito, *investment bank*). Un moderato rialzo dei tassi sarebbe positivo per la *performance* del settore finanziario nel suo complesso. La scomposizione del PIL mostra una dinamica dei consumi positiva, seppure in lieve rallentamento nel confronto con i precedenti trimestri, e un certo contributo anche dagli investimenti seppure molto concentrato nel settore *automotive*. In questo scenario un sostegno alla *performance* (soprattutto dei settori composti da società esportatrici) proviene anche dal deprezzamento dell'Euro nei confronti del Dollaro USA, in relazione alle attese relative al processo di normalizzazione dei tassi di interesse avviato dalla *Fed*. Andando oltre il rialzo dei tassi, sarà fondamentale il tono assunto dal presidente *Yellen*: attualmente il mercato sta prezzando due aumenti dei tassi di interesse durante il 2017, ma non possiamo escludere l'invio di un messaggio meno accomodante che possa muovere le aspettative degli analisti in direzione di tre rialzi. Gli indicatori economici statunitensi esprimono valori moderatamente positivi. Per i mercati si ipotizzano all'orizzonte possibili rischi solo nel caso in cui la *Fed* attui mosse di rialzo più repentine del previsto. Il premio per il rischio è ancora alto ed è a favore dell'investimento in azioni. Se i tassi di interesse dovessero aumentare senza eccessi, questo sarebbe positivo perché supporterebbe la crescita degli utili delle società. In seguito all'inatteso risultato delle elezioni politiche americane, si è osservata una notevole volatilità nei mercati obbligazionari a causa dell'aumento delle stime d'inflazione (tuttora in crescita). In considerazione di ciò, nelle prossime settimane ci attendiamo una performance positiva da parte dei settori che presentano caratteristiche di basso indebitamento, alta generazione di cassa e positivamente correlati con l'aumento delle stime inflazionistiche.

Sui mercati azionari statunitensi nel corso del mese di novembre i settori più ciclici hanno espresso le *performance* migliori, e per il 2017 si prevede un'accelerazione degli utili per il settore energetico, per quello dei materiali di base, per *technology* e *financials*. Un'accelerazione degli utili dei settori più ciclici del mercato si è già riflessa nell'andamento dei prezzi soprattutto nel settore finanziario, industriale ed energetico, ed il mercato in generale sta esprimendo elevati livelli di ottimismo. Prospettivamente permane fondamentale la crescita del fatturato. Se le prospettive di crescita dovessero migliorare, si potrebbe assistere ad un maggiore *focus* su investimenti, ricerca e sviluppo. Con l'elezione di Trump l'attenzione si è spostata principalmente sugli impatti delle potenziali politiche fiscali ed economiche negli Stati Uniti e, di riflesso, negli altri principali paesi sviluppati. Come conseguenza i tassi obbligazionari e le aspettative per l'inflazione si sono mossi al rialzo. Parallelamente, si è visto un rafforzamento del Dollaro USA nei confronti di tutte le principali valute dei Paesi emergenti. Storicamente i Paesi emergenti hanno espresso *performance* migliori in congiunture di dollaro debole: il deciso rafforzamento della valuta americana di queste settimane, se protratto nel breve-medio periodo, potrebbe rappresentare un ostacolo prospettico, a maggior ragione laddove le politiche future della *Fed* fossero indirizzate a favorire ulteriormente il dollaro. Al momento le valute dei Paesi emergenti sono collocate ai minimi dal 2003 mentre le loro bilance commerciali sono tornate in *surplus*. Gli Stati Uniti hanno oggi un *deficit* commerciale nei confronti di alcuni tra i principali Paesi emergenti: una eventuale corsa al protezionismo da parte degli USA potrebbe rappresentare una ulteriore minaccia per l'universo *GEM*. I fondamentali dei Paesi emergenti sono in miglioramento: margini e tassi di produttività sono cresciuti nel corso del 2016, e per la prima volta dal 2012 le stime di crescita degli utili nel 2017, al momento intorno a +12%, non stanno patendo il consueto *trend* di avvio su livelli elevati e di successiva progressiva revisione al ribasso. I mercati emergenti, inoltre, pur avendo recuperato un livello di redditività prossimo a quello dei Paesi sviluppati, non hanno ancora recuperato lo sconto di valutazione in termini

relativi rispetto agli stessi. Tassi più alti connessi ad aspettative di maggiore crescita sono attesi produrre impatti negativi sui titoli di elevata qualità, sui settori difensivi (caratterizzati da una maggiore *duration* dei flussi di cassa), sui titoli con elevata crescita (ora che la crescita diventa un fattore meno “scarso” nell’universo investibile), mentre appaiono favorire in termini relativi i titoli caratterizzati da revisioni positive degli utili e da una capitalizzazione elevata. L’adozione di politiche economiche protezionistiche negli USA, come la revisione dei trattati commerciali, rappresentano un rischio per i maggiori esportatori verso gli Stati Uniti (quali Messico e Cina). Inoltre in Cina dovrebbe venir meno il forte stimolo indirizzato alla spesa per infrastrutture. Il Brasile, economia meno legata agli USA, potrebbe soffrire rischi minori, e tornare alla crescita dopo un biennio di flessione: nuove elezioni e tassi locali al ribasso potrebbero supportare un ciclo economico favorevole per il paese sud-americano. Con un presidente americano apparentemente meno ostile ed un petrolio più forte, la Russia appare tra i favoriti per il 2017. Il rublo è stato tra le poche valute a non deprezzarsi nei confronti del dollaro USA dopo l’esito delle presidenziali statunitensi. Non appare possibile escludere prospetticamente un *commodities set-back*. In Giappone il mercato si focalizza su una maggiore visibilità delle politiche di *easing*. Non sono andate deluse le attese di un rafforzamento dello stimolo monetario da parte della *BoJ*, e permangono comunque ragionevoli attese per ulteriori futuri interventi a livello fiscale. Il controllo della curva dei tassi potrà favorire il comparto finanziario, assicurativo e previdenziale. Con la stabilizzazione dello *Yen* ed il dissiparsi delle paure riguardo a revisioni degli utili, gli investitori internazionali potrebbero tornare ad acquistare dopo mesi di flussi negativi. Nell’ambito di una visione globale e relativa il *focus* rimane concentrato su titoli con crescita sottostimata ovvero su quelli che hanno recentemente espresso *performance* non in linea con i relativi mercati e settori di riferimento. I cosiddetti “*low volatility funds*” hanno avuto una forte diffusione con i tassi negativi introdotti dalla BCE. Ciò ha portato ad una divergenza tra fondamentali e prezzi dei titoli in quanto gli investitori obbligazionari erano alla ricerca di

