



**FONDO PENSIONE
GRUPPO BANCARIO CRÉDIT AGRICOLE ITALIA**



COMMENTO DEI GESTORI

AL 31/12/2018

Allegato B

al Bilancio 2018

Gestione di portafoglio nell'anno 2018

Contesto economico

Il 2018 è stato caratterizzato da un brutale cambio di paradigma piuttosto che dalla prevista fase di transizione. Nonostante l'assenza di uno shock macroeconomico o finanziario forte, la maggior parte delle classi d'attivo (azioni e obbligazioni) ha chiuso l'anno in territorio negativo. Questo può essere spiegato da:

- normalizzazione più forte del previsto della politica monetaria statunitense, che ha portato a una minore liquidità globale e un aumento della volatilità dei mercati (mantenuta a un livello estremamente basso per troppo tempo a causa dell'allentamento quantitativo delle Banche Centrali);
- un contesto (geo) politico con crescenti tensioni e aumento del protezionismo, cosa che ha avuto un impatto diretto sul commercio globale e generato maggiori preoccupazioni sulla solidità della crescita globale dopo molti anni di espansione economica.

Il 2018 è stato un anno difficile in termini di performance per la maggior parte degli investimenti finanziari. Le attività di rischio hanno dato una performance negativa significativa e le tradizionali strategie di copertura (oro, opzioni su indice, obbligazioni governative centrali, ...) si sono mostrate relativamente inefficienti.

Politica di gestione

ORIZZONTE 10

Abbiamo iniziato il 2018 con una sovraesposizione sulla componente azionaria e un'impostazione costruttiva sugli attivi rischiosi. Per tutta la prima metà dell'anno abbiamo poi ridotto la nostra esposizione al rischio in risposta alle varie notizie geopolitiche (incertezza sulle elezioni italiane, guerra commerciale, conflitto tra America e Corea del Nord ...). A febbraio, abbiamo dimezzato la duration, che era già in sottopeso. A maggio, abbiamo preso profitto sul sovrappeso azionario (che era stato tra + 2% e + 3%) e ci siamo riportati alla neutralità rispetto all'indice di riferimento. Abbiamo anche venduto obbligazioni corporate sulle scadenze più lunghe. Dopo aver ridotto le nostre posizioni sul debito italiano a lungo termine in aprile, a causa delle incertezze politiche, ci siamo posizionati neutrali in termini di modified duration sull'Italia (in termini percentuali il portafoglio continuava a mostrare una sovraesposizione in quanto detenevamo CCT a tasso variabile). Nella seconda metà del 2018 abbiamo diminuito ancora la nostra esposizione agli attivi rischiosi. Per la componente azionaria europea, il portafoglio è stato difensivo nell'anno diventando neutrale in occasione della correzione di novembre, chiudendo l'anno con sovraperponderazione di telecom, utility e farmaceutici, ma anche di materie prime e settore auto, avendo invece sottopesi nei settori finanziario, industriale e immobiliare. Buono il contributo dall'allocazione settoriale nell'ambito della parte azionaria, negativo quello della selezione principalmente a causa di 4 titoli: Bayer, Ryanair, Weir group e Bae System.

La performance del fondo Orizzonte 10 nel 2018 è stata pari a -0,79% contro + 0,42% del benchmark, con una sotto-performance del -1,21%.

Hanno contribuito negativamente le scelte relative alla componente azionaria sia per gli effetti di allocazione che soprattutto per quelli di selezione. La parte obbligazionaria ha anch'essa contribuito negativamente al differenziale rispetto al benchmark a causa della sotto-performance su titoli di credito e titoli di stato (l'incertezza relativa alla situazione del bilancio italiano ha pesato sui premi al rischio della componente obbligazionaria italiana). Le strategie

di copertura attuate nel corso dell'anno non hanno conseguito l'effetto previsto: impostate per proteggere dal rialzo dei tassi d'interesse, sono state invece penalizzanti con il "flight to quality" che ha portato all'apprezzamento dei governativi Core.

ORIZZONTE 20

Abbiamo iniziato il 2018 con una sovraesposizione sulla componente azionaria e un'impostazione costruttiva sugli attivi rischiosi. Per tutta la prima metà dell'anno abbiamo poi ridotto la nostra esposizione al rischio in risposta alle varie notizie geopolitiche (incertezza sulle elezioni italiane, guerra commerciale, conflitto tra America e Corea del Nord ...). A febbraio, abbiamo dimezzato la duration, che era già in sottopeso. A maggio, abbiamo preso profitto sul sovrappeso azionario (che era stato tra + 2% e + 3%) e ci siamo riportati alla neutralità rispetto all'indice di riferimento. Abbiamo anche venduto obbligazioni corporate sulle scadenze più lunghe. Dopo aver ridotto le nostre posizioni sul debito italiano a lungo termine in aprile, a causa delle incertezze politiche, ci siamo posizionati neutrali in termini di modified duration sull'Italia (in termini percentuali il portafoglio continuava a mostrare una sovraesposizione in quanto detenevamo CCT a tasso variabile). Nella seconda metà del 2018 abbiamo diminuito ancora la nostra esposizione agli attivi rischiosi. Per la componente azionaria europea, il portafoglio è stato difensivo nell'anno diventando neutrale in occasione della correzione di novembre, chiudendo l'anno con sovraperponderazione di telecom, utility e farmaceutici, ma anche di materie prime e settore auto, avendo invece sottopesi nei settori finanziario, industriale e immobiliare. Buono il contributo dall'allocazione settoriale nell'ambito della parte azionaria, negativo quello della selezione principalmente a causa di 4 titoli: Bayer, Ryanair, Weir group e Bae System.

La performance del fondo Orizzonte 20 nel 2018 è stata pari a -3,58% contro il -1,99% del benchmark, con una sottoperformance del -1,59%.

Hanno contribuito negativamente le scelte relative alla componente azionaria sia per gli effetti di allocazione che soprattutto per quelli di selezione. La parte obbligazionaria ha anch'essa contribuito negativamente al differenziale rispetto al benchmark a causa della sottoperformance su titoli di credito e titoli di stato (l'incertezza relativa alla situazione del bilancio italiano ha pesato sui premi al rischio della componente obbligazionaria italiana). Le strategie di copertura attuate nel corso dell'anno non hanno conseguito l'effetto previsto: impostate per proteggere dal rialzo dei tassi d'interesse, sono state invece penalizzanti con il "flight to quality" che ha portato all'apprezzamento dei governativi Core.

ORIZZONTE 30

Abbiamo iniziato il 2018 con una sovraesposizione sulla componente azionaria e un'impostazione costruttiva sugli attivi rischiosi. Per tutta la prima metà dell'anno abbiamo poi ridotto la nostra esposizione al rischio in risposta alle varie notizie geopolitiche (incertezza sulle elezioni italiane, guerra commerciale, conflitto tra America e Corea del Nord ...). A febbraio, abbiamo dimezzato la duration, che era già in sottopeso. A maggio, abbiamo preso profitto sul sovrappeso azionario (che era stato tra + 2% e + 3%) e ci siamo riportati alla neutralità rispetto all'indice di riferimento. Abbiamo anche venduto obbligazioni corporate sulle scadenze più lunghe. Dopo aver ridotto le nostre posizioni sul debito italiano a lungo termine in aprile, a causa delle incertezze politiche, ci siamo posizionati neutrali in termini di modified duration sull'Italia (in termini percentuali il portafoglio continuava a mostrare una sovraesposizione in quanto detenevamo CCT a tasso variabile). Nella seconda metà del 2018 abbiamo diminuito ancora la nostra esposizione agli attivi rischiosi. Per la componente azionaria europea, il portafoglio è stato difensivo nell'anno diventando neutrale in occasione della correzione di novembre, chiudendo l'anno con sovraperponderazione di telecom, utility e farmaceutici, ma

anche di materie prime e settore auto, avendo invece sottopesi nei settori finanziario, industriale e immobiliare. Buono il contributo dall'allocazione settoriale nell'ambito della parte azionaria, negativo quello della selezione principalmente a causa di 4 titoli: Bayer, Ryanair, Weir group e Bae System.

La performance del fondo Orizzonte 30 nel 2018 è stata del -6,32% contro il -4,10% del benchmark, mettendo a segno una sottoperformance del -2,22%.

Hanno contribuito negativamente le scelte relative alla componente azionaria sia per gli effetti di allocazione che soprattutto per quelli di selezione. La parte obbligazionaria ha anch'essa contribuito negativamente al differenziale rispetto al benchmark a causa della sottoperformance su titoli di credito e titoli di stato (l'incertezza relativa alla situazione del bilancio italiano ha pesato sui premi al rischio della componente obbligazionaria italiana). Le strategie di copertura attuate nel corso dell'anno non hanno conseguito l'effetto previsto: impostate per proteggere dal rialzo dei tassi d'interesse, sono state invece penalizzanti con il "flight to quality" che ha portato all'apprezzamento dei governativi Core.

Outlook 2018

Nel 2019 la politica della Banca centrale sarà di nuovo fondamentale per quanto riguarda la determinazione del sentiment di mercato. Dato un potenziale rallentamento della crescita e condizioni finanziarie sfavorevoli, una Fed che si allontanasse dall'idea di un ulteriore inasprimento darebbe nuovo ossigeno ai mercati. Inoltre, la BCE sarà sempre più a disagio nell'aumentare i tassi in tale scenario. Nel frattempo, resterà alto il rischio di errori politici: fino a che punto potrà spingersi la politica commerciale di Trump? Quali potrebbero essere le implicazioni per i prezzi degli input e i margini aziendali? La crescita della Cina può resistere? Questi sono tutti elementi che potrebbero alimentare la volatilità, ma anche portare delle opportunità d'investimento.

Pensiamo che, almeno nella prima parte del 2019, ci sarà spazio per aumentare l'assunzione di rischio in alcune aree del mercato, date le valutazioni più allettanti e il fatto che la maggior parte del re-pricing delle obbligazioni si è verificato. I segnali di una Fed più accomodante potrebbero rappresentare un ulteriore fattore positivo.

A breve termine, manteniamo un'impostazione difensiva in termini di allocazione del rischio, a causa di un mix di fattori che favoriscono un approccio direzionale molto cauto: un impulso più debole nell'espansione globale, che prevediamo prosegua nel breve termine; accresciuti rischi geopolitici e idiosincratici, che accrescono l'incertezza; fragilità nella fiducia degli investitori. Riteniamo che gli investitori dovrebbero mantenere una focalizzazione sulla diversificazione del portafoglio, preferendo scommesse relative value a scelte direzionali importanti per il momento.

ANIMA



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

Relazione Annuale 2018

Commento alla gestione

COMPONENTE OBBLIGAZIONARIA

Nella fase iniziale del primo trimestre dell'anno il portafoglio è stato impostato con una esposizione al rischio tasso inferiore rispetto al parametro di riferimento. Tale impostazione è stata motivata da un contesto caratterizzato da una serie di fattori che avrebbero contribuito ad un rialzo dei tassi a lungo termine quali: un quadro reflazione, politiche monetarie orientate alla normalizzazione e misure finanziarie espansive negli USA. Il sottopeso di duration è stato successivamente portato a neutrale nel corso del mese di febbraio. Tale variazione rifletteva la considerazione che dopo la risalita dei tassi a lunga scadenza di inizio anno, questi fossero più allineati con i fondamentali macroeconomici. Inoltre, la risalita dei rendimenti reali ha comportato un aumento del premio per il rischio, rendendo le valutazioni del comparto più interessanti.

Nel mese di aprile l'esposizione al rischio tasso è stata mossa da neutrale a sottopeso considerando la spinta verso l'alto delle aspettative di inflazione in un contesto di basso premio per il rischio sulle scadenze lunghe.

Nei mesi successivi il portafoglio ha mantenuto un sottopeso di duration di entità variabile. Da un punto di vista geografico, nel corso dell'anno il portafoglio è rimasto sottopesato sia di paesi core sia semiperiferici.

Nel dettaglio la posizione sui paesi periferici è stato diversamente modulato nel corso dell'anno. E' stato implementato una posizione di sottopeso sull'Italia. In particolare le vendite hanno interessato titoli sul segmento medio e lungo della curva a maggio e a ottobre in corrispondenza delle fasi più sentite della crisi di fiducia del debito italiano.

Il sottopeso sull'Italia è stato infine portato alla neutralità a fine novembre in seguito alla revisione dei giudizi delle agenzie di rating, dato che non sussistevano più eventi catalizzatori tali da giustificare un significativo incremento dello spread Btp-Bund entro fine anno. La quota allocata in titoli obbligazionari indicizzati all'inflazione è rimasta costante nel corso dell'anno.

COMPONENTE AZIONARIA

Nel corso del primo semestre 2018 il quadro macroeconomico si è mostrato robusto trasversalmente su tutte le aree geografiche con una dinamica inflattiva sotto controllo. Le azioni delle principali banche centrali sono rimaste nel sentiero di normalizzazione. La Fed ha continuato il percorso di rialzo dei tassi e la BCE ha confermato il rientro dal Quantitative Easing entro la fine dell'anno. Durante i primi 6 mesi dell'anno si attendeva una fase di inflazione più pronunciata che tuttavia non si è manifestata data una dinamica contenuta dei salari. Il prezzo del petrolio ha registrato un significativo incremento; penalizzate invece quelle materie prime maggiormente legate alle controversie commerciali tra Cina e Stati Uniti sui dazi.

