



**FONDO PENSIONE
GRUPPO BANCARIO CRÉDIT AGRICOLE ITALIA**



COMMENTO DEI GESTORI

AL 31/12/2017

Allegato B

al Bilancio 2017

Commento di gestione 2017

Contesto economico

Nel 2017 la crescita globale è stata più forte del previsto. Nell'area Euro, i dati economici hanno costantemente sorpreso al rialzo mentre il rischio politico è svanito dopo le elezioni presidenziali francesi. L'Italia e il Portogallo, colpiti dalla crisi del 2009/2011, hanno registrato forti miglioramenti. Negli Stati Uniti, la crescita è rimasta resiliente e Donald Trump non è riuscito a mettere in atto tutte le misure protezionistiche prospettate. Il mercato emergente è stato sostenuto dal rimbalzo dei prezzi delle materie prime e la Cina è riuscita ad evitare una crisi finanziaria.

La crescita globale unita ad una politica monetaria ancora favorevole, ha aiutato la performance degli attivi rischiosi durante l'anno. I mercati azionari e del credito hanno registrato ottime performance, mentre i tassi sono stati piuttosto stabili (sono aumentati solo nelle ultime settimane del 2017). In Europa, il differenziale tra tassi tedeschi e periferici è diminuito, nonostante il referendum catalano e le elezioni in arrivo in Italia.

Politica di gestione

Orizzonte 10-20-30:

Durante il primo semestre abbiamo progressivamente aumentato l'esposizione sulle azioni EMU, anche perché il rischio politico era diminuito in Francia. Abbiamo mantenuto anche una piccola diversificazione sulle azioni dei mercati emergenti, con i tassi di interesse diminuiti negli Stati Uniti (a sostegno dei flussi verso il mondo emergente) e una crescita globale aumentata.

Sul lato del reddito fisso, abbiamo diminuito l'esposizione alla modified duration del portafoglio per riflettere la nostra aspettativa di tassi in aumento, soprattutto alla fine dell'anno (le ultime due settimane) penalizzando la performance. Tuttavia abbiamo mantenuto una forte diversificazione sui titoli di credito che è stata positiva per la performance; in effetti, il programma di acquisti della BCE ha portato a un importante restringimento dei credit spreads.

Abbiamo diminuito gradualmente l'esposizione verso i paesi periferici dell'euro: lo spread rispetto alla Germania si è ristretto e ora sembra piuttosto costoso.

La performance del fondo Orizzonte 10 nel 2017 è pari a -0,13% contro -0,78% per il benchmark, con una sovraperformance pari a + 0,65%.

La performance del fondo Orizzonte 20 nel 2017 è stata del + 3,40% rispetto al 2,86% del benchmark, con una sovraperformance del + 0,51%.

La performance del fondo Orizzonte 30 nel 2017 è stata del + 6,34% rispetto al 6,10% del benchmark, con una sovraperformance del + 0,24%.

Prospettive 2018

Ci aspettiamo che il miglioramento dei mercati del lavoro sostenga il consumo interno nei paesi sviluppati, mentre gli investimenti e il commercio internazionale dovrebbero riprendersi nei paesi emergenti. L'inflazione dovrebbe aumentare gradualmente, ma i fattori strutturali la stanno ancora trattenendo. Dal punto di vista del mercato finanziario, i fondamentali supportano gli attivi rischiosi, grazie ad un aumento del commercio globale che dovrebbe migliorare i guadagni aziendali. Per quanto riguarda la parte monetaria, prevediamo un'ulteriore frenata dell'attuale politica accomodante: aumenti dalla Federal Reserve e un'ulteriore tapering della Banca Centrale Europea. L'aumento dei tassi di interesse potrebbe pesare su

alcune valorizzazioni costose. Continuiamo a monitorare il rischio politico: elezioni italiane a marzo, quelle di metà mandato negli Stati Uniti a novembre, Brexit.

ANIMA



**Fondo Pensione Gruppo
Bancario Crédit Agricole Italia
Linea Orizzonte 10**

Relazione Annuale 2017

Commento alla gestione

COMPONENTE OBBLIGAZIONARIA

Durante il 1° semestre, l'esposizione al rischio di tasso è stata gestita dinamicamente ed ha assunto valori generalmente in sottopeso rispetto al parametro di riferimento. In gennaio, è stato implementato il sottopeso di duration attraverso la vendita di titoli obbligazionari francesi e italiani, incrementato poi nel mese di febbraio sulla base di una view negativa sul comparto obbligazionario basata sulle decisioni delle banche centrali (la Federal Reserve ha intrapreso, seppur in modo graduale, il percorso di risalita dei tassi di interesse, mentre la BCE si è posta come obiettivo una progressiva riduzione del Quantitative Easing). Nel corso del 2° trimestre, e in particolare tra maggio e giugno, è stato incrementato il sottopeso poiché la discesa dei rendimenti non appariva compatibile con le intenzioni della BCE di procedere a una graduale rimozione delle misure di stimolo monetario. Dopo il movimento di risalita dei tassi a lunga scadenza, innescato dalle dichiarazioni di Draghi a fine giugno, l'entità della posizione in sottopeso sul rischio di tasso è stata ridotta in un'ottica di presa di profitto a luglio. Nel corso del secondo trimestre l'esposizione all'Area Euro è stata modulata differentemente. Verso i paesi core e semiperiferici è stato mantenuto un sottopeso a inizio trimestre, incrementato poi nei mesi di maggio e giugno. L'esposizione verso paesi periferici è stata gestita dinamicamente: nel periodo precedente alle elezioni francesi è stato ridotto il sovrappeso e parallelamente è stata incrementata la porzione di liquidità del portafoglio. Dopo i risultati del 1° turno delle elezioni, il sovrappeso è stato incrementato e mantenuto nel mese di giugno in seguito anche al mancato accordo sulla legge elettorale italiana. Le posizioni in titoli Inflation

linked sono state ridotte nel corso del 1° trimestre a seguito della diminuzione delle aspettative di inflazione nell'Area Euro.

Anche nel corso del 2° semestre è stata mantenuta una esposizione al rischio di tasso inferiore rispetto al benchmark, ma con intensità variabile. In particolare, l'esposizione al rischio tasso è stata ridotta tra agosto e settembre secondo una view per cui i titoli governativi a scadenze più lunghe trattavano su valutazioni troppo care, incorporavano un premio al rischio compresso, e non riflettevano adeguatamente le aspettative legate a un incremento dell'inflazione. A livello geografico, l'esposizione in sottopeso è stata concentrata sui paesi core e semi periferici, mentre l'esposizione sui paesi periferici è passata da sovrappeso a neutrale. La posizione sulla Spagna è stata aumentata, mentre il peso sull'Italia è stato ridotto in ottica di contenimento del rischio. La riduzione nel quantitativo di acquisti di titoli governativi da parte della BCE, che a partire da gennaio passano da 60 a 30mld al mese, assieme all'avvicinarsi delle elezioni italiane, porteranno un crescente clima di incertezza sugli spread rispetto ai paesi core. Sui titoli obbligazionari indicizzati all'inflazione è stata mantenuta una moderata posizione. La componente relativa ai titoli obbligazionari corporate è stata mantenuta per tutto il periodo analizzato, al fine di incrementare la redditività di portafoglio.

COMPONENTE AZIONARIA

Nel corso del 1° semestre, sia sulla base dei dati congiunturali positivi in Europa e USA, sia delle decisioni intraprese dalle banche centrali (BCE e Fed), il portafoglio è stato impostato con un bias ciclico caratterizzato da un'accentuata esposizione al tema del "reflation trade" (possibile crescita futura del livello di inflazione, anche in seguito al sempre più probabile passaggio dalla politica monetaria a quella fiscale). Tale impostazione ciclica ha previsto quindi un sovrappeso sui settori Energy, Industrial, Technology e Consumer Discretionary, mentre un sottopeso sui settori più difensivi, in particolare Telecom, Utility e

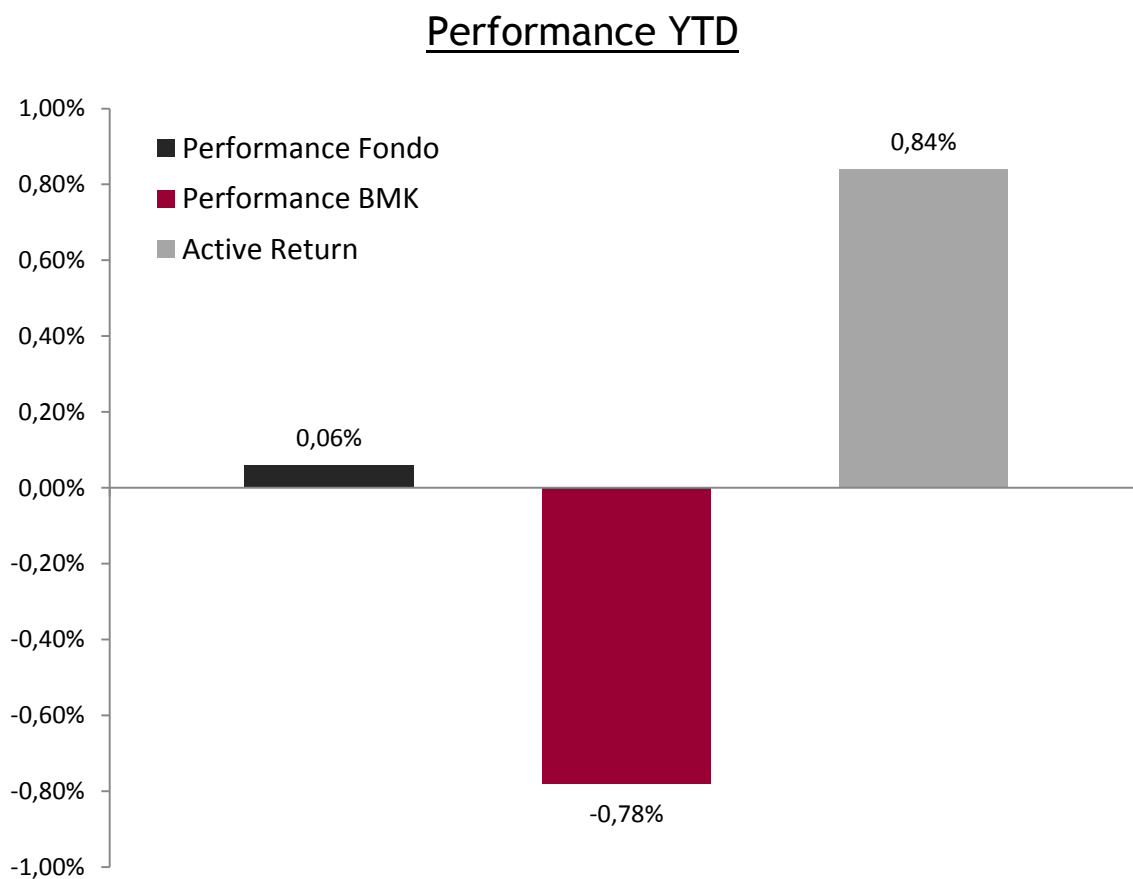
Real Estate. Nel corso del 1° trimestre tuttavia, tale posizionamento ha faticato a produrre i risultati sperati per via di diversi motivi. In primo luogo, lo scetticismo crescente circa l'effettiva capacità dell'amministrazione Trump di realizzare le promesse della campagna elettorale (come ad esempio la bocciatura del decreto che avrebbe dovuto abolire l' "Obamacare"). In secondo luogo, dopo il primo rialzo dei tassi di interesse ufficiali americani, la Federal Reserve ha confermato la volontà di attendere alcuni mesi prima di procedere con ulteriori rialzi. Tale contesto ha portato quindi a una sovra performance dei settori più difensivi, poco presenti in portafoglio, oltre che alla discesa del prezzo del petrolio con un conseguente impatto negativo sul settore Energy. Considerando nello specifico l'allocazione settoriale, durante il 1° semestre il settore maggiormente sovrappeso è stato il Financial, sia in USA sia in Europa. Tale sovrappeso è stato concentrato in particolare sulle banche dell'Area Euro, confidando da un lato su una possibilità di steepening delle curve dei rendimenti, e dall'altro lato su una ripresa del ciclo del credito. I comparti Materials ed Energy sono rimasti collocati in un intorno della neutralità poiché si attendevano segnali tangibili di stabilizzazione del prezzo del petrolio. Nell'ambito dei Materials l'esposizione è rimasta maggiormente concentrata sui titoli Miners.

Nella seconda metà del 2017 il contesto di mercato è stato positivo, corroborato da una crescita sincronizzata tra le diverse aree del mondo, buoni dati macro, banche centrali compiacenti e inflazione moderata. Nell'area del Nord America il tema dominante è stato la riforma fiscale proposta dall'amministrazione Trump e approvata dal Congresso. La manovra espansiva, che prevede riduzioni di imposte per 1.5trn distribuiti nell'arco di dieci anni a favore di imprese e individui, verrà finanziata parzialmente con una riduzione delle deduzioni fiscali, e porterà un impatto sulla crescita dell'economia tra il 2018 e il 2019. Il mercato azionario ha dimostrato di gradire la riforma, come è stato evidenziato dal rally di fine anno. Le quotazioni sono state, infatti, sostenute da una revisione al rialzo degli utili, specialmente in quei settori che maggiormente beneficeranno dei tagli fiscali. Il portafoglio ha mantenuto durante il periodo analizzato una impostazione pro-

ciclica, con un sovrappeso sui settori Financial, Technology, Industrial e Financial. Sono stati invece sottopesati i titoli dei settori più difensivi del mercato come il Real Estate, l'Utility e il Telecom. Nel corso del 3° trimestre è stato incrementato il peso sui Financial e dei titoli del Tech per via dei buoni risultati registrati dalle società appartenenti a questi settori tra la fine di luglio e l'inizio di agosto. Sul finale dell'anno il portafoglio è stato movimentato cercando un maggiore posizionamento su quei titoli che potessero beneficiare della riforma fiscale e riducendo il peso su quelli meno sensibili così da fare funding. A tale scopo, e al fine di realizzare una presa di profitto, è stato ridotto il sovrappeso sui titoli del settore Tech, reduce da una brillante reporting season; mentre è stato incrementato il peso degli Industrial e dei Financial americani. Dall'estate è stato inoltre incrementato il peso sul settore Energy, sia perché nel 3° trimestre le società hanno riportato buoni dati di Free Cash Flow, sia per il movimento al rialzo del prezzo del petrolio in area 70 dollari al barile. Per quanto concerne l'Europa, il sovrappeso sui Financial è stato invece parzialmente ridotto a causa dell'incertezza sulla regolamentazione dei Non Performing Loans. E' stato invece incrementato il peso sul consumer Discretionary, oltre che al sovrappeso già esistente sulla componente del lusso. Ha registrato un incremento anche il peso del settore dell'auto, sia per le valutazioni basse attraenti, sia per i dati sulle vendite robusti.

Performance

Al 29 dicembre 2017, le scelte allocative implementate hanno generato le seguenti performance:



Valutazioni sulla possibile evoluzione dei mercati

Le previsioni sullo scenario macroeconomico globale permangono orientate positivamente. La normalizzazione delle politiche monetarie da parte delle principali banche centrali persegue approcci improntati alla cautela, anche dal punto di vista della comunicazione, che al momento tendono ad evitare movimenti bruschi e non desiderati sui mercati. Prosegue la ripresa del commercio globale trainata dalla manifattura in particolare nei paesi sviluppati. Migliorano i fondamentali e gli indicatori anticipatori suggeriscono una stabilizzazione della crescita su livelli elevati. La crescita degli investimenti è un segnale positivo anche se ancora permangono connotazioni sensibilmente eterogenee per aree geografiche. E' ipotizzabile che il quadro macroeconomico non subisca mutamenti significativi nel primo semestre 2018. I principali fattori discriminanti per le decisioni di investimento insisteranno su tassi ed inflazione. Avendo riguardo ad una valutazione espressa in termini relativi sulle diverse principali asset class di investimento, in una logica di medio termine, si ritiene opportuno continuare a privilegiare la classe azionaria rispetto a quella obbligazionaria.

Tale valutazione richiede comunque l'adozione di prudenza e dovute cautele, alla luce di una pregressa struttura di volatilità su livelli estremamente compressi (una bassa volatilità espone potenzialmente a fasi di correzione improvvise e rapide). Rimane inoltre la possibilità che nel brevissimo termine fasi di mercato non benevole possano concretizzarsi sulla base di alcuni fattori di rischio esogeni. Sarà richiesta una particolare attenzione in prossimità della conclusione del primo trimestre 2018, nell'ottica di un'eventuale revisione dei diversi

posizionamenti. Da monitorare con estrema attenzione il ruolo che potenziale di eventuali “sorprese” da dati ed accadimenti.

La view sui mercati azionari mantiene una collocazione complessivamente positiva: in un’ottica tendenziale di breve periodo permane una visione costruttiva sull’equity, in considerazione di uno scenario di crescita sincronizzata globale. Continua la fase di euforia, ma non è comunque possibile escludere passaggi attraverso fasi di assestamento. Si prospetta un 2018 caratterizzato da maggiori fattori di incertezza e da minori driver di crescita rispetto al 2017. La crescita economica rimane solida, ma sarà importante monitorare l’andamento delle stime degli utili nei prossimi mesi (attesa volatilità in vista della reporting season). I tassi di interesse rimangono in un territorio accomodante, ma un eventuale movimento brusco al rialzo potrebbe generare volatilità e rotazione sull’equity. L’effetto “confronto” potrebbe giocare un ruolo non favorevole nell’ipotesi che difficilmente potranno manifestarsi nuovamente nel 2018 condizioni altrettanto benevole di quelle osservate nel 2017. Risulteranno inoltre quali determinanti imprescindibili per la lettura dell’evoluzione prospettica dei mercati anche le future mosse da parte delle principali banche centrali. Alla luce di indicatori PMI collocati da tempo in area espansiva su valori particolarmente elevati, appare opportuno adottare un approccio di posizionamento particolarmente equilibrato tra ciclici e difensivi, growth e value. Sul mondo equity potrebbe riscontrarsi una fase di surriscaldamento a brevissimo termine cui potrebbe fare seguito una correzione nel periodo primaverile tra Q1 e Q2.

Confermate a livello geografico le view precedentemente espresse: positive per le diverse principali macro-aree, neutralità su Italia.