rendimenti più elevati. Le dichiarazioni d'intenti di Trump e le quotazioni delle materie prime stanno guidando un processo di restringimento del *gap* tra fondamentali e performance dei titoli. Anche l'incremento dei tassi a lungo termine sta alimentando questa rotazione, in atto in tutti i mercati, in particolare in Giappone. La fine delle incertezze legate all'elezione presidenziale, lo stimolo fiscale e le politiche protezionistiche possono spingere al rialzo il mercato azionario statunitense. I risultati del terzo trimestre 2016 segnano la fine della recessione degli utili; ciò può aiutare a controbilanciare l'impatto negativo sui multipli derivante dall'aumento dei tassi. Nell'Eurozona i risultati in 3Q 2016 appaiono sopra le aspettative: la fine delle incertezze legate al referendum italiano insieme al taglio di produzione di greggio dell'OPEC spingeranno al rialzo i mercati. In UK dopo il forte rialzo degli *exporters*, i titoli domestici hanno visto un rimbalzo date le recenti *news*, che hanno ridotto le possibilità di "Hard Brexit" e che mostrano la presenza di un maggiore interesse per *M&A*: ciò suggerisce che GBP possa aver toccato un livello tale da rendere società straniere seriamente interessate a transazioni in UK. Le possibili future azioni del neo-eletto presidente USA risultano prezzate dal mercato nel breve termine. Tuttavia, dollaro forte e protezionismo potrebbero in parte controbilanciare gli effetti positivi. In Giappone il mercato è in territorio positivo dopo aver visto una discesa del 20% nel corso dell'anno. I titoli non reagiscono più negativamente a revisioni delle *guidance* dovute all'apprezzamento dello Yen: lo *steepening* della curva dei tassi USA pone un limite alla forza della divisa nipponica. La nuova politica monetaria della *BoJ*, l'elezione di Trump e la progressa debolezza dello Yen hanno spinto al rialzo i titoli. Va tuttavia considerato anche che le relazioni commerciali del Giappone con mercati emergenti e USA potrebbero eventualmente essere colpite, anche indirettamente, da eventuali misure protezionistiche.

# Relazione annuale Fondo Pensione Gruppo Cariparma Credit Agricole

La presente nota è redatta con l'intento di fornire riflessioni utili alla stesura delle relazioni annuali che la Clientela Istituzionale è di norma chiamata a redigere.

## Indice degli argomenti

<b>1</b>	<b>Commento alla gestione 2016.....</b>	<b>2</b>
<b>1.1</b>	<b>Linea Orizzonti 10.....</b>	<b>2</b>
<b>1.2</b>	<b>Linea Orizzonti 20.....</b>	<b>5</b>
<b>1.3</b>	<b>Linea Orizzonti 30.....</b>	<b>8</b>
<b>2</b>	<b>Prospettive dei mercati nel 2017 .....</b>	<b>11</b>
<b>2.1</b>	<b>Mercato obbligazionario.....</b>	<b>11</b>
<b>2.2</b>	<b>Credit spreads .....</b>	<b>12</b>
<b>2.3</b>	<b>Equity.....</b>	<b>13</b>
<b>2.3</b>	<b>Valute .....</b>	<b>13</b>

*I contatti per eventuali esigenze sono:*

**Francesca Loi**

Institutional Sales

Tel: +39 02 85961 368

e-mail: [Francesca.Loi@gruppoesperia.com](mailto:Francesca.Loi@gruppoesperia.com)

**Luigi Introzzi**

Responsabile Gestioni Clienti Istituzionali

Tel: +39 02 85961 371

e-mail: [Luigi.Introzzi@gruppoesperia.com](mailto:Luigi.Introzzi@gruppoesperia.com)

## 1 Commento alla gestione 2016

### 1.1 Linea Orizzonti 10

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Duemme SGR è stato investito, coerentemente con il benchmark assegnato, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto allo stesso parametro di riferimento e nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Nonostante i numerosi eventi economici e geopolitici che hanno avuto impatti rilevanti sui mercati finanziari nel corso dell'anno, il mandato gestito da Duemme SGR ha realizzato anche nel 2016 una performance positiva in termini assoluti sebbene leggermente inferiore rispetto a quella del benchmark di riferimento e comunque non distante rispetto al ritorno medio reale atteso di lungo periodo di una asset allocation comunque molto conservativa quale quella prevista per il comparto:

**Rendimento**            **+1.10%**

**Benchmark**            **+1.72%**

L'andamento dei mercati finanziari è stato condizionato, nel primo trimestre del 2016 dalle crescenti preoccupazioni sulla crescita globale e dall'attenzione sulle misure di stimolo all'economia delle banche centrali. In tale contesto i mercati azionari sono stati particolarmente volatili, mentre i Titoli di Stato hanno beneficiato delle attese di acquisti prolungati da parte delle Banche centrali con prezzi in salita e rendimenti in picchiata anche sotto lo zero. Nel secondo trimestre abbiamo assistito all'inaspettata composta reazione dei mercati all'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea e alla debolezza della sterlina; dopo l'estate la crescita globale ha iniziato a migliorare e l'elezione di Donald Trump ha aumentato le aspettative di un'ulteriore crescita nominale negli Stati Uniti, guidata dagli stimoli fiscali e dalla normalizzazione delle politiche monetarie, consentendo al mercato azionario di chiudere l'anno in maniera positiva, mentre i rendimenti dei titoli di stato a più lunga scadenza hanno iniziato a risalire.

Il pur limitato investimento effettivo del mandato sui mercati azionari è rimasto leggermente sottopesato nel 2016 rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento fino alla fine dell'estate, ed in seguito riportato ad un livello di neutralità coerentemente con valutazioni dei corsi azionari nel complesso "fair" rispetto a valutazioni storiche, attraenti se comparate a quelle degli investimenti fixed income, e caratterizzate da asimmetrie tali da rendere particolarmente efficiente l'attività di stock picking.