Durante il periodo analizzato è stata mantenuta una preferenza per l'area USA grazie alla crescita più robusta e alla minore esposizione alle tensioni commerciali rispetto ad altre aree geografiche come l'Europa su cui sono inoltre pesate tensioni politiche. L'allocazione in termini di selezione settoriale ha mantenuto un approccio di tipo prociclico. In particolare il settore tecnologia, seppure con pesi rimodulati nel corso del semestre, ha avuto durante tutto il periodo un sovrappeso significativo nel portafoglio, così come il settore petrolifero e il consumer discretionary. Il sovrappeso sui titoli finanziari è stato motivato a inizio anno dalla previsione che i titoli potessero beneficiare in termini di più elevata marginalità in un contesto di rialzo dei tassi di interesse. Il settore ha invece risentito pesantemente delle tensioni politiche legate in particolar modo alle elezioni politiche italiane e all'allargamento degli spread; queste circostanze e il perdurare dell'incertezza ci hanno convinto, nel corso del mese di maggio, sia a tagliare il peso complessivo dei finanziari, sia il peso sull'Italia. I settori bond proxy come utility, real estate, consumer staples, che avrebbero risentito maggiormente di un rialzo dei tassi, sono stati sempre mantenuti sottopeso. Sul finale del semestre è stato preso profitto sul settore energy vendendo circa metà del sovrappeso complessivo e, per incrementare il profilo difensivo del portafoglio visto lo stato avanzato del ciclo economico, è stato contestualmente chiuso il sottopeso su consumer staples e healthcare riducendo anche industriali e materials.

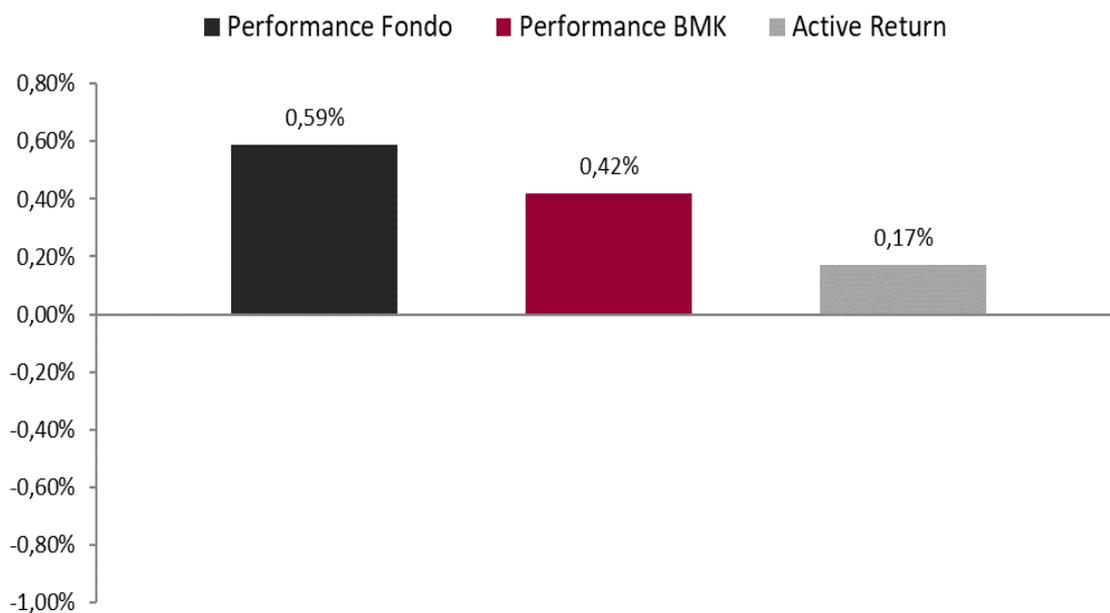
Durante i mesi estivi, supportati da un contesto macroeconomico con dati soddisfacenti e inflazione sotto controllo, il portafoglio azionario è rimasto impostato in maniera pro ciclica con un sovrappeso concentrato sui settori technology, industrial ed healthcare, mentre sono stati implementati sottopesi su utility, real estate e financial trasversalmente su tutte le aree geografiche. L'ultimo trimestre dell'anno è stato caratterizzato da diverse fasi di avversione al rischio con una correzione dei mercati azionari accompagnata da un incremento della volatilità prima a novembre e successivamente a dicembre. I fattori che hanno pesato negativamente sui mercati sono stati prevalentemente di natura politica. In particolare, l'Europa ha risentito di un quadro di incertezza legata: sia alla possibilità che il governo italiano intervenisse sulle misure della legge di bilancio considerando i

suggerimenti della commissione europea, sia alle tensioni francesi, oltre che all'evoluzione di Brexit. A livello globale, invece, l'attenzione degli investitori è rimasta focalizzata sulle tensioni commerciali tra USA e Cina. A tale contesto si sono inoltre aggiunti ulteriori elementi come l'atteggiamento delle banche centrali rivolto ad una normalizzazione delle politiche monetarie, e un rallentamento della crescita, come emerso durante l'ultima reporting season che, pur mostrando risultati positivi, ha evidenziato un atteggiamento cauto da parte delle aziende sull'outlook. Il portafoglio è stato gestito nel periodo dinamicamente e con una impostazione nel complesso equilibrata sui settori. La performance è stata penalizzata sia dall'andamento negativo dei settori consumer discretionary, industrial e technology sui quali il portafoglio era particolarmente esposto, sia dal sottopeso sui settori difensivi che hanno invece riportato risultati positivi come il consumer staples, l'utility e il real estate. Il sottopeso è stato concentrato in particolare sugli ultimi due settori ultra difensivi proprio alla luce del quadro macro-economico, dato che questi tendono a soffrire in un contesto di risalita dei tassi. I sovrappesi sul telecom ed in particolare sull'healthcare, sebbene abbiano fornito un contributo positivo alla performance non sono stati sufficienti a compensare le perdite. Un ulteriore elemento che ha gravato sulla cattiva performance dei settori ciclici è stato una rotazione all'interno dei settori che ha portato progressivamente a vendite anche su quei titoli quality con crescita su cui gli investitori si erano rifugiati.

Performance

Al 31 dicembre 2018, le scelte allocative implementate hanno generato le seguenti performance:

Performance YTD



Valutazioni sulla possibile evoluzione dei mercati

Le previsioni sullo scenario macroeconomico globale e sulla crescita nel 2019 risultano permeate da differenti fattori di incertezza e condizionate dall'approssimarsi della fine di un ciclo economico di lunga durata. Gli indicatori anticipatori configurano un tendenziale rallentamento ed una successiva stabilizzazione dell'economia globale: i leading indicator dovrebbero contenere la discesa entro livelli compatibili con la permanenza in un'area espansiva (> 50). La probabilità di recessione desumibili dai dati e dagli indicatori rimane molto bassa. All'interno dello scenario di medio periodo si collocano le azioni di normalizzazione delle politiche monetarie (e la conseguente progressiva restrizione delle condizioni finanziarie), i potenziali squilibri (a più lungo termine) indotti dalle politiche protezionistiche e fiscali dell'amministrazione Trump, le divergenze sull'andamento della crescita nelle diverse aree geografiche, le dinamiche inflative caratterizzate da un effetto base non favorevole (per il calo delle quotazioni petrolifere), il periodico riemergere di focolai di tensione geopolitica, il "deal Brexit", la politica in ambito europeo. Detti fattori potrebbero prospetticamente indebolire la crescita ed incidere negativamente sulla propensione al rischio e sul clima di fiducia degli investitori. Inoltre, nel lungo periodo, la progressiva rimozione dell'easing monetario comporta il venir meno di un fattore atto a comprimere la volatilità dei mercati, rendendo molto difficoltoso individuarne la direzionalità. In Italia crescita economica e robustezza del sistema bancario individuano due tra i principali elementi di criticità che dovranno essere affrontati con prudenza nel prossimo futuro. In particolare risulteranno cruciali il funding e le nuove norme che prevedono la copertura per le nuove sofferenze (se dovessero essere applicate anche al pregresso stock dei NPL in essere, gli impatti sul capitale delle banche risulterebbero rilevanti).

Tali differenti contesti, nel loro insieme, suggeriscono l'adozione di un approccio tattico modulato nel breve e brevissimo periodo, in relazione alle dinamiche attese dei mercati ed ai possibili aggiustamenti suggeriti dalla fase del ciclo.

Avendo riguardo ad una valutazione espressa in termini relativi sulle diverse principali classi di investimento, in una logica di breve termine prevale l'opportunità di mantenere un atteggiamento prudentiale sia sulla classe azionaria sia su quella obbligazionaria.

Sui mercati azionari l'ampio cedimento registrato a fine 2018, ed apparso ascrivibile ad un over-price del rischio di recessione, aveva portato gli indici azionari su livelli valutativi interessanti. La successiva fase di ripresa ha segnato un movimento ripido, tuttavia potrebbe rimanere spazio per un ulteriore moderato upside su alcune aree quali USA ed Emerging Markets. A fronte dell'opportunità tattica di alcune prese di profitto e di contenimento dell'esposizione e del rischio, specularmente si ritiene che

un approccio più costruttivo potrebbe essere supportato dall'eventuale futuro materializzarsi di condizioni maggiormente equilibrate e benevole atte a configurare possibili catalyst. Tale impostazione richiede comunque la verifica continua dell'evoluzione dei diversi fattori potenzialmente atti a comportare brusche variazioni del rischio percepito, assume una connotazione tattica che impone frequenti revisioni, ed appare la più appropriata a fronteggiare fasi di volatilità, mantenendo un approccio prudente nella selezioni dei titoli.

L'effetto frenante di una stagione degli utili apparsa deludente, soprattutto in Europa, unitamente a previsioni conservative sulle stime future, impone particolare cautela. E' richiesto un monitoraggio molto attento sugli sviluppi relativi alle tensioni commerciali in essere: le trattative attualmente in corso tra Stati Uniti e Cina continuano a rappresentare uno snodo fondamentale per l'andamento dei mercati azionari nei mesi a venire e l'eventuale possibilità che emergano toni progressivamente più concilianti potrebbe essere accolta con favore dagli investitori. A fronte di importanti passi avanti dal punto di vista dei negoziati commerciali, appare tuttavia ancora lontana la possibilità di raggiungere un accordo sul tema della proprietà intellettuale. Risulta altresì fondamentale valutare l'eventuale futura riconfigurazione del tracciato dei tassi nel percorso di normalizzazione da parte della Fed, alla luce dell'attuale situazione "on hold" connessa al rallentamento in atto. La tematica "Brexit" è condizionata da un'estrema incertezza nell'ambito della quale potrebbero rafforzarsi le opzioni di "soft Brexit" e di estensione del periodo transitorio, in attesa di ulteriori sviluppi sul fronte politico. La view positiva sul mercato azionario nipponico trae origine dalla percezione di un possibile miglioramento delle stime sulla redditività societaria e considera attraenti le attuali valutazioni estremamente conservative, tenuto conto dello scarso indebitamento medio delle società.

Maggiori visibilità e chiarezza sulla situazione macroeconomica globale dovrebbero favorire una maggiore convinzione sulla crescita degli utili. Il risk reward relativo alle dispute commerciali, le valutazioni, il posizionamento degli investitori e soprattutto il recente approccio della Fed, rimangono a supporto di un potenziale recupero dei corsi emergenti e di performance relative premianti nei confronti dei paesi sviluppati, tuttavia la dinamica positiva delle ultime settimane non va estrapolata per identificare tout court un'inversione di tendenza.

Relativamente ai comparti obbligazionari, il percorso di normalizzazione della politica monetaria ed i potenziali rischi di tasso e di credito continueranno a riflettersi sui rendimenti attesi. Le azioni di rimozione dell'easing da parte delle principali Banche Centrali non dovrebbero comunque costituire fonti di sorprese (né portare a prefigurare azioni particolarmente aggressive) se non per eventuali pause o inversioni di tendenza. Le dinamiche di tendenziale risalita dei tassi di interesse entrano in un periodo di transizione nell'attesa di una maggiore visibilità sulla crescita e sull'entità del rallentamento in atto. A conferma del mutato atteggiamento sul quantitative tightening, le recenti dichiarazioni del Presidente Fed J.Powell: l'attuale livello dei tassi d'interesse potrebbe essere prossimo al livello stimato neutrale per l'economia, lasciando ipotizzare un approccio decisamente più

moderato nel prossimo futuro. Pur sottolineando come l'economia americana rimanga in forte crescita, il presidente della Fed ha confermato la particolare attenzione rivolta alle condizioni finanziarie: qualora la politica monetaria risultasse eccessivamente restrittiva, la banca centrale americana potrebbe valutare strumenti ed opzioni a disposizione, ivi inclusa un'eventuale riconsiderazione della riduzione del bilancio.