Il mercato azionario europeo rimane supportato dalla crescita globale, da buoni dati macroeconomici (sia per i paesi europei sia per quelli emergenti), da ritorni societari attesi di segno positivo, da una politica monetaria che ridurrà progressivamente gli stimoli ma che al momento si conferma ancora accomodante. Anche i dati relativi all’erogazione dei finanziamenti privati, in Europa, hanno raggiunto il miglior livello degli ultimi sei anni. Questo è un

ulteriore indicatore della solidità economica. Dopo anni di riduzione della spesa, si sta assistendo ad una ripresa degli investimenti da parte delle aziende. Tuttavia potrebbe emergere qualche segnale di fragilità, considerata anche la bassa volatilità in relazione ai valori storici, sia per le alte valutazioni e la performance positiva del mercato YtD, che in molti casi sembrano offrire limitati margini di apprezzamento, sia per le incertezze che emergono sul fronte geopolitico. Il focus degli investitori nelle prossime settimane si sposterà sulla pubblicazione degli utili relativi al quarto trimestre del 2017: attualmente, le stime degli analisti vedono una crescita media degli utili del 9% circa per le società europee (dato rivisto leggermente al ribasso a causa del rafforzamento dell'Euro nei confronti delle maggiori divise internazionali). Le attese sono rivolte ad una reporting season solida per le società europee: il rischio maggiore potrebbe provenire proprio dal rafforzamento della moneta unica, con effetto negativo sui margini operativi. Negli ultimi mesi l'apprezzamento dell'Euro nei confronti delle altre principali divise ha infatti determinato un certo peggioramento nella dinamica delle stime sugli utili attesi per settori/titoli più esposti alla domanda internazionale. Risulterà inoltre cruciale, per il destino del mercato azionario europeo, che il governo tedesco sia composto da una coalizione stabile ed indirizzata a promuovere obiettivi comunitari atti a rendere duratura la crescita economica in Europa. In relazione a Brexit, la view sulle società britanniche impone la massima cautela, stante la situazione di incertezza diffusa e l'ipotesi di un possibile rallentamento della crescita nel Regno Unito. In Italia il miglioramento della situazione economica si rafforza: la ripresa appare ben strutturata e riguarda sia i consumi interni, sia gli investimenti, sia l'export, ed è associata ad un miglioramento del mercato del lavoro. Gli indicatori di sentiment di imprese e consumatori si mantengono su valori mediamente elevati, corrispondenti a nuovi massimi pluriennali e coerenti con una positiva dinamica del PIL. Tuttavia appare opportuno adottare particolare cautela in considerazione di alcuni fattori di possibile incertezza e rischio. Il rialzo segnato da inizio anno è significativo e l'indice FTSEMib si è avvicinato a resistenze

tecniche importanti. Le prossime elezioni politiche potranno indurre un sensibile incremento di volatilità nel periodo antecedente alla scadenza elettorale. Sono forti i timori inerenti l'incertezza e le difficoltà per la formazione di una futura maggioranza politica autonoma, stabile e coesa. Inoltre, alla luce di un contesto politico estremamente incerto, rimangono evidenti le difficoltà di intraprendere un percorso virtuoso di riforme e di riduzione del debito pubblico. Negli USA la sostenibilità della attuale fase di crescita è dipendente dalla capacità degli investimenti di supportare stabilmente la domanda aggregata. Le indicazioni degli ultimi trimestri sembrano andare in questa direzione, confortando la visione di una prosecuzione dell'attuale ciclo economico, anche in presenza di un approccio maggiormente hawkish da parte della Fed. L'economia negli USA cresce in prossimità del potenziale di lungo periodo e potrebbe manifestare alcuni segnali di surriscaldamento. La recente approvazione della riforma fiscale (TCJA), potrebbe esprimere un impatto positivo nel medio termine per le società USA (ma anche per quelle europee con forte esposizione agli Stati Uniti, malgrado la debolezza del dollaro USA vada a mitigare, nel breve termine, gli effetti positivi sugli utili aziendali). Le stime degli utili sono salite anche prima che la riforma fiscale fosse approvata ed i risultati del quarto trimestre appaiono più forti rispetto al trend. Con una tassazione al 21% la crescita degli utili potrebbe passare al 20% circa per il 2018. Le attese si focalizzeranno quindi sull'aumento della spesa infrastrutturale di circa 1 trilione di dollari.

Sul tema rimangono ancora da chiarire alcuni punti relativi ai fondi che finanzieranno la riforma, ma appare comunque possibile ipotizzare che l'iniziativa possa determinare risvolti positivi per le società coinvolte e per il mercato in generale. L'emergere di timori in merito ad un approccio protezionistico della politica statunitense non dovrebbe trovare conferma in rischi di down-side sui mercati finanziari. Va osservato che si configura un forte segnale tecnico di possibile inversione sull'indice S&P a quota 3000. Il mercato azionario nipponico beneficia di politiche monetarie e fiscali espansive. Le valutazioni delle società nipponiche appaiono interessanti a livello globale. Gli

indicatori economici (PMI) supportano una ripresa ciclica globale della quale le economie del Pacifico sembrano poter beneficiare ancora per qualche tempo. I fattori di sostegno insistono nella continuità nella politica monetaria, nel miglioramento della governance e profittabilità delle società, nell'accelerazione della crescita globale che spinge al rialzo, in particolare, titoli growth ciclici. I recenti dati macro inducono all'ottimismo sulla reporting season che sta per iniziare, mentre la BoJ, dopo il meeting del 23 gennaio, per ora non sembra intenzionata ad accelerare un cambiamento della politica monetaria. Tuttavia non è possibile escludere una fase di consolidamento del mercato, con prese di profitto dopo il forte rialzo e la mancanza di catalyst di breve termine. Nel 2018 la crescita degli utili potrebbe rallentare rispetto al 2017 a causa della mancanza del forte effetto positivo dato dal deprezzamento dello Yen e per il minor effetto dell'operating leverage. Occorrerà indirizzare il focus su società con innovativi piani di medio termine, in grado di mostrare una rilevante crescita degli utili: la corporate governance sarà molto importante soprattutto ai fini di ottenere un'espansione dei multipli. Nelle maggiori economie emergenti la crescita economica è prevista stabile anche nel 2018. Le sorprese macroeconomiche sono tornate positive, dopo la breve correzione di dicembre. La ripresa è stata spinta principalmente dal recupero verso la neutralità in America Latina. Con il recupero dei margini di profitto, il ROE dei paesi emergenti rispetto agli sviluppati è risalito ai livelli del 2013. Il recupero della profittabilità è atteso continuare nel 2018, ulteriormente aprendo il gap tra ROE e valutazioni price to book relative. Anche l'inflazione è attesa stabilmente moderata. Va inoltre osservato che recentemente si sono registrati flussi di liquidità di entità rilevante sulle azioni emergenti. L'inflazione in USA potrebbe mettere pressione sulle valutazioni delle società domestiche (tassi più elevati, multipli più bassi), e avviare una correzione a cui le azioni emergenti difficilmente andrebbero esenti. I salari USA non sembrano tuttavia in particolare tensione. In Cina al momento la politica monetaria sembra mantenere un approccio di gradualità ed è attesa generare solo un modesto rallentamento nel lungo periodo, tuttavia a breve è

attesa un'accelerazione che potrebbe sostenere le quotazioni delle commodities. Sfruttato in buona parte il potenziale di espansione dei multipli, al netto dell'apprezzamento dei cambi, la performance equity dipende in larga parte dalla crescita degli utili.

Nell'ambito di una visione trasversale sulle diverse aree, Europa e Giappone hanno la possibilità di registrare un'espansione dei multipli (appare ragionevole riporre fiducia nella ripresa globale e nel ritorno dell'inflazione). La crescita globale sta accelerando e la capacità di incrementare i prezzi sta tornando in diversi settori economici tradizionali, come i supermercati, le società di componenti tecnologici e le società energetiche. Questo implica che le previsioni degli analisti sulle vendite risultino troppo basse. Se gli utili dovessero sorprendere in Q1 2018, il mercato potrebbe muoversi al rialzo perché gli investitori passerebbero da una strategia di investimento "macro" ad una basata sulla selezione dei titoli. Si osserva che il settore bancario appare quello più favorito a livello globale in virtù di un contesto di tassi crescenti. Attesa un'intensa attività di M&A in particolare nel settore Health Care con un'accelerazione della spesa per investimenti e dell'attività di acquisizione e fusione nel corso dell'anno. Di particolare rilevanza l'analisi degli scostamenti tra settori (in termini di opportunità per cavalcare eventuali riallineamenti di valore) e focus prudenziale su Internet Companies alla luce di valutazioni elevate e alla possibilità di prese di profitto.

Sul comparto obbligazionario nel suo complesso viene espressa una view negativa connessa ad un percorso di normalizzazione della politica monetaria, già avviato o in via di prossima attuazione, che continuerà a caratterizzare le principali aree sviluppate.

Un approccio prudente vale nel medio periodo anche per la duration, tenuto conto delle dinamiche prospettiche di risalita dei tassi di interesse reali, che si rifletteranno sui rendimenti obbligazionari attesi. Non è possibile escludere fasi di variabilità e battute d'arresto, con volatilità anche accentuata: nel caso, si imporrà l'adozione di un approccio tattico in funzione dei movimenti di

aggiustamento del mercato. Un elemento di rischio potrebbe insistere su uno spostamento verso l'alto del terminal value dei Fed Funds (attualmente a 2,50%). L'approccio prudenziale sull'obbligazionario governativo verrà opportunamente modulato in funzione dei tassi nominali.

Il basso livello attuale dei tassi giustifica tali indicazioni, in risposta alla vivacità della crescita economica evidenziata dai fondamentali, soprattutto in Europa. Oltre al consolidamento della ripresa economica, il rinnovato atteggiamento delle Banche Centrali, apparse marginalmente meno accomodanti sulla composizione dei propri bilanci, rafforza tale indicazione. Le condizioni per la risalita dei tassi richiedono che la Fed prosegua nel processo di rialzi dei tassi (si è recentemente registrato un innalzamento della mediana del grafico a punti "DOTS" oltre il 2020) e di riduzione del bilancio, che la BCE persegua il programma di riduzione degli acquisti e che la politica fiscale statunitense viri con decisione da restrittiva ad espansiva. Va comunque osservato che difficilmente le banche centrali si muoveranno con rapidità inattesa. Laddove le aspettative dei mercati iniziassero a scontare un atteggiamento ancora più restrittivo della BCE, e della Fed, occorrerà rimodulare opportunamente il sottopeso di duration. La Fed continua ad esprimere un approccio "reattivo" alle variabili reali e fino a quando non virerà ad un approccio "proattivo" rimarrà molto distante un target al 3% sui tassi UST (livello che potrebbe comportare un sell off mercato sui governativi USA). L'ipotesi di un rialzo dei tassi da parte della BCE a fine 2018 configura uno scenario al momento altamente improbabile, mentre appare più verosimile che un'eventuale azione in tale direzione possa conseguire solo alla completa conclusione della sequenza di rientro del quantitative easing, in direzione di un light tapering, con l'induzione della riduzione della liquidità in modo attento e misurato, senza sorprese. La BoJ era inizialmente attesa ad un approccio maggiormente aggressivo ma nella realtà sono emerse solo poche modifiche alla retorica di comunicazione. Un altro fattore di assoluta rilevanza per lo scenario generale insiste sulle dinamiche inflative: continua la dinamica sottotono, soprattutto rispetto al sentiero atteso.

Il rallentamento degli ultimi mesi sembra tuttavia temporaneo e la recente flessione dovrebbe essere terminata. Infatti rimangono in essere le condizioni per una ripresa dell'inflazione nell'orizzonte di previsione. Superate le pregresse incertezze connesse ad un output gap negativo, l'inflazione nel 2018 in USA potrebbe sorprendere lievemente al rialzo. Alcuni fattori di rischio potrebbero insistere su una flessione dei leading indicators (laddove risultano portatori di alcuni eccessi) piuttosto che sui cedimenti sugli hard data reali. Rimangono comunque in essere le condizioni per una ripresa dell'inflazione nell'orizzonte di previsione. In area Euro la recente fase di consolidamento della ripresa, progressivamente rivista al rialzo, modifica a stento l'andamento dell'inflazione che evidenzia alcune difficoltà nell'avviare un seppur modesto trend ascendente. Più in generale, la chiusura degli output gap (creatisi con l'avvio della crisi finanziaria del 2008) che viene determinata dal riallineamento tra domanda ed offerta aggregata nell'ambito delle principali economie, potrà creare una certa speculazione in merito alle attese di crescita della dinamica inflativa.

Viene confermata una view negativa sull'asset class corporate bond investment grade. Le valutazioni risultano sempre molto compresse: il rialzo dei rendimenti evidenziato nell'ultimo quarto 2017 è stato determinato dall'allargamento dei tassi lungo la curva swap, mentre gli spread sono risultati in assoluto poco variati. Tale contesto di mercato induce a prediligere scadenze e duration brevi, un'ampia diversificazione su emissioni con rendimenti più elevati e con expiry su orizzonti temporali ravvicinati, con un grado di seniority inferiore, anche ricercando strumenti più "sostanziosi" o con merito di credito inferiore all'adeguato. Lo scenario macroeconomico continua ad essere supportivo, spingendo a rialzo gli indici azionari; i livelli di leverage, complice il buon andamento degli attivi, non è ancora cresciuto in maniera significativa. Tali elementi bastano per comprimere oltremodo la volatilità del settore, ma appaiono in crescita i rischi derivanti dal prossimo tapering della BCE. Anche il cosiddetto mercato primario risulta decisamente tight e poco interessante. Guardando al dettaglio delle più recenti emissioni, si può evidenziare l'assenza

dei grandi player in questa fase; sono sicuramente meglio sostenuti dal mercato nuovi nomi, in ammontare di rado superiore alla benchmark size. Tale caratteristica ha reso così ancora meno attraenti le poche opportunità identificate. All'interno del settore finanziario si segnalano significativi passi avanti nel processo di recovery del sistema nazionale. In generale si ritengono estremamente compressi i livelli raggiunti dagli spread anche tra i titoli obbligazionari subordinati, non solo nel settore finanziario, ma anche in quello industriale: l'indice di riferimento delle emissioni ibride, che mostra una duration prossima ai 5 anni, è di poco sopra a 2%.

Avendo riguardo alle emissioni high yield, la view mantiene una connotazione tendenzialmente neutrale in un'ottica prudenziale. La earning season in Q4 2017 ha fornito risultati interessanti e superiori alle attese, in particolare per quanto riguarda quelle aziende che presentano una maggiore correlazione col ciclo economico. I margini societari appaiono generalmente stabili o in leggero miglioramento. I finanziari periferici appaiono confortati dal processo di dismissione degli NPL presenti in bilancio. L'indebitamento aggregato delle società non finanziarie, pur se in lieve aumento, continua a mantenersi su livelli sostenibili e coerenti con il contesto macro. I tassi di default hanno toccato un nuovo minimo in USA. Tuttavia, i rendimenti mantengono generalmente una connotazione piuttosto compressa e potrebbe emergere un caveat sul livello di liquidità/liquidabilità prospettica del comparto.

Sui mercati obbligazionari emergenti in valuta forte, permane una view neutrale. I dati economici dei Paesi Emergenti rimangono sufficientemente robusti ed il debito esterno dei mercati emergenti rimane uno dei più interessanti in termini relativi rispetto agli altri comparti a spread, ma va osservato che i premi per il rischio si sono ristretti sensibilmente: agli attuali livelli la politica monetaria della Fed, dichiaratamente meno accomodante, potrebbe impattare negativamente sull'asset class, malgrado i livelli di rendimento permangano attraenti in virtù della componente di carry implicito, in un contesto di miglioramento della crescita e di condizioni finanziarie favorevoli.

Avendo riguardo alle principali divise, la relazione EUR/USD mantiene una connotazione di neutralità, permane una view negativa su GBP e positiva su JPY. Il differenziale dei tassi sulla parte a lunga della curva americana e di quella europea dovrebbe risultare il principale driver del tasso di cambio, almeno nel breve periodo. Il tasso di cambio è rimasto comunque all'interno del range definito negli ultimi mesi. L'azione della BCE sarà comunque indirizzata ad evitare un eccessivo apprezzamento dell'Euro. La riforma fiscale americana costituisce il principale driver di price action. Attualmente il dollaro appare sottovalutato rispetto alle metriche fondamentali più comuni (il differenziale dei tassi sopra citato), tuttavia le dichiarazioni del segretario al tesoro americano (la politica sulla valuta è formalmente suo appannaggio) portano a posizionare i fondamentali economici in secondo piano. Il mercato seguirà le dichiarazioni del presidente Draghi nei prossimi incontri per valutare se l'attuale stance di politica monetaria prezzata dal mercato verrà validata o meno. In caso positivo, si apre la possibilità di un ulteriore apprezzamento dell'Euro. Tuttavia, alla luce dei livelli raggiunti (in modo particolare rispetto a USD) si ritiene prudente attendere le future dichiarazioni di Draghi (anche a gennaio la retorica è stata indirizzata a contenere il vigore della divisa comune). La posizione di neutralità potrebbe essere rivista/rimodulata in funzione di potenziali occasioni di trading. Permangono forti incertezze sulla Sterlina, per la quale in un'ottica prudentiale la view mantiene un segno marginalmente negativo in considerazione del tema Brexit ed in attesa di future mosse da parte della BoE. In Giappone gli indicatori macroeconomici risultano positivamente impostati in relazione a crescita, occupazione ed inflazione. Quest'ultima ha recentemente fornito segnali di ripresa. Ciò induce ad ipotizzare che la BoJ possa prospetticamente limitare o ridurre gli interventi espansivi, favorendo un rafforzamento dello Yen. Tuttavia, la BoJ ufficialmente ha smorzato gli entusiasmi del mercato per la leggera risalita dei tassi a 10 anni registrata all'inizio dell'anno. Non risulta ancora il momento di modificare il policy mix. La qualità dei fondamentali ha comunque

indotto gli analisti a rivedere al rialzo le stime per il CPI a fine anno. Si ritiene che questi cambiamenti possano indurre il mercato ad ipotizzare per la BoJ lo stesso sentiero intrapreso nel corso del 2017 dalla BCE (con l'avvio del processo di uscita dalla politica monetaria non convenzionale). Le metriche fondamentali di lungo periodo (PPP, Current Account Balance) indicano lo Yen come la valuta maggiormente sottovalutata nell'ambito del gruppo G10.