Pur nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio, la componente azionaria del portafoglio è stata comunque concentrata su titoli e settori che traggono beneficio dalla normalizzazione dei tassi di

interesse e dell'inflazione attesa, come quello finanziario, dell'energia e dei materiali, oltre che verso singole aziende di qualità e ben gestire con elevato "pricing power" in mercati non regolamentati. Sono state invece trovate poche opportunità nei settori delle utilities e telecomunicazioni e in altri settori difensivi, dove le valutazioni erano troppo alte a causa del posizionamento eccessivo degli investitori alla ricerca di investimenti assimilabili a quelli obbligazionari, con alti dividendi, in un contesto di tassi di interesse ancora compressi.

Il portafoglio obbligazionario è stato investito in titoli di Stato e Bond emessi da Agencies e Organismi Sovrannazionali denominati in Euro e altre divise del G10, la cui duration complessiva è stata sottopesata rispetto al benchmark del mandato di circa il 25% nel corso dell'anno.

All'interno della componente obbligazionaria del portafoglio sono stati costantemente sovrappesati, nel rispetto dei limiti concordati con il Fondo, i titoli governativi italiani e in misura inferiore Spagnoli sulla parte più breve della curva e quelli Sovrannazionali e dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è rimasta stabilmente intorno al 20% della componente obbligazionaria complessiva.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta marginale anche durante il quarto trimestre del 2016, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk rimangono compressi dagli acquisti della BCE.

Come precedentemente accennato, il primo semestre del 2016 è stato eccezionalmente positivo per gli investimenti obbligazionari dato che le preoccupazioni sulla crescita globale in un quadro di instabilità geopolitica, hanno aumentato le aspettative di bassa inflazione e di prolungato stimolo monetario da parte delle banche centrali. In questo contesto, gli investitori si sono focalizzati sugli investimenti obbligazionari a basso rischio, abbandonando gli investimenti in azioni e in obbligazioni high yield, portando così i rendimenti della maggior parte delle obbligazioni sicure a breve e medio termine a nuovi minimi o addirittura sotto zero. Il miglioramento, dopo l'estate, dei dati macroeconomici globali e le attese di un'ulteriore crescita nominale negli Stati Uniti, guidata dagli stimoli fiscali annunciati da Trump, hanno viceversa determinato un brusco reversal del mercato obbligazionario, preoccupato dalla normalizzazione delle politiche monetarie, e da una possibile accelerazione della stretta monetaria negli US da parte della Fed. Il mercato ha quindi reagito con un irripidimento delle curve dei rendimenti, aspettative di inflazione in crescita, e spread di credito in restringimento.

Il contributo alla performance annuale determinato infine dalla diversificazione valutaria, è risultato, nonostante la significativa svalutazione della Sterlina dopo la Brexit, positivo in un anno che ha visto,

sulle attese di una prossima divergenza delle politiche monetarie, un significativo apprezzamento vs Euro del Dollaro US.

La scelta prudentiale, coerente con l'approccio "fondamentale" agli investimenti di Duemme, di sottopesare sistematicamente rispetto al proprio benchmark quegli investimenti azionari e obbligazionari i cui prezzi non appaiono in linea con valutazioni fondamentali e rischi impliciti e che ha penalizzato la performance relativa vs benchmark fino al terzo trimestre dell'anno, è risultata determinante per ottenere una soddisfacente overperformance della pur limitata componente azionaria del portafoglio nel corso del 2016 e soprattutto per contenere il ritracciamento della componente obbligazionaria del portafoglio nell'ultimo trimestre dell'anno.

Duemme SGR nella gestione del mandato per conto del Fondo non adotta specifici criteri di tipo etico, sociale o ambientale di selezione degli investimenti aggiuntivi rispetto alla propria Policy di definizione dell'universo investibile dal quale vengono escluse società ed emittenti ritenute non conformi a requisiti minimi di "accettabilità".

Duemme SGR nella gestione del mandato per conto del Fondo non esercita le attività di azionariato attivo.

## 1.2 Linea Orizzonti 20

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Duemme SGR è stato investito, coerentemente con il benchmark assegnato, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto allo stesso parametro di riferimento e nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Nonostante i numerosi eventi economici e geopolitici che hanno avuto impatti rilevanti sui mercati finanziari nel corso dell'anno, il mandato gestito da Duemme SGR ha realizzato anche nel 2016 una performance positiva in termini assoluti, sostanzialmente allineata rispetto al benchmark di riferimento e rispetto al ritorno medio reale atteso di lungo periodo di una asset allocation comunque tendenzialmente conservativa quale quella prevista per il comparto:

**Rendimento**            **+2.78%**

**Benchmark**            **+2.92%**

L'andamento dei mercati finanziari è stato condizionato, nel primo trimestre del 2016 dalle crescenti preoccupazioni sulla crescita globale e dall'attenzione sulle misure di stimolo all'economia delle banche centrali. In tale contesto i mercati azionari sono stati particolarmente volatili, mentre i Titoli di Stato hanno beneficiato delle attese di acquisti prolungati da parte delle Banche centrali con prezzi in salita e rendimenti in picchiata anche sotto lo zero. Nel secondo trimestre abbiamo assistito all'inaspettata composta reazione dei mercati all'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea e alla debolezza della sterlina; dopo l'estate la crescita globale ha iniziato a migliorare e l'elezione di Donald Trump ha aumentato le aspettative di un'ulteriore crescita nominale negli Stati Uniti, guidata dagli stimoli fiscali e dalla normalizzazione delle politiche monetarie, consentendo al mercato azionario di chiudere l'anno in maniera positiva, mentre i rendimenti dei titoli di stato a più lunga scadenza hanno iniziato a risalire.

L'investimento effettivo del mandato sui mercati azionari è rimasto leggermente sottopesato nel 2016 rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento fino alla fine dell'estate, ed in seguito riportato ad un livello di neutralità coerentemente con valutazioni dei corsi azionari nel complesso "fair" rispetto a valutazioni storiche, attraenti se comparate a quelle degli investimenti fixed income, e caratterizzate da asimmetrie tali da rendere particolarmente efficiente l'attività di stock picking.

