



**Fondo Pensione
Crédit Agricole Italia**

**Allegato B
al bilancio al 31 dicembre 2019
Commento dei Gestori**

Sede Legale: Via Università, n.1 – 43121 Parma

Sede Amministrativa: Via La Spezia 138/A – 43126 Parma

Considerazioni generali

Nel 2019 l'economia globale ha confermato la recente fase espansiva ma tuttavia ha subito una sensibile decelerazione del proprio tasso di crescita rispetto a quello dell'anno precedente. Uno sguardo ai principali numeri di crescita globale, infatti, vede una consistente moderazione nella dinamica congiunturale sia delle aree avanzate che di quelle emergenti: le prime sono complessivamente passate da un +2,2% del 2018 ad una probabile variazione per l'intero 2019 di un più modesto +1,7%, mentre le aree emergenti hanno rallentato da un +4,9% dello scorso anno ad un +4,1% stimato per il 2019. Complessivamente, quindi la crescita del PIL globale dovrebbe attestarsi ad un +3,1% rispetto al +3,8% del 2018. L'impatto negativo prodotto sull'interscambio globale per effetto dell'acuirsi delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e gli altri fattori di incertezza geopolitica, uniti alla vulnerabilità di alcune economie emergenti, rappresentano le principali cause del recente trend. In termini settoriali, la decelerazione è stata guidata soprattutto dalla debole performance del settore manifatturiero, più esposto del settore dei servizi al rarefarsi dei volumi di commercio globale e all'incertezza sui futuri sviluppi del protezionismo internazionale. Nell'ultima parte dell'anno, tuttavia, gli indicatori congiunturali che misurano il grado di fiducia delle imprese nel quadro economico prospettico hanno segnalato una stabilizzazione ed un parziale rimbalzo: questo grazie agli incoraggianti segnali provenienti dal confronto sui rapporti commerciali tra gli Stati Uniti e la Cina, segnali che hanno puntato ad un eventuale accordo che potrebbe evitare una escalation protezionistica.

Le pressioni inflazionistiche nelle principali economie avanzate sono rimaste ancor una volta contenute, malgrado le condizioni di piena occupazione raggiunte in alcuni paesi dal mercato del lavoro, condizioni che finora tuttavia si sono tradotte in modesti incrementi salariali. A questo riguardo citiamo il rallentamento dell'inflazione globale dal 3,2% dello scorso anno al 3,1% stimato per il 2019: tale rallentamento è da attribuire esclusivamente alle aree economiche avanzate, aree in cui l'inflazione è scesa dal 2,0% a 1,5%. Le economie emergenti, al contrario, appaiono destinate a far registrare un tasso d'inflazione pari al 4,2%, leggermente più alto rispetto al 4,0% dell'anno precedente.

Dal canto loro, le condizioni finanziarie internazionali sono notevolmente migliorate rispetto alla fine del 2018, da un lato grazie all'inversione di rotta della politica monetaria statunitense, con ben tre tagli di 25 punti base dei tassi ufficiali dopo i quattro rialzi dello scorso anno, e dall'altro per effetto del complesso pacchetto di nuove misure di sostegno approvate dalla BCE a settembre. Ancora una volta, l'ampliato stimolo monetario si è reso necessario per contrastare il rallentamento e i rischi ai trend di crescita e inflazione, evitando l'innescò di un potenziale circolo vizioso tra mercati finanziari ed economia reale.

Area Euro

Per il secondo anno consecutivo, la dinamica di crescita dell'economia dell'Area Euro ha subito un rallentamento, passando dal +1,9% dello scorso anno, anch'esso in decelerazione rispetto al +2,4% del