Nell'ambito di un approccio multi-asset il monitoraggio dell'andamento delle variabili macro-economiche risulta cruciale al fine di individuare l'asset-mix più opportuno per affrontare di tempo in tempo l'evoluzione degli scenari di mercato. L'andamento dell'inflazione reale ed attesa appare uno dei temi potenzialmente di maggiore rilevanza per il 2018. La crescita economica è in accelerazione nelle principali economie sviluppate ed emergenti. Le aspettative sulle dinamiche inflative sono in incremento. Il mercato del lavoro negli Stati Uniti è forte, sebbene la crescita dei salari sia ancora sottotono, tuttavia la debolezza del dollaro USA e l'aumento dei prezzi delle materie prime stanno aumentando le pressioni. In Giappone la forza nel mercato del lavoro e l'utilizzo della capacità sono i fattori positivi. Si mantiene un giudizio positivo sui tassi breakeven negli Stati Uniti, UK e Giappone. La componente dei premi al rischio registra performance moderatamente positive, anche in virtù delle condizioni finanziarie ancora accomodanti nelle principali economie. Il fattore di incertezza relativo al progressivo ripiegamento delle attuali favorevoli condizioni di liquidità a livello globale, a partire dagli USA, risulta in parte rientrato. La Fed appare candidata a guidare un progressivo viraggio ad un atteggiamento maggiormente hawkish delle banche centrali: in generale le politiche monetarie assumeranno connotazioni più restrittive. Tuttavia, la crescita del credito degli Stati Uniti sta rimbalzando: sia la domanda interna sia gli indicatori di produzione indicano ancora un forte impulso. Anche in Giappone la spinta alla crescita è trainata principalmente dalla manifattura e dal canale estero. Permangono sullo scenario alcuni potenziali fattori di rischio: il venir meno di un'adeguata liquidità, i potenziali squilibri a lungo termine indotti dalla riforma fiscale

dell'amministrazione Trump, la difficoltosa gestione dell'eccessiva crescita del debito cinese ed il ribilanciamento dell'economia, la divergenza riscontrata nell'ambito della zona Euro tra il surplus della bilancia commerciale tedesca e quella negli altri paesi dell'area, divergenza che limita il riequilibrio interno all'area tra paesi in surplus e quelli in deficit di spesa, il controllo della curva dei tassi nipponica in un contesto di rendimenti crescenti. Non ultimo va considerato il tema relativo ad una sorta di compiacenza ed assuefazione a mercati poco variabili (in uno scenario di continuazione) laddove invece potrebbero progressivamente accrescersi sotto traccia i fattori di vulnerabilità (sorprese negative, con particolare attenzione alle implicazioni connesse ad un'eccessiva contrazione della liquidità favorevole alla crescita). In considerazione di quanto sopra accennato e dell'evoluzione del contesto, un caveat sul posizionamento prospettico appare d'obbligo, imponendo un approccio vigile e non potendo escludere l'attuazione repentina di modulazioni tattiche di entità significativa. Relativamente alle componenti non direzionali la valutazione di un miglioramento dello scenario di crescita si traduce nel mantenimento di una view complessivamente positiva per la classe azionaria (nel cui ambito a livello geografico la view è positiva sulle aree USA, Giappone, Euro, Emergenti, mentre prudenzialmente una maggior cautela insiste sulla crescita in UK e Australia). Permane un approccio positivo sulle dinamiche inflative in USA, Giappone e UK. Le view illustrate non rappresentano indirizzi di carattere allocativo, bensì un orientamento generale sull'ipotizzabile andamento delle diverse asset class. La valutazione sulla liquidità rappresenta una view in termini relativi, connessa al costo opportunità per la detenzione della suddetta asset class in luogo di altre. Non sussistono temi di particolare preoccupazione in merito alla crescita: quale fattore di supporto, predomina uno scenario virtuoso di sincronizzazione globale. Si sottolinea che sussiste comunque la necessità di adottare alcune cautele, con posizionamenti attivi opportunamente modulati, alla luce di uno scenario prospettico per il 2018 percepito con maggiore volatilità, in cui permangono fattori di incertezza potenzialmente perturbanti (prevalentemente di natura

politica e geo-politica). Il contesto attuale mantiene una connotazione positiva laddove valori e livelli non ancora estremi possono consentire ulteriori e moderati spazi di crescita. Tuttavia, prospetticamente nel 2018 sarà possibile osservare un progressivo aumento di rischi con una correzione del trend in atto tra Q1 ed Q2, anche in considerazione dell'approssimarsi di livelli tecnici importanti. Nell'ambito dell'attuale approccio strategico, l'adozione di modulazioni tattiche di brevissimo periodo persegue lo scopo di ottimizzare i posizionamenti di portafoglio sulle diverse asset class, in relazione alle dinamiche attese dei mercati ed ai possibili aggiustamenti suggeriti dalla fase del ciclo e dagli indicatori periodici.

ANIMA



**Fondo Pensione Gruppo
Bancario Crédit Agricole Italia
Linea Orizzonte 20**

Relazione Annuale 2017

Commento alla gestione

COMPONENTE OBBLIGAZIONARIA

Durante il 1° semestre, l'esposizione al rischio di tasso è stata gestita dinamicamente ed ha assunto valori generalmente in sottopeso rispetto al parametro di riferimento. In gennaio, è stato implementato il sottopeso di duration attraverso la vendita di titoli obbligazionari francesi e italiani, incrementato poi nel mese di febbraio sulla base di una view negativa sul comparto obbligazionario basata sulle decisioni delle banche centrali (la Federal Reserve ha intrapreso, seppur in modo graduale, il percorso di risalita dei tassi di interesse, mentre la BCE si è posta come obiettivo una progressiva riduzione del Quantitative Easing). Nel corso del 2° trimestre, e in particolare tra maggio e giugno, è stato incrementato il sottopeso poiché la discesa dei rendimenti non appariva compatibile con le intenzioni della BCE di procedere a una graduale rimozione delle misure di stimolo monetario. Dopo il movimento di risalita dei tassi a lunga scadenza, innescato dalle dichiarazioni di Draghi a fine giugno, l'entità della posizione in sottopeso sul rischio di tasso è stata ridotta in un'ottica di presa di profitto a luglio. Nel corso del secondo trimestre l'esposizione all'Area Euro è stata modulata differentemente. Verso i paesi core e semiperiferici è stato mantenuto un sottopeso a inizio trimestre, incrementato poi nei mesi di maggio e giugno. L'esposizione verso paesi periferici è stata gestita dinamicamente: nel periodo precedente alle elezioni francesi è stato ridotto il sovrappeso e parallelamente è stata incrementata la porzione di liquidità del portafoglio. Dopo i risultati del 1° turno delle elezioni, il sovrappeso è stato incrementato e mantenuto nel mese di giugno in seguito anche al mancato accordo sulla legge elettorale italiana. Le posizioni in titoli Inflation

linked sono state ridotte nel corso del 1° trimestre a seguito della diminuzione delle aspettative di inflazione nell'Area Euro.

Anche nel corso del 2° semestre è stata mantenuta una esposizione al rischio di tasso inferiore rispetto al benchmark, ma con intensità variabile. In particolare, l'esposizione al rischio tasso è stata ridotta tra agosto e settembre secondo una view per cui i titoli governativi a scadenze più lunghe trattavano su valutazioni troppo care, incorporavano un premio al rischio compresso, e non riflettevano adeguatamente le aspettative legate a un incremento dell'inflazione. A livello geografico, l'esposizione in sottopeso è stata concentrata sui paesi core e semi periferici, mentre l'esposizione sui paesi periferici è passata da sovrappeso a neutrale. La posizione sulla Spagna è stata aumentata, mentre il peso sull'Italia è stato ridotto in ottica di contenimento del rischio. La riduzione nel quantitativo di acquisti di titoli governativi da parte della BCE, che a partire da gennaio passano da 60 a 30mld al mese, assieme all'avvicinarsi delle elezioni italiane, porteranno un crescente clima di incertezza sugli spread rispetto ai paesi core. Sui titoli obbligazionari indicizzati all'inflazione è stata mantenuta una moderata posizione. La componente relativa ai titoli obbligazionari corporate è stata mantenuta per tutto il periodo analizzato, al fine di incrementare la redditività di portafoglio.

COMPONENTE AZIONARIA

Nel corso del 1° semestre, sia sulla base dei dati congiunturali positivi in Europa e USA, sia delle decisioni intraprese dalle banche centrali (BCE e Fed), il portafoglio è stato impostato con un bias ciclico caratterizzato da un'accentuata esposizione al tema del "reflation trade" (possibile crescita futura del livello di inflazione, anche in seguito al sempre più probabile passaggio dalla politica monetaria a quella fiscale). Tale impostazione ciclica ha previsto quindi un sovrappeso sui settori Energy, Industrial, Technology e Consumer Discretionary, mentre un sottopeso sui settori più difensivi, in particolare Telecom, Utility e Real Estate. Nel corso del 1° trimestre tuttavia, tale posizionamento ha faticato

a produrre i risultati sperati per via di diversi motivi. In primo luogo, lo scetticismo crescente circa l'effettiva capacità dell'amministrazione Trump di realizzare le promesse della campagna elettorale (come ad esempio la bocciatura del decreto che avrebbe dovuto abolire l' "Obamacare"). In secondo luogo, dopo il primo rialzo dei tassi di interesse ufficiali americani, la Federal Reserve ha confermato la volontà di attendere alcuni mesi prima di procedere con ulteriori rialzi. Tale contesto ha portato quindi a una sovra performance dei settori più difensivi, poco presenti in portafoglio, oltre che alla discesa del prezzo del petrolio con un conseguente impatto negativo sul settore Energy. Considerando nello specifico l'allocazione settoriale, durante il 1° semestre il settore maggiormente sovrappesato è stato il Financial, sia in USA sia in Europa. Tale sovrappeso è stato concentrato in particolare sulle banche dell'Area Euro, confidando da un lato su una possibilità di steepening delle curve dei rendimenti, e dall'altro lato su una ripresa del ciclo del credito. I comparti Materials ed Energy sono rimasti collocati in un intorno della neutralità poiché si attendevano segnali tangibili di stabilizzazione del prezzo del petrolio. Nell'ambito dei Materials l'esposizione è rimasta maggiormente concentrata sui titoli Miners.

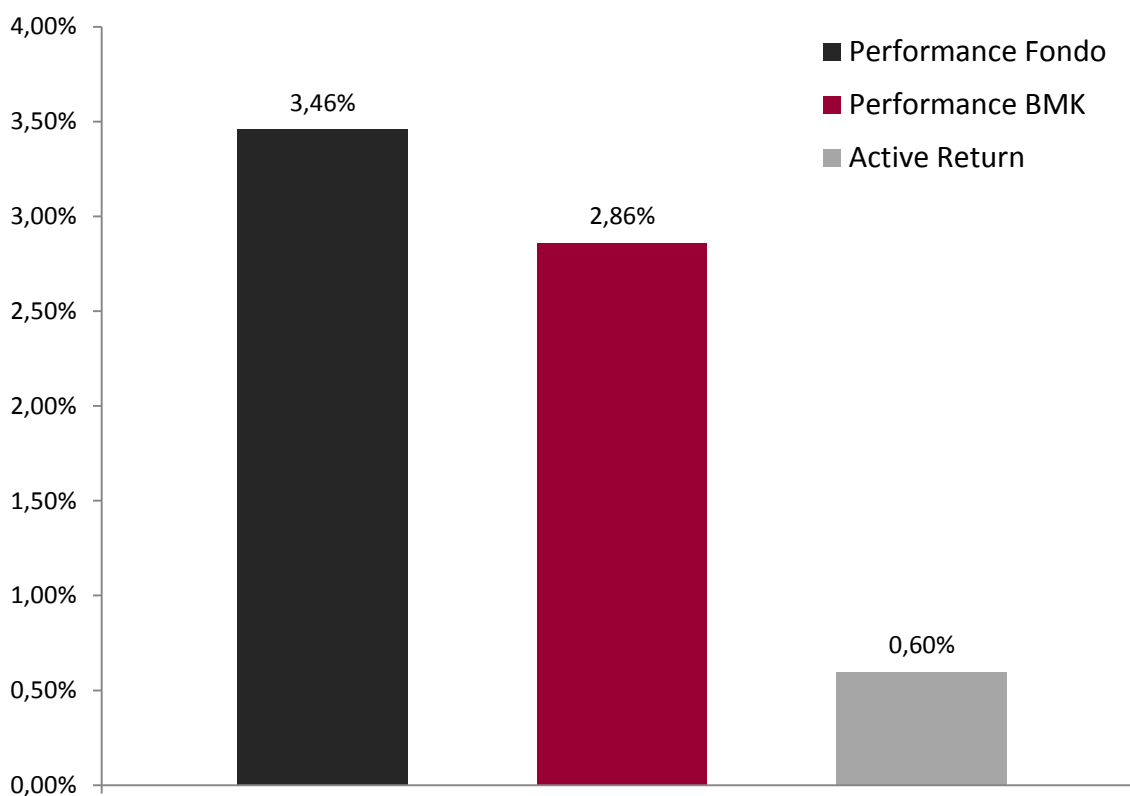
Nella seconda metà del 2017 il contesto di mercato è stato positivo, corroborato da una crescita sincronizzata tra le diverse aree del mondo, buoni dati macro, banche centrali compiacenti e inflazione moderata. Nell'area del Nord America il tema dominante è stato la riforma fiscale proposta dall'amministrazione Trump e approvata dal Congresso. La manovra espansiva, che prevede riduzioni di imposte per 1.5trn distribuiti nell'arco di dieci anni a favore di imprese e individui, verrà finanziata parzialmente con una riduzione delle deduzioni fiscali, e porterà un impatto sulla crescita dell'economia tra il 2018 e il 2019. Il mercato azionario ha dimostrato di gradire la riforma, come è stato evidenziato dal rally di fine anno. Le quotazioni sono state, infatti, sostenute da una revisione al rialzo degli utili, specialmente in quei settori che maggiormente beneficeranno dei tagli fiscali. Il portafoglio ha mantenuto durante il periodo analizzato una impostazione pro-

ciclica, con un sovrappeso sui settori Financial, Technology, Industrial e Financial. Sono stati invece sottopesati i titoli dei settori più difensivi del mercato come il Real Estate, l'Utility e il Telecom. Nel corso del 3° trimestre è stato incrementato il peso sui Financial e dei titoli del Tech per via dei buoni risultati registrati dalle società appartenenti a questi settori tra la fine di luglio e l'inizio di agosto. Sul finale dell'anno il portafoglio è stato movimentato cercando un maggiore posizionamento su quei titoli che potessero beneficiare della riforma fiscale e riducendo il peso su quelli meno sensibili così da fare funding. A tale scopo, e al fine di realizzare una presa di profitto, è stato ridotto il sovrappeso sui titoli del settore Tech, reduce da una brillante reporting season; mentre è stato incrementato il peso degli Industrial e dei Financial americani. Dall'estate è stato inoltre incrementato il peso sul settore Energy, sia perché nel 3° trimestre le società hanno riportato buoni dati di Free Cash Flow, sia per il movimento al rialzo del prezzo del petrolio in area 70 dollari al barile. Per quanto concerne l'Europa, il sovrappeso sui Financial è stato invece parzialmente ridotto a causa dell'incertezza sulla regolamentazione dei Non Performing Loans. E' stato invece incrementato il peso sul consumer Discretionary, oltre che al sovrappeso già esistente sulla componente del lusso. Ha registrato un incremento anche il peso del settore dell'auto, sia per le valutazioni basse attraenti, sia per i dati sulle vendite robusti.

Performance

Al 29 dicembre 2017, le scelte allocative implementate hanno generato le seguenti performance:

Performance YTD



Valutazioni sulla possibile evoluzione dei mercati

Le previsioni sullo scenario macroeconomico globale permangono orientate positivamente. La normalizzazione delle politiche monetarie da parte delle principali banche centrali persegue approcci improntati alla cautela, anche dal punto di vista della comunicazione, che al momento tendono ad evitare movimenti bruschi e non desiderati sui mercati. Prosegue la ripresa del commercio globale trainata dalla manifattura in particolare nei paesi sviluppati. Migliorano i fondamentali e gli indicatori anticipatori suggeriscono una stabilizzazione della crescita su livelli elevati. La crescita degli investimenti è un segnale positivo anche se ancora permangono connotazioni sensibilmente eterogenee per aree geografiche. E' ipotizzabile che il quadro macroeconomico non subisca mutamenti significativi nel primo semestre 2018. I principali fattori discriminanti per le decisioni di investimento insisteranno su tassi ed inflazione. Avendo riguardo ad una valutazione espressa in termini relativi sulle diverse principali asset class di investimento, in una logica di medio termine, si ritiene opportuno continuare a privilegiare la classe azionaria rispetto a quella obbligazionaria.

Tale valutazione richiede comunque l'adozione di prudenza e dovute cautele, alla luce di una pregressa struttura di volatilità su livelli estremamente compressi (una bassa volatilità espone potenzialmente a fasi di correzione improvvise e rapide). Rimane inoltre la possibilità che nel brevissimo termine fasi di mercato non benevole possano concretizzarsi sulla base di alcuni fattori di rischio esogeni. Sarà richiesta una particolare attenzione in prossimità della conclusione del primo trimestre 2018, nell'ottica di un'eventuale revisione dei diversi

posizionamenti. Da monitorare con estrema attenzione il ruolo che potenziale di eventuali “sorprese” da dati ed accadimenti.

La view sui mercati azionari mantiene una collocazione complessivamente positiva: in un’ottica tendenziale di breve periodo permane una visione costruttiva sull’equity, in considerazione di uno scenario di crescita sincronizzata globale. Continua la fase di euforia, ma non è comunque possibile escludere passaggi attraverso fasi di assestamento. Si prospetta un 2018 caratterizzato da maggiori fattori di incertezza e da minori driver di crescita rispetto al 2017. La crescita economica rimane solida, ma sarà importante monitorare l’andamento delle stime degli utili nei prossimi mesi (attesa volatilità in vista della reporting season). I tassi di interesse rimangono in un territorio accomodante, ma un eventuale movimento brusco al rialzo potrebbe generare volatilità e rotazione sull’equity. L’effetto “confronto” potrebbe giocare un ruolo non favorevole nell’ipotesi che difficilmente potranno manifestarsi nuovamente nel 2018 condizioni altrettanto benevole di quelle osservate nel 2017. Risulteranno inoltre quali determinanti imprescindibili per la lettura dell’evoluzione prospettica dei mercati anche le future mosse da parte delle principali banche centrali. Alla luce di indicatori PMI collocati da tempo in area espansiva su valori particolarmente elevati, appare opportuno adottare un approccio di posizionamento particolarmente equilibrato tra ciclici e difensivi, growth e value. Sul mondo equity potrebbe riscontrarsi una fase di surriscaldamento a brevissimo termine cui potrebbe fare seguito una correzione nel periodo primaverile tra Q1 e Q2.

Confermate a livello geografico le view precedentemente espresse: positive per le diverse principali macro-aree, neutralità su Italia.