Pur nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio, la componente azionaria del portafoglio è stata comunque concentrata su titoli e settori che traggono beneficio dalla normalizzazione dei tassi di interesse e dell'inflazione attesa, come quello finanziario, dell'energia e dei materiali, oltre che verso singole aziende di qualità e ben gestite con elevato "pricing power" in mercati non regolamentati. Sono state invece trovate poche opportunità nei settori delle utilities e telecomunicazioni e in altri settori

difensivi, dove le valutazioni erano troppo alte a causa del posizionamento eccessivo degli investitori alla ricerca di investimenti assimilabili a quelli obbligazionari, con alti dividendi, in un contesto di tassi di interesse ancora compressi.

Il portafoglio obbligazionario è stato investito in titoli di Stato e Bond emessi da Agencies e Organismi Sovrannazionali denominati in Euro e altre divise del G10, la cui duration complessiva è stata sottopesata rispetto al benchmark del mandato di circa il 25% nel corso dell'anno.

All'interno della componente obbligazionaria del portafoglio sono stati costantemente sovrappesati, nel rispetto dei limiti concordati con il Fondo, i titoli governativi italiani e in misura inferiore Spagnoli sulla parte più breve della curva e quelli Sovrannazionali e dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è rimasta stabilmente intorno al 20% della componente obbligazionaria complessiva.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta marginale anche durante il quarto trimestre del 2016, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk rimangono compressi dagli acquisti della BCE.

Come precedentemente accennato, il primo semestre del 2016 è stato eccezionalmente positivo per gli investimenti obbligazionari dato che le preoccupazioni sulla crescita globale in un quadro di instabilità geopolitica, hanno aumentato le aspettative di bassa inflazione e di prolungato stimolo monetario da parte delle banche centrali. In questo contesto, gli investitori si sono focalizzati sugli investimenti obbligazionari a basso rischio, abbandonando gli investimenti in azioni e in obbligazioni high yield, portando così i rendimenti della maggior parte delle obbligazioni sicure a breve e medio termine a nuovi minimi o addirittura sotto zero. Il miglioramento, dopo l'estate, dei dati macroeconomici globali e le attese di un'ulteriore crescita nominale negli Stati Uniti, guidata dagli stimoli fiscali annunciati da Trump, hanno viceversa determinato un brusco reversal del mercato obbligazionario, preoccupato dalla normalizzazione delle politiche monetarie, e da una possibile accelerazione della stretta monetaria negli US da parte della Fed. Il mercato ha quindi reagito con un irripidimento delle curve dei rendimenti, aspettative di inflazione in crescita, e spread di credito in restringimento.

Il contributo alla performance annuale determinato infine dalla diversificazione valutaria, è risultato, nonostante la significativa svalutazione della Sterlina dopo la Brexit, positivo in un anno che ha visto, sulle attese di una prossima divergenza delle politiche monetarie, un significativo apprezzamento vs Euro del Dollaro US.

La scelta prudentiale, coerente con l'approccio "fondamentale" agli investimenti di Duemme, di sottopesare sistematicamente rispetto al proprio benchmark quegli investimenti azionari e obbligazionari i cui prezzi non appaiono in linea con valutazioni fondamentali e rischi impliciti e che ha penalizzato la performance relativa vs benchmark fino al terzo trimestre dell'anno, è risultata determinante per ottenere una soddisfacente overperformance della componente azionaria del portafoglio nel corso del 2016 e soprattutto per contenere il ritracciamento della componente obbligazionaria del portafoglio nell'ultimo trimestre dell'anno.

Duemme SGR nella gestione del mandato per conto del Fondo non adotta specifici criteri di tipo etico, sociale o ambientale di selezione degli investimenti aggiuntivi rispetto alla propria Policy di definizione dell'universo investibile dal quale vengono escluse società ed emittenti ritenute non conformi a requisiti minimi di "accettabilità".

Duemme SGR nella gestione del mandato per conto del Fondo non esercita le attività di azionariato attivo.

### 1.3 Linea Orizzonti 30

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Duemme SGR è stato investito, coerentemente con il benchmark assegnato, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto allo stesso parametro di riferimento e nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Nonostante i numerosi eventi economici e geopolitici che hanno avuto impatti rilevanti sui mercati finanziari nel corso dell'anno, il mandato gestito da Duemme SGR ha realizzato anche nel 2016 una performance positiva in termini assoluti, positiva rispetto al benchmark di riferimento ed allineata rispetto al ritorno medio reale atteso di lungo periodo di una asset allocation quale quella prevista per il comparto:

**Rendimento**            **+4.93%**

**Benchmark**            **+3.40%**

L'andamento dei mercati finanziari è stato condizionato, nel primo trimestre del 2016 dalle crescenti preoccupazioni sulla crescita globale e dall'attenzione sulle misure di stimolo all'economia delle banche centrali. In tale contesto i mercati azionari sono stati particolarmente volatili, mentre i Titoli di Stato hanno beneficiato delle attese di acquisti prolungati da parte delle Banche centrali con prezzi in salita e rendimenti in picchiata anche sotto lo zero. Nel secondo trimestre abbiamo assistito all'inaspettata composta reazione dei mercati all'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea e alla debolezza della sterlina; dopo l'estate la crescita globale ha iniziato a migliorare e l'elezione di Donald Trump ha aumentato le aspettative di un'ulteriore crescita nominale negli Stati Uniti, guidata dagli stimoli fiscali e dalla normalizzazione delle politiche monetarie, consentendo al mercato azionario di chiudere l'anno in maniera positiva, mentre i rendimenti dei titoli di stato a più lunga scadenza hanno iniziato a risalire.

L'investimento effettivo del mandato sui mercati azionari è rimasto leggermente sottopesato nel 2016 rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento fino alla fine dell'estate, ed in seguito riportato ad un livello di neutralità coerentemente con valutazioni dei corsi azionari nel complesso "fair" rispetto a valutazioni storiche, attraenti se comparate a quelle degli investimenti fixed income, e caratterizzate da asimmetrie tali da rendere particolarmente efficiente l'attività di stock picking.

Pur nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio, la componente azionaria del portafoglio è stata comunque concentrata su titoli e settori che traggono beneficio dalla normalizzazione dei tassi di interesse e dell'inflazione attesa, come quello finanziario, dell'energia e dei materiali, oltre che verso singole aziende di qualità e ben gestite con elevato "pricing power" in mercati non regolamentati. Sono state invece trovate poche opportunità nei settori delle utilities e telecomunicazioni e in altri settori

difensivi, dove le valutazioni erano troppo alte a causa del posizionamento eccessivo degli investitori alla ricerca di investimenti assimilabili a quelli obbligazionari, con alti dividendi, in un contesto di tassi di interesse ancora compressi.