La Banca Centrale Europea dopo aver confermato il termine del Quantitative Easing per la fine dell'anno 2018, ha rimandato alla fine dell'estate 2019 un eventuale primo rialzo dei tassi d'interesse. In considerazione del contesto macroeconomico ed inflativo in area Euro, la BCE risulta maggiormente prudente, conciliante ed espansiva, soprattutto in materia di tassi. Le decisioni recentemente assunte (la fine degli acquisti APP e l'introduzione di una forward guidance sulle attese relative al sentiero atteso dei tassi di policy) sono condizionate dal realizzarsi dello scenario atteso e dalla validazione delle previsioni sull'inflazione. Appare possibile la riapertura di un ulteriore TLTRO. L'incertezza che permea la situazione politica ed economica italiana induce a mantenere un approccio prudente anche sul BTP. La conciliazione in sede UE stante la revisione della manovra di bilancio è parsa assumere nel breve termine una connotazione positiva per il mercato. L'attenzione si focalizza sulle future aste di emissione, dopo i segnali contrastanti emersi dai recenti collocamenti: alla deludente asta di fine anno del BTP Italia, si è contrapposto l'ampio successo della più recente asta di gennaio, sia per l'abbondanza di liquidità sul mercato, sia per un interessante carry.

Sull'area core il Bund appare ancorato a livelli di tasso molto bassi e potrebbe sussistere lo spazio per una discesa dei corsi laddove la situazione di contesto si dovesse rasserenare, e venisse meno l'attuale sostegno dovuto all'effetto di scarsità, ai timori sul tema Brexit, al rischio Italia. I rischi connessi alla complessità e alla struttura attuale dei mercati suggeriscono quindi il mantenimento di una visione tattica indirizzata alla neutralità per le posizioni ritenute maggiormente sicure e conservative, sfruttando l'eventuale volatilità per incrementare la redditività su posizioni a breve.

Relativamente alle classi corporate bond investment grade ed high yield, l'aumento della volatilità e del premio al rischio che ha caratterizzato gli ultimi mesi ha spinto le valutazioni su livelli generosi tuttavia, l'incertezza presente sui mercati, impone una gestione tattica prudente e fortemente selettiva, con un orientamento volto a privilegiare strumenti con scadenze a breve termine.

Ad un contesto economico ancora poco delineato, si sommano le tematiche di natura tecnica, come l'ingente quota di nuove emissioni attese in Q1. Obiettivo della gestione sarà focalizzarsi sulle società con i migliori fondamentali (bottom up). Malgrado un deciso tightening dei credit spread ad inizio 2019, l'anno potrebbe essere ancora caratterizzato da un'elevata volatilità per l'intero settore, accusando i rischi derivanti dal tapering della BCE e da un'accresciuta e diffusa illiquidità del mercato. Tali condizioni inducono a mantenere riserve di liquidità. L'approccio rimane selettivamente costruttivo sui mercati governativi emergenti per effetto di alcuni fattori di supporto, sia in relazione alle possibili dinamiche delle valute locali,

sia per l'apparente ripresa dei dialoghi tra Cina e USA, sia in relazione al mutato atteggiamento delle banche centrali.

Avendo riguardo alle relazioni tra le principali divise, il Dollaro USA appare sopravvalutato rispetto alle altre valute del G10. L'eventuale convergenza dei tassi di crescita tra Stati Uniti e resto del mondo potrebbe consentire il riassorbimento di questo disallineamento. Tuttavia si osserva che rimangono ancora aperti scenari in grado di modificare le aspettative di crescita: le vicende politiche italiane, la negoziazione Brexit, l'apparente riconciliazione USA-Cina in occasione del recente G20. L'Euro ha subito una forte pressione anche in relazione alle tensioni sul debito italiano e all'aggiustamento delle attese sulle future mosse da parte della BCE. Relativamente alla Sterlina britannica si ipotizza che i livelli attualmente espressi prezino gran parte delle implicazioni connesse alle difficoltà di raggiungimento di eventuali accordi di Brexit: l'eventuale discesa delle probabilità di un mancato deal Brexit, potrebbero favorirne il rafforzamento poiché l'esito di estensione o di revoca dell'articolo 50 potrebbe indurre un "relief rally" della Sterlina nel breve termine, anche alla luce dei diffusi ed ampi posizionamenti "short" degli investitori. Permane comunque una situazione di elevata volatilità e scarsa direzionalità. Lo Yen mantiene una connotazione protettiva configurandosi quale valuta rifugio in situazioni di estrema incertezza, tuttavia non sussistono forze endogene (BoJ) di spinta direzionale. In subordine alle dinamiche del Dollaro USA, potrebbero emergere fasi di repricing selettivo per alcune divise emergenti, a partire da quelle che offrono i tassi reali maggiori. E' ipotizzabile che la direzionalità dei principali currency-cross resterà limitata fino a quando non emergerà una maggiore chiarezza sullo sviluppo dei temi sopra citati.

View negativa sulle commodities.

Tenuto conto del livello di incertezza che impone posizionamenti tattici mutevoli ed accentuati, anche nel brevissimo termine, da conciliare con i differenti temi valutativi attuali e prospettici, allo scopo di ottimizzare i posizionamenti di portafoglio in relazione alle dinamiche attese dei mercati ed ai possibili aggiustamenti suggeriti dalla fase del ciclo. Non si prefigurano all'orizzonte shock o scenari estremi, tuttavia si persegue un approccio prudenziale sui risk-asset nel breve periodo, laddove la ricerca di catalyst positivi appare complessa e permangono di fattori di incertezza potenzialmente perturbanti, in relazione ai quali risulta sovente difficoltosa l'individuazione di una chiara direzionalità dei mercati.

ANIMA



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

Relazione Annuale 2018

Commento alla gestione

COMPONENTE OBBLIGAZIONARIA

Nella fase iniziale del primo trimestre dell'anno il portafoglio è stato impostato con una esposizione al rischio tasso inferiore rispetto al parametro di riferimento. Tale impostazione è stata motivata da un contesto caratterizzato da una serie di fattori che avrebbero contribuito ad un rialzo dei tassi a lungo termine quali: un quadro reflazione, politiche monetarie orientate alla normalizzazione e misure finanziarie espansive negli USA. Il sottopeso di duration è stato successivamente portato a neutrale nel corso del mese di febbraio. Tale variazione rifletteva la considerazione che dopo la risalita dei tassi a lunga scadenza di inizio anno, questi fossero più allineati con i fondamentali macroeconomici. Inoltre, la risalita dei rendimenti reali ha comportato un aumento del premio per il rischio, rendendo le valutazioni del comparto più interessanti.

Nel mese di aprile l'esposizione al rischio tasso è stata mossa da neutrale a sottopeso considerando la spinta verso l'alto delle aspettative di inflazione in un contesto di basso premio per il rischio sulle scadenze lunghe.

Nei mesi successivi il portafoglio ha mantenuto un sottopeso di duration di entità variabile. Da un punto di vista geografico, nel corso dell'anno il portafoglio è rimasto sottopesato sia di paesi core sia semiperiferici.

Nel dettaglio la posizione sui paesi periferici è stato diversamente modulato nel corso dell'anno. E' stato implementato una posizione di sottopeso sull'Italia. In particolare le vendite hanno interessato titoli sul segmento medio e lungo della curva a maggio e a ottobre in corrispondenza delle fasi più sentite della crisi di fiducia del debito italiano.

Il sottopeso sull'Italia è stato infine portato alla neutralità a fine novembre in seguito alla revisione dei giudizi delle agenzie di rating, dato che non sussistevano più eventi catalizzatori tali da giustificare un significativo incremento dello spread Btp-Bund entro fine anno. La quota allocata in titoli obbligazionari indicizzati all'inflazione è rimasta costante nel corso dell'anno.

COMPONENTE AZIONARIA

Nel corso del primo semestre 2018 il quadro macroeconomico si è mostrato robusto trasversalmente su tutte le aree geografiche con una dinamica inflattiva sotto controllo. Le azioni delle principali banche centrali sono rimaste nel sentiero di normalizzazione. La Fed ha continuato il percorso di rialzo dei tassi e la BCE ha confermato il rientro dal Quantitative Easing entro la fine dell'anno. Durante i primi 6 mesi dell'anno si attendeva una fase di inflazione più pronunciata che tuttavia non si è manifestata data una dinamica contenuta dei salari. Il prezzo del petrolio ha registrato un significativo incremento; penalizzate invece quelle materie prime maggiormente legate alle controversie commerciali tra Cina e Stati Uniti sui dazi.

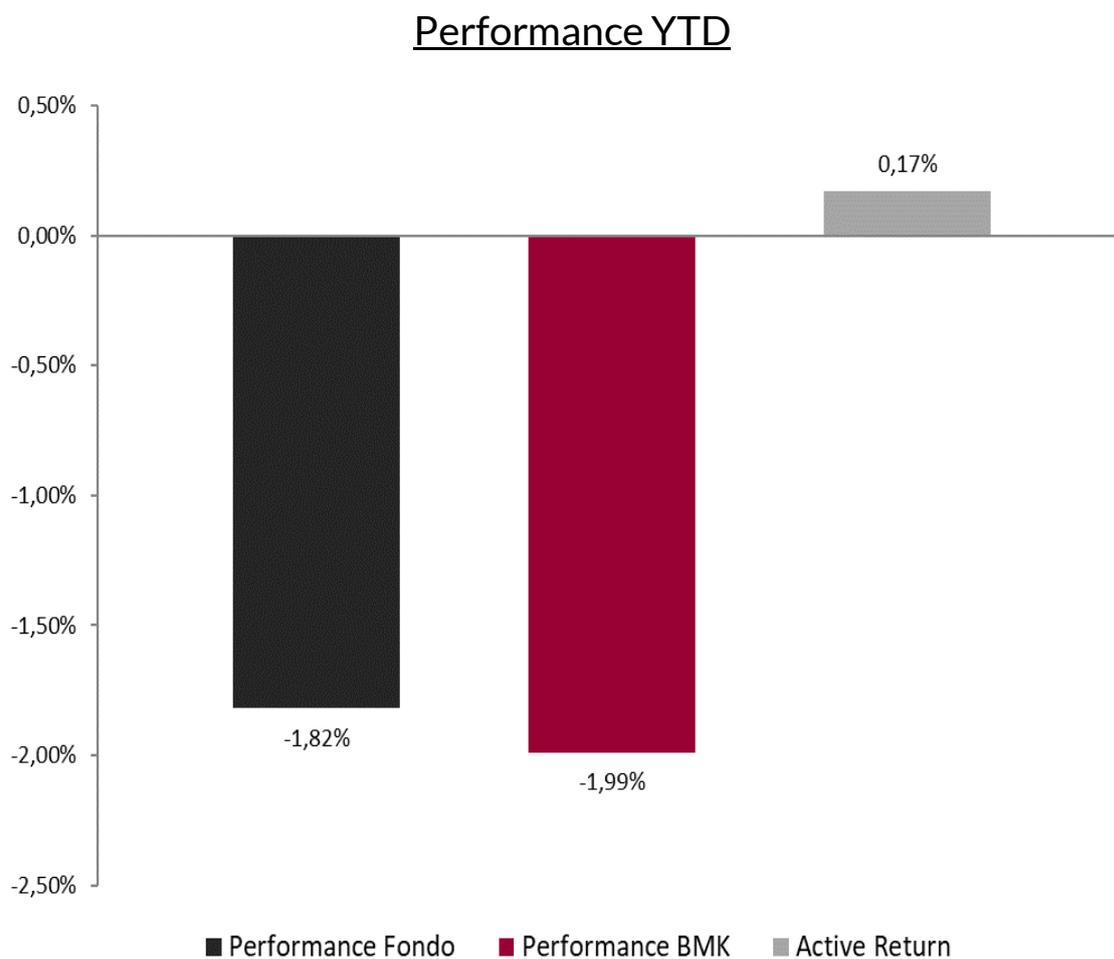
Durante il periodo analizzato è stata mantenuta una preferenza per l'area USA grazie alla crescita più robusta e alla minore esposizione alle tensioni commerciali rispetto ad altre aree geografiche come l'Europa su cui sono inoltre pesate tensioni politiche. L'allocazione in termini di selezione settoriale ha mantenuto un approccio di tipo prociclico. In particolare il settore tecnologia, seppure con pesi rimodulati nel corso del semestre, ha avuto durante tutto il periodo un sovrappeso significativo nel portafoglio, così come il settore petrolifero e il consumer discretionary. Il sovrappeso sui titoli finanziari è stato motivato a inizio anno dalla previsione che i titoli potessero beneficiare in termini di più elevata marginalità in un contesto di rialzo dei tassi di interesse. Il settore ha invece risentito pesantemente delle tensioni politiche legate in particolar modo alle elezioni politiche italiane e all'allargamento degli spread; queste circostanze e il perdurare dell'incertezza ci hanno convinto, nel corso del mese di maggio, sia a tagliare il peso complessivo dei finanziari, sia il peso sull'Italia. I settori bond proxy come utility, real estate, consumer staples, che avrebbero risentito maggiormente di un rialzo dei tassi, sono stati sempre mantenuti sottopeso. Sul finale del semestre è stato preso profitto sul settore energy vendendo circa metà del sovrappeso complessivo e, per incrementare il profilo difensivo del portafoglio visto lo stato avanzato del ciclo economico, è stato contestualmente chiuso il sottopeso su consumer staples e healthcare riducendo anche industriali e materials.