Il mercato azionario europeo rimane supportato dalla crescita globale, da buoni dati macroeconomici (sia per i paesi europei sia per quelli emergenti), da ritorni societari attesi di segno positivo, da una politica monetaria che ridurrà progressivamente gli stimoli ma che al momento si conferma ancora accomodante. Anche i dati relativi all’erogazione dei finanziamenti privati, in Europa, hanno raggiunto il miglior livello degli ultimi sei anni. Questo è un

ulteriore indicatore della solidità economica. Dopo anni di riduzione della spesa, si sta assistendo ad una ripresa degli investimenti da parte delle aziende. Tuttavia potrebbe emergere qualche segnale di fragilità, considerata anche la bassa volatilità in relazione ai valori storici, sia per le alte valutazioni e la performance positiva del mercato YtD, che in molti casi sembrano offrire limitati margini di apprezzamento, sia per le incertezze che emergono sul fronte geopolitico. Il focus degli investitori nelle prossime settimane si sposterà sulla pubblicazione degli utili relativi al quarto trimestre del 2017: attualmente, le stime degli analisti vedono una crescita media degli utili del 9% circa per le società europee (dato rivisto leggermente al ribasso a causa del rafforzamento dell'Euro nei confronti delle maggiori divise internazionali). Le attese sono rivolte ad una reporting season solida per le società europee: il rischio maggiore potrebbe provenire proprio dal rafforzamento della moneta unica, con effetto negativo sui margini operativi. Negli ultimi mesi l'apprezzamento dell'Euro nei confronti delle altre principali divise ha infatti determinato un certo peggioramento nella dinamica delle stime sugli utili attesi per settori/titoli più esposti alla domanda internazionale. Risulterà inoltre cruciale, per il destino del mercato azionario europeo, che il governo tedesco sia composto da una coalizione stabile ed indirizzata a promuovere obiettivi comunitari atti a rendere duratura la crescita economica in Europa. In relazione a Brexit, la view sulle società britanniche impone la massima cautela, stante la situazione di incertezza diffusa e l'ipotesi di un possibile rallentamento della crescita nel Regno Unito. In Italia il miglioramento della situazione economica si rafforza: la ripresa appare ben strutturata e riguarda sia i consumi interni, sia gli investimenti, sia l'export, ed è associata ad un miglioramento del mercato del lavoro. Gli indicatori di sentiment di imprese e consumatori si mantengono su valori mediamente elevati, corrispondenti a nuovi massimi pluriennali e coerenti con una positiva dinamica del PIL. Tuttavia appare opportuno adottare particolare cautela in considerazione di alcuni fattori di possibile incertezza e rischio. Il rialzo segnato da inizio anno è significativo e l'indice FTSEMib si è avvicinato a resistenze

tecniche importanti. Le prossime elezioni politiche potranno indurre un sensibile incremento di volatilità nel periodo antecedente alla scadenza elettorale. Sono forti i timori inerenti l'incertezza e le difficoltà per la formazione di una futura maggioranza politica autonoma, stabile e coesa. Inoltre, alla luce di un contesto politico estremamente incerto, rimangono evidenti le difficoltà di intraprendere un percorso virtuoso di riforme e di riduzione del debito pubblico. Negli USA la sostenibilità della attuale fase di crescita è dipendente dalla capacità degli investimenti di supportare stabilmente la domanda aggregata. Le indicazioni degli ultimi trimestri sembrano andare in questa direzione, confortando la visione di una prosecuzione dell'attuale ciclo economico, anche in presenza di un approccio maggiormente hawkish da parte della Fed. L'economia negli USA cresce in prossimità del potenziale di lungo periodo e potrebbe manifestare alcuni segnali di surriscaldamento. La recente approvazione della riforma fiscale (TCJA), potrebbe esprimere un impatto positivo nel medio termine per le società USA (ma anche per quelle europee con forte esposizione agli Stati Uniti, malgrado la debolezza del dollaro USA vada a mitigare, nel breve termine, gli effetti positivi sugli utili aziendali). Le stime degli utili sono salite anche prima che la riforma fiscale fosse approvata ed i risultati del quarto trimestre appaiono più forti rispetto al trend. Con una tassazione al 21% la crescita degli utili potrebbe passare al 20% circa per il 2018. Le attese si focalizzeranno quindi sull'aumento della spesa infrastrutturale di circa 1 trilione di dollari.

Sul tema rimangono ancora da chiarire alcuni punti relativi ai fondi che finanzieranno la riforma, ma appare comunque possibile ipotizzare che l'iniziativa possa determinare risvolti positivi per le società coinvolte e per il mercato in generale. L'emergere di timori in merito ad un approccio protezionistico della politica statunitense non dovrebbe trovare conferma in rischi di down-side sui mercati finanziari. Va osservato che si configura un forte segnale tecnico di possibile inversione sull'indice S&P a quota 3000. Il mercato azionario nipponico beneficia di politiche monetarie e fiscali espansive. Le valutazioni delle società nipponiche appaiono interessanti a livello globale. Gli

indicatori economici (PMI) supportano una ripresa ciclica globale della quale le economie del Pacifico sembrano poter beneficiare ancora per qualche tempo. I fattori di sostegno insistono nella continuità nella politica monetaria, nel miglioramento della governance e profittabilità delle società, nell'accelerazione della crescita globale che spinge al rialzo, in particolare, titoli growth ciclici. I recenti dati macro inducono all'ottimismo sulla reporting season che sta per iniziare, mentre la BoJ, dopo il meeting del 23 gennaio, per ora non sembra intenzionata ad accelerare un cambiamento della politica monetaria. Tuttavia non è possibile escludere una fase di consolidamento del mercato, con prese di profitto dopo il forte rialzo e la mancanza di catalyst di breve termine. Nel 2018 la crescita degli utili potrebbe rallentare rispetto al 2017 a causa della mancanza del forte effetto positivo dato dal deprezzamento dello Yen e per il minor effetto dell'operating leverage. Occorrerà indirizzare il focus su società con innovativi piani di medio termine, in grado di mostrare una rilevante crescita degli utili: la corporate governance sarà molto importante soprattutto ai fini di ottenere un'espansione dei multipli. Nelle maggiori economie emergenti la crescita economica è prevista stabile anche nel 2018. Le sorprese macroeconomiche sono tornate positive, dopo la breve correzione di dicembre. La ripresa è stata spinta principalmente dal recupero verso la neutralità in America Latina. Con il recupero dei margini di profitto, il ROE dei paesi emergenti rispetto agli sviluppati è risalito ai livelli del 2013. Il recupero della profittabilità è atteso continuare nel 2018, ulteriormente aprendo il gap tra ROE e valutazioni price to book relative. Anche l'inflazione è attesa stabilmente moderata. Va inoltre osservato che recentemente si sono registrati flussi di liquidità di entità rilevante sulle azioni emergenti. L'inflazione in USA potrebbe mettere pressione sulle valutazioni delle società domestiche (tassi più elevati, multipli più bassi), e avviare una correzione a cui le azioni emergenti difficilmente andrebbero esenti. I salari USA non sembrano tuttavia in particolare tensione. In Cina al momento la politica monetaria sembra mantenere un approccio di gradualità ed è attesa generare solo un modesto rallentamento nel lungo periodo, tuttavia a breve è

attesa un'accelerazione che potrebbe sostenere le quotazioni delle commodities. Sfruttato in buona parte il potenziale di espansione dei multipli, al netto dell'apprezzamento dei cambi, la performance equity dipende in larga parte dalla crescita degli utili.

Nell'ambito di una visione trasversale sulle diverse aree, Europa e Giappone hanno la possibilità di registrare un'espansione dei multipli (appare ragionevole riporre fiducia nella ripresa globale e nel ritorno dell'inflazione). La crescita globale sta accelerando e la capacità di incrementare i prezzi sta tornando in diversi settori economici tradizionali, come i supermercati, le società di componenti tecnologici e le società energetiche. Questo implica che le previsioni degli analisti sulle vendite risultino troppo basse. Se gli utili dovessero sorprendere in Q1 2018, il mercato potrebbe muoversi al rialzo perché gli investitori passerebbero da una strategia di investimento "macro" ad una basata sulla selezione dei titoli. Si osserva che il settore bancario appare quello più favorito a livello globale in virtù di un contesto di tassi crescenti. Attesa un'intensa attività di M&A in particolare nel settore Health Care con un'accelerazione della spesa per investimenti e dell'attività di acquisizione e fusione nel corso dell'anno. Di particolare rilevanza l'analisi degli scostamenti tra settori (in termini di opportunità per cavalcare eventuali riallineamenti di valore) e focus prudenziale su Internet Companies alla luce di valutazioni elevate e alla possibilità di prese di profitto.

Sul comparto obbligazionario nel suo complesso viene espressa una view negativa connessa ad un percorso di normalizzazione della politica monetaria, già avviato o in via di prossima attuazione, che continuerà a caratterizzare le principali aree sviluppate.

Un approccio prudente vale nel medio periodo anche per la duration, tenuto conto delle dinamiche prospettiche di risalita dei tassi di interesse reali, che si rifletteranno sui rendimenti obbligazionari attesi. Non è possibile escludere fasi di variabilità e battute d'arresto, con volatilità anche accentuata: nel caso, si imporrà l'adozione di un approccio tattico in funzione dei movimenti di

aggiustamento del mercato. Un elemento di rischio potrebbe insistere su uno spostamento verso l'alto del terminal value dei Fed Funds (attualmente a 2,50%). L'approccio prudenziale sull'obbligazionario governativo verrà opportunamente modulato in funzione dei tassi nominali.

Il basso livello attuale dei tassi giustifica tali indicazioni, in risposta alla vivacità della crescita economica evidenziata dai fondamentali, soprattutto in Europa. Oltre al consolidamento della ripresa economica, il rinnovato atteggiamento delle Banche Centrali, apparse marginalmente meno accomodanti sulla composizione dei propri bilanci, rafforza tale indicazione. Le condizioni per la risalita dei tassi richiedono che la Fed prosegua nel processo di rialzi dei tassi (si è recentemente registrato un innalzamento della mediana del grafico a punti "DOTS" oltre il 2020) e di riduzione del bilancio, che la BCE persegua il programma di riduzione degli acquisti e che la politica fiscale statunitense viri con decisione da restrittiva ad espansiva. Va comunque osservato che difficilmente le banche centrali si muoveranno con rapidità inattesa. Laddove le aspettative dei mercati iniziassero a scontare un atteggiamento ancora più restrittivo della BCE, e della Fed, occorrerà rimodulare opportunamente il sottopeso di duration. La Fed continua ad esprimere un approccio "reattivo" alle variabili reali e fino a quando non virerà ad un approccio "proattivo" rimarrà molto distante un target al 3% sui tassi UST (livello che potrebbe comportare un sell off mercato sui governativi USA). L'ipotesi di un rialzo dei tassi da parte della BCE a fine 2018 configura uno scenario al momento altamente improbabile, mentre appare più verosimile che un'eventuale azione in tale direzione possa conseguire solo alla completa conclusione della sequenza di rientro del quantitative easing, in direzione di un light tapering, con l'induzione della riduzione della liquidità in modo attento e misurato, senza sorprese. La BoJ era inizialmente attesa ad un approccio maggiormente aggressivo ma nella realtà sono emerse solo poche modifiche alla retorica di comunicazione. Un altro fattore di assoluta rilevanza per lo scenario generale insiste sulle dinamiche inflative: continua la dinamica sottotono, soprattutto rispetto al sentiero atteso.

Il rallentamento degli ultimi mesi sembra tuttavia temporaneo e la recente flessione dovrebbe essere terminata. Infatti rimangono in essere le condizioni per una ripresa dell'inflazione nell'orizzonte di previsione. Superate le pregresse incertezze connesse ad un output gap negativo, l'inflazione nel 2018 in USA potrebbe sorprendere lievemente al rialzo. Alcuni fattori di rischio potrebbero insistere su una flessione dei leading indicators (laddove risultano portatori di alcuni eccessi) piuttosto che sui cedimenti sugli hard data reali. Rimangono comunque in essere le condizioni per una ripresa dell'inflazione nell'orizzonte di previsione. In area Euro la recente fase di consolidamento della ripresa, progressivamente rivista al rialzo, modifica a stento l'andamento dell'inflazione che evidenzia alcune difficoltà nell'avviare un seppur modesto trend ascendente. Più in generale, la chiusura degli output gap (creatisi con l'avvio della crisi finanziaria del 2008) che viene determinata dal riallineamento tra domanda ed offerta aggregata nell'ambito delle principali economie, potrà creare una certa speculazione in merito alle attese di crescita della dinamica inflativa.

Viene confermata una view negativa sull'asset class corporate bond investment grade. Le valutazioni risultano sempre molto compresse: il rialzo dei rendimenti evidenziato nell'ultimo quarto 2017 è stato determinato dall'allargamento dei tassi lungo la curva swap, mentre gli spread sono risultati in assoluto poco variati. Tale contesto di mercato induce a prediligere scadenze e duration brevi, un'ampia diversificazione su emissioni con rendimenti più elevati e con expiry su orizzonti temporali ravvicinati, con un grado di seniority inferiore, anche ricercando strumenti più "sostanziosi" o con merito di credito inferiore all'adeguato. Lo scenario macroeconomico continua ad essere supportivo, spingendo a rialzo gli indici azionari; i livelli di leverage, complice il buon andamento degli attivi, non è ancora cresciuto in maniera significativa. Tali elementi bastano per comprimere oltremodo la volatilità del settore, ma appaiono in crescita i rischi derivanti dal prossimo tapering della BCE. Anche il cosiddetto mercato primario risulta decisamente tight e poco interessante. Guardando al dettaglio delle più recenti emissioni, si può evidenziare l'assenza

dei grandi player in questa fase; sono sicuramente meglio sostenuti dal mercato nuovi nomi, in ammontare di rado superiore alla benchmark size. Tale caratteristica ha reso così ancora meno attraenti le poche opportunità identificate. All'interno del settore finanziario si segnalano significativi passi avanti nel processo di recovery del sistema nazionale. In generale si ritengono estremamente compressi i livelli raggiunti dagli spread anche tra i titoli obbligazionari subordinati, non solo nel settore finanziario, ma anche in quello industriale: l'indice di riferimento delle emissioni ibride, che mostra una duration prossima ai 5 anni, è di poco sopra a 2%.

Avendo riguardo alle emissioni high yield, la view mantiene una connotazione tendenzialmente neutrale in un'ottica prudenziale. La earning season in Q4 2017 ha fornito risultati interessanti e superiori alle attese, in particolare per quanto riguarda quelle aziende che presentano una maggiore correlazione col ciclo economico. I margini societari appaiono generalmente stabili o in leggero miglioramento. I finanziari periferici appaiono confortati dal processo di dismissione degli NPL presenti in bilancio. L'indebitamento aggregato delle società non finanziarie, pur se in lieve aumento, continua a mantenersi su livelli sostenibili e coerenti con il contesto macro. I tassi di default hanno toccato un nuovo minimo in USA. Tuttavia, i rendimenti mantengono generalmente una connotazione piuttosto compressa e potrebbe emergere un caveat sul livello di liquidità/liquidabilità prospettica del comparto.

Sui mercati obbligazionari emergenti in valuta forte, permane una view neutrale. I dati economici dei Paesi Emergenti rimangono sufficientemente robusti ed il debito esterno dei mercati emergenti rimane uno dei più interessanti in termini relativi rispetto agli altri comparti a spread, ma va osservato che i premi per il rischio si sono ristretti sensibilmente: agli attuali livelli la politica monetaria della Fed, dichiaratamente meno accomodante, potrebbe impattare negativamente sull'asset class, malgrado i livelli di rendimento permangano attraenti in virtù della componente di carry implicito, in un contesto di miglioramento della crescita e di condizioni finanziarie favorevoli.

Avendo riguardo alle principali divise, la relazione EUR/USD mantiene una connotazione di neutralità, permane una view negativa su GBP e positiva su JPY. Il differenziale dei tassi sulla parte a lunga della curva americana e di quella europea dovrebbe risultare il principale driver del tasso di cambio, almeno nel breve periodo. Il tasso di cambio è rimasto comunque all'interno del range definito negli ultimi mesi. L'azione della BCE sarà comunque indirizzata ad evitare un eccessivo apprezzamento dell'Euro. La riforma fiscale americana costituisce il principale driver di price action. Attualmente il dollaro appare sottovalutato rispetto alle metriche fondamentali più comuni (il differenziale dei tassi sopra citato), tuttavia le dichiarazioni del segretario al tesoro americano (la politica sulla valuta è formalmente suo appannaggio) portano a posizionare i fondamentali economici in secondo piano. Il mercato seguirà le dichiarazioni del presidente Draghi nei prossimi incontri per valutare se l'attuale stance di politica monetaria prezzata dal mercato verrà validata o meno. In caso positivo, si apre la possibilità di un ulteriore apprezzamento dell'Euro. Tuttavia, alla luce dei livelli raggiunti (in modo particolare rispetto a USD) si ritiene prudente attendere le future dichiarazioni di Draghi (anche a gennaio la retorica è stata indirizzata a contenere il vigore della divisa comune). La posizione di neutralità potrebbe essere rivista/rimodulata in funzione di potenziali occasioni di trading. Permangono forti incertezze sulla Sterlina, per la quale in un'ottica prudenziale la view mantiene un segno marginalmente negativo in considerazione del tema Brexit ed in attesa di future mosse da parte della BoE. In Giappone gli indicatori macroeconomici risultano positivamente impostati in relazione a crescita, occupazione ed inflazione. Quest'ultima ha recentemente fornito segnali di ripresa. Ciò induce ad ipotizzare che la BoJ possa prospetticamente limitare o ridurre gli interventi espansivi, favorendo un rafforzamento dello Yen. Tuttavia, la BoJ ufficialmente ha smorzato gli entusiasmi del mercato per la leggera risalita dei tassi a 10 anni registrata all'inizio dell'anno. Non risulta ancora il momento di modificare il policy mix. La qualità dei fondamentali ha comunque

indotto gli analisti a rivedere al rialzo le stime per il CPI a fine anno. Si ritiene che questi cambiamenti possano indurre il mercato ad ipotizzare per la BoJ lo stesso sentiero intrapreso nel corso del 2017 dalla BCE (con l'avvio del processo di uscita dalla politica monetaria non convenzionale). Le metriche fondamentali di lungo periodo (PPP, Current Account Balance) indicano lo Yen come la valuta maggiormente sottovalutata nell'ambito del gruppo G10.