Il portafoglio obbligazionario è stato investito in titoli di Stato e Bond emessi da Agencies e Organismi Sovrannazionali denominati in Euro e altre divise del G10, la cui duration complessiva è stata sottopesata rispetto al benchmark del mandato di circa il 25% nel corso dell'anno.

All'interno della componente obbligazionaria del portafoglio sono stati costantemente sovrappesati, nel rispetto dei limiti concordati con il Fondo, i titoli governativi italiani e in misura inferiore Spagnoli sulla parte più breve della curva e quelli Sovrannazionali e dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è rimasta stabilmente intorno al 20% della componente obbligazionaria complessiva.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta marginale anche durante il quarto trimestre del 2016, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk rimangono compressi dagli acquisti della BCE.

Come precedentemente accennato, il primo semestre del 2016 è stato eccezionalmente positivo per gli investimenti obbligazionari dato che le preoccupazioni sulla crescita globale in un quadro di instabilità geopolitica, hanno aumentato le aspettative di bassa inflazione e di prolungato stimolo monetario da parte delle banche centrali. In questo contesto, gli investitori si sono focalizzati sugli investimenti obbligazionari a basso rischio, abbandonando gli investimenti in azioni e in obbligazioni high yield, portando così i rendimenti della maggior parte delle obbligazioni sicure a breve e medio termine a nuovi minimi o addirittura sotto zero. Il miglioramento, dopo l'estate, dei dati macroeconomici globali e le attese di un'ulteriore crescita nominale negli Stati Uniti, guidata dagli stimoli fiscali annunciati da Trump, hanno viceversa determinato un brusco reversal del mercato obbligazionario, preoccupato dalla normalizzazione delle politiche monetarie, e da una possibile accelerazione della stretta monetaria negli US da parte della Fed. Il mercato ha quindi reagito con un irripidimento delle curve dei rendimenti, aspettative di inflazione in crescita, e spread di credito in restringimento.

Il contributo alla performance annuale determinato infine dalla diversificazione valutaria, è risultato, nonostante la significativa svalutazione della Sterlina dopo la Brexit, positivo in un anno che ha visto, sulle attese di una prossima divergenza delle politiche monetarie, un significativo apprezzamento vs Euro del Dollaro US.

La scelta prudentiale, coerente con l'approccio "fondamentale" agli investimenti di Duemme, di sottopesare sistematicamente rispetto al proprio benchmark quegli investimenti azionari e obbligazionari i cui prezzi non appaiono in linea con valutazioni fondamentali e rischi impliciti e che ha penalizzato la performance relativa vs benchmark fino al terzo trimestre dell'anno, è risultata determinante per ottenere una soddisfacente overperformance della componente azionaria del portafoglio nel corso del 2016 e soprattutto per contenere il ritracciamento della componente obbligazionaria del portafoglio nell'ultimo trimestre dell'anno.

Duemme SGR nella gestione del mandato per conto del Fondo non adotta specifici criteri di tipo etico, sociale o ambientale di selezione degli investimenti aggiuntivi rispetto alla propria Policy di definizione dell'universo investibile dal quale vengono escluse società ed emittenti ritenute non conformi a requisiti minimi di "accettabilità".

Duemme SGR nella gestione del mandato per conto del Fondo non esercita le attività di azionariato attivo.

## 2 Prospettive dei mercati nel 2017

### 2.1 Mercato obbligazionario

Il 2017 eredita tre incognite che necessitano di risposta prima di poter caratterizzare il posizionamento allocativo:

- negli USA la verifica della politica fiscale promessa da Trump;
- nell'Area Euro la duplice incognita su crescita ed assetto politico, derivante dai negoziati Brexit e dalle elezioni;
- a livello globale, l'impatto di un dollaro statunitense più forte sulle economie emergenti, reduci da un recente trend positivo.

Ciò premesso, per l'anno che inizia, il consenso è posizionato per un graduale rafforzamento della crescita nelle economie avanzate, in particolare negli Stati Uniti, ed un recupero più accentuato nelle economie emergenti a fronte di un processo di reflazione che diverrà leggermente più marcato.

Sul fronte della crescita la domanda interna resta la pietra angolare delle economie avanzate, mentre sul fronte prezzi permangono intatte le forze strutturali che continuano ad esercitare pressioni al ribasso: la concorrenza è notevolmente aumentata, aiutata anche dal mutamento tecnologico, mentre il pricing power dei produttori e il potere contrattuale dei lavoratori sono diminuiti, rendendo meno probabile la spirale "salari-prezzi" del passato. Per questo l'inflazione è attesa solo in moderata ripresa negli Stati Uniti, mentre resterà probabilmente ancora lontana dall'obiettivo della BCE nell'Area Euro e negativa in Giappone.

Per l'Area Euro in particolare, i previsori si attendono una crescita basata sulla domanda per consumi, ma temono che il ritiro graduale del piano di stimolo della BCE e la mancanza di visibilità sulla procedura dei negoziati per la Brexit possano agire negativamente, portando la crescita dell'Area all'1,3% nel 2017 dall'1,6% del 2016. Il processo di trasformazione e di riforma dell'economia cinese continuerà in modo controllato. Sembra da escludersi l'ipotesi di brusca frenata dell'economia cinese che è vista in crescita nel prossimo anno a tassi leggermente più bassi (attorno al 6.4%), nel difficile equilibrio tra sviluppo e alcune necessarie riforme.

Sul fronte della politica monetaria, il consenso si attende che questa resti sostanzialmente espansiva. Il persistere di condizioni cicliche disomogenee tra l'Area Euro da un lato, e Stati Uniti dall'altro, comporta un crescente disallineamento delle politiche monetarie. Negli Stati Uniti ci si attende il

proseguimento della normalizzazione della politica monetaria, mentre nelle altre economie avanzate (Area Euro, Giappone e Gran Bretagna) continueranno politiche monetarie complessivamente espansive ed accomodanti. Il consenso si aspetta al momento che la Fed alzi i tassi tre volte entro fine 2017, per poi accelerare il ritmo nel 2018; che la BCE non muova i tassi quest'anno e che la BoE non rinnovi il proprio programma di QE, ma tagli ulteriormente i tassi.