2017, ad un ritmo stimato per l'intero 2019 dell'1,1%. La sensibile decelerazione di quest'anno, la più intensa tra quelle registrate tra le aree economiche avanzate, è spiegata dalla forte esposizione al settore manifatturiero e al commercio globale di alcune importanti economie tradizionalmente vocate alle esportazioni, in primis quelle della Germania e dell'Italia. Entrambe hanno infatti sofferto un notevole rientro dell'attività industriale e dell'export, con un conseguente calo per la crescita tedesca da un +1,5% ad appena lo 0,6%, mentre l'Italia appare destinata ad un rientro da +0,7% del 2018 ad appena lo 0,2% stimato per il 2019. Il contributo del settore dei servizi è risultato ancora una volta determinante nel guidare al rialzo il PIL dell'area, ed è stato trainato dalla tenuta del mercato del lavoro e dal connesso rafforzamento della componente dei consumi. L'ulteriore crescita dell'occupazione, sebbene anch'essa in rallentamento rispetto al 2018 e al contempo, in alcuni paesi dell'area, politiche fiscali moderatamente espansive hanno complessivamente contribuito a sostenere i consumi delle famiglie. Come avvenuto in altre importanti aree economiche, negli ultimi mesi si è materializzato un miglioramento degli indici che anticipano la crescita prospettica e che misurano la fiducia delle imprese, in parziale recupero o stabilizzazione grazie agli ultimi segnali positivi provenienti dal confronto USA-Cina. Dal canto suo, l'attivismo della politica monetaria nella seconda parte dell'anno ha senza dubbio contribuito a stabilizzare le condizioni finanziarie, sostenendo indirettamente la dinamica congiunturale attuale e futura, in un contesto che vede limitate prospettive di recupero dell'inflazione.

Gran Bretagna

L'incertezza legata agli sviluppi della Brexit ha contribuito al rallentamento subito dalla crescita economica britannica nel corso del 2019: tuttavia, la misura del rallentamento appare contenuta rispetto alle altre principali aree avanzate. Rispetto all'1,4% del 2018 l'economia britannica dovrebbe infatti crescere complessivamente dell'1,3% nell'anno appena concluso. A tale riguardo ha certamente contribuito la contenuta esposizione dell'economia britannica ai volumi di commercio globale, soprattutto sul versante dell'export. Per quanto concerne l'inflazione, il rallentamento appare più sensibile e punta ad un calo all'1,8% rispetto al 2,5% del 2018. Gli sviluppi politici hanno portato a nuove elezioni a dicembre, elezioni che hanno visto la vittoria con ampio margine dei conservatori: tale risultato depone a favore di una probabile approvazione dell'accordo di uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea precedentemente negoziato. La Banca d'Inghilterra, dal canto suo, ha mantenuto invariata la propria politica monetaria nel corso dell'anno, confermando un atteggiamento attendista in presenza delle incertezze perduranti per buona parte del 2019 riguardo agli sviluppi della Brexit.

Stati Uniti

Sebbene in rallentamento, in linea al trend globale, l'attività economica americana ha complessivamente mostrato una buona capacità di tenuta e dovrebbe chiudere il 2019 con un'espansione del 2,3%, rispetto al 2,9% del 2018. Il mercato del lavoro rimane forte e rappresenta il principale motore di sostegno ai consumi delle famiglie, a sua volta la componente dominante della crescita statunitense. Il ritmo di creazione di nuovi occupati permane particolarmente intenso per questa fase avanzata del ciclo economico e combinandosi con un aumento dei salari intorno al 3% sostiene la solidità della spesa per consumi. Al contrario, la componente degli investimenti delle imprese segna il passo, nonostante i nuovi stimoli monetari introdotti dalla Fed dall'estate scorsa: questi ultimi, tuttavia, svolgono un'importante funzione di sostegno ai consumi e al settore immobiliare, anch'esso in recupero di recente per effetto della sensibile contrazione dei tassi e del connesso costo di finanziamento.

Giappone

L'attività economica è rimasta relativamente stabile in Giappone, con un sostanziale bilanciamento tra debolezza delle importazioni e solidità dei consumi delle famiglie. Al pari di altre economie più esposte ai trend di commercio internazionale, quella nipponica ha sofferto particolarmente della debolezza delle esportazioni, che a sua volta ha smorzato il clima di fiducia tra le grandi imprese manifatturiere. Lo slancio dei consumi resta limitato, per effetto, non ultimo, dell'erosione della fiducia dei consumatori e del carattere modesto degli aumenti salariali. Il livello di crescita complessiva pertanto è rimasto modesto, con un PIL atteso a +1,0% rispetto allo 0,8% del 2018. L'atteggiamento della Banca centrale è rimasto accomodante, ma al contrario della BCE e della Fed, non sono stati messi in campo nuovi stimoli o allentamenti, sebbene l'eventualità di nuove azioni rimanga un'opzione menzionata nelle dichiarazioni della banca del Giappone. Le misure più significative di politica economica sono invece giunte dal versante della politica fiscale, con l'annuncio delle nuove, consistenti misure espansive di dicembre. L'inflazione, infine, malgrado la buona salute del mercato del lavoro, è rimasta molto contenuta ed è prevista in decelerazione a 0,8% dall'1,0% fatto segnare lo scorso anno.