Nell'ambito di un approccio multi-asset il monitoraggio dell'andamento delle variabili macro-economiche risulta cruciale al fine di individuare l'asset-mix più opportuno per affrontare di tempo in tempo l'evoluzione degli scenari di mercato. L'andamento dell'inflazione reale ed attesa appare uno dei temi potenzialmente di maggiore rilevanza per il 2018. La crescita economica è in accelerazione nelle principali economie sviluppate ed emergenti. Le aspettative sulle dinamiche inflative sono in incremento. Il mercato del lavoro negli Stati Uniti è forte, sebbene la crescita dei salari sia ancora sottotono, tuttavia la debolezza del dollaro USA e l'aumento dei prezzi delle materie prime stanno aumentando le pressioni. In Giappone la forza nel mercato del lavoro e l'utilizzo della capacità sono i fattori positivi. Si mantiene un giudizio positivo sui tassi breakeven negli Stati Uniti, UK e Giappone. La componente dei premi al rischio registra performance moderatamente positive, anche in virtù delle condizioni finanziarie ancora accomodanti nelle principali economie. Il fattore di incertezza relativo al progressivo ripiegamento delle attuali favorevoli condizioni di liquidità a livello globale, a partire dagli USA, risulta in parte rientrato. La Fed appare candidata a guidare un progressivo viraggio ad un atteggiamento maggiormente hawkish delle banche centrali: in generale le politiche monetarie assumeranno connotazioni più restrittive. Tuttavia, la crescita del credito degli Stati Uniti sta rimbalzando: sia la domanda interna sia gli indicatori di produzione indicano ancora un forte impulso. Anche in Giappone la spinta alla crescita è trainata principalmente dalla manifattura e dal canale estero. Permangono sullo scenario alcuni potenziali fattori di rischio: il venir meno di un'adeguata liquidità, i potenziali squilibri a lungo termine indotti dalla riforma fiscale

dell'amministrazione Trump, la difficoltosa gestione dell'eccessiva crescita del debito cinese ed il ribilanciamento dell'economia, la divergenza riscontrata nell'ambito della zona Euro tra il surplus della bilancia commerciale tedesca e quella negli altri paesi dell'area, divergenza che limita il riequilibrio interno all'area tra paesi in surplus e quelli in deficit di spesa, il controllo della curva dei tassi nipponica in un contesto di rendimenti crescenti. Non ultimo va considerato il tema relativo ad una sorta di compiacenza ed assuefazione a mercati poco variabili (in uno scenario di continuazione) laddove invece potrebbero progressivamente accrescersi sotto traccia i fattori di vulnerabilità (sorprese negative, con particolare attenzione alle implicazioni connesse ad un'eccessiva contrazione della liquidità favorevole alla crescita). In considerazione di quanto sopra accennato e dell'evoluzione del contesto, un caveat sul posizionamento prospettico appare d'obbligo, imponendo un approccio vigile e non potendo escludere l'attuazione repentina di modulazioni tattiche di entità significativa. Relativamente alle componenti non direzionali la valutazione di un miglioramento dello scenario di crescita si traduce nel mantenimento di una view complessivamente positiva per la classe azionaria (nel cui ambito a livello geografico la view è positiva sulle aree USA, Giappone, Euro, Emergenti, mentre prudenzialmente una maggior cautela insiste sulla crescita in UK e Australia). Permane un approccio positivo sulle dinamiche inflative in USA, Giappone e UK. Le view illustrate non rappresentano indirizzi di carattere allocativo, bensì un orientamento generale sull'ipotizzabile andamento delle diverse asset class. La valutazione sulla liquidità rappresenta una view in termini relativi, connessa al costo opportunità per la detenzione della suddetta asset class in luogo di altre. Non sussistono temi di particolare preoccupazione in merito alla crescita: quale fattore di supporto, predomina uno scenario virtuoso di sincronizzazione globale. Si sottolinea che sussiste comunque la necessità di adottare alcune cautele, con posizionamenti attivi opportunamente modulati, alla luce di uno scenario prospettico per il 2018 percepito con maggiore volatilità, in cui permangono fattori di incertezza potenzialmente perturbanti (prevalentemente di natura

politica e geo-politica). Il contesto attuale mantiene una connotazione positiva laddove valori e livelli non ancora estremi possono consentire ulteriori e moderati spazi di crescita. Tuttavia, prospetticamente nel 2018 sarà possibile osservare un progressivo aumento di rischi con una correzione del trend in atto tra Q1 ed Q2, anche in considerazione dell'approssimarsi di livelli tecnici importanti. Nell'ambito dell'attuale approccio strategico, l'adozione di modulazioni tattiche di brevissimo periodo persegue lo scopo di ottimizzare i posizionamenti di portafoglio sulle diverse asset class, in relazione alle dinamiche attese dei mercati ed ai possibili aggiustamenti suggeriti dalla fase del ciclo e dagli indicatori periodici.

ANIMA



**Fondo Pensione Gruppo
Bancario Crédit Agricole Italia
Linea Orizzonte 30**

Relazione Annuale 2017

Commento alla gestione

COMPONENTE OBBLIGAZIONARIA

Durante il 1° semestre, l'esposizione al rischio di tasso è stata gestita dinamicamente ed ha assunto valori generalmente in sottopeso rispetto al parametro di riferimento. In gennaio, è stato implementato il sottopeso di duration attraverso la vendita di titoli obbligazionari francesi e italiani, incrementato poi nel mese di febbraio sulla base di una view negativa sul comparto obbligazionario basata sulle decisioni delle banche centrali (la Federal Reserve ha intrapreso, seppur in modo graduale, il percorso di risalita dei tassi di interesse, mentre la BCE si è posta come obiettivo una progressiva riduzione del Quantitative Easing). Nel corso del 2° trimestre, e in particolare tra maggio e giugno, è stato incrementato il sottopeso poiché la discesa dei rendimenti non appariva compatibile con le intenzioni della BCE di procedere a una graduale rimozione delle misure di stimolo monetario. Dopo il movimento di risalita dei tassi a lunga scadenza, innescato dalle dichiarazioni di Draghi a fine giugno, l'entità della posizione in sottopeso sul rischio di tasso è stata ridotta in un'ottica di presa di profitto a luglio. Nel corso del secondo trimestre l'esposizione all'Area Euro è stata modulata differentemente. Verso i paesi core e semiperiferici è stato mantenuto un sottopeso a inizio trimestre, incrementato poi nei mesi di maggio e giugno. L'esposizione verso paesi periferici è stata gestita dinamicamente: nel periodo precedente alle elezioni francesi è stato ridotto il sovrappeso e parallelamente è stata incrementata la porzione di liquidità del portafoglio. Dopo i risultati del 1° turno delle elezioni, il sovrappeso è stato incrementato e mantenuto nel mese di giugno in seguito anche al mancato accordo sulla legge elettorale italiana. Le posizioni in titoli Inflation

linked sono state ridotte nel corso del 1° trimestre a seguito della diminuzione delle aspettative di inflazione nell'Area Euro.

Anche nel corso del 2° semestre è stata mantenuta una esposizione al rischio di tasso inferiore rispetto al benchmark, ma con intensità variabile. In particolare, l'esposizione al rischio tasso è stata ridotta tra agosto e settembre secondo una view per cui i titoli governativi a scadenze più lunghe trattavano su valutazioni troppo care, incorporavano un premio al rischio compresso, e non riflettevano adeguatamente le aspettative legate a un incremento dell'inflazione. A livello geografico, l'esposizione in sottopeso è stata concentrata sui paesi core e semi periferici, mentre l'esposizione sui paesi periferici è passata da sovrappeso a neutrale. La posizione sulla Spagna è stata aumentata, mentre il peso sull'Italia è stato ridotto in ottica di contenimento del rischio. La riduzione nel quantitativo di acquisti di titoli governativi da parte della BCE, che a partire da gennaio passano da 60 a 30mld al mese, assieme all'avvicinarsi delle elezioni italiane, porteranno un crescente clima di incertezza sugli spread rispetto ai paesi core. Sui titoli obbligazionari indicizzati all'inflazione è stata mantenuta una moderata posizione. La componente relativa ai titoli obbligazionari corporate è stata mantenuta per tutto il periodo analizzato, al fine di incrementare la redditività di portafoglio.

COMPONENTE AZIONARIA

Nel corso del 1° semestre, sia sulla base dei dati congiunturali positivi in Europa e USA, sia delle decisioni intraprese dalle banche centrali (BCE e Fed), il portafoglio è stato impostato con un bias ciclico caratterizzato da un'accentuata esposizione al tema del "reflation trade" (possibile crescita futura del livello di inflazione, anche in seguito al sempre più probabile passaggio dalla politica monetaria a quella fiscale). Tale impostazione ciclica ha previsto quindi un sovrappeso sui settori Energy, Industrial, Technology e Consumer Discretionary, mentre un sottopeso sui settori più difensivi, in particolare Telecom, Utility e Real Estate. Nel corso del 1° trimestre tuttavia, tale posizionamento ha faticato

a produrre i risultati sperati per via di diversi motivi. In primo luogo, lo scetticismo crescente circa l'effettiva capacità dell'amministrazione Trump di realizzare le promesse della campagna elettorale (come ad esempio la bocciatura del decreto che avrebbe dovuto abolire l' "Obamacare"). In secondo luogo, dopo il primo rialzo dei tassi di interesse ufficiali americani, la Federal Reserve ha confermato la volontà di attendere alcuni mesi prima di procedere con ulteriori rialzi. Tale contesto ha portato quindi a una sovra performance dei settori più difensivi, poco presenti in portafoglio, oltre che alla discesa del prezzo del petrolio con un conseguente impatto negativo sul settore Energy. Considerando nello specifico l'allocazione settoriale, durante il 1° semestre il settore maggiormente sovrappesato è stato il Financial, sia in USA sia in Europa. Tale sovrappeso è stato concentrato in particolare sulle banche dell'Area Euro, confidando da un lato su una possibilità di steepening delle curve dei rendimenti, e dall'altro lato su una ripresa del ciclo del credito. I comparti Materials ed Energy sono rimasti collocati in un intorno della neutralità poiché si attendevano segnali tangibili di stabilizzazione del prezzo del petrolio. Nell'ambito dei Materials l'esposizione è rimasta maggiormente concentrata sui titoli Miners.

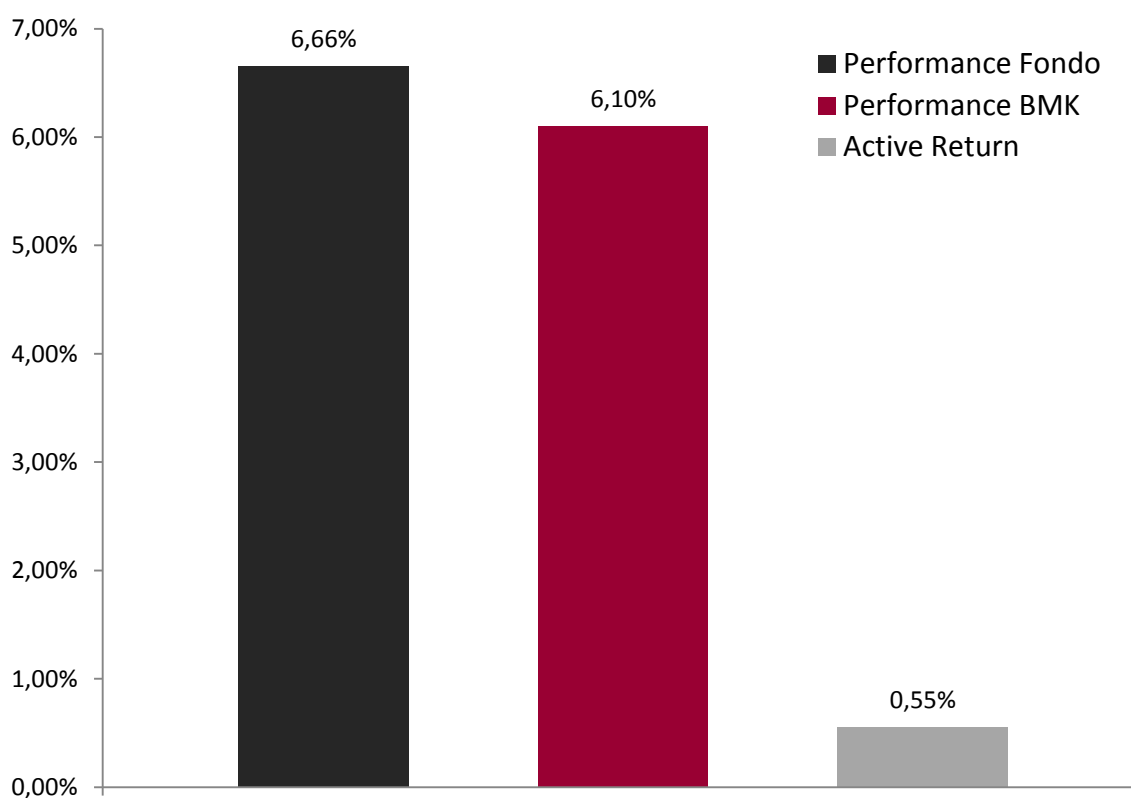
Nella seconda metà del 2017 il contesto di mercato è stato positivo, corroborato da una crescita sincronizzata tra le diverse aree del mondo, buoni dati macro, banche centrali compiacenti e inflazione moderata. Nell'area del Nord America il tema dominante è stato la riforma fiscale proposta dall'amministrazione Trump e approvata dal Congresso. La manovra espansiva, che prevede riduzioni di imposte per 1.5trn distribuiti nell'arco di dieci anni a favore di imprese e individui, verrà finanziata parzialmente con una riduzione delle deduzioni fiscali, e porterà un impatto sulla crescita dell'economia tra il 2018 e il 2019. Il mercato azionario ha dimostrato di gradire la riforma, come è stato evidenziato dal rally di fine anno. Le quotazioni sono state, infatti, sostenute da una revisione al rialzo degli utili, specialmente in quei settori che maggiormente beneficeranno dei tagli fiscali. Il portafoglio ha mantenuto durante il periodo analizzato una impostazione pro-

ciclica, con un sovrappeso sui settori Financial, Technology, Industrial e Financial. Sono stati invece sottopesati i titoli dei settori più difensivi del mercato come il Real Estate, l'Utility e il Telecom. Nel corso del 3° trimestre è stato incrementato il peso sui Financial e dei titoli del Tech per via dei buoni risultati registrati dalle società appartenenti a questi settori tra la fine di luglio e l'inizio di agosto. Sul finale dell'anno il portafoglio è stato movimentato cercando un maggiore posizionamento su quei titoli che potessero beneficiare della riforma fiscale e riducendo il peso su quelli meno sensibili così da fare funding. A tale scopo, e al fine di realizzare una presa di profitto, è stato ridotto il sovrappeso sui titoli del settore Tech, reduce da una brillante reporting season; mentre è stato incrementato il peso degli Industrial e dei Financial americani. Dall'estate è stato inoltre incrementato il peso sul settore Energy, sia perché nel 3° trimestre le società hanno riportato buoni dati di Free Cash Flow, sia per il movimento al rialzo del prezzo del petrolio in area 70 dollari al barile. Per quanto concerne l'Europa, il sovrappeso sui Financial è stato invece parzialmente ridotto a causa dell'incertezza sulla regolamentazione dei Non Performing Loans. E' stato invece incrementato il peso sul consumer Discretionary, oltre che al sovrappeso già esistente sulla componente del lusso. Ha registrato un incremento anche il peso del settore dell'auto, sia per le valutazioni basse attraenti, sia per i dati sulle vendite robusti.

Performance

Al 29 dicembre 2017, le scelte allocative implementate hanno generato le seguenti performance:

Performance YTD



Valutazioni sulla possibile evoluzione dei mercati

Le previsioni sullo scenario macroeconomico globale permangono orientate positivamente. La normalizzazione delle politiche monetarie da parte delle principali banche centrali persegue approcci improntati alla cautela, anche dal punto di vista della comunicazione, che al momento tendono ad evitare movimenti bruschi e non desiderati sui mercati. Prosegue la ripresa del commercio globale trainata dalla manifattura in particolare nei paesi sviluppati. Migliorano i fondamentali e gli indicatori anticipatori suggeriscono una stabilizzazione della crescita su livelli elevati. La crescita degli investimenti è un segnale positivo anche se ancora permangono connotazioni sensibilmente eterogenee per aree geografiche. E' ipotizzabile che il quadro macroeconomico non subisca mutamenti significativi nel primo semestre 2018. I principali fattori discriminanti per le decisioni di investimento insisteranno su tassi ed inflazione. Avendo riguardo ad una valutazione espressa in termini relativi sulle diverse principali asset class di investimento, in una logica di medio termine, si ritiene opportuno continuare a privilegiare la classe azionaria rispetto a quella obbligazionaria.

Tale valutazione richiede comunque l'adozione di prudenza e dovute cautele, alla luce di una pregressa struttura di volatilità su livelli estremamente compressi (una bassa volatilità espone potenzialmente a fasi di correzione improvvise e rapide). Rimane inoltre la possibilità che nel brevissimo termine fasi di mercato non benevole possano concretizzarsi sulla base di alcuni fattori di rischio esogeni. Sarà richiesta una particolare attenzione in prossimità della conclusione del primo trimestre 2018, nell'ottica di un'eventuale revisione dei diversi

posizionamenti. Da monitorare con estrema attenzione il ruolo che potenziale di eventuali “sorprese” da dati ed accadimenti.

La view sui mercati azionari mantiene una collocazione complessivamente positiva: in un’ottica tendenziale di breve periodo permane una visione costruttiva sull’equity, in considerazione di uno scenario di crescita sincronizzata globale. Continua la fase di euforia, ma non è comunque possibile escludere passaggi attraverso fasi di assestamento. Si prospetta un 2018 caratterizzato da maggiori fattori di incertezza e da minori driver di crescita rispetto al 2017. La crescita economica rimane solida, ma sarà importante monitorare l’andamento delle stime degli utili nei prossimi mesi (attesa volatilità in vista della reporting season). I tassi di interesse rimangono in un territorio accomodante, ma un eventuale movimento brusco al rialzo potrebbe generare volatilità e rotazione sull’equity. L’effetto “confronto” potrebbe giocare un ruolo non favorevole nell’ipotesi che difficilmente potranno manifestarsi nuovamente nel 2018 condizioni altrettanto benevole di quelle osservate nel 2017. Risulteranno inoltre quali determinanti imprescindibili per la lettura dell’evoluzione prospettica dei mercati anche le future mosse da parte delle principali banche centrali. Alla luce di indicatori PMI collocati da tempo in area espansiva su valori particolarmente elevati, appare opportuno adottare un approccio di posizionamento particolarmente equilibrato tra ciclici e difensivi, growth e value. Sul mondo equity potrebbe riscontrarsi una fase di surriscaldamento a brevissimo termine cui potrebbe fare seguito una correzione nel periodo primaverile tra Q1 e Q2.

Confermate a livello geografico le view precedentemente espresse: positive per le diverse principali macro-aree, neutralità su Italia.

Il mercato azionario europeo rimane supportato dalla crescita globale, da buoni dati macroeconomici (sia per i paesi europei sia per quelli emergenti), da ritorni societari attesi di segno positivo, da una politica monetaria che ridurrà progressivamente gli stimoli ma che al momento si conferma ancora accomodante. Anche i dati relativi all’erogazione dei finanziamenti privati, in Europa, hanno raggiunto il miglior livello degli ultimi sei anni. Questo è un

ulteriore indicatore della solidità economica. Dopo anni di riduzione della spesa, si sta assistendo ad una ripresa degli investimenti da parte delle aziende. Tuttavia potrebbe emergere qualche segnale di fragilità, considerata anche la bassa volatilità in relazione ai valori storici, sia per le alte valutazioni e la performance positiva del mercato YtD, che in molti casi sembrano offrire limitati margini di apprezzamento, sia per le incertezze che emergono sul fronte geopolitico. Il focus degli investitori nelle prossime settimane si sposterà sulla pubblicazione degli utili relativi al quarto trimestre del 2017: attualmente, le stime degli analisti vedono una crescita media degli utili del 9% circa per le società europee (dato rivisto leggermente al ribasso a causa del rafforzamento dell'Euro nei confronti delle maggiori divise internazionali). Le attese sono rivolte ad una reporting season solida per le società europee: il rischio maggiore potrebbe provenire proprio dal rafforzamento della moneta unica, con effetto negativo sui margini operativi. Negli ultimi mesi l'apprezzamento dell'Euro nei confronti delle altre principali divise ha infatti determinato un certo peggioramento nella dinamica delle stime sugli utili attesi per settori/titoli più esposti alla domanda internazionale. Risulterà inoltre cruciale, per il destino del mercato azionario europeo, che il governo tedesco sia composto da una coalizione stabile ed indirizzata a promuovere obiettivi comunitari atti a rendere duratura la crescita economica in Europa. In relazione a Brexit, la view sulle società britanniche impone la massima cautela, stante la situazione di incertezza diffusa e l'ipotesi di un possibile rallentamento della crescita nel Regno Unito. In Italia il miglioramento della situazione economica si rafforza: la ripresa appare ben strutturata e riguarda sia i consumi interni, sia gli investimenti, sia l'export, ed è associata ad un miglioramento del mercato del lavoro. Gli indicatori di sentiment di imprese e consumatori si mantengono su valori mediamente elevati, corrispondenti a nuovi massimi pluriennali e coerenti con una positiva dinamica del PIL. Tuttavia appare opportuno adottare particolare cautela in considerazione di alcuni fattori di possibile incertezza e rischio. Il rialzo segnato da inizio anno è significativo e l'indice FTSEMib si è avvicinato a resistenze

tecniche importanti. Le prossime elezioni politiche potranno indurre un sensibile incremento di volatilità nel periodo antecedente alla scadenza elettorale. Sono forti i timori inerenti l'incertezza e le difficoltà per la formazione di una futura maggioranza politica autonoma, stabile e coesa. Inoltre, alla luce di un contesto politico estremamente incerto, rimangono evidenti le difficoltà di intraprendere un percorso virtuoso di riforme e di riduzione del debito pubblico. Negli USA la sostenibilità della attuale fase di crescita è dipendente dalla capacità degli investimenti di supportare stabilmente la domanda aggregata. Le indicazioni degli ultimi trimestri sembrano andare in questa direzione, confortando la visione di una prosecuzione dell'attuale ciclo economico, anche in presenza di un approccio maggiormente hawkish da parte della Fed. L'economia negli USA cresce in prossimità del potenziale di lungo periodo e potrebbe manifestare alcuni segnali di surriscaldamento. La recente approvazione della riforma fiscale (TCJA), potrebbe esprimere un impatto positivo nel medio termine per le società USA (ma anche per quelle europee con forte esposizione agli Stati Uniti, malgrado la debolezza del dollaro USA vada a mitigare, nel breve termine, gli effetti positivi sugli utili aziendali). Le stime degli utili sono salite anche prima che la riforma fiscale fosse approvata ed i risultati del quarto trimestre appaiono più forti rispetto al trend. Con una tassazione al 21% la crescita degli utili potrebbe passare al 20% circa per il 2018. Le attese si focalizzeranno quindi sull'aumento della spesa infrastrutturale di circa 1 trilione di dollari.