Nonostante politiche monetarie ancora espansive e inflazione sotto controllo ancorché in accelerazione, ci attendiamo, in un contesto di “normalizzazione” un ulteriore aumento dei rendimenti obbligazionari rispetto agli attuali livelli, tuttora negativi sulla parte breve ed intermedia delle curve, e che non incorporano (con l’eccezione della curva US) alcun tipo di “term premium” rimanendo artificialmente compressi da squilibri tra flussi di domanda e offerta.

Riteniamo per tanto appropriato mantenere un approccio di duration inferiore rispetto al benchmark.

## **2.2 Credit spreads**

Sebbene si prevedano rendimenti in rialzo negli Stati Uniti, con effetti di «spillover» sui rendimenti nelle altre economie avanzate e si suggerisca pertanto un atteggiamento cauto verso i corporate investment grade a lunga scadenza, più sensibili ai tassi d’interesse, nell’attuale contesto gli acquisti della BCE e della BoJ continueranno tuttavia a fornire un contrappeso artificiale a tali forze, mantenendo gli spread di credito su livelli decisamente poco attraenti ma stabili.

Un posizionamento particolarmente prudente del portafoglio sull’asset class lascia tuttavia spazio per cogliere eventuali occasioni sia per quanto riguarda i Financial che gli Industrials, non ritenendo comunque probabile una esplosione dei tassi di default nei prossimi mesi in un contesto macro comunque non negativo.

La massima diversificazione degli emittenti rimane un punto chiave dato che permangono situazioni di rischio idiosincratice. L’analisi fondamentale e dei flussi di cassa in particolare rimane il fattore principale di analisi, ricordando comunque sempre che in presenza di fasi anche temporanee di recrudescenza della negatività del ciclo si potrebbe assistere ad una nuova fase di allargamento degli spread con conseguente perdita di liquidità del mercato secondario.

### **2.3 Equity**

Considerando, come sempre, i tre pilastri dell'investimento nei mercati azionari (prospettive economiche, valutazioni di mercato, sentiment degli investitori) quali driver del posizionamento, riteniamo un posizionamento neutrale quale migliore scelta allocativa per l'anno stesso: se il quadro macroeconomico appare infatti supportivo ed in miglioramento ed il posizionamento degli investitori non particolarmente affollato, tuttavia i Risk premia impliciti nelle attuali valutazioni di mercato, pur rimanendo attraenti relativamente ad altre asset class di investimento ed in particolare rispetto agli investimenti obbligazionari, limitano il possibile upside e non garantiscono adeguata protezione in uno scenario meno favorevole.

Finanziari, Oil e Materials continueranno probabilmente a sovraperformare il mercato favoriti da valutazioni sostenibili in un contesto di tassi in fase di normalizzazione e attese di inflazione in rialzo, mentre i settori più difensivi e con dividendi elevati, preferiti in passato dagli investitori quali sostituti degli investimenti in bond rimarranno meno interessanti.

Sempre più premiante risulterà pertanto a nostro parere l'attività di stock picking e la capacità di individuare investimenti caratterizzati da modelli di business in grado di garantire una sostenibilità dei ritorni sul capitale nel medio periodo piuttosto che la scelta di cavalcare volatili trend e anticipare flussi di mercato.

### **2.3 Valute**

La divergenza delle politiche monetarie dai due lati dell'Atlantico, prevista in ulteriore espansione, dovrebbe favorire un ulteriore rafforzamento del dollaro statunitense.

Manterremo un sovrappeso di USD, almeno nella prima parte dell'anno, oltre che per il carry favorevole, anche in funzione degli attesi flussi di capitali negli US a seguito dell'implementazione della riforma fiscale prospettata da Trump e come hedging contro un eventuale nuova risalita del rischio di frammentazione nella Eurozona, determinata da risultati elettorali premianti per partiti e movimenti anti-establishment nelle prossime consultazioni in Olanda Francia e Germania.

**COMMENTO GESTIONE RISPEVI**

<b>Periodo</b>	<b>2016</b>
----------------	-------------

La gestione è rivolta prevalentemente verso strumenti finanziari di tipo obbligazionario ed è effettuata anche tenendo conto del criterio di determinazione dei rendimenti basato sulla valutazione delle attività al 'costo storico'. Lo stile di gestione adottato individua i titoli considerando gli aspetti di solidità dell'emittente e privilegiando la continuità del flusso cedolare nel tempo. Le scelte di gestione tengono conto anche delle indicazioni che derivano dall'attività di monitoraggio del rischio. In particolare, la Compagnia definisce la composizione degli attivi coerentemente con la struttura degli impegni assunti nei confronti degli assicurati (Asset Liability Management). Nella attuazione della politica di gestione sono di norma esclusi investimenti diretti in imprese o istituzioni che notoriamente si occupano di commercio di armi, droghe, tabacco che si avvalgono dello sfruttamento del lavoro minorile o che usano impianti inquinanti o pericolosi. Le principali tipologie di strumenti finanziari in cui sono investite le risorse della gestione separata alla fine del 2016 ed altre informazioni relative ad essa sono rappresentate nelle seguenti tabelle.

<b>ASSET CLASS</b>		<b>AREA GEOGRAFICA</b>	
BTP	56%	ITALIA	77%
OBBLIGAZIONI QUOTATE IN EURO	30%	ALTRI UE	19%
QUOTE DI OICR	9%	STATI UNITI	3%
ALTRO	5%	ALTRO	1%
<b>Totale complessivo</b>	<b>100,00%</b>	<b>Totale complessivo</b>	<b>100,00%</b>
<b>SETTORE</b>		<b>ESPOSIZIONE VALUTARIA</b>	
DEBITO PUBBLICO	59%	EUR	99%
BANCARIO	18%	ALTRO	1%
FINANZIARIO	7%		
F. C. INV. CHIUSI	5%	<b>Totale complessivo</b>	<b>100,00%</b>
COMUNICAZIONI	2%		
UTILITIES	2%	<b>DURATA MEDIA FINANZIARIA (duration modificata)</b>	<b>5,26</b>
INDUSTRIALE	2%		
ENERGIA	2%		
ALTRO	3%		
<b>Totale complessivo</b>	<b>100,00%</b>	<b>RATING</b>	
		BAA2 (Moody's)	63%
		BBB+ (S&P)	7%
		BBB- (S&P)	6%
		BBB (S&P)	4%
		BB (S&P)	3%
		BB+ (S&P)	2%
		BA2 (Moody's)	2%
		ALTRO	13%
		<b>Totale complessivo</b>	<b>100,00%</b>

Il rendimento annuo realizzato dalla gestione nei 12 mesi del 2016 è riportato nella seguente tabella.