Emergenti

Il 2019 ha visto un sensibile rientro del tasso di crescita complessivo delle economie emergenti: le ultime stime per l'intero anno puntano infatti al 4,1% rispetto al 4,9% del 2018. Tra le principali aree geografiche è stata ancora una volta l'Asia a guidare l'espansione economica: veri e propri motori di crescita globale, Cina, India e Indonesia appaiono destinati a chiudere il 2019 con tassi di espansione rispettivamente del 6,2%, 5,1% e 5,0%. La Cina conferma il trend di rallentamento rispetto al 6,6% dello scorso anno, ma è l'India che subisce una decelerazione più significativa, passando ad un 5,1% da un ben più significativo 7,4% del 2018. Uno sguardo alle altre aree geografiche vede emergere un quadro complessivo meno brillante, con qualche segno negativo nella variazione del PIL, come nel caso della Turchia e del Messico. Il rallentamento della crescita è da ricondursi anche per le economie emergenti perlopiù agli stessi fattori che erano citati nelle sezioni precedenti per le aree avanzate: soprattutto la debole performance del commercio globale e della produzione industriale. Gli stimoli monetari e fiscali hanno complessivamente contrastato questo quadro di sensibile rallentamento, ma con spazi di manovra a disposizione della politica economica evidentemente differenti a seconda dei singoli paesi. Anche il mutato orientamento della politica monetaria della Federal Reserve e la discesa dei rendimenti obbligazionari americani hanno indubbiamente contribuito a produrre effetti di sostegno per le economie emergenti nel loro complesso. Il rientro dei rischi di una escalation protezionistica negli ultimi mesi dell'anno, al pari di quanto avvenuto in area euro e Stati Uniti, ha poi contribuito a migliorare il quadro prospettico e a segnalare una stabilizzazione e un parziale recupero della fiducia delle imprese. Sul versante dell'inflazione il quadro è risultato molto più stabile, con un'espansione degli indici di variazione dei prezzi complessivamente più alti, seppur al margine, rispetto al 2018.

Mercati

L'anno è stato caratterizzato da una dinamica particolarmente positiva degli asset rischiosi, nonostante la guerra commerciale abbia tenuto in scacco i mercati finanziari e le economie per tutto il periodo.

I risultati dei mercati azionari sono stati eccezionali, più che compensando il deludente 2018. Positivo l'andamento anche di tutti i comparti dei mercati obbligazionari, sostenuti dal mutato atteggiamento delle principali Banche Centrali.

In rialzo i mercati azionari.

Gli indici azionari hanno registrato performance positive a livello globale, sostenuti dal cambio di marcia delle banche centrali mondiali, dall'attenuarsi, pur tra alti e bassi, delle preoccupazioni sul commercio mondiale, e da dati societari confortanti.

A livello geografico, gli USA hanno mostrato i rialzi maggiori in valuta locale. A supporto l'emergere di un orientamento estremamente accomodante della Fed, in una prima fase solo in materia di gestione del bilancio dell'istituto, e in una seconda fase anche con estensione ai tagli sul tasso ufficiale. Sul fronte dei fondamentali, la stagione degli utili ha fornito risultati confortanti. Il mercato è stato sostenuto infine dall'attività di fusioni e acquisizioni.

A livello settoriale, rialzi più consistenti per tecnologia, finanziari e servizi di comunicazione.

Il risultato positivo è stato rafforzato per l'investitore Euro dall'apprezzamento del dollaro contro Euro, passato da 1,145 a 1,123.

Gli indici europei hanno registrato rialzi generalizzati, imputabili al marcato ridimensionamento delle preoccupazioni sull'evoluzione del commercio globale, fattore rilevante per l'area data l'importanza delle esportazioni come motore di sviluppo economico, al ridimensionamento del rischio di uscita incontrollata del Regno Unito dall'EU e all'orientamento accomodante della BCE.

A livello di principali paesi dell'area Euro, rialzo maggiore per l'Italia, a seguire Francia, Germania e Spagna. A livello settoriale, rialzi più ampi per tecnologia, industriali e consumi ciclici; più contenuti per le telecomunicazioni.

Il Giappone ha chiuso il periodo in rialzo in valuta locale, beneficiando anche delle aperture della Bank of Japan a favore di un ulteriore allentamento monetario e del governo a favore di nuovi stimoli fiscali; il risultato positivo è stato rafforzato per l'investitore in euro dall'apprezzamento dello yen contro Euro, passato da 126,26 a 121,96.