Sul tema rimangono ancora da chiarire alcuni punti relativi ai fondi che finanzieranno la riforma, ma appare comunque possibile ipotizzare che l'iniziativa possa determinare risvolti positivi per le società coinvolte e per il mercato in generale. L'emergere di timori in merito ad un approccio protezionistico della politica statunitense non dovrebbe trovare conferma in rischi di down-side sui mercati finanziari. Va osservato che si configura un forte segnale tecnico di possibile inversione sull'indice S&P a quota 3000. Il mercato azionario nipponico beneficia di politiche monetarie e fiscali espansive. Le valutazioni delle società nipponiche appaiono interessanti a livello globale. Gli

indicatori economici (PMI) supportano una ripresa ciclica globale della quale le economie del Pacifico sembrano poter beneficiare ancora per qualche tempo. I fattori di sostegno insistono nella continuità nella politica monetaria, nel miglioramento della governance e profittabilità delle società, nell'accelerazione della crescita globale che spinge al rialzo, in particolare, titoli growth ciclici. I recenti dati macro inducono all'ottimismo sulla reporting season che sta per iniziare, mentre la BoJ, dopo il meeting del 23 gennaio, per ora non sembra intenzionata ad accelerare un cambiamento della politica monetaria. Tuttavia non è possibile escludere una fase di consolidamento del mercato, con prese di profitto dopo il forte rialzo e la mancanza di catalyst di breve termine. Nel 2018 la crescita degli utili potrebbe rallentare rispetto al 2017 a causa della mancanza del forte effetto positivo dato dal deprezzamento dello Yen e per il minor effetto dell'operating leverage. Occorrerà indirizzare il focus su società con innovativi piani di medio termine, in grado di mostrare una rilevante crescita degli utili: la corporate governance sarà molto importante soprattutto ai fini di ottenere un'espansione dei multipli. Nelle maggiori economie emergenti la crescita economica è prevista stabile anche nel 2018. Le sorprese macroeconomiche sono tornate positive, dopo la breve correzione di dicembre. La ripresa è stata spinta principalmente dal recupero verso la neutralità in America Latina. Con il recupero dei margini di profitto, il ROE dei paesi emergenti rispetto agli sviluppati è risalito ai livelli del 2013. Il recupero della profittabilità è atteso continuare nel 2018, ulteriormente aprendo il gap tra ROE e valutazioni price to book relative. Anche l'inflazione è attesa stabilmente moderata. Va inoltre osservato che recentemente si sono registrati flussi di liquidità di entità rilevante sulle azioni emergenti. L'inflazione in USA potrebbe mettere pressione sulle valutazioni delle società domestiche (tassi più elevati, multipli più bassi), e avviare una correzione a cui le azioni emergenti difficilmente andrebbero esenti. I salari USA non sembrano tuttavia in particolare tensione. In Cina al momento la politica monetaria sembra mantenere un approccio di gradualità ed è attesa generare solo un modesto rallentamento nel lungo periodo, tuttavia a breve è

attesa un'accelerazione che potrebbe sostenere le quotazioni delle commodities. Sfruttato in buona parte il potenziale di espansione dei multipli, al netto dell'apprezzamento dei cambi, la performance equity dipende in larga parte dalla crescita degli utili.

Nell'ambito di una visione trasversale sulle diverse aree, Europa e Giappone hanno la possibilità di registrare un'espansione dei multipli (appare ragionevole riporre fiducia nella ripresa globale e nel ritorno dell'inflazione). La crescita globale sta accelerando e la capacità di incrementare i prezzi sta tornando in diversi settori economici tradizionali, come i supermercati, le società di componenti tecnologici e le società energetiche. Questo implica che le previsioni degli analisti sulle vendite risultino troppo basse. Se gli utili dovessero sorprendere in Q1 2018, il mercato potrebbe muoversi al rialzo perché gli investitori passerebbero da una strategia di investimento "macro" ad una basata sulla selezione dei titoli. Si osserva che il settore bancario appare quello più favorito a livello globale in virtù di un contesto di tassi crescenti. Attesa un'intensa attività di M&A in particolare nel settore Health Care con un'accelerazione della spesa per investimenti e dell'attività di acquisizione e fusione nel corso dell'anno. Di particolare rilevanza l'analisi degli scostamenti tra settori (in termini di opportunità per cavalcare eventuali riallineamenti di valore) e focus prudenziale su Internet Companies alla luce di valutazioni elevate e alla possibilità di prese di profitto.

Sul comparto obbligazionario nel suo complesso viene espressa una view negativa connessa ad un percorso di normalizzazione della politica monetaria, già avviato o in via di prossima attuazione, che continuerà a caratterizzare le principali aree sviluppate.

Un approccio prudente vale nel medio periodo anche per la duration, tenuto conto delle dinamiche prospettive di risalita dei tassi di interesse reali, che si rifletteranno sui rendimenti obbligazionari attesi. Non è possibile escludere fasi di variabilità e battute d'arresto, con volatilità anche accentuata: nel caso, si imporrà l'adozione di un approccio tattico in funzione dei movimenti di

aggiustamento del mercato. Un elemento di rischio potrebbe insistere su uno spostamento verso l'alto del terminal value dei Fed Funds (attualmente a 2,50%). L'approccio prudenziale sull'obbligazionario governativo verrà opportunamente modulato in funzione dei tassi nominali.

Il basso livello attuale dei tassi giustifica tali indicazioni, in risposta alla vivacità della crescita economica evidenziata dai fondamentali, soprattutto in Europa. Oltre al consolidamento della ripresa economica, il rinnovato atteggiamento delle Banche Centrali, apparse marginalmente meno accomodanti sulla composizione dei propri bilanci, rafforza tale indicazione. Le condizioni per la risalita dei tassi richiedono che la Fed prosegua nel processo di rialzi dei tassi (si è recentemente registrato un innalzamento della mediana del grafico a punti "DOTS" oltre il 2020) e di riduzione del bilancio, che la BCE persegua il programma di riduzione degli acquisti e che la politica fiscale statunitense viri con decisione da restrittiva ad espansiva. Va comunque osservato che difficilmente le banche centrali si muoveranno con rapidità inattesa. Laddove le aspettative dei mercati iniziassero a scontare un atteggiamento ancora più restrittivo della BCE, e della Fed, occorrerà rimodulare opportunamente il sottopeso di duration. La Fed continua ad esprimere un approccio "reattivo" alle variabili reali e fino a quando non virerà ad un approccio "proattivo" rimarrà molto distante un target al 3% sui tassi UST (livello che potrebbe comportare un sell off mercato sui governativi USA). L'ipotesi di un rialzo dei tassi da parte della BCE a fine 2018 configura uno scenario al momento altamente improbabile, mentre appare più verosimile che un'eventuale azione in tale direzione possa conseguire solo alla completa conclusione della sequenza di rientro del quantitative easing, in direzione di un light tapering, con l'induzione della riduzione della liquidità in modo attento e misurato, senza sorprese. La BoJ era inizialmente attesa ad un approccio maggiormente aggressivo ma nella realtà sono emerse solo poche modifiche alla retorica di comunicazione. Un altro fattore di assoluta rilevanza per lo scenario generale insiste sulle dinamiche inflative: continua la dinamica sottotono, soprattutto rispetto al sentiero atteso.

Il rallentamento degli ultimi mesi sembra tuttavia temporaneo e la recente flessione dovrebbe essere terminata. Infatti rimangono in essere le condizioni per una ripresa dell'inflazione nell'orizzonte di previsione. Superate le pregresse incertezze connesse ad un output gap negativo, l'inflazione nel 2018 in USA potrebbe sorprendere lievemente al rialzo. Alcuni fattori di rischio potrebbero insistere su una flessione dei leading indicators (laddove risultano portatori di alcuni eccessi) piuttosto che sui cedimenti sugli hard data reali. Rimangono comunque in essere le condizioni per una ripresa dell'inflazione nell'orizzonte di previsione. In area Euro la recente fase di consolidamento della ripresa, progressivamente rivista al rialzo, modifica a stento l'andamento dell'inflazione che evidenzia alcune difficoltà nell'avviare un seppur modesto trend ascendente. Più in generale, la chiusura degli output gap (creatisi con l'avvio della crisi finanziaria del 2008) che viene determinata dal riallineamento tra domanda ed offerta aggregata nell'ambito delle principali economie, potrà creare una certa speculazione in merito alle attese di crescita della dinamica inflativa.

Viene confermata una view negativa sull'asset class corporate bond investment grade. Le valutazioni risultano sempre molto compresse: il rialzo dei rendimenti evidenziato nell'ultimo quarto 2017 è stato determinato dall'allargamento dei tassi lungo la curva swap, mentre gli spread sono risultati in assoluto poco variati. Tale contesto di mercato induce a prediligere scadenze e duration brevi, un'ampia diversificazione su emissioni con rendimenti più elevati e con expiry su orizzonti temporali ravvicinati, con un grado di seniority inferiore, anche ricercando strumenti più "sostanziosi" o con merito di credito inferiore all'adeguato. Lo scenario macroeconomico continua ad essere supportivo, spingendo a rialzo gli indici azionari; i livelli di leverage, complice il buon andamento degli attivi, non è ancora cresciuto in maniera significativa. Tali elementi bastano per comprimere oltremodo la volatilità del settore, ma appaiono in crescita i rischi derivanti dal prossimo tapering della BCE. Anche il cosiddetto mercato primario risulta decisamente tight e poco interessante. Guardando al dettaglio delle più recenti emissioni, si può evidenziare l'assenza

dei grandi player in questa fase; sono sicuramente meglio sostenuti dal mercato nuovi nomi, in ammontare di rado superiore alla benchmark size. Tale caratteristica ha reso così ancora meno attraenti le poche opportunità identificate. All'interno del settore finanziario si segnalano significativi passi avanti nel processo di recovery del sistema nazionale. In generale si ritengono estremamente compressi i livelli raggiunti dagli spread anche tra i titoli obbligazionari subordinati, non solo nel settore finanziario, ma anche in quello industriale: l'indice di riferimento delle emissioni ibride, che mostra una duration prossima ai 5 anni, è di poco sopra a 2%.

Avendo riguardo alle emissioni high yield, la view mantiene una connotazione tendenzialmente neutrale in un'ottica prudenziale. La earning season in Q4 2017 ha fornito risultati interessanti e superiori alle attese, in particolare per quanto riguarda quelle aziende che presentano una maggiore correlazione col ciclo economico. I margini societari appaiono generalmente stabili o in leggero miglioramento. I finanziari periferici appaiono confortati dal processo di dismissione degli NPL presenti in bilancio. L'indebitamento aggregato delle società non finanziarie, pur se in lieve aumento, continua a mantenersi su livelli sostenibili e coerenti con il contesto macro. I tassi di default hanno toccato un nuovo minimo in USA. Tuttavia, i rendimenti mantengono generalmente una connotazione piuttosto compressa e potrebbe emergere un caveat sul livello di liquidità/liquidabilità prospettica del comparto.

Sui mercati obbligazionari emergenti in valuta forte, permane una view neutrale. I dati economici dei Paesi Emergenti rimangono sufficientemente robusti ed il debito esterno dei mercati emergenti rimane uno dei più interessanti in termini relativi rispetto agli altri comparti a spread, ma va osservato che i premi per il rischio si sono ristretti sensibilmente: agli attuali livelli la politica monetaria della Fed, dichiaratamente meno accomodante, potrebbe impattare negativamente sull'asset class, malgrado i livelli di rendimento permangano attraenti in virtù della componente di carry implicito, in un contesto di miglioramento della crescita e di condizioni finanziarie favorevoli.

Avendo riguardo alle principali divise, la relazione EUR/USD mantiene una connotazione di neutralità, permane una view negativa su GBP e positiva su JPY. Il differenziale dei tassi sulla parte a lunga della curva americana e di quella europea dovrebbe risultare il principale driver del tasso di cambio, almeno nel breve periodo. Il tasso di cambio è rimasto comunque all'interno del range definito negli ultimi mesi. L'azione della BCE sarà comunque indirizzata ad evitare un eccessivo apprezzamento dell'Euro. La riforma fiscale americana costituisce il principale driver di price action. Attualmente il dollaro appare sottovalutato rispetto alle metriche fondamentali più comuni (il differenziale dei tassi sopra citato), tuttavia le dichiarazioni del segretario al tesoro americano (la politica sulla valuta è formalmente suo appannaggio) portano a posizionare i fondamentali economici in secondo piano. Il mercato seguirà le dichiarazioni del presidente Draghi nei prossimi incontri per valutare se l'attuale stance di politica monetaria prezzata dal mercato verrà validata o meno. In caso positivo, si apre la possibilità di un ulteriore apprezzamento dell'Euro. Tuttavia, alla luce dei livelli raggiunti (in modo particolare rispetto a USD) si ritiene prudente attendere le future dichiarazioni di Draghi (anche a gennaio la retorica è stata indirizzata a contenere il vigore della divisa comune). La posizione di neutralità potrebbe essere rivista/rimodulata in funzione di potenziali occasioni di trading. Permangono forti incertezze sulla Sterlina, per la quale in un'ottica prudenziale la view mantiene un segno marginalmente negativo in considerazione del tema Brexit ed in attesa di future mosse da parte della BoE. In Giappone gli indicatori macroeconomici risultano positivamente impostati in relazione a crescita, occupazione ed inflazione. Quest'ultima ha recentemente fornito segnali di ripresa. Ciò induce ad ipotizzare che la BoJ possa prospetticamente limitare o ridurre gli interventi espansivi, favorendo un rafforzamento dello Yen. Tuttavia, la BoJ ufficialmente ha smorzato gli entusiasmi del mercato per la leggera risalita dei tassi a 10 anni registrata all'inizio dell'anno. Non risulta ancora il momento di modificare il policy mix. La qualità dei fondamentali ha comunque indotto gli analisti a rivedere al rialzo le stime per il CPI a fine anno. Si ritiene

che questi cambiamenti possano indurre il mercato ad ipotizzare per la BoJ lo stesso sentiero intrapreso nel corso del 2017 dalla BCE (con l'avvio del processo di uscita dalla politica monetaria non convenzionale). Le metriche fondamentali di lungo periodo (PPP, Current Account Balance) indicano lo Yen come la valuta maggiormente sottovalutata nell'ambito del gruppo G10.

Nell'ambito di un approccio multi-asset il monitoraggio dell'andamento delle variabili macro-economiche risulta cruciale al fine di individuare l'asset-mix più opportuno per affrontare di tempo in tempo l'evoluzione degli scenari di mercato. L'andamento dell'inflazione reale ed attesa appare uno dei temi potenzialmente di maggiore rilevanza per il 2018. La crescita economica è in accelerazione nelle principali economie sviluppate ed emergenti. Le aspettative sulle dinamiche inflative sono in incremento. Il mercato del lavoro negli Stati Uniti è forte, sebbene la crescita dei salari sia ancora sottotono, tuttavia la debolezza del dollaro USA e l'aumento dei prezzi delle materie prime stanno aumentando le pressioni. In Giappone la forza nel mercato del lavoro e l'utilizzo della capacità sono i fattori positivi. Si mantiene un giudizio positivo sui tassi breakeven negli Stati Uniti, UK e Giappone. La componente dei premi al rischio registra performance moderatamente positive, anche in virtù delle condizioni finanziarie ancora accomodanti nelle principali economie. Il fattore di incertezza relativo al progressivo ripiegamento delle attuali favorevoli condizioni di liquidità a livello globale, a partire dagli USA, risulta in parte rientrato. La Fed appare candidata a guidare un progressivo viraggio ad un atteggiamento maggiormente hawkish delle banche centrali: in generale le politiche monetarie assumeranno connotazioni più restrittive. Tuttavia, la crescita del credito degli Stati Uniti sta rimbalzando: sia la domanda interna sia gli indicatori di produzione indicano ancora un forte impulso. Anche in Giappone la spinta alla crescita è trainata principalmente dalla manifattura e dal canale estero. Permangono sullo scenario alcuni potenziali fattori di rischio: il venir meno di un'adeguata liquidità, i potenziali squilibri a lungo termine indotti dalla riforma fiscale dell'amministrazione Trump, la difficoltosa gestione dell'eccessiva crescita del

debito cinese ed il ribilanciamento dell'economia, la divergenza riscontrata nell'ambito della zona Euro tra il surplus della bilancia commerciale tedesca e quella negli altri paesi dell'area, divergenza che limita il riequilibrio interno all'area tra paesi in surplus e quelli in deficit di spesa, il controllo della curva dei tassi nipponica in un contesto di rendimenti crescenti. Non ultimo va considerato il tema relativo ad una sorta di compiacenza ed assuefazione a mercati poco variabili (in uno scenario di continuazione) laddove invece potrebbero progressivamente accrescersi sotto traccia i fattori di vulnerabilità (sorprese negative, con particolare attenzione alle implicazioni connesse ad un'eccessiva contrazione della liquidità favorevole alla crescita). In considerazione di quanto sopra accennato e dell'evoluzione del contesto, un caveat sul posizionamento prospettico appare d'obbligo, imponendo un approccio vigile e non potendo escludere l'attuazione repentina di modulazioni tattiche di entità significativa. Relativamente alle componenti non direzionali la valutazione di un miglioramento dello scenario di crescita si traduce nel mantenimento di una view complessivamente positiva per la classe azionaria (nel cui ambito a livello geografico la view è positiva sulle aree USA, Giappone, Euro, Emergenti, mentre prudenzialmente una maggior cautela insiste sulla crescita in UK e Australia). Permane un approccio positivo sulle dinamiche inflative in USA, Giappone e UK. Le view illustrate non rappresentano indirizzi di carattere allocativo, bensì un orientamento generale sull'ipotizzabile andamento delle diverse asset class. La valutazione sulla liquidità rappresenta una view in termini relativi, connessa al costo opportunità per la detenzione della suddetta asset class in luogo di altre. Non sussistono temi di particolare preoccupazione in merito alla crescita: quale fattore di supporto, predomina uno scenario virtuoso di sincronizzazione globale. Si sottolinea che sussiste comunque la necessità di adottare alcune cautele, con posizionamenti attivi opportunamente modulati, alla luce di uno scenario prospettico per il 2018 percepito con maggiore volatilità, in cui permangono fattori di incertezza potenzialmente perturbanti (prevalentemente di natura politica e geo-politica). Il contesto attuale mantiene una connotazione positiva

laddove valori e livelli non ancora estremi possono consentire ulteriori e moderati spazi di crescita. Tuttavia, prospetticamente nel 2018 sarà possibile osservare un progressivo aumento di rischi con una correzione del trend in atto tra Q1 ed Q2, anche in considerazione dell'approssimarsi di livelli tecnici importanti. Nell'ambito dell'attuale approccio strategico, l'adozione di modulazioni tattiche di brevissimo periodo persegue lo scopo di ottimizzare i posizionamenti di portafoglio sulle diverse asset class, in relazione alle dinamiche attese dei mercati ed ai possibili aggiustamenti suggeriti dalla fase del ciclo e dagli indicatori periodici.