Durante i mesi estivi, supportati da un contesto macroeconomico con dati soddisfacenti e inflazione sotto controllo, il portafoglio azionario è rimasto impostato in maniera pro ciclica con un sovrappeso concentrato sui settori technology, industrial ed healthcare, mentre sono stati implementati sottopesi su utility, real estate e financial trasversalmente su tutte le aree geografiche. L'ultimo trimestre dell'anno è stato caratterizzato da diverse fasi di avversione al rischio con una correzione dei mercati azionari accompagnata da un incremento della volatilità prima a novembre e successivamente a dicembre. I fattori che hanno pesato negativamente sui mercati sono stati prevalentemente di natura politica. In particolare, l'Europa ha risentito di un quadro di incertezza legata: sia alla possibilità che il governo italiano intervenisse sulle misure della legge di bilancio considerando i

suggerimenti della commissione europea, sia alle tensioni francesi, oltre che all'evoluzione di Brexit. A livello globale, invece, l'attenzione degli investitori è rimasta focalizzata sulle tensioni commerciali tra USA e Cina. A tale contesto si sono inoltre aggiunti ulteriori elementi come l'atteggiamento delle banche centrali rivolto ad una normalizzazione delle politiche monetarie, e un rallentamento della crescita, come emerso durante l'ultima reporting season che, pur mostrando risultati positivi, ha evidenziato un atteggiamento cauto da parte delle aziende sull'outlook. Il portafoglio è stato gestito nel periodo dinamicamente e con una impostazione nel complesso equilibrata sui settori. La performance è stata penalizzata sia dall'andamento negativo dei settori consumer discretionary, industrial e technology sui quali il portafoglio era particolarmente esposto, sia dal sottopeso sui settori difensivi che hanno invece riportato risultati positivi come il consumer staples, l'utility e il real estate. Il sottopeso è stato concentrato in particolare sugli ultimi due settori ultra difensivi proprio alla luce del quadro macro-economico, dato che questi tendono a soffrire in un contesto di risalita dei tassi. I sovrappesi sul telecom ed in particolare sull'healthcare, sebbene abbiano fornito un contributo positivo alla performance non sono stati sufficienti a compensare le perdite. Un ulteriore elemento che ha gravato sulla cattiva performance dei settori ciclici è stato una rotazione all'interno dei settori che ha portato progressivamente a vendite anche su quei titoli quality con crescita su cui gli investitori si erano rifugiati.

Performance

Al 31 dicembre 2018, le scelte allocative implementate hanno generato le seguenti performance:



Valutazioni sulla possibile evoluzione dei mercati

Le previsioni sullo scenario macroeconomico globale e sulla crescita nel 2019 risultano permeate da differenti fattori di incertezza e condizionate dall'approssimarsi della fine di un ciclo economico di lunga durata. Gli indicatori anticipatori configurano un tendenziale rallentamento ed una successiva stabilizzazione dell'economia globale: i leading indicator dovrebbero contenere la discesa entro livelli compatibili con la permanenza in un'area espansiva (> 50). La probabilità di recessione desumibili dai dati e dagli indicatori rimane molto bassa. All'interno dello scenario di medio periodo si collocano le azioni di normalizzazione delle politiche monetarie (e la conseguente progressiva restrizione delle condizioni finanziarie), i potenziali squilibri (a più lungo termine) indotti dalle politiche protezionistiche e fiscali dell'amministrazione Trump, le divergenze sull'andamento della crescita nelle diverse aree geografiche, le dinamiche inflative caratterizzate da un effetto base non favorevole (per il calo delle quotazioni petrolifere), il periodico riemergere di focolai di tensione geopolitica, il "deal Brexit", la politica in ambito europeo. Detti fattori potrebbero prospetticamente indebolire la crescita ed incidere negativamente sulla propensione al rischio e sul clima di fiducia degli investitori. Inoltre, nel lungo periodo, la progressiva rimozione dell'easing monetario comporta il venir meno di un fattore atto a comprimere la volatilità dei mercati, rendendo molto difficoltoso individuarne la direzionalità. In Italia crescita economica e robustezza del sistema bancario individuano due tra i principali elementi di criticità che dovranno essere affrontati con prudenza nel prossimo futuro. In particolare risulteranno cruciali il funding e le nuove norme che prevedono la copertura per le nuove sofferenze (se dovessero essere applicate anche al pregresso stock dei NPL in essere, gli impatti sul capitale delle banche risulterebbero rilevanti).

Tali differenti contesti, nel loro insieme, suggeriscono l'adozione di un approccio tattico modulato nel breve e brevissimo periodo, in relazione alle dinamiche attese dei mercati ed ai possibili aggiustamenti suggeriti dalla fase del ciclo.

Avendo riguardo ad una valutazione espressa in termini relativi sulle diverse principali classi di investimento, in una logica di breve termine prevale l'opportunità di mantenere un atteggiamento prudenziale sia sulla classe azionaria sia su quella obbligazionaria.

Sui mercati azionari l'ampio cedimento registrato a fine 2018, ed apparso ascrivibile ad un over-price del rischio di recessione, aveva portato gli indici azionari su livelli valutativi interessanti. La successiva fase di ripresa ha segnato un movimento ripido, tuttavia potrebbe rimanere spazio per un ulteriore moderato upside su alcune aree quali USA ed Emerging Markets. A fronte dell'opportunità tattica di alcune prese di profitto e di contenimento dell'esposizione e del rischio, specularmente si ritiene che un approccio più costruttivo potrebbe essere supportato dall'eventuale futuro

materializzarsi di condizioni maggiormente equilibrate e benevole atte a configurare possibili catalyst. Tale impostazione richiede comunque la verifica continua dell'evoluzione dei diversi fattori potenzialmente atti a comportare brusche variazioni del rischio percepito, assume una connotazione tattica che impone frequenti revisioni, ed appare la più appropriata a fronteggiare fasi di volatilità, mantenendo un approccio prudente nella selezioni dei titoli.

L'effetto frenante di una stagione degli utili apparsa deludente, soprattutto in Europa, unitamente a previsioni conservative sulle stime future, impone particolare cautela. E' richiesto un monitoraggio molto attento sugli sviluppi relativi alle tensioni commerciali in essere: le trattative attualmente in corso tra Stati Uniti e Cina continuano a rappresentare uno snodo fondamentale per l'andamento dei mercati azionari nei mesi a venire e l'eventuale possibilità che emergano toni progressivamente più concilianti potrebbe essere accolta con favore dagli investitori. A fronte di importanti passi avanti dal punto di vista dei negoziati commerciali, appare tuttavia ancora lontana la possibilità di raggiungere un accordo sul tema della proprietà intellettuale. Risulta altresì fondamentale valutare l'eventuale futura riconfigurazione del tracciato dei tassi nel percorso di normalizzazione da parte della Fed, alla luce dell'attuale situazione "on hold" connessa al rallentamento in atto. La tematica "Brexit" è condizionata da un'estrema incertezza nell'ambito della quale potrebbero rafforzarsi le opzioni di "soft Brexit" e di estensione del periodo transitorio, in attesa di ulteriori sviluppi sul fronte politico. La view positiva sul mercato azionario nipponico trae origine dalla percezione di un possibile miglioramento delle stime sulla redditività societaria e considera attraenti le attuali valutazioni estremamente conservative, tenuto conto dello scarso indebitamento medio delle società.

Maggiori visibilità e chiarezza sulla situazione macroeconomica globale dovrebbero favorire una maggiore convinzione sulla crescita degli utili. Il risk reward relativo alle dispute commerciali, le valutazioni, il posizionamento degli investitori e soprattutto il recente approccio della Fed, rimangono a supporto di un potenziale recupero dei corsi emergenti e di performance relative premianti nei confronti dei paesi sviluppati, tuttavia la dinamica positiva delle ultime settimane non va estrapolata per identificare tout court un'inversione di tendenza.

Relativamente ai comparti obbligazionari, il percorso di normalizzazione della politica monetaria ed i potenziali rischi di tasso e di credito continueranno a riflettersi sui rendimenti attesi. Le azioni di rimozione dell'easing da parte delle principali Banche Centrali non dovrebbero comunque costituire fonti di sorprese (né portare a prefigurare azioni particolarmente aggressive) se non per eventuali pause o inversioni di tendenza. Le dinamiche di tendenziale risalita dei tassi di interesse entrano in un periodo di transizione nell'attesa di una maggiore visibilità sulla crescita e sull'entità del rallentamento in atto. A conferma del mutato atteggiamento sul quantitative tightening, le recenti dichiarazioni del Presidente Fed J.Powell: l'attuale livello dei tassi d'interesse potrebbe essere prossimo al livello stimato neutrale per l'economia, lasciando ipotizzare un approccio decisamente più moderato nel prossimo futuro. Pur sottolineando come l'economia americana

rimanga in forte crescita, il presidente della Fed ha confermato la particolare attenzione rivolta alle condizioni finanziarie: qualora la politica monetaria risultasse eccessivamente restrittiva, la banca centrale americana potrebbe valutare strumenti ed opzioni a disposizione, ivi inclusa un'eventuale riconsiderazione della riduzione del bilancio.

La Banca Centrale Europea dopo aver confermato il termine del Quantitative Easing per la fine dell'anno 2018, ha rimandato alla fine dell'estate 2019 un eventuale primo rialzo dei tassi d'interesse. In considerazione del contesto macroeconomico ed inflativo in area Euro, la BCE risulta maggiormente prudente, conciliante ed espansiva, soprattutto in materia di tassi. Le decisioni recentemente assunte (la fine degli acquisti APP e l'introduzione di una forward guidance sulle attese relative al sentiero atteso dei tassi di policy) sono condizionate dal realizzarsi dello scenario atteso e dalla validazione delle previsioni sull'inflazione. Appare possibile la riapertura di un ulteriore TLTRO. L'incertezza che permea la situazione politica ed economica italiana induce a mantenere un approccio prudente anche sul BTP. La conciliazione in sede UE stante la revisione della manovra di bilancio è parsa assumere nel breve termine una connotazione positiva per il mercato. L'attenzione si focalizza sulle future aste di emissione, dopo i segnali contrastanti emersi dai recenti collocamenti: alla deludente asta di fine anno del BTP Italia, si è contrapposto l'ampio successo della più recente asta di gennaio, sia per l'abbondanza di liquidità sul mercato, sia per un interessante carry.

Sull'area core il Bund appare ancorato a livelli di tasso molto bassi e potrebbe sussistere lo spazio per una discesa dei corsi laddove la situazione di contesto si dovesse rasserenare, e venisse meno l'attuale sostegno dovuto all'effetto di scarsità, ai timori sul tema Brexit, al rischio Italia. I rischi connessi alla complessità e alla struttura attuale dei mercati suggeriscono quindi il mantenimento di una visione tattica indirizzata alla neutralità per le posizioni ritenute maggiormente sicure e conservative, sfruttando l'eventuale volatilità per incrementare la redditività su posizioni a breve.

Relativamente alle classi corporate bond investment grade ed high yield, l'aumento della volatilità e del premio al rischio che ha caratterizzato gli ultimi mesi ha spinto le valutazioni su livelli generosi tuttavia, l'incertezza presente sui mercati, impone una gestione tattica prudente e fortemente selettiva, con un orientamento volto a privilegiare strumenti con scadenze a breve termine.

Ad un contesto economico ancora poco delineato, si sommano le tematiche di natura tecnica, come l'ingente quota di nuove emissioni attese in Q1. Obiettivo della gestione sarà focalizzarsi sulle società con i migliori fondamentali (bottom up). Malgrado un deciso tightening dei credit spread ad inizio 2019, l'anno potrebbe essere ancora caratterizzato da un'elevata volatilità per l'intero settore, accusando i rischi derivanti dal tapering della BCE e da un'accresciuta e diffusa illiquidità del mercato. Tali condizioni inducono a mantenere riserve di liquidità. L'approccio rimane selettivamente costruttivo sui mercati governativi emergenti per effetto di alcuni fattori di supporto, sia in relazione alle possibili dinamiche delle valute locali,

sia per l'apparente ripresa dei dialoghi tra Cina e USA, sia in relazione al mutato atteggiamento delle banche centrali.