Chiusura positiva per la borsa australiana in valuta locale, nonostante l'indebolimento delle aspettative di crescita. Il risultato per l'investitore in euro è stato rafforzato dall'apprezzamento della valuta rispetto alla moneta unica. Di sostegno al mercato australiano i tre interventi al ribasso del tasso ufficiale da parte della Banca Centrale, i primi su un orizzonte di 3 anni. Chiusura positiva sia per la borsa coreana che per la borsa taiwanese, sia in valuta locale che in euro; l'andamento di entrambi gli indici è stato condizionato dalle preoccupazioni sulla crescita economica globale e dalla sensibilità alla dinamica del settore tecnologico, beneficiando nella seconda metà dell'anno del ridimensionamento delle tensioni su entrambe le tematiche.

L'area Emergente in aggregato ha chiuso l'anno in rialzo, sebbene sia stata condizionata dagli effetti delle tensioni sui dazi e da eventi specifici a singoli paesi.

A livello di aree geografiche, rialzi più ampi per l'area Europa e Medio Oriente. Sotto i riflettori soprattutto la Russia, che è stata sostenuta dal rialzo del prezzo del petrolio e del gas naturale, dalla rimozione delle sanzioni USA verso alcune società del paese e dalla politica monetaria espansiva. La borsa turca è tornata sotto i riflettori nel mese di marzo per le preoccupazioni sulla dimensione delle proprie riserve che hanno messo sotto pressione soprattutto la valuta e i tassi di interesse monetari (tasso overnight salito a 1200% nella giornata del 27 marzo), con effetto sugli indici azionari. La seconda metà dell'anno è stata caratterizzata da un apprezzabile recupero degli indici, che hanno beneficiato del migliorato contesto economico, dei tagli marcati del tasso ufficiale e del recupero del settore finanziario.

In America Latina, in evidenza il Brasile, che a inizio anno ha beneficiato delle aspettative sulla nuova presidenza; l'entusiasmo si è via via spento, con gli investitori impegnati nella valutazione della capacità del nuovo governo di implementare le riforme e in risposta a dati economici deboli; nella seconda metà dell'anno i corsi azionari hanno accelerato, a fronte di progressi sul fronte della riforma previdenziale, del miglioramento dei dati economici e dell'allentamento monetario. In Argentina, l'indice azionario ha chiuso l'anno in negativo sia in valuta locale che in euro; la borsa ha perso il 48%

in USD nella sola giornata del 12 agosto a seguito dell'esito inatteso delle primarie a favore del candidato dell'opposizione Alberto Fernandez che ha poi vinto le elezioni presidenziali di ottobre.

In Asia, performance positiva della Cina. Gli indici del paese, sostenuti nei primi mesi dell'anno dalle attese positive sull'evoluzione delle relazioni commerciali con gli USA, hanno invertito la rotta a maggio, penalizzati dall'annuncio di Trump di aumentare le tariffe dal 10% al 25% su USD 200 mld di importazioni USA dal paese e dal rischio di imposizione di dazi anche sulla parte restante degli scambi. La distensione dei toni tra i due Paesi in avvicinamento al G20 di giugno e l'annuncio di nuove misure di stimolo a sostegno dei consumi hanno sostenuto i corsi azionari cinesi nella fase finale del primo semestre. Nella seconda metà dell'anno, le attese prima, e la realizzazione poi, delle distensioni commerciali tra Usa e Cina hanno favorito un marcato recupero dei corsi azionari. Positiva anche la borsa indiana, che ha beneficiato di un positivo andamento dei conti societari, della politica monetaria accomodante, di valutazioni interessanti e dell'adozione di misure di sostegno alla crescita.

In calo i rendimenti governativi e i spread dei corporate.

I mercati obbligazionari sono stati sostenuti dal cambio di marcia generalizzato delle principali banche centrali globali a favore di maggiori stimoli monetari.

In Usa, la curva dei rendimenti ha evidenziato un generalizzato movimento al ribasso sul periodo, più marcato sulla parte a breve-medio termine rispetto a quella a lungo termine. Il tasso a due anni è passato da 2,49% di fine 2018 a 1,57% di fine 2019, in risposta all'orientamento estremamente accomodante della Fed. Il tasso a dieci anni è sceso dal 2,68% all'1,88%, con un minimo a 1,45% raggiunto a inizio settembre, in un contesto di preoccupazioni su crescita e inflazione, in parte rientrate in chiusura di anno.