Relazione annuale Fondo Pensione Gruppo Bancario Crédit Agricole Italia

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

1	Commento alla gestione 2017	2
2	Prospettive dei mercati nel 2018	4
	Scenario base	4
	Principali rischi	8
	Come investire nel 2018.....	11

I contatti per eventuali esigenze sono:

Ettore Ruberl

Responsabile Institutional Sales

Tel: +39 02 85961 375

e-mail: Ettore.Ruberl@mediobancasgr.com

Luigi Introzzi

Responsabile Gestioni Clienti Istituzionali

Tel: +39 02 85961 371

e-mail: Luigi.Introzzi@mediobancasgr.com



1 Commento alla gestione 2017

1.1 Linea Orizzonti 10

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Mediobanca SGR è stato investito, coerentemente con i benchmark assegnati, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto agli stessi parametri di riferimento e nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

I mandati gestito da Mediobanca SGR ha realizzato nel 2017 performances mediamente inferiori rispetto alla media degli anni passati, in particolare per quanto riguarda i mandati a prevalente componente obbligazionaria che, nonostante la prudente impostazione del portafoglio che ha consentito di limitare il downside, sono state penalizzate dal carry ormai compresso dalle politiche ultraespansive delle Banche Centrali sugli investimenti obbligazionari e dalla debolezza di USD e GBP nei confronti dell'Euro.

<u>Linea Orizzonti 10</u>		<u>Linea Orizzonti 20</u>		<u>Linea Orizzonti 30</u>	
Rendimento	-0.54%	Rendimento	+2.85%	Rendimento	+5.05%
Benchmark	-0.78%	Benchmark	+2.86%	Benchmark	+6.10%

Tale deludente risultato non compromette comunque il soddisfacente ritorno medio reale realizzato negli ultimi anni da ognuna delle Linee di Investimento del Fondo.

Nel corso del 2017 i mercati azionari internazionali hanno continuato a beneficiare di una crescita economica superiore al potenziale, diffusa a tutti i settori di attività e sincronizzata tra Paesi Sviluppati ed Economie Emergenti, di Banche Centrali particolarmente accomodanti e caute nella rimozione degli eccezionali stimoli monetari posti in essere a partire dallo scoppio della crisi finanziaria e della recessione globale degli anni passati grazie ad un'inflazione che rimane stabilmente sotto controllo, e di una crescita degli utili aziendali globali ben superiore alle attese degli analisti ad inizio anno.

Seppure in un contesto di carry sostanzialmente nullo e pertanto particolarmente difficile per gli investimenti obbligazionari, il contributo alla performance assoluta del 2017 è



risultato negativo solo per quanto riguarda gli investimenti fixed income denominati in divise diverse dall'Euro, in particolare con riferimento alla debolezza della Sterlina, e alla svalutazione del Dollaro US, accentuatasi nella seconda metà dell'anno nonostante le aspettative di divaricazione nelle politiche monetarie tra i due lati dell'Atlantico.

I tassi a breve sono infatti rimasti ancorati a livelli vicini (o inferiori) allo zero in Europa e Giappone, mentre sono cresciuti solo marginalmente negli US, permettendo alle curve dei rendimenti di rimanere piuttosto piatte, limitando così l'attesa discesa dei prezzi delle obbligazioni a reddito fisso.

I rischi geopolitici, legati principalmente alla mancanza di una leadership politica credibile in molte aree del globo a fronte di focolai di instabilità piuttosto diffusi (Corea, Nord Africa, Arabia Saudita, Brexit etc..) che hanno condizionato l'andamento dei mercati finanziari, risultando la principale fonte di volatilità nel corso del 2016, sono gradualmente usciti dai "radar" degli investitori nel corso del 2017, principalmente come conseguenza dei rassicuranti risultati nelle consultazioni elettorali di primavera in Europa, permettendo un tranquillo rally dei mercati azionari nella seconda metà dell'anno in una sostanziale assenza di volatilità e determinando una ulteriore compressione dei crediti spreads dei Titoli di Stato dei Paesi periferici dell'Eurozona e dei principali emittenti Corporate, supportati dagli acquisti diretti da parte della ECB, nell'ambito del programma di Easing Monetario.

L'esposizione complessiva dei mandati ai mercati azionari, è stata marginalmente sottopesata rispetto ai pesi neutrali dei rispettivi benchmark, coerentemente con valutazioni dei corsi azionari nel complesso piuttosto tirate rispetto alle medie storiche seppure ancora attraenti se comparate a quelle degli investimenti fixed income.

Nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio, la componente azionaria dei portafogli è rimasta impostata privilegiando titoli nei settori le cui valutazioni sono ritenute più sostenibili e meno artificialmente gonfiate dai continui afflussi sul mercato di capitali attratti dalla ricerca di rendimenti accettabili rispetto agli investimenti obbligazionari e dalla pericolosa percezione di una quasi totale assenza di rischio in uno scenario ideale per ogni forma di investimento e destinato a perpetuarsi senza alcuna forma di volatilità o interruzione.

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 primo 2017, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk rimangono compressi dagli acquisti della BCE.

Mediobanca SGR nella gestione dei mandati 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".

Mediobanca SGR nella gestione dei mandati per conto del Fondo non esercita le attività di azionariato attivo.

2 Prospettive dei mercati nel 2018

Scenario base

L'anno appena iniziato vedrà una prosecuzione dei temi che hanno caratterizzato il 2017. Nel 2018 continuerà il momentum positivo dell'economia mondiale: assisteremo ancora ad una crescita solida e sincronizzata e ad una moderata accelerazione dell'inflazione, a fronte di una politica monetaria gradualmente meno accomodante.

Crescita Economica

La crescita rimarrà stabile a livello mondiale, caratterizzata da intensità differenti tra le aree geografiche. Stati Uniti e Cina sono in una fase di late cycle, mentre l'Area Euro e il Giappone sono in una fase intermedia del ciclo economico. I paesi esportatori di materie prime nei paesi emergenti sono invece solo all'inizio del ciclo. La crescita rafforzerà la propria capacità di auto-alimentarsi e si osserverà un progressivo aumento del contributo proveniente dagli investimenti fissi lordi. Negli Stati Uniti e nell'Area Euro le stime del PIL di T3 2017 hanno evidenziato un lento ma progressivo miglioramento degli investimenti. Questo trend dovrebbe continuare nel 2018, compensando le attese di un minor contributo dei consumi privati, su cui peserà il recente aumento del prezzo del petrolio e il rallentamento dell'economia cinese. Negli Stati Uniti un supporto agli investimenti arriverà dalla nuova legge fiscale, mentre nell'Area Euro l'aumento degli investimenti sarà favorito dalla ripresa della domanda estera e interna e dalla combinazione di ampie condizioni di finanziamento, da minori incertezze, dall'elevato utilizzo della capacità produttiva e dalla rinnovata fiducia delle imprese. Anche l'investimento immobiliare dovrebbe riprendere ad un ritmo più elevato. L'aumento degli investimenti farà, così, da volano alle altre componenti della crescita.

STATI UNITI: L'economia statunitense è in una fase avanzata del ciclo economico, il mercato del lavoro è prossimo al pieno impiego, pur in assenza di pressioni salariali. Nel 2018 la crescita del paese continuerà solida e ben distribuita, trovando nuovo slancio in un moderato stimolo fiscale, che dovrebbe supportare la crescita nel breve periodo e nella deregolamentazione, che dovrebbe fornire una spinta di medio periodo. Contestualmente, il mercato del lavoro continuerà a migliorare, mantenendo elevato il reddito del consumatore. L'inflazione aumenterà moderatamente sulla scia di un'accelerazione dei salari, che dovrebbe iniziare a concretizzarsi e un aumento dell'inflazione importata. La Fed, guidata da Powell, continuerà il proprio processo di inasprimento "graduale e prevedibile" della politica monetaria, muovendosi lentamente verso la neutralità.

AREA EURO: L'Area gode di una crescita solida e diffusa tra paesi e settori. La minor frammentazione rimuove progressivamente l'eterogeneità tra i diversi paesi, divenendo un volano per la crescita dell'Area. Nel 2018 i consumi resteranno solidi: i progressi del mercato del lavoro si rifletteranno sul potere d'acquisto delle famiglie, stimolando i consumi. L'elevata fiducia e la minor incertezza diminuirà la necessità di risparmiare in via



cautelativa. Gli investimenti forniranno un maggior contributo alla crescita. L'inflazione core dovrebbe salire moderatamente grazie alla riduzione passata e prevista del divario tra produzione potenziale ed effettiva, che dovrebbe tradursi in un'accelerazione dei prezzi e dei salari. Nel 2018 la BCE si cimenterà con la sfida di riuscire a "navigare, senza eccessivi scossoni" verso la conclusione del QE. La BCE continuerà con il QE almeno fino a settembre. Successivamente dovrebbe concentrarsi sulla forward guidance, con tassi di interesse stabili almeno fino a metà 2019, nonostante qualche voce discordante in seno al Consiglio Direttivo.

ITALIA: La crescita economica sta accelerando e divenendo più capillare tra i settori dell'economia: in T3 2017 la crescita del PIL è stata pari +0.5% t/t (1.7% a/a), con il contributo positivo sia dei servizi che dell'industria in senso stretto. Il 2017 è stato caratterizzato da una robusta dinamica della produzione, un ritorno favorevole del ciclo degli investimenti, elevati livelli di fiducia, ed un'ottima performance delle esportazioni, a seguito di un aumento della quota italiana sulle esportazioni globali. Nonostante alcune fragilità strutturali (elevato livello di debito pubblico, andamento demografico penalizzante e bassa produttività, frenata anche dal permanere di crediti deteriorati e dal carico fiscale) continuano a frenare il potenziale di crescita, è tornato l'interesse degli investitori esteri verso il nostro paese. Nel 2018 proseguirà il consolidamento della crescita e il recupero degli investimenti.

GIAPPONE: Il paese si trova in una fase di stagflazione inversa: bassa inflazione (ma con un rischio ridotto di deflazione), crescita in accelerazione e un tasso di disoccupazione al 2.8%, che non si registrava dal 1993. Dalla rielezione del Primo Ministro Abe in ottobre è emersa qualche preoccupazione sul rischio di una possibile stretta fiscale. Inoltre, il governo sta esercitando molte pressioni sulle imprese affinché aumentino i salari e sta valutando la possibilità di introdurre deduzioni fiscali per raggiungere lo scopo. La BoJ ha mantenuto invariato il proprio orientamento di politica monetaria. Nel 2018 le prospettive per l'economia giapponese restano favorevoli, sostenute da politiche accomodanti, dalla ripresa della domanda estera e da un mercato del lavoro forte. La politica monetaria resterà «aggressivamente espansiva».

CINA: L'attività economica resta robusta. Dopo una forte crescita nella prima metà dell'anno, la crescita del PIL reale della Cina si è marginalmente indebolita in 3T 2017, attestandosi al 6.8% a/a, in calo rispetto al 6.9% del trimestre precedente. Nel 2018 La crescita del paese dovrebbe moderatamente rallentare: l'economia, che ha già superato il picco ciclico, rallenterà ancora quando le riforme inizieranno a gravare sulla crescita di breve termine. La revisione della regolamentazione potrebbe portare a un inasprimento delle condizioni monetarie. La politica fiscale rimarrà proattiva, ma non resta molto spazio per un ulteriore alleggerimento.

Inflazione

Il livello dei prezzi crescerà molto lentamente, spinto dalla lenta diminuzione della capacità inutilizzata a livello mondiale. Negli Stati Uniti l'inflazione headline si avvicinerà al target della Fed sulla scia di una modesta accelerazione dei salari, ma resterà lontana dall'obiettivo delle banche centrali nell'Area Euro e in Giappone, consentendo così il mantenimento di una politica monetaria ancora espansiva. Nonostante il graduale processo di normalizzazione della Fed, il QE continuerà e sarà ancora la strategia dominante a livello globale per il 2018. Per questo la liquidità sui mercati continuerà ad essere elevata, favorendo le classi di attivo più sensibili alla crescita economica. Nel nostro scenario base una fiammata inflazionistica appare poco probabile, sia a causa delle pressioni dis-inflazionistiche globali sia per l'alta credibilità delle banche centrali.

Stime di consensus

Dati macro (%)	2017	Min	2018	
	Mediana		Mediana	Max
Stati Uniti				
Pil Reale	2.3%	1.7%	2.6%	4.1%
Inflazione	2.1%	1.6%	2.1%	2.9%
Area Euro				
Pil Reale	2.3%	1.8%	2.1%	2.6%
Italia	1.6%	1.0%	1.4%	1.9%
Inflazione	1.5%	1.1%	1.5%	1.7%
Italia	1.3%	0.8%	1.2%	1.7%
Giappone				
Pil Reale	1.7%	0.9%	1.3%	1.7%
Inflazione	0.5%	0.3%	0.8%	1.2%
Cina				
Pil Reale	6.8%	6.2%	6.5%	6.6%
Inflazione	1.6%	1.8%	2.3%	2.7%
 Mercati emergenti				
Pil Reale	4.7%	-	5.0%	-
Inflazione	11.1%	-	15.9%	-

Principali rischi

Identifichiamo principalmente tre rischi di scenario per il 2018 (inasprimento delle condizioni finanziarie, recessione negli Stati Uniti, battuta d'arresto del commercio internazionale), oltre a quelli idiosincratici e ai due principali elementi di incertezza del mercato, rappresentati dal numero dei futuri rialzi del costo del denaro della Fed e dall'andamento del prezzo del petrolio, che si manterrà in un intervallo coerente con i costi di produzione dei produttori marginali (stimato oggi pari a 50 dollari al barile). Tuttavia, tenuto conto delle attuali tecnologie estrattive, nel medio periodo i prezzi del greggio dovrebbero salire a circa 65-70 dollari al barile, affinché la produzione di petrolio da scisti possa continuare a espandersi con profitto a un ritmo sostenuto.

Inasprimento delle condizioni finanziarie (con media probabilità)

L'aumento delle aspettative di inflazione negli Stati Uniti e il repricing delle aspettative di politica monetaria della Fed generano un inaspettato e repentino inasprimento delle condizioni finanziarie (repricing del term premium e dell'inflation premium).

Nel 2017 la Fed ha alzato l'intervallo target per il tasso sui fed fund tre volte, e da ottobre ha iniziato a ridimensionare il proprio bilancio di \$4.500 miliardi, senza evidenti effetti né su fiducia dei consumatori e ripresa economica né sulle condizioni finanziarie, rimaste estremamente accomodanti. Il National Financial Condition Index (NFCI) della Fed di Chicago ha registrato una tendenza al ribasso fino a un minimo da 24 anni, mentre la struttura a termine dei rendimenti governativi si è appiattita: i rendimenti dei titoli del tesoro statunitense a due anni sono saliti di oltre 60 pb da dicembre 2016, mentre il rendimento del decennale è rimasto pressoché invariato. Questo comportamento contrasta con i precedenti cicli di inasprimento monetario ("mag. 2004-mag. 2005" e "gen. 1994-gen.1995"). Nel 1994 gli interventi della Fed avevano provocato un netto aumento dei rendimenti a lungo termine, modeste perdite sul mercato azionario, un ampliamento degli spread creditizi e sovrani dei paesi emergenti e una corrispondente impennata dell'NFCI, a indicazione di un significativo inasprimento delle condizioni finanziarie. Nel 2004, invece, dopo il rialzo dell'intervallo target per il tasso sui fed fund i rendimenti governativi a 10 anni non erano aumentati e gli spread creditizi erano diminuiti



- tanto da far parlare l'allora presidente della Fed, Alan Greenspan, di un conundrum sui rendimenti dei titoli obbligazionari - allora però il livello generale dell'NFCI aveva evidenziato un modesto inasprimento, cosa che invece si osserva in questi mesi.

L'aspetto che maggiormente differenzia l'attuale fase di mercato dai precedenti episodi di inasprimento è la riduzione del term premium. La scomposizione in due componenti dei rendimenti dei titoli del tesoro statunitense a 10 anni, una dovuta alle aspettative sui tassi futuri e una costituita dal premio a termine, indica che un calo marcato di quest'ultima componente sta più che compensando la revisione al rialzo delle aspettative sul futuro andamento dei tassi di interesse a breve termine. Alla base della riduzione del term premium vi è l'elevata dimensione dei bilanci delle banche centrali, dovuta ai loro acquisti su larga scala di titoli di stato. Anche la riduzione dell'inflation premium ha contribuito a comprimere il rendimento del decennale. Per tutto il 2017 l'inflazione è rimasta sorprendentemente bassa, scendendo ripetutamente sotto le attese di mercato, nonostante il mercato del lavoro abbia mostrato continui miglioramenti. Conseguentemente, anche a fronte di aspettative di inflazione a lungo termine stabili, in un contesto di modesta inflazione realizzata gli investitori hanno iniziato a chiedere un più basso premio per il rischio di inflazione futura. Nel 2018 un eventuale aumento delle aspettative di inflazione negli Stati Uniti e il repricing del term premium potrebbe generare un inaspettato e repentino inasprimento delle condizioni finanziarie, un contemporaneo steepening della struttura a termine e, conseguentemente, perdite moderate nei mercati azionari e un ampliamento degli spread creditizi. Dato l'attuale contesto di mercato, attribuiamo una probabilità media a questo scenario.

Recessione negli Stati Uniti (con bassa probabilità)

Un rallentamento significativo della crescita negli Stati Uniti potrebbe portare l'economia mondiale alla recessione. Il ciclo economico degli Stati Uniti andrà monitorato attentamente.