Avendo riguardo alle relazioni tra le principali divise, il Dollaro USA appare sopravvalutato rispetto alle altre valute del G10. L'eventuale convergenza dei tassi di crescita tra Stati Uniti e resto del mondo potrebbe consentire il riassorbimento di questo disallineamento. Tuttavia si osserva che rimangono ancora aperti scenari in grado di modificare le aspettative di crescita: le vicende politiche italiane, la negoziazione Brexit, l'apparente riconciliazione USA-Cina in occasione del recente G20. L'Euro ha subito una forte pressione anche in relazione alle tensioni sul debito italiano e all'aggiustamento delle attese sulle future mosse da parte della BCE. Relativamente alla Sterlina britannica si ipotizza che i livelli attualmente espressi prezino gran parte delle implicazioni connesse alle difficoltà di raggiungimento di eventuali accordi di Brexit: l'eventuale discesa delle probabilità di un mancato deal Brexit, potrebbero favorirne il rafforzamento poiché l'esito di estensione o di revoca dell'articolo 50 potrebbe indurre un "relief rally" della Sterlina nel breve termine, anche alla luce dei diffusi ed ampi posizionamenti "short" degli investitori. Permane comunque una situazione di elevata volatilità e scarsa direzionalità. Lo Yen mantiene una connotazione protettiva configurandosi quale valuta rifugio in situazioni di estrema incertezza, tuttavia non sussistono forze endogene (BoJ) di spinta direzionale. In subordine alle dinamiche del Dollaro USA, potrebbero emergere fasi di repricing selettivo per alcune divise emergenti, a partire da quelle che offrono i tassi reali maggiori. E' ipotizzabile che la direzionalità dei principali currency-cross resterà limitata fino a quando non emergerà una maggiore chiarezza sullo sviluppo dei temi sopra citati.

View negativa sulle commodities.

Tenuto conto del livello di incertezza che impone posizionamenti tattici mutevoli ed accentuati, anche nel brevissimo termine, da conciliare con i differenti temi valutativi attuali e prospettici, allo scopo di ottimizzare i posizionamenti di portafoglio in relazione alle dinamiche attese dei mercati ed ai possibili aggiustamenti suggeriti dalla fase del ciclo. Non si prefigurano all'orizzonte shock o scenari estremi, tuttavia si persegue un approccio prudenziale sui risk-asset nel breve periodo, laddove la ricerca di catalyst positivi appare complessa e permangono di fattori di incertezza potenzialmente perturbanti, in relazione ai quali risulta sovente difficoltosa l'individuazione di una chiara direzionalità dei mercati.

ANIMA



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

Relazione Annuale 2018

Commento alla gestione

COMPONENTE OBBLIGAZIONARIA

Nella fase iniziale del primo trimestre dell'anno il portafoglio è stato impostato con una esposizione al rischio tasso inferiore rispetto al parametro di riferimento. Tale impostazione è stata motivata da un contesto caratterizzato da una serie di fattori che avrebbero contribuito ad un rialzo dei tassi a lungo termine quali: un quadro reflazione, politiche monetarie orientate alla normalizzazione e misure finanziarie espansive negli USA. Il sottopeso di duration è stato successivamente portato a neutrale nel corso del mese di febbraio. Tale variazione rifletteva la considerazione che dopo la risalita dei tassi a lunga scadenza di inizio anno, questi fossero più allineati con i fondamentali macroeconomici. Inoltre, la risalita dei rendimenti reali ha comportato un aumento del premio per il rischio, rendendo le valutazioni del comparto più interessanti.

Nel mese di aprile l'esposizione al rischio tasso è stata mossa da neutrale a sottopeso considerando la spinta verso l'alto delle aspettative di inflazione in un contesto di basso premio per il rischio sulle scadenze lunghe.

Nei mesi successivi il portafoglio ha mantenuto un sottopeso di duration di entità variabile. Da un punto di vista geografico, nel corso dell'anno il portafoglio è rimasto sottopesato sia di paesi core sia semiperiferici.

Nel dettaglio la posizione sui paesi periferici è stato diversamente modulato nel corso dell'anno. E' stato implementato una posizione di sottopeso sull'Italia. In particolare le vendite hanno interessato titoli sul segmento medio e lungo della curva a maggio e a ottobre in corrispondenza delle fasi più sentite della crisi di fiducia del debito italiano.

Il sottopeso sull'Italia è stato infine portato alla neutralità a fine novembre in seguito alla revisione dei giudizi delle agenzie di rating, dato che non sussistevano più eventi catalizzatori tali da giustificare un significativo incremento dello spread Btp-Bund entro fine anno. La quota allocata in titoli obbligazionari indicizzati all'inflazione è rimasta costante nel corso dell'anno.

COMPONENTE AZIONARIA

Nel corso del primo semestre 2018 il quadro macroeconomico si è mostrato robusto trasversalmente su tutte le aree geografiche con una dinamica inflattiva sotto controllo. Le azioni delle principali banche centrali sono rimaste nel sentiero di normalizzazione. La Fed ha continuato il percorso di rialzo dei tassi e la BCE ha confermato il rientro dal Quantitative Easing entro la fine dell'anno. Durante i primi 6 mesi dell'anno si attendeva una fase di inflazione più pronunciata che tuttavia non si è manifestata data una dinamica contenuta dei salari. Il prezzo del petrolio ha registrato un significativo incremento; penalizzate invece quelle materie prime maggiormente legate alle controversie commerciali tra Cina e Stati Uniti sui dazi.

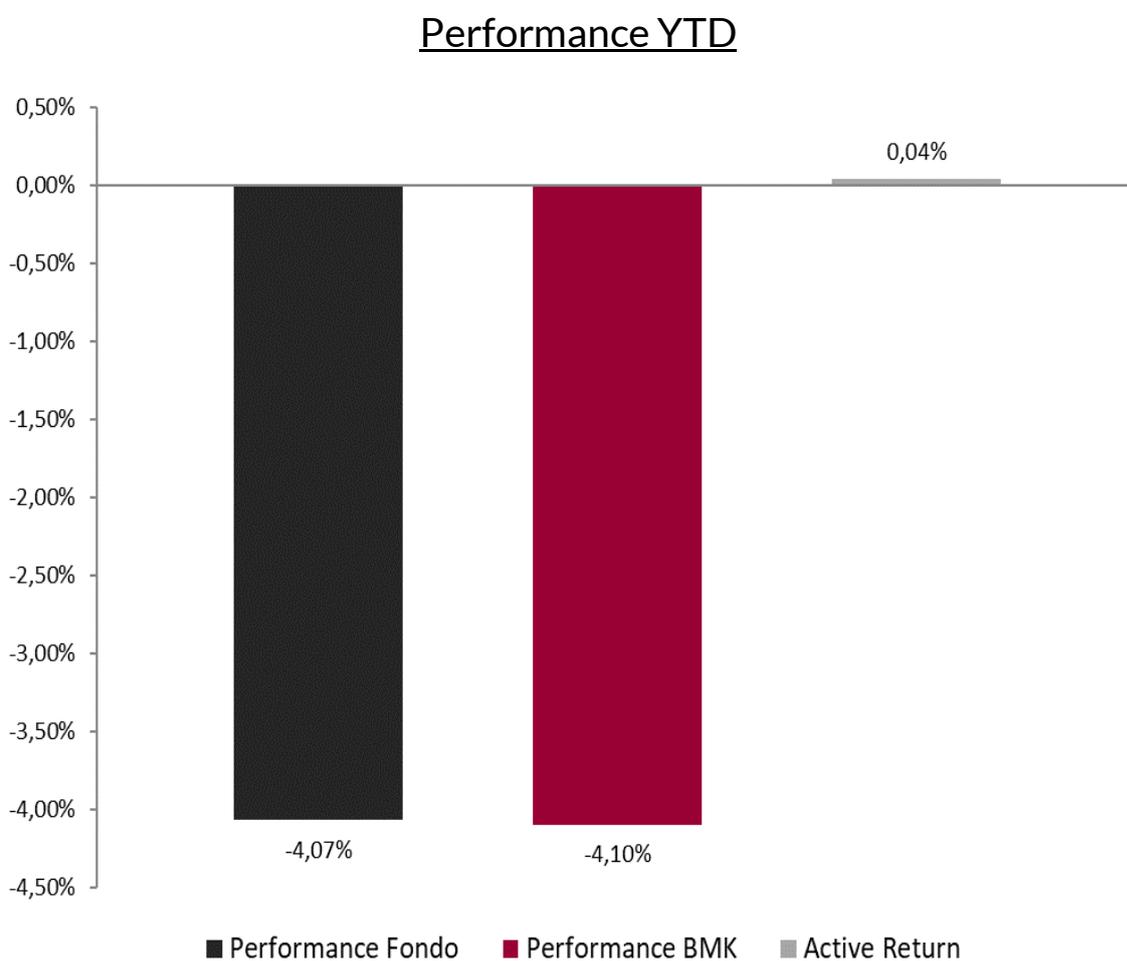
Durante il periodo analizzato è stata mantenuta una preferenza per l'area USA grazie alla crescita più robusta e alla minore esposizione alle tensioni commerciali rispetto ad altre aree geografiche come l'Europa su cui sono inoltre pesate tensioni politiche. L'allocazione in termini di selezione settoriale ha mantenuto un approccio di tipo prociclico. In particolare il settore tecnologia, seppure con pesi rimodulati nel corso del semestre, ha avuto durante tutto il periodo un sovrappeso significativo nel portafoglio, così come il settore petrolifero e il consumer discretionary. Il sovrappeso sui titoli finanziari è stato motivato a inizio anno dalla previsione che i titoli potessero beneficiare in termini di più elevata marginalità in un contesto di rialzo dei tassi di interesse. Il settore ha invece risentito pesantemente delle tensioni politiche legate in particolar modo alle elezioni politiche italiane e all'allargamento degli spread; queste circostanze e il perdurare dell'incertezza ci hanno convinto, nel corso del mese di maggio, sia a tagliare il peso complessivo dei finanziari, sia il peso sull'Italia. I settori bond proxy come utility, real estate, consumer staples, che avrebbero risentito maggiormente di un rialzo dei tassi, sono stati sempre mantenuti sottopeso. Sul finale del semestre è stato preso profitto sul settore energy vendendo circa metà del sovrappeso complessivo e, per incrementare il profilo difensivo del portafoglio visto lo stato avanzato del ciclo economico, è stato contestualmente chiuso il sottopeso su consumer staples e healthcare riducendo anche industriali e materials.

Durante i mesi estivi, supportati da un contesto macroeconomico con dati soddisfacenti e inflazione sotto controllo, il portafoglio azionario è rimasto impostato in maniera pro ciclica con un sovrappeso concentrato sui settori technology, industrial ed healthcare, mentre sono stati implementati sottopesi su utility, real estate e financial trasversalmente su tutte le aree geografiche. L'ultimo trimestre dell'anno è stato caratterizzato da diverse fasi di avversione al rischio con una correzione dei mercati azionari accompagnata da un incremento della volatilità prima a novembre e successivamente a dicembre. I fattori che hanno pesato negativamente sui mercati sono stati prevalentemente di natura politica. In particolare, l'Europa ha risentito di un quadro di incertezza legata: sia alla possibilità che il governo italiano intervenisse sulle misure della legge di bilancio considerando i

suggerimenti della commissione europea, sia alle tensioni francesi, oltre che all'evoluzione di Brexit. A livello globale, invece, l'attenzione degli investitori è rimasta focalizzata sulle tensioni commerciali tra USA e Cina. A tale contesto si sono inoltre aggiunti ulteriori elementi come l'atteggiamento delle banche centrali rivolto ad una normalizzazione delle politiche monetarie, e un rallentamento della crescita, come emerso durante l'ultima reporting season che, pur mostrando risultati positivi, ha evidenziato un atteggiamento cauto da parte delle aziende sull'outlook. Il portafoglio è stato gestito nel periodo dinamicamente e con una impostazione nel complesso equilibrata sui settori. La performance è stata penalizzata sia dall'andamento negativo dei settori consumer discretionary, industrial e technology sui quali il portafoglio era particolarmente esposto, sia dal sottopeso sui settori difensivi che hanno invece riportato risultati positivi come il consumer staples, l'utility e il real estate. Il sottopeso è stato concentrato in particolare sugli ultimi due settori ultra difensivi proprio alla luce del quadro macro-economico, dato che questi tendono a soffrire in un contesto di risalita dei tassi. I sovrappesi sul telecom ed in particolare sull'healthcare, sebbene abbiano fornito un contributo positivo alla performance non sono stati sufficienti a compensare le perdite. Un ulteriore elemento che ha gravato sulla cattiva performance dei settori ciclici è stato una rotazione all'interno dei settori che ha portato progressivamente a vendite anche su quei titoli quality con crescita su cui gli investitori si erano rifugiati.