Mese	Rendimento	Mese	Rendimento	Mese	Rendimento	Mese	Rendimento
Gennaio 2016	4,05%	Aprile 2016	3,90%	Luglio 2016	3,88%	Ottobre 2016	3,96%
Febbraio 2016	4,03%	Maggio 2016	4,10%	Agosto 2016	3,87%	Novembre 2016	3,95%
Marzo 2016	4,07%	Giugno 2016	3,89%	Settembre 2016	3,99%	Dicembre 2016	3,99%

Percentuale di titoli pubblici considerata ai fini della determinazione dell'imposta sostitutiva sui risultati di gestione      58,68%

Rivalutazione riconosciuta alle posizioni individuali ai sensi dell'art. 3 della Convenzione      3,56%

Verona, 23 febbraio 2017

## GESTIONE SEPARATA FONDICOLL UNIPOLSAI

FONDICOLL UNIPOLSAI adotta una politica di investimento basata prevalentemente sull'impiego del portafoglio in Titoli di Stato ed obbligazioni liquide denominate in Euro, caratterizzate da elevata liquidità e buon merito creditizio.

L'operatività in Titoli di Stato, nel corso del 2016 è stata improntata all'aumento della diversificazione del portafoglio, investendo principalmente i flussi di cassa in entrata in titoli governativi spagnoli, francesi, portoghesi olandesi, oltre che italiani. Le scadenze movimentate hanno riguardato prevalentemente i segmenti a breve termine e a medio-lungo della curva dei tassi. Gli acquisti sono stati effettuati con l'obiettivo di mantenere gli investimenti coerenti con il profilo delle passività. L'esposizione complessiva a questa *asset class* è moderatamente aumentata rispetto all'anno precedente.

In merito alla componente di credito, si evidenzia una riduzione dell'esposizione complessiva poichè gli acquisti di titoli *corporate* finanziari e non finanziari, seppure positivi in valore assoluto, sono stati proporzionalmente inferiori rispetto all'esposizione preesistente all'*asset class*.

Il peso della componente azionaria è stato marginalmente ridotto nel corso dell'anno, con l'obiettivo di moderare i rischi presenti in portafoglio.

La duration del portafoglio è diminuita da 5,95 a fine 2015 a 5,62 a fine 2016.

**Informazioni anagrafiche**

Gestione Separata

Patrimonio: 3.858 mln  
Valuta: EUR

Grado di rischio\*:

Basso

Orizzonte temporale\*\*:

Medio/Lungo periodo

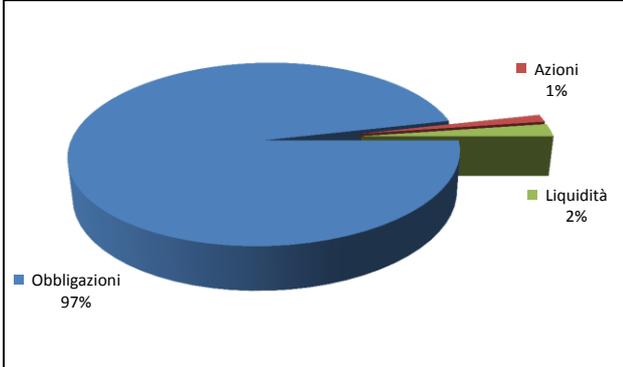
Duration portafoglio:

5,62

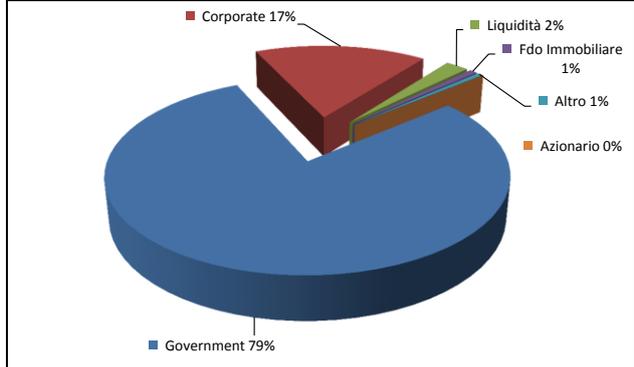
(\*) Il grado di rischio si riferisce alla volatilità dei rendimenti retrocessi agli assicurati che, in generale, per le Gestioni Separate è bassa.

(\*\*) L'orizzonte temporale è identificato in base alla sensibilità (duration) del portafoglio attivi, che è solitamente coerente con la durata/duration media delle passività

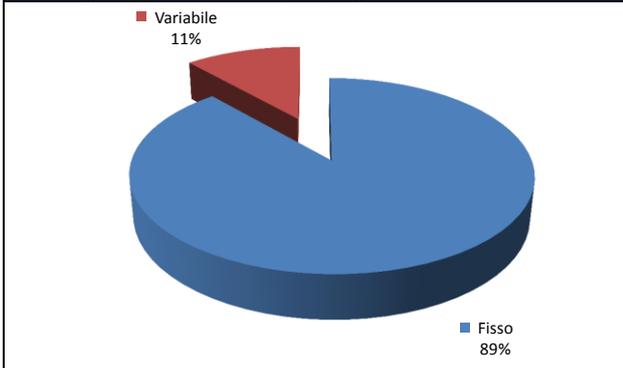
**Strategia di investimento**



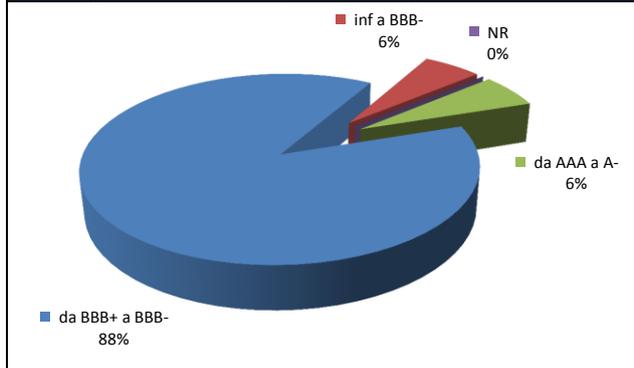
**Composizione per comparto di investimento**