L'economia statunitense in T3 2017 è cresciuta ad un ritmo pari al 3,3% t/t annualizzato, raggiungendo il massimo tasso di crescita trimestrale degli ultimi tre anni. Benché a metà del 2018 gli Stati Uniti raggiungeranno il decimo anno consecutivo di espansione, a nostro avviso l'attuale fase del ciclo economico si configura come una fase di "late cycle" ancora solida e non estrema.



Tale conclusione è supportata dal confronto con i passati cicli economici: sulla base dell'indicatore dell'Economic Cycle Research Institute abbiamo identificato, dal 1982, tre fasi di espansione del ciclo economico statunitense, con cui confrontare l'attuale fase di espansione (2009-2017).

La Fed sta procedendo nel proprio processo di normalizzazione dei tassi di interesse in modo estremamente graduale rispetto al passato, contribuendo a mantenere accomodanti le condizioni finanziarie. Le modeste pressioni salariali, nonostante l'irrigidimento dei mercati del lavoro, mantengono contenute l'inflazione, le aspettative di inflazione e il premio per il rischio di inflazione, a beneficio del consumatore statunitense. La fiducia dei consumatori si trova di fatto ai massimi in termini storici. I rendimenti obbligazionari a lungo termine, scontando questo ciclo di rialzi estremamente graduale, hanno registrato un calo costante ed incorporano un term premium ancora depresso.

Le ridotte aspettative di incrementi dei tassi di interesse negli Stati Uniti hanno quindi favorito la ricerca di rendimento da parte degli investitori, dando slancio ai mercati azionari e sostenendo l'appetito per il rischio: gli indici azionari hanno raggiunto nuovi massimi e livelli di valutazione particolarmente elevati. In questo contesto la volatilità resta depressa sia sul mercato obbligazionario, nonostante i recenti aumenti del tasso obiettivo sui fed funds, sia sul mercato azionario a fronte di una riduzione del volume degli scambi. Da questa analisi emerge che il principale rischio (a cui attribuiamo una bassa probabilità di realizzazione) deriva dal repricing delle aspettative di politica monetaria e/o da un cambiamento della funzione di reazione della Fed, che potrebbe portare con sé l'aumento repentino del premio per il rischio di inflazione e del term premium, impattando tutte le classi di attivo.

Battuta d'arresto del commercio internazionale (con bassa probabilità)

L'intensificarsi delle politiche economiche statunitensi anti-commercio internazionale potrebbero invertire il trend di crescita di quest'ultimo, rallentando il ritmo di crescita sia dell'economia statunitense che dell'economia globale.

In campagna elettorale, il Presidente Trump si è impegnato a difendere gli americani dagli effetti negativi della globalizzazione, dichiarando di voler uscire dai più importanti trattati sul libero scambio, a cui gli Stati Uniti partecipano (TTP, NAFTA, WTO). Rompere

questa rete di relazioni commerciali potrebbe causare danni economici significativi ed innescare un effetto recessivo. Da un lato questa politica rischia di provocare una forte rivalutazione del dollaro, dall'altro potrebbe indurre molti paesi a intraprendere misure di rappresaglia ed erigere a loro volta barriere commerciali contro i prodotti americani, scatenando così una guerra commerciale, innescando una spirale recessiva dell'economia statunitense. I potenziali vantaggi per l'economia statunitense, derivanti dall'incremento delle tariffe doganali, sarebbero superati dagli svantaggi, provenienti dalla chiusura dei mercati esteri nei confronti dell'industria americana. Il primo anno di governo sul fronte del commercio internazionale si è, però, rivelato meno aggressivo di quanto il presidente avesse annunciato in campagna elettorale: sono rimaste invariate le tariffe generali e gli Stati Uniti non si sono ritirati dagli accordi di libero scambio. Tuttavia, guardando al futuro, resta un rischio reale che l'amministrazione Trump possa diventare più aggressiva sul commercio, incluso un possibile ritiro dal NAFTA. Durante le attuali rinegoziazioni del NAFTA, gli Stati Uniti hanno spinto in modo aggressivo per cambiamenti che né il Messico né il Canada sono disposti ad accettare. I negoziati dovrebbero concludersi nel primo trimestre del 2018 con modifiche relativamente minori al NAFTA, ma resta probabile che il presidente Trump decida di ritirarsi formalmente dal NAFTA, aumentando l'incertezza con un impatto rilevante sul commercio internazionale. In quel caso molte domande sarebbero senza risposta. Il Presidente ha l'autorità legale per ritirarsi dal NAFTA e, se si, imporrà successivamente altre restrizioni commerciali? Quale regime commerciale prenderebbe il posto del NAFTA? Come reagirebbero Messico e Canada? Ricordiamo che la valuta messicana è caduta di oltre il 10% subito dopo le elezioni americane dello scorso anno per timore che la nuova amministrazione si ritirasse dal NAFTA o imponesse sanzioni commerciali punitive contro il Messico.

Come investire nel 2018

Queste dinamiche ci assicurano per il prossimo anno. Privilegeremo gli strumenti più sensibili alla crescita ed esprimiamo una view negativa sul comparto obbligazionario governativo.

Ci aspettiamo una maggior pressione al rialzo sui tassi di interesse globali. Da un lato la Fed continuerà con una stretta monetaria graduale, dall'altro il QE su scala globale



dovrebbe toccare i livelli massimi durante il 2018: gli acquisti di titoli da parte della BoJ e della BCE compenseranno in parte la stretta monetaria della Fed e continueranno a pesare sul term premium globale. Queste dinamiche dovrebbero limitare, ma non escludere, l'ascesa dei tassi di interesse a lungo termine. Inoltre negli Stati Uniti la riforma fiscale in approvazione aumenterà il deficit US, causando un aumento del segmento a lungo termine della struttura a termine.

Riteniamo che l'inflazione resterà moderata ma aumenterà il rischio di una sua crescita repentina e di un re-pricing del rischio di inflazione, per questo privilegeremo l'utilizzo di strumenti finanziari che consentono la copertura del rischio di inflazione. Negli Stati Uniti il rischio specifico di una fiammata inflattiva è più elevato rispetto al 2017 in quanto il mercato del lavoro si è ulteriormente mosso verso il pieno impiego e l'aumento dell'occupazione dovrebbe esercitare qualche pressione ciclica sui salari. Inoltre, dovrebbe esaurirsi la pressione al ribasso derivante da alcuni fattori non ciclici (in particolare nel settore delle comunicazioni e dei farmaceutici), che hanno pesato sull'inflazione US nel 2017. Sul segmento corporate esprimiamo una view neutrale sul segmento high yield mentre una via negativa sull'investment grade.

Nonostante valutazioni non particolarmente attraenti restiamo relativamente positivi su tutto il comparto azionario data la solidità del ciclo economico e la bassa probabilità che attribuiamo ai tre rischi di scenario (recessione negli Stati Uniti, inasprimento delle condizioni finanziarie, battuta d'arresto del commercio internazionale). In particolare, esprimiamo una view positiva sull'azionario Area Euro e Giappone.



Asset class	View	Razionale
Governativo USA	-	Il ciclo economico è solido. La Fed continuerà ad alzare il costo del denaro, causando un progressivo aumento dei rendimenti della struttura a termine governativa. Le valutazioni sono elevate e compensano il <i>momentum</i> positivo dei prezzi dei titoli. La riforma fiscale in approvazione aumenterà il deficit US, causando un aumento del segmento a lungo termine della struttura a termine.
Governativo Euro	-	Il ciclo economico è solido. L'inflazione non mostra ancora un aumento generalizzato, pertanto la BCE continuerà ad esser presente sul mercato almeno fino a settembre 2018, compensando valutazioni elevate.
Corporate HY	=	Il livello raggiunto dalle strutture a termine e la compressione degli spread riducono le aspettative di rendimento. Tuttavia, la correlazione positiva con il mercato azionario compensa in parte i primi due fattori e ci induce ad esprimere una view di neutralità.
Corporate IG	-	Valutazioni elevate, congiuntamente al rischio connesso alle curve governative di riferimento, superano l'effetto positivo derivante dal ciclo economico, inducendoci ad esprimere una view negativa sull'asset class.
Azionario	+	Lo scenario macroeconomico positivo e in consolidamento è favorevole all'azionario
Azionario US	=	Il ciclo economico solido e il <i>momentum</i> positivo sui prezzi sono compensati da valutazioni molto elevate. Esprimiamo cautela sul mercato.
Azionario EMU	+	Il ciclo economico solido e il <i>momentum</i> molto positivo sui prezzi compensano nell'attuale fase il giudizio negativo riconducibile alle valutazioni (elevate), suggerendo una view positiva
Azionario JP	+	Il ciclo economico solido e il <i>momentum</i> molto positivo sui prezzi compensano nell'attuale fase il giudizio negativo riconducibile alle valutazioni (elevate), suggerendo una view positiva.
Azionario EM	=	Il ciclo economico solido e il <i>momentum</i> positivo di mercato sono indeboliti da valutazioni estreme e dall'impatto dell'inasprimento delle condizioni finanziarie, che deriverà dall'aumento dei costi del denaro in US.

COMMENTO GESTIONE RISPEVI

Periodo	2017
----------------	-------------

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 2017 ed altre informazioni relative ad essa sono rappresentate nelle seguenti tabelle.

ASSET CLASS		AREA GEOGRAFICA	
BTP	40%	ITALIA	61%
OBBLIGAZIONI QUOTATE IN EURO	49%	ALTRI UE	35%
QUOTE DI OICR	9%	STATI UNITI	3%
AZIONI	1%	ALTRO	1%
ALTRO	1%		
Totale complessivo	100,00%	Totale complessivo	100,00%
SETTORE	%	ESPOSIZIONE VALUTARIA (divisa emissione)	%
DEBITO PUBBLICO	61%	EUR	99%
FINANZIARIO	32%	ALTRO	1%
ALTRO	7%		
		Totale complessivo	100,00%
Totale complessivo	100,00%	DURATA MEDIA FINANZIARIA (duration modificata)	5,4
		CLASSIFICAZIONE OICR	%
		IMMOBILIARE	61%
		FLESSIBILE	23%
		OBBLIGAZIONARIO	8%
Volatilità della gestione		AZIONARIO	6%
3 anni	0,10%	ALTRI	3%
5 anni	0,12%	BILANCIATO	1%
10 anni	0,18%		

Il rendimento annuo realizzato dalla gestione nei 12 mesi del 2017 è riportato nella seguente tabella.

Mese	Rendimento	Mese	Rendimento	Mese	Rendimento	Mese	Rendimento
gennaio	4,00%	aprile	4,06%	luglio	3,88%	ottobre	3,87%
febbraio	4,01%	maggio	3,89%	agosto	3,82%	novembre	3,86%
marzo	4,00%	giugno	3,89%	settembre	3,88%	dicembre	3,80%

Percentuale di titoli pubblici considerata ai fini della determinazione dell'imposta sostitutiva sui risultati di gestione 63,28%

Turnover 0,26

Rivalutazione riconosciuta alle posizioni individuali ai sensi dell'art. 3 della Convenzione 3,47%

Verona, 23 febbraio 2018

GESTIONE SEPARATA FONDICOLL UNIPOLSAI

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

L'operatività in Titoli di Stato, nel corso del 2017 è stata improntata all'aumento della diversificazione del portafoglio, investendo principalmente i flussi di cassa in entrata in titoli governativi olandesi, spagnoli, irlandesi, sloveni e francesi. 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 diminuita rispetto all'anno precedente, in favore delle altre componenti del portafoglio, ed in particolare di una maggiore quota di liquidità.

In merito alla componente di credito, si evidenzia un incremento dell'esposizione complessiva a seguito di acquisti di titoli *corporate* finanziari e non finanziari.

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

Il peso della componente investimenti alternativi è stato incrementato, inserendo fondi con un focus su investimenti in prestiti e fondi infrastrutturali, con l'obiettivo di diversificare i rischi presenti in portafoglio.

La duration del portafoglio è diminuita da 6,05 a fine settembre 2016 a 5,58 a fine settembre 2017.

Informazioni anagrafiche

Gestione Separata

Patrimonio: 4.182 mln

Valuta: EUR

Grado di rischio*:

Basso

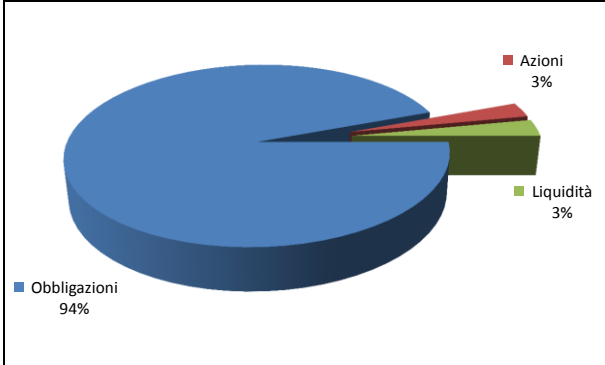
Orizzonte temporale**:

Medio/Lungo periodo

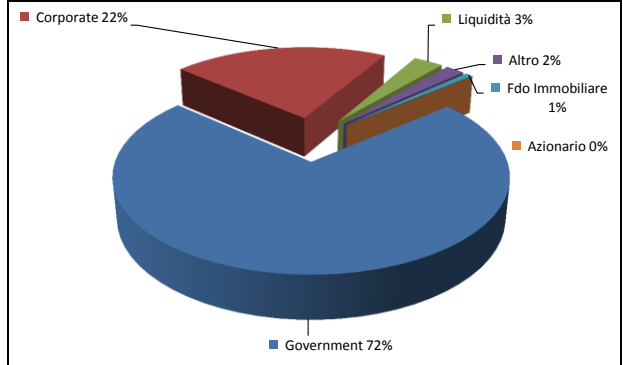
(*) Il grado di rischio si riferisce alla volatilità dei rendimenti retrocessi agli assicurati che, in generale, per le Gestioni Separate è bassa.

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

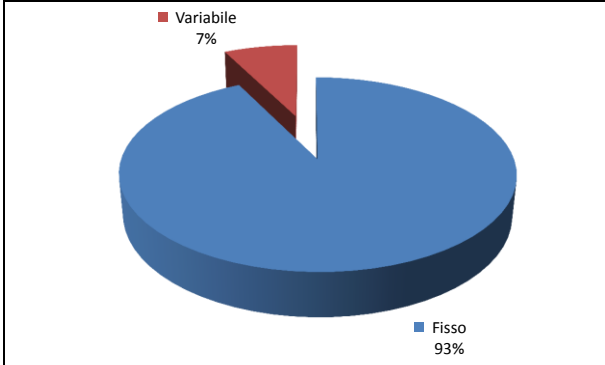
Strategia di investimento



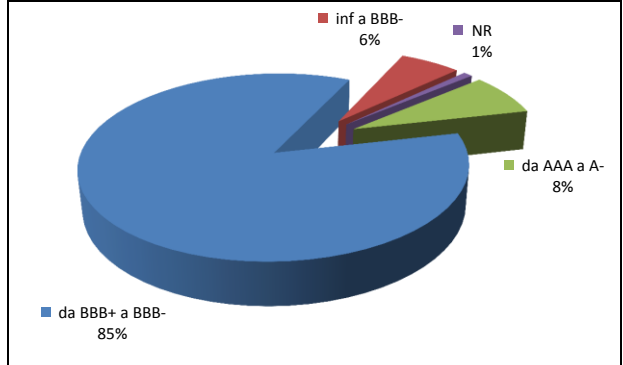
Composizione per comparto di investimento



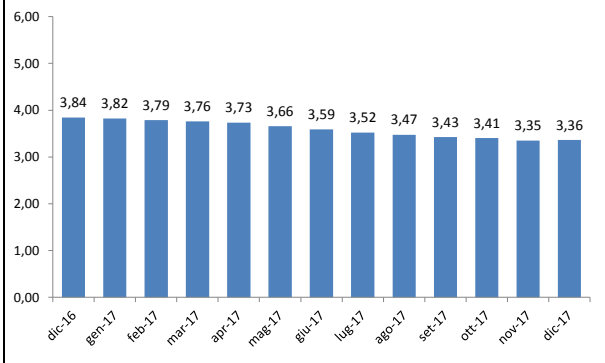
Titoli obbligazionari: diversificazione per tipologia



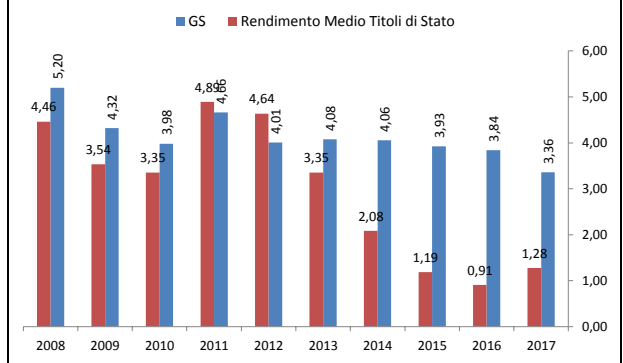
Titoli obbligazionari: diversificazione per classi di rating



Rendimenti annuali sul periodo di 12 mesi***



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



(***fino a set-14: Fondicoll)

Politica di gestione

Il 2017 è stato caratterizzato da una crescita economica globale di poco superiore al 3.5%, in sensibile aumento rispetto al 2016. L'area Euro, nel 2017, 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 del commercio internazionale, ha conseguito un'espansione del Prodotto Interno Lordo (Pil) attorno al 2.3%. In particolare, è rilevante sottolineare come lo sviluppo sia stato sincronizzato in tutti i Paesi dell'area Euro. La BCE nel corso del 2017 ha mantenuto la politica monetaria espansiva, continuando nell'applicazione del piano di "Quantitative easing" ("Q.E."), alla luce di un quadro inflattivo ancora lontano dall'obiettivo del 2%. Per altro, ha annunciato dal prossimo gennaio una rimodulazione dello stesso con la riduzione del piano di acquisto delle obbligazioni governative e corporate da 60 a 30 miliardi mensili. Negli Stati Uniti l'attività economica nel 2017 si è sviluppata ad un tasso nell'intorno del 2.5%. La Federal Reserve, alla luce dello scenario economico americano contraddistinto da buona crescita, piena occupazione e con l'inflazione prossima all'obiettivo del 2%, ha alzato il tasso ufficiale di sconto in tre occasioni, portandolo all'1.5%. Il Giappone ha prodotto in questo anno, grazie a politiche monetarie non convenzionali ed a nuovi stimoli di natura fiscale, una buona crescita attorno all'1.6%, in un contesto di piena occupazione ma con l'inflazione ancora lontana dall'obiettivo. La Cina ha conseguito una crescita economica superiore alle attese governative al 6.8%, supportata dall'andamento economico globale. In quest'anno l'economia italiana ha conseguito un tasso di crescita positivo, nell'intorno dell'1.6% su base annua. I fattori che hanno favorito tale risultato sono numerosi: la domanda interna, la politica fiscale meno restrittiva, il risveglio degli investimenti, del commercio internazionale che ha favorito le esportazioni e l'azione continua della BCE nel mantenere le condizioni finanziarie particolarmente favorevoli.

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.