Performance

Al 31 dicembre 2018, le scelte allocative implementate hanno generato le seguenti performance:



Valutazioni sulla possibile evoluzione dei mercati

Le previsioni sullo scenario macroeconomico globale e sulla crescita nel 2019 risultano permeate da differenti fattori di incertezza e condizionate dall'approssimarsi della fine di un ciclo economico di lunga durata. Gli indicatori anticipatori configurano un tendenziale rallentamento ed una successiva stabilizzazione dell'economia globale: i leading indicator dovrebbero contenere la discesa entro livelli compatibili con la permanenza in un'area espansiva (> 50). La probabilità di recessione desumibili dai dati e dagli indicatori rimane molto bassa. All'interno dello scenario di medio periodo si collocano le azioni di normalizzazione delle politiche monetarie (e la conseguente progressiva restrizione delle condizioni finanziarie), i potenziali squilibri (a più lungo termine) indotti dalle politiche protezionistiche e fiscali dell'amministrazione Trump, le divergenze sull'andamento della crescita nelle diverse aree geografiche, le dinamiche inflative caratterizzate da un effetto base non favorevole (per il calo delle quotazioni petrolifere), il periodico riemergere di focolai di tensione geopolitica, il "deal Brexit", la politica in ambito europeo. Detti fattori potrebbero prospetticamente indebolire la crescita ed incidere negativamente sulla propensione al rischio e sul clima di fiducia degli investitori. Inoltre, nel lungo periodo, la progressiva rimozione dell'easing monetario comporta il venir meno di un fattore atto a comprimere la volatilità dei mercati, rendendo molto difficoltoso individuarne la direzionalità. In Italia crescita economica e robustezza del sistema bancario individuano due tra i principali elementi di criticità che dovranno essere affrontati con prudenza nel prossimo futuro. In particolare risulteranno cruciali il funding e le nuove norme che prevedono la copertura per le nuove sofferenze (se dovessero essere applicate anche al pregresso stock dei NPL in essere, gli impatti sul capitale delle banche risulterebbero rilevanti).

Tali differenti contesti, nel loro insieme, suggeriscono l'adozione di un approccio tattico modulato nel breve e brevissimo periodo, in relazione alle dinamiche attese dei mercati ed ai possibili aggiustamenti suggeriti dalla fase del ciclo.

Avendo riguardo ad una valutazione espressa in termini relativi sulle diverse principali classi di investimento, in una logica di breve termine prevale l'opportunità di mantenere un atteggiamento prudenziale sia sulla classe azionaria sia su quella obbligazionaria.

Sui mercati azionari l'ampio cedimento registrato a fine 2018, ed apparso ascrivibile ad un over-price del rischio di recessione, aveva portato gli indici azionari su livelli valutativi interessanti. La successiva fase di ripresa ha segnato un movimento ripido, tuttavia potrebbe rimanere spazio per un ulteriore moderato upside su alcune aree quali USA ed Emerging Markets. A fronte dell'opportunità tattica di alcune prese di profitto e di contenimento dell'esposizione e del rischio, specularmente si ritiene che un approccio più costruttivo potrebbe essere supportato dall'eventuale futuro

materializzarsi di condizioni maggiormente equilibrate e benevole atte a configurare possibili catalyst. Tale impostazione richiede comunque la verifica continua dell'evoluzione dei diversi fattori potenzialmente atti a comportare brusche variazioni del rischio percepito, assume una connotazione tattica che impone frequenti revisioni, ed appare la più appropriata a fronteggiare fasi di volatilità, mantenendo un approccio prudente nella selezioni dei titoli.

L'effetto frenante di una stagione degli utili apparsa deludente, soprattutto in Europa, unitamente a previsioni conservative sulle stime future, impone particolare cautela. E' richiesto un monitoraggio molto attento sugli sviluppi relativi alle tensioni commerciali in essere: le trattative attualmente in corso tra Stati Uniti e Cina continuano a rappresentare uno snodo fondamentale per l'andamento dei mercati azionari nei mesi a venire e l'eventuale possibilità che emergano toni progressivamente più concilianti potrebbe essere accolta con favore dagli investitori. A fronte di importanti passi avanti dal punto di vista dei negoziati commerciali, appare tuttavia ancora lontana la possibilità di raggiungere un accordo sul tema della proprietà intellettuale. Risulta altresì fondamentale valutare l'eventuale futura riconfigurazione del tracciato dei tassi nel percorso di normalizzazione da parte della Fed, alla luce dell'attuale situazione "on hold" connessa al rallentamento in atto. La tematica "Brexit" è condizionata da un'estrema incertezza nell'ambito della quale potrebbero rafforzarsi le opzioni di "soft Brexit" e di estensione del periodo transitorio, in attesa di ulteriori sviluppi sul fronte politico. La view positiva sul mercato azionario nipponico trae origine dalla percezione di un possibile miglioramento delle stime sulla redditività societaria e considera attraenti le attuali valutazioni estremamente conservative, tenuto conto dello scarso indebitamento medio delle società.

Maggiori visibilità e chiarezza sulla situazione macroeconomica globale dovrebbero favorire una maggiore convinzione sulla crescita degli utili. Il risk reward relativo alle dispute commerciali, le valutazioni, il posizionamento degli investitori e soprattutto il recente approccio della Fed, rimangono a supporto di un potenziale recupero dei corsi emergenti e di performance relative premianti nei confronti dei paesi sviluppati, tuttavia la dinamica positiva delle ultime settimane non va estrapolata per identificare tout court un'inversione di tendenza.

Relativamente ai comparti obbligazionari, il percorso di normalizzazione della politica monetaria ed i potenziali rischi di tasso e di credito continueranno a riflettersi sui rendimenti attesi. Le azioni di rimozione dell'easing da parte delle principali Banche Centrali non dovrebbero comunque costituire fonti di sorprese (né portare a prefigurare azioni particolarmente aggressive) se non per eventuali pause o inversioni di tendenza. Le dinamiche di tendenziale risalita dei tassi di interesse entrano in un periodo di transizione nell'attesa di una maggiore visibilità sulla crescita e sull'entità del rallentamento in atto. A conferma del mutato atteggiamento sul quantitative tightening, le recenti dichiarazioni del Presidente Fed J.Powell: l'attuale livello dei tassi d'interesse potrebbe essere prossimo al livello stimato neutrale per l'economia, lasciando ipotizzare un approccio decisamente più moderato nel prossimo futuro. Pur sottolineando come l'economia americana

rimanga in forte crescita, il presidente della Fed ha confermato la particolare attenzione rivolta alle condizioni finanziarie: qualora la politica monetaria risultasse eccessivamente restrittiva, la banca centrale americana potrebbe valutare strumenti ed opzioni a disposizione, ivi inclusa un'eventuale riconsiderazione della riduzione del bilancio.

La Banca Centrale Europea dopo aver confermato il termine del Quantitative Easing per la fine dell'anno 2018, ha rimandato alla fine dell'estate 2019 un eventuale primo rialzo dei tassi d'interesse. In considerazione del contesto macroeconomico ed inflativo in area Euro, la BCE risulta maggiormente prudente, conciliante ed espansiva, soprattutto in materia di tassi. Le decisioni recentemente assunte (la fine degli acquisti APP e l'introduzione di una forward guidance sulle attese relative al sentiero atteso dei tassi di policy) sono condizionate dal realizzarsi dello scenario atteso e dalla validazione delle previsioni sull'inflazione. Appare possibile la riapertura di un ulteriore TLTRO. L'incertezza che permea la situazione politica ed economica italiana induce a mantenere un approccio prudente anche sul BTP. La conciliazione in sede UE stante la revisione della manovra di bilancio è parsa assumere nel breve termine una connotazione positiva per il mercato. L'attenzione si focalizza sulle future aste di emissione, dopo i segnali contrastanti emersi dai recenti collocamenti: alla deludente asta di fine anno del BTP Italia, si è contrapposto l'ampio successo della più recente asta di gennaio, sia per l'abbondanza di liquidità sul mercato, sia per un interessante carry.

Sull'area core il Bund appare ancorato a livelli di tasso molto bassi e potrebbe sussistere lo spazio per una discesa dei corsi laddove la situazione di contesto si dovesse rasserenare, e venisse meno l'attuale sostegno dovuto all'effetto di scarsità, ai timori sul tema Brexit, al rischio Italia. I rischi connessi alla complessità e alla struttura attuale dei mercati suggeriscono quindi il mantenimento di una visione tattica indirizzata alla neutralità per le posizioni ritenute maggiormente sicure e conservative, sfruttando l'eventuale volatilità per incrementare la redditività su posizioni a breve.

Relativamente alle classi corporate bond investment grade ed high yield, l'aumento della volatilità e del premio al rischio che ha caratterizzato gli ultimi mesi ha spinto le valutazioni su livelli generosi tuttavia, l'incertezza presente sui mercati, impone una gestione tattica prudente e fortemente selettiva, con un orientamento volto a privilegiare strumenti con scadenze a breve termine.

Ad un contesto economico ancora poco delineato, si sommano le tematiche di natura tecnica, come l'ingente quota di nuove emissioni attese in Q1. Obiettivo della gestione sarà focalizzarsi sulle società con i migliori fondamentali (bottom up). Malgrado un deciso tightening dei credit spread ad inizio 2019, l'anno potrebbe essere ancora caratterizzato da un'elevata volatilità per l'intero settore, accusando i rischi derivanti dal tapering della BCE e da un'accresciuta e diffusa illiquidità del mercato. Tali condizioni inducono a mantenere riserve di liquidità. L'approccio rimane selettivamente costruttivo sui mercati governativi emergenti per effetto di alcuni fattori di supporto, sia in relazione alle possibili dinamiche delle valute locali,

sia per l'apparente ripresa dei dialoghi tra Cina e USA, sia in relazione al mutato atteggiamento delle banche centrali.

Avendo riguardo alle relazioni tra le principali divise, il Dollaro USA appare sopravvalutato rispetto alle altre valute del G10. L'eventuale convergenza dei tassi di crescita tra Stati Uniti e resto del mondo potrebbe consentire il riassorbimento di questo disallineamento. Tuttavia si osserva che rimangono ancora aperti scenari in grado di modificare le aspettative di crescita: le vicende politiche italiane, la negoziazione Brexit, l'apparente riconciliazione USA-Cina in occasione del recente G20. L'Euro ha subito una forte pressione anche in relazione alle tensioni sul debito italiano e all'aggiustamento delle attese sulle future mosse da parte della BCE. Relativamente alla Sterlina britannica si ipotizza che i livelli attualmente espressi prezino gran parte delle implicazioni connesse alle difficoltà di raggiungimento di eventuali accordi di Brexit: l'eventuale discesa delle probabilità di un mancato deal Brexit, potrebbero favorirne il rafforzamento poiché l'esito di estensione o di revoca dell'articolo 50 potrebbe indurre un "relief rally" della Sterlina nel breve termine, anche alla luce dei diffusi ed ampi posizionamenti "short" degli investitori. Permane comunque una situazione di elevata volatilità e scarsa direzionalità. Lo Yen mantiene una connotazione protettiva configurandosi quale valuta rifugio in situazioni di estrema incertezza, tuttavia non sussistono forze endogene (BoJ) di spinta direzionale. In subordine alle dinamiche del Dollaro USA, potrebbero emergere fasi di repricing selettivo per alcune divise emergenti, a partire da quelle che offrono i tassi reali maggiori. E' ipotizzabile che la direzionalità dei principali currency-cross resterà limitata fino a quando non emergerà una maggiore chiarezza sullo sviluppo dei temi sopra citati.

View negativa sulle commodities.

Tenuto conto del livello di incertezza che impone posizionamenti tattici mutevoli ed accentuati, anche nel brevissimo termine, da conciliare con i differenti temi valutativi attuali e prospettici, allo scopo di ottimizzare i posizionamenti di portafoglio in relazione alle dinamiche attese dei mercati ed ai possibili aggiustamenti suggeriti dalla fase del ciclo. Non si prefigurano all'orizzonte shock o scenari estremi, tuttavia si persegue un approccio prudenziale sui risk-asset nel breve periodo, laddove la ricerca di catalyst positivi appare complessa e permangono di fattori di incertezza potenzialmente perturbanti, in relazione ai quali risulta sovente difficoltosa l'individuazione di una chiara direzionalità dei mercati.



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 2018	2
2	Prospettive dei mercati nel 2019.....	8

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 2018

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 gestiti da Mediobanca SGR hanno realizzato nel 2018 performances decisamente negative, in particolare per quanto riguarda i mandati con maggiore esposizione ai mercati azionari, e generalmente inferiori rispetto ai rispettivi benchmark di riferimento:

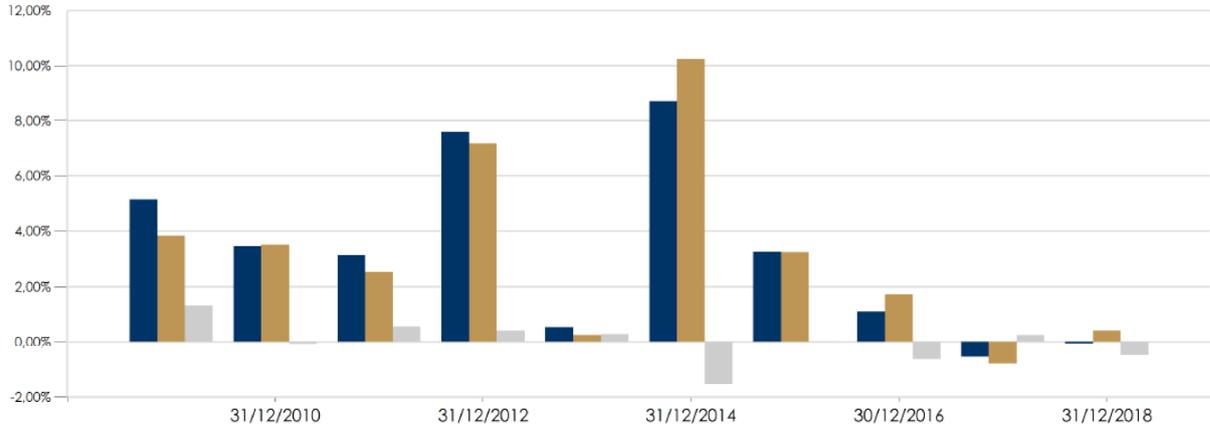
<u>Linea Orizzonte 10</u>		<u>Linea Orizzonte 20</u>		<u>Linea Orizzonte 30</u>	
Rendimento	-0.06%	Rendimento	-3.06%	Rendimento	-5.37%
Benchmark	+0.42%	Benchmark	-1.99%	Benchmark	-4.11%

Mentre l'andamento della performance assoluta rientra probabilmente in una "inevitabile" manifestazione della volatilità nella distribuzione dei rendimenti sui mercati finanziari dopo anni di stabili rendimenti positivi, riteniamo che il differenziale negativo rispetto al benchmark maturato nel corso del 2018 in un contesto di eccezionale ed imprevedibile volatilità, sia destinato ad essere riassorbito, come dimostrato dalla graduale riduzione dello stesso già all'inizio del 2019, anche in assenza di un completo reversal delle sue determinanti (allargamento dello spread sui Titoli Governativi Italiani a breve termine, appiattimento delle curve core e livelli dei tassi reali particolarmente compressi alla fine del 2018 in risposta alla fuga da investimenti azionari ed obbligazionari rischiosi) con il passare delle settimane grazie al maggior carry implicito nel portafoglio.