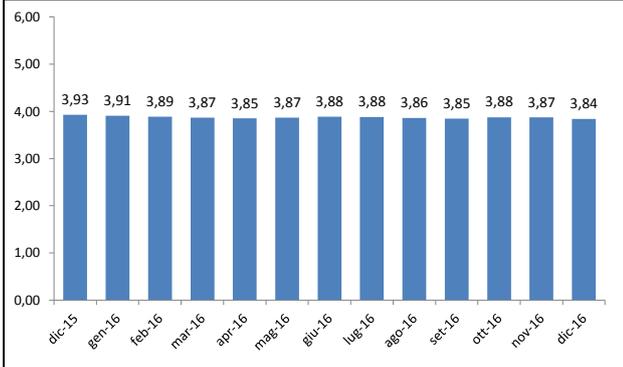
**Titoli obbligazionari: diversificazione per tipologia**



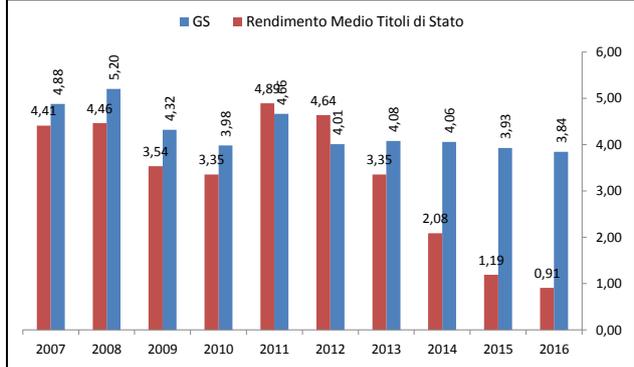
**Titoli obbligazionari: diversificazione per classi di rating**



**Rendimenti annuali sul periodo di 12 mesi\*\*\***



**Rendimenti annuali sul periodo 1/1-31/12\*\*\***



(\*\*\*) fino a set-14; Fondicoll

**Politica di gestione**

Il 2016 è stato caratterizzato da una crescita economica globale di poco inferiore al 3%, in leggera diminuzione rispetto al 2015. Nel 2016 l'area Euro, aiutata dal costante supporto della Banca Centrale Europea (BCE), dalla politica fiscale meno restrittiva, dalla domanda interna in continua accelerazione, dal miglioramento dell'occupazione e dall'aumento delle esportazioni verso i Paesi dell'area non Euro, grazie all'indebolimento della valuta, ha conseguito un'espansione del Prodotto Interno Lordo (Pil) attorno all'1.7%, superiore al 2015. La BCE, in tale contesto economico, nella riunione di dicembre ha deciso di modificare il "Quantitative easing" prorogandolo per l'intero 2017, pur ridimensionando, a partire da aprile, l'importo mensile acquistabile per riportarlo agli originali 60 miliardi. Negli Stati Uniti l'attività nel 2016 si è incrementata ad un tasso di poco superiore all'1.5%. Alla luce dello scenario economico americano e con l'inflazione vicina all'obiettivo del 2%, la Federal Reserve ("Fed"), nella riunione di dicembre, ha deciso l'aumento di 25 punti base dei tassi ufficiali portando a 0.75% il livello attuale. Il Giappone ha conseguito nel corso dell'anno, nonostante diverse azioni poste in essere dalla politica monetaria volte ad indebolire la valuta, una timida crescita attorno allo 0.9%. La Cina, grazie all'adozione di politiche di spesa pubblica atte a supportare il complesso processo di ribilanciamento del proprio modello di sviluppo, è riuscita a mantenere il P.I.L. attorno al 6.5% su base annua. Infine, i Paesi emergenti nel 2016 hanno avuto risultati economici correlati all'andamento del prezzo del petrolio e delle materie prime. L'economia italiana ha anch'essa conseguito un tasso di crescita positivo, nell'intorno dello 0.8%-1.0% su base annua. I fattori che hanno favorito tale risultato sono numerosi: la politica fiscale meno restrittiva, la costante azione della BCE, la debolezza dell'Euro, la ripresa della domanda interna ed anche di quella estera.

La composizione degli attivi della Gestione Separata è caratterizzata principalmente da investimenti del comparto obbligazionario denominati in euro, di emittenti sia pubblici (Stati Sovrani, Enti Sovranazionali) sia privati (finanziari e non finanziari). E' prevista la possibilità di investire in titoli di capitale, principalmente quotati su mercati regolamentati, e quote di OICR di natura azionaria. Possono inoltre essere presenti strumenti del mercato monetario (liquidità, pronti/contro termine, OICR monetari, etc) e investimenti di natura immobiliare, sia diretti sia tramite strumenti quali quote di OICR. In via residuale è prevista la possibilità di investire in strumenti alternativi quali azioni o quote di OICR aperti non armonizzati, azioni o quote di fondi mobiliari chiusi non negoziati in un mercato regolamentato nonché fondi riservati e speculativi. E' ammesso anche l'investimento in strumenti finanziari derivati con finalità di copertura e/o gestione efficace. La Gestione separata può infine comprendere investimenti in strumenti finanziari o altri attivi emessi, gestiti o promossi da imprese appartenenti allo stesso Gruppo della Società.

La politica di investimento adottata con riferimento alla Gestione Separata è finalizzata a perseguire la sicurezza, la redditività, la liquidità degli investimenti e mira ad ottimizzare il profilo di rischio-rendimento del portafoglio, tenute presenti le garanzie offerte dai contratti collegati alla Gestione Separata stessa. In particolare le scelte di investimento tengono in considerazione la durata media finanziaria delle obbligazioni e la distribuzione del tempo dei flussi di cassa, che devono essere il più possibile coerenti con le passività (analisi di "duration matching" e "cash flow matching"), e l'adeguato presidio dei minimi garantiti tramite attivi caratterizzati da un profilo di rendimento rapportato al rischio idoneo a tale scopo.

**Documento Riservato**

Le indicazioni riportate nel presente documento, non destinate alla pubblica diffusione, hanno valenza meramente informativa e non impegnano la responsabilità della Compagnia. I rendimenti conseguiti in passato ed ivi riportati non sono significativi di quelli futuri.