Evidenziamo inoltre come il risultato del 2018 non sia comunque tale da compromettere il positivo ritorno medio annuale assoluto realizzato negli ultimi anni, né il confronto con il parametro di riferimento (benchmark) nel lungo periodo che evidenzia ancora un differenziale positivo per tutti i comparti gestiti.

Linea Orizzonte 10

Andamento Rendimento vs Benchmark

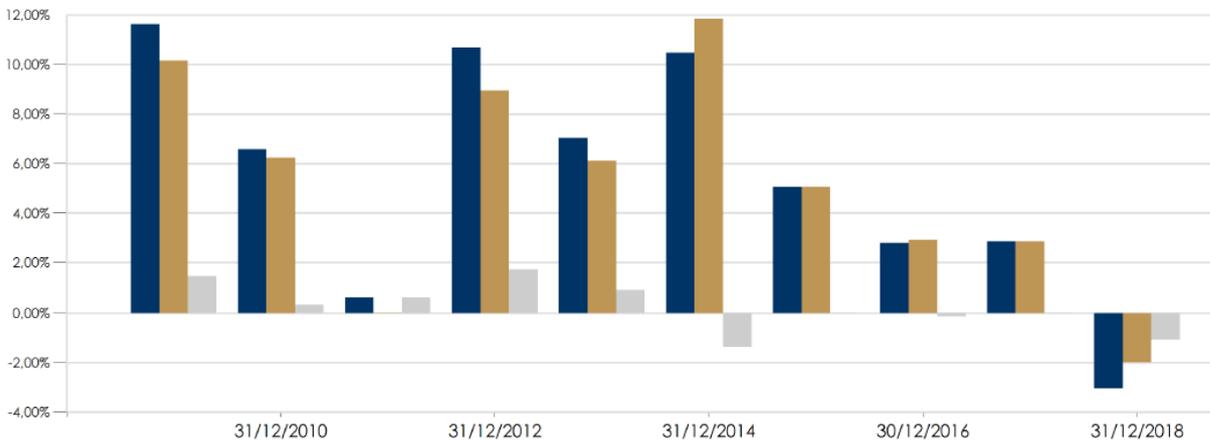


	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	30/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Portafoglio	5,14%	3,42%	3,11%	7,59%	0,54%	8,70%	3,24%	1,10%	-0,53%	-0,06%
Benchmark	3,82%	3,50%	2,54%	7,17%	0,25%	10,23%	3,23%	1,72%	-0,78%	0,42%
Delta	1,32%	-0,07%	0,57%	0,42%	0,29%	-1,53%	0,02%	-0,62%	0,25%	-0,48%

Apertura Conto: 25/11/2008	Portafoglio	Benchmark	Delta
Periodo	36,78%	36,52%	0,26%
Rend Annualizzato	3,15%	3,13%	0,02%

Linea Orizzonte 20

Andamento Rendimento vs Benchmark

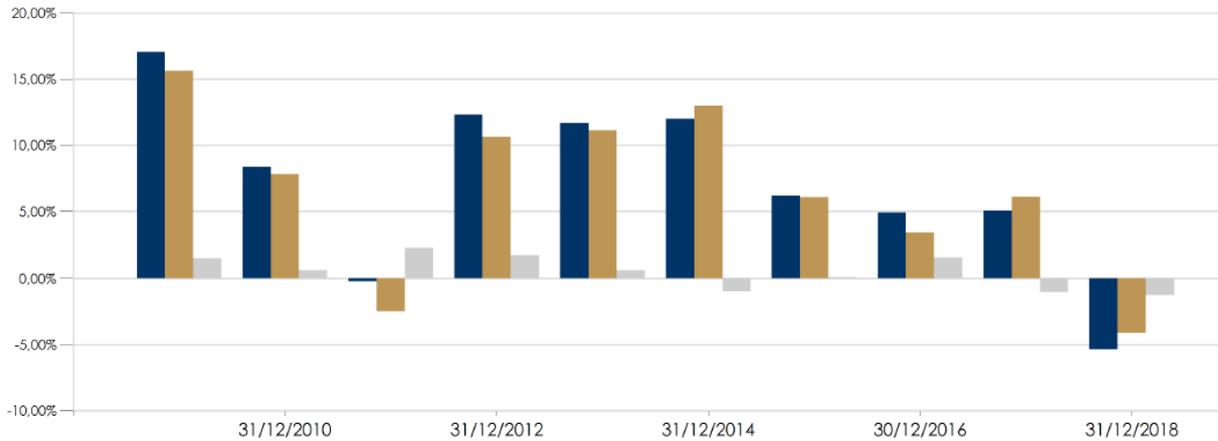


	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	30/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Portafoglio	11,64%	6,56%	0,62%	10,67%	7,04%	10,47%	5,06%	2,78%	2,86%	-3,06%
Benchmark	10,14%	6,23%	-0,01%	8,95%	6,11%	11,86%	5,06%	2,92%	2,86%	-1,99%
Delta	1,49%	0,34%	0,64%	1,72%	0,93%	-1,38%	0,00%	-0,14%	0,00%	-1,07%

Apertura Conto: 25/11/2008	Portafoglio	Benchmark	Delta
Periodo	68,67%	64,90%	3,77%
Rend Annualizzato	5,31%	5,07%	0,24%

Linea Orizzonte 30

Andamento Rendimento vs Benchmark



	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	30/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Portafoglio	17,08%	8,37%	-0,21%	12,33%	11,68%	12,03%	6,18%	4,93%	5,06%	-5,37%
Benchmark	15,64%	7,81%	-2,46%	10,66%	11,12%	13,00%	6,07%	3,40%	6,10%	-4,11%
Della	1,44%	0,56%	2,25%	1,67%	0,56%	-0,97%	0,11%	1,53%	-1,05%	-1,27%

Apertura Conto: 25/11/2008	Portafoglio	Benchmark	Delta
Periodo	97,08%	88,54%	8,54%
Rend Annualizzato	6,95%	6,48%	0,47%

Mentre il 2017 era stato l'anno di picco del ciclo globale, il 2018 è iniziato con una ripresa globale sincronizzata, che ha via via mostrato segnali di divergenza tra aree geografiche. Una politica monetaria meno espansiva e il rallentamento del commercio internazionale, indotto dalle politiche protezionistiche statunitensi, hanno infatti ridotto il grado di sincronizzazione della crescita economica globale lasciando emergere gli elementi di fragilità delle singole economie.

Il primo trimestre del 2018 è stato caratterizzato dal ritorno della volatilità sui mercati finanziari: i mercati azionari di tutto il mondo hanno subito una brusca correzione a fine gennaio e inizio febbraio, sulla scia di un timore generalizzato di surriscaldamento dell'economia US con il conseguente rischio che la Fed fosse costretta ad accelerare il ritmo di rialzi del costo del denaro restringendo velocemente le condizioni finanziarie, rimaste ampie nonostante i precedenti rialzi dei tassi.

A partire dal secondo trimestre, il clima sui mercati finanziari è ulteriormente mutato: il continuo rafforzamento del dollaro statunitense - derivante dalla rimodulazione delle attese di politica monetaria e dalla forza dell'economia statunitense - e l'escalation delle tensioni commerciali indotte dal protezionismo USA si sono tradotti in un inasprimento disomogeneo delle condizioni finanziarie a livello mondiale, che hanno pesato

maggiormente sulle economie emergenti, traducendosi anche in episodi di volatilità dei loro mercati finanziari, sfociando in situazioni di grave tensione in Argentina e in Turchia. Allo stesso tempo, i mercati azionari emergenti hanno registrato un brusco calo, controbilanciando il recupero del 2017 e si sono ampliati i differenziali di rendimento del debito sovrano.

All'inizio dell'estate negli Stati Uniti, la crescita ha raggiunto un massimo pluriennale, rafforzata dallo stimolo fiscale, in un contesto di solidità del mercato del lavoro e inflazione al livello target della banca centrale. Di conseguenza, la Federal Reserve ha continuato ad aumentare l'intervallo obiettivo dei Fed fund (100 punti basi durante il 2018) e ha portato avanti la riduzione del suo bilancio al ritmo preannunciato. Viceversa, l'Area Euro ha mostrato una marcata perdita di momentum, sebbene il tasso di crescita si sia mantenuto sopra il potenziale. Il miglioramento del mercato del lavoro ha sostenuto i salari, sebbene l'inflazione core sia rimasta lontana dal target BCE, che ha continuato con la sua politica di accomodamento monetario fino a dicembre 2018, pur avendo preparato i mercati all'uscita dal QE entro la fine del 2018, ribadendo le sue indicazioni prospettiche accomodanti oltre tale orizzonte. In questo contesto, si sono intensificati, poi, i rischi politici (incertezza nel processo di uscita del Regno Unito dall'Unione Europea e soprattutto, discussione della legge finanziaria in Italia).

In Asia, l'economia cinese ha lanciato diversi segnali di rallentamento, in seguito alla decisione delle autorità di portare avanti una politica di riduzione della leva finanziaria volta a tenere sotto controllo i timori riguardanti la stabilità finanziaria. La marcata flessione dei corsi azionari, accentuatasi dopo l'estate, ha poi inasprito ulteriormente le condizioni finanziarie attraverso il suo impatto sui prestiti garantiti da pegni su azioni. In questo contesto, il deprezzamento del renminbi, significativo anche nei confronti delle valute di altre economie emergenti, ha posto un'ulteriore pressione su altre valute asiatiche e su quelle dei produttori di materie prime. Conseguentemente si è assistito ad un cambiamento di intonazione della politica monetaria del paese, che è diventata più espansiva in risposta al peggioramento delle prospettive per l'attività, in un contesto di squilibri interni e crescenti tensioni commerciali.

In generale dunque, durante l'anno sono aumentati i rischi globali derivanti dalle possibili ripercussioni delle misure protezionistiche sull'attività di investimento delle imprese e dall'eventuale inasprirsi delle condizioni finanziarie globali.



In tale difficile contesto l'esposizione complessiva dei mandati ai mercati azionari, è rimasta sostanzialmente allineata rispetto al peso neutrale del benchmark, coerentemente con valutazioni dei corsi azionari attraenti se comparate a quelle degli investimenti fixed income in un quadro macro comunque supportivo.

Il contributo alla performance degli investimenti azionari, solo marginalmente negativo fino all'ultimo trimestre dell'anno, è risultato determinante per la performance assoluta dei mandati a causa del generalizzato sell off di fine anno.

Nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio, la componente azionaria dei portafogli è rimasta impostata privilegiando quei settori le cui valutazioni sono state ritenute più attraenti anche in un contesto di attesa progressiva normalizzazione dei tassi di interesse e graduale ripresa dell'inflazione, come quello finanziario e dell'energia, oltre che verso selezionate aziende di qualità, ben gestite e con ampi poteri di prezzo in mercati non regolamentati. Sono state invece individuate minori opportunità nei settori delle telecomunicazioni e della tecnologia principalmente a causa di valutazioni spesso gonfiate da incessanti flussi di investimenti passivi (Es: cosiddetti FANG's nel settore della tecnologia US).

Tale allocazione settoriale è stata marginalmente riequilibrata nella seconda parte dell'anno, quando è stata ridotta l'esposizione al settore energia, dopo un importante overperformance, e incrementata quella alle utilities.

Il portafoglio obbligazionario dei mandati 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 ai rispettivi benchmark 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.

Se nella prima parte dell'anno ha continuato infatti a risultare determinante per la performance dei portafogli il supporto delle politiche monetarie estremamente espansive perseguite dalla Banca Centrale Europea a sostegno del ciclo economico nell'Eurozona, attraverso il programma di acquisto di Titoli di Stato e altri asset finanziari confermato fino alla fine del 2018, quale presupposto per una significativa ulteriore compressione dei



rendimenti nominali e degli spread che ha consentito una performance positiva per gli investimenti in Titoli di Stato emessi dai Paesi Periferici dell'Eurozona e dagli emittenti non Governativi, inaspettatamente, verso al fine del mese di Maggio, si è assistito ad un ritorno improvviso della percezione di rischio su tutti gli asset italiani a causa del concretizzarsi dello scenario di un governo potenzialmente destabilizzante per la permanenza dell'Italia nella Eurozona dopo le elezioni.

In particolare è stato violento il movimento sui Titoli di Stato, verso i quali erano particolarmente esposti i mandati, con il 2y che ha superato quota 2.5% e lo spread BTP-Bund 10y tornato ai massimi dal 2013 in area 300 bps.

Verso fine anno, nonostante ulteriori episodi di volatilità, rassicuranti dichiarazioni sulla volontà dell'esecutivo di rispettare gli accordi Europei in tema di deficit e debito hanno consentito un graduale recupero degli spread sui BTP e un graduale recupero della sottoperformance.

Oltre all'atteggiamento costruttivo verso le esigenze di mercato e Autorità Europee dimostrato in extremis dal Governo, la congiuntura ciclica globale ancora supportiva, il solido avanzo primario garantito dall'adesione al Fiscal Compact, il ritrovato surplus di bilancia commerciale, la minore dipendenza da finanziatori esteri, la minore onerosità del debito in termini di interessi e soprattutto la solida infrastruttura di protezione messa a punto dalla BCE e dagli Organismi Sovrannazionali (OMT,ESM..), rendono oggi i Titoli di Stato Italiani meno vulnerabili ad eventuali attacchi speculativi; manterremo pertanto l'esposizione all'Italia sulla parte breve e brevissima della curva dei rendimenti, dove il carry positivo rispetto alle alternative di investimento remunera la volatilità anche grazie al favorevole effetto di roll-down. L'investimento sulla parte più lunga della curva continuerà ad essere utilizzato solo tatticamente.

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

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta marginale anche durante il primo 2018, 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 2019

Il 2019 sarà caratterizzato da una moderazione della dinamica espansiva dell'economia mondiale, che continuerà comunque a crescere sopra il potenziale. Il rallentamento sarà guidato da Stati Uniti e Cina, con l'evoluzione dell'economia europea che diviene più incerta. Negli Stati Uniti il ritmo di crescita rallenterà a causa della conclusione degli stimoli fiscali e dell'aumento dei tassi d'interesse. Nell'Area Euro, la solida domanda interna non basterà a compensare la minore crescita delle esportazioni. La Cina dovrà fare i conti con le pressioni esercitate dalle tariffe commerciali statunitensi e dal processo di trasformazione dell'economia nazionale. La crescita economica sarà meno sostenuta dalla politica monetaria e affiancata dall'aumento dell'inflazione core in un contesto caratterizzato da rischi crescenti, legati al rafforzarsi delle spinte protezionistiche, alle vulnerabilità dei mercati emergenti e alla maggiore volatilità dei mercati finanziari. Il rallentamento della congiuntura mondiale ridurrà il sostegno ai mercati globali, che nel corso dell'anno potrebbero cominciare a scontare la fine del ciclo economico.

Il contesto di investimento sarà quindi diverso rispetto a quello di inizio 2018: le condizioni finanziarie stanno diventando meno espansive e si osserva una maggior divergenza dei tassi di crescita nei paesi sviluppati ed emergenti, a fronte di maggiori rischi derivanti dalle tensioni commerciali a livello globale. Il consenso ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita globale per il 2019. I rischi insiti nelle previsioni sono ora rivolti verso il basso: un aumento dei tassi statunitensi e un allargamento degli spread governativi e societari potrebbero pesare sulla crescita delle EM asiatiche, così come le tensioni commerciali

sono un fattore chiave di rischio a livello globale e, in particolare, per la regione asiatica, data la dipendenza della sua crescita dal commercio globale. Se la trade war dovesse esacerbarsi, con un impatto sulla fiducia di imprese e investitori, la crescita della Cina potrebbe rallentare notevolmente, portando una decelerazione a livello regionale nella crescita del PIL delle EM asiatiche. Infine, l'escalation della guerra commerciale fra Stati Uniti e Cina (in particolare l'aumento dal 10 al 25% dei dazi su 250 miliardi di importazioni americane dalla Cina) è stata sospesa per tre mesi, in attesa di sviluppi dai negoziati bilaterali. La Cina ha ridotto i dazi sulle auto dal 40 al 15% e promesso maggiori acquisti di prodotti agricoli americani. Tutta via, gli Stati Uniti potrebbero perseguire obiettivi strategici più ampi rispetto all'apertura del mercato cinese alle importazioni, quali la difesa della propria supremazia tecnologica, e il confronto potrebbe essere soltanto all'inizio. Un paracadute per questo scenario è rappresentato dalle politiche che il governo cinese continuerà ad attuare a sostegno della crescita con una combinazione di politica monetaria e fiscale. Lo stimolo fiscale o altro supporto politico dovrebbe impedire alla crescita della Cina di scendere al di sotto del 6%, anche la leva finanziaria della Cina, in corso di riduzione, potrebbe in qualche modo limitare stimoli su larga scala.

Nel 2018 l'inflazione complessiva è tornata a salire a fronte di un'inflazione core bassa e stabile. Tuttavia, ci sono segnali di crescenti pressioni inflazionistiche nelle principali economie avanzate. Negli Stati Uniti, l'inflazione è stata il sorvegliato speciale dei mercati, che temevano che un suo aumento improvviso potesse comportare un repricing delle aspettative di politica monetaria della Fed, generando un inaspettato e repentino inasprimento delle condizioni finanziarie. Questo non si è realizzato, i salari stanno aumentando gradualmente portando l'inflazione al target del FOMC. Ora i rischi appaiono bilanciati per il prossimo anno. In Giappone, le ultime survey alle imprese suggeriscono che l'inflazione core aumenterà oltre l'1% all'inizio del prossimo anno, mentre nell'Area Euro si sta assistendo ad una moderata ripresa dei salari, che dovrebbe produrre un graduale aumento dell'inflazione core. Il recente calo del prezzo del petrolio comporterà un calo della componente energetica dell'inflazione. L'aumento dell'inflazione core dell'OCSE, al massimo degli ultimi dieci anni, del 2,3%, è interamente dovuto al rialzo dell'inflazione in Turchia; l'inflazione core in altre economie OCSE è stata stabile quest'anno. Il recente ritracciamento del prezzo del petrolio conterrà i rischi di un eccessivo rialzo dell'inflazione headline nel 2019 nelle principali aree sviluppate. Infatti, dopo aver toccato i livelli più alti da quattro anni, a fine 2018 i prezzi del petrolio hanno

subito pressioni a causa dell'aumento delle scorte di greggio americano e della rapida crescita dell'offerta. La produzione si attesta a livelli record negli Stati Uniti e ai massimi dell'era post-sovietica in Russia. Il deterioramento delle dinamiche macroeconomiche e commerciali dovrebbe frenare la crescita della domanda nel 2019. Negli ultimi tempi, inoltre, l'amministrazione Trump si è dimostrata più attenta all'impatto delle politiche governative sulle quotazioni petrolifere. Tuttavia, la recente cautela degli investitori ci sembra eccessiva. A fine ottobre, le sanzioni statunitensi hanno eliminato dal mercato un milione di barili di greggio iraniano, una cifra destinata a salire. L'Arabia Saudita si è impegnata a mantenere in equilibrio la produzione, ma ciò significa che la capacità inutilizzata globale scenderà ai minimi degli ultimi 10 anni. A sua volta, l'offerta di shale statunitense verrà ridotta dai limiti della distribuzione, poiché i nuovi condotti non dovrebbero entrare in funzione prima della seconda metà del 2019.

Queste dinamiche ci assicurano per il prossimo anno. Il consolidarsi della crescita economica lascia ancora spazio alle asset class più sensibili alla crescita di maturare performance positive. Il regime di volatilità dei mercati finanziari è tuttavia aumentato rispetto agli ultimi anni e non prevediamo il ritorno a quei livelli eccezionalmente bassi, in virtù del nuovo orientamento meno espansivo delle principali banche centrali, nonché agli aumentati rischi esogeni, in particolare quelli di natura politica (processo di Brexit, politiche protezionistiche, politica fiscale italiana, etc...). In tale scenario, aspettandoci ancora una pressione al rialzo sui tassi di interesse globali, riteniamo opportuno cercare rendimento sull'azionario. L'investimento su tale asset class andrà tuttavia impostato in maniera differente rispetto al passato, preferendo allocazioni più flessibili, ritagliando spazio sui portafogli per una componente tattica, oltre che riallocando i portafogli sulle tematiche che nel passato sono state maggiormente penalizzate (ad esempio, lo stile value). Nel contesto della decelerazione degli utili, è opportuno puntare sulle società che traggono vantaggio dalle dinamiche di crescita strutturali, che scontano già scenari negativi o che hanno dimostrato di prosperare nelle fasi di contrazione.

La BCE, superate le scadenze politiche di inizio anno, dovrà riprendere la strada della normalizzazione della struttura a termine dei tassi. Pertanto, la divergenza di politica monetaria rispetto alla Fed dovrebbe ridursi, portando ad una possibile inversione del trend di apprezzamento del dollaro US nei confronti dell'Euro. L'inflazione, moderata ma



presente, tornerà un valido tema di investimento, soprattutto a fronte di un mercato obbligazionario destinato a performare negativamente.

Le emissioni societarie, in particolari investment grade europee, non risultano particolarmente interessanti in termini di rischio/rendimento. In questo contesto di maggiore volatilità, il minore supporto delle politiche monetarie, nonché il riemergere di rischi idiosincratici tipicamente legati ad un ciclo economico vicino alla maturazione, rappresentano fattori di rischio che rendono le valutazioni ancora piuttosto care. Il quadro tecnico inoltre, data la limitata liquidità del mercato, aumenta peraltro i rischi di sotto-performance nel caso in cui la crescita economica risultasse più debole rispetto alle attese.

In generale, gli attivi emergenti, particolarmente penalizzati nel corso del 2018, potrebbero trovare, soprattutto nella seconda parte dell'anno, un inaspettato sostegno da una Fed meno aggressiva e, pertanto, da condizioni finanziarie meno restrittive. Manterremo pertanto, un approccio di investimento più selettivo, volto a valutare gli elementi di vulnerabilità del singolo paese.

Commento alla gestione 2018 - Linea CA Vita Più

Nel 2018 il rendimento della gestione separata Credit Agricole Vita Più è stato del 2,45%.

Gli investimenti sono stati indirizzati prevalentemente verso il mercato obbligazionario e sono stati effettuati tenendo conto del criterio di determinazione del rendimento basato sulla valutazione delle attività al costo storico (prezzo d'acquisto). Questo metodo prevede che la redditività riconosciuta agli investitori sia determinata in base agli interessi e ai dividendi pagati dai titoli in portafoglio, nonché al realizzo di utili/perdite da negoziazione degli strumenti finanziari movimentati nell'anno: ciò permette di riconoscere agli aderenti un rendimento che di anno in anno non soffre delle oscillazioni del valore degli strumenti finanziari in portafoglio.

La gestione del comparto obbligazionario è stata principalmente orientata verso obbligazioni emesse da società con elevato merito di credito in modo da assicurare un rendimento soddisfacente e, allo stesso tempo, limitare i rischi di solvibilità.

Le scelte d'investimento hanno quindi privilegiato la sicurezza e liquidità degli attivi acquistati limitando il peso in portafoglio di strumenti che sono maggiormente esposti alla volatilità dei mercati finanziari.

Inoltre, anche nel 2018 è continuata l'attività di miglioramento della diversificazione di portafoglio tramite l'investimento in fondi non esposti ai mercati finanziari, quali i fondi immobiliari.

Il peso del comparto azionario si è mantenuto stabile nell'anno intorno al 4%.

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 2018, è stata improntata ad un attento presidio dei rischi di concentrazione, effettuando prevalentemente acquisti su di emissioni spagnole, italiane, portoghesi e, in minima parte, tedesche su tratti di curva prevalentemente lunghi a fronte di scadenze e vendite di titoli governativi principalmente italiani con scadenze brevi. L'esposizione complessiva a questa *asset class* è diminuita rispetto all'anno precedente.

Per quanto riguarda la componente di credito si evidenzia un aumento dell'esposizione complessiva, con una rimodulazione dell'esposizione ai singoli emittenti e un maggior incremento relativo degli emittenti *corporate* non finanziari rispetto a quelli finanziari.

Il peso della componente azionaria è rimasto invariato pari a zero.

Il peso della componente di investimenti alternativi, nonostante alcuni nuovi acquisti, si è diluito nel corso dell'anno ed il focus resta su tematiche infrastrutturali.

La *duration* del portafoglio è aumentata da 5,58 a fine settembre 2017 a 7,18 a fine settembre 2018.