Sul mercato obbligazionario europeo, l'assenza di azioni sul tasso di riferimento della BCE ha limitato i movimenti della parte a breve e medio termine della curva, con il tasso a due anni tedesco passato da -0,61% di fine 2018 a -0,60% di fine 2019. La debolezza dei dati economici e, soprattutto, il calo delle aspettative di inflazione hanno determinato un ribasso più ampio del tasso a dieci anni, che si è portato da 0,24% a -0,19%, con un minimo in area -0,7% raggiunto nel mese di agosto.

I titoli di Stato periferici sono stati supportati dall'orientamento maggiormente accomodante della BCE.

I movimenti al ribasso hanno coinvolto anche i titoli di Stato italiani, nonostante l'incertezza politica interna. Il rendimento a 2 anni è passato da 0,47% a fine 2018 a -0,05%; il tasso a dieci è passato da 2,74% a 1,41%. Discesa meno ampia per i titoli di Stato spagnoli: il rendimento a due anni è passato da -0,24% a -0,39%; il rendimento decennale è invece passato da 1,42% a 0,47%.

Il riprezzamento degli asset rischiosi ha supportato anche il mercato creditizio, che ha beneficiato sia del calo diffuso dei tassi di riferimento che del restringimento degli spread su tutta la scala di rating, soprattutto sul segmento high yield.

In USA, i titoli societari investment grade hanno evidenziato un calo del rendimento da 4,26% di fine 2018 a 2,92%, con spread in restringimento di 59 punti base (a 100 punti base). Positivo anche l'andamento delle emissioni high yield, il cui rendimento medio ha chiuso l'anno al 6,01%, da 8%, con spread in restringimento (-173 pb, a 360 pb). Il risultato positivo per l'investitore Euro è stato rafforzato dall'apprezzamento del dollaro contro Euro.

L'anno è stato positivo anche per il debito societario europeo, soprattutto high yield. Il rendimento medio dei titoli investment grade europei è passato da 1,33% a 0,62%, mentre gli spread hanno evidenziato un calo a 93 pb (-61pb). A livello settoriale, gli emittenti finanziari hanno visto nel periodo un calo dei rendimenti a 0,64% (da 1,36%), con un restringimento dello spread a 93 pb (-68 pb). Positivo l'anno anche per gli emittenti non finanziari il cui rendimento medio si è assestato a 0,61% (da 1,33%) con lo spread in calo a 93 pb (-57 pb). I rendimenti delle emissioni societarie europee a più basso merito di credito sono scesi da 4,85% a 3,33%, con lo spread in calo da 506 pb a 309 pb.

In ultimo, il calo dei rendimenti USA e le prospettive di un dollaro meno forte anche per effetto di un atteggiamento maggiormente accomodante della Fed hanno sostenuto i mercati obbligazionari emergenti. I titoli di Stato Emergenti in valuta forte hanno chiuso il periodo con il rendimento medio a 4,91% (-196 pb), effetto sia del calo dei tassi di riferimento che del restringimento del differenziale di rendimento rispetto ai Treasury Usa a 292 pb (-123 pb).

Dollaro USA più forte rispetto all'Euro

Il dollaro USA e lo yen giapponese si sono apprezzati nei confronti dell'Euro riflettendo, rispettivamente, la maggiore forza del ciclo economico USA e la ricerca di beni rifugio cui è assimilata la divisa nipponica.

Il dollaro USA verso l'Euro è passato da 1,144 a 1,123; lo yen contro Euro è invece passato da 126,26 a 121,96.

Prospettive Globali

La crescita mondiale continuerà ad evidenziare un rallentamento diffuso; esistono tuttavia segnali di stabilizzazione negli indicatori di fiducia. In un contesto di persistente incertezza e contenute pressioni inflative, le banche centrali hanno agito prontamente per garantire condizioni finanziarie accomodanti al fine di evitare un rallentamento più severo del ciclo economico; l'orientamento accomodante dovrebbe essere mantenuto nel prossimo futuro.

In tale contesto, manteniamo una allocazione prudente al rischio, in un contesto di persistente incertezza e di valutazioni elevate.

Nello specifico, sull'azionario confermiamo il posizionamento prudente, tenuto conto della bassa visibilità sulla dinamica futura dei profitti. In ottica tattica, la stabilizzazione dei dati economici e il ridimensionamento di alcuni fattori di rischio potrebbero fornire supporto all'asset class, in particolare ai settori ciclici/value a scapito dei difensivi, sia in USA che in area Euro. A livello di aree, preferenza per l'Europa, che beneficia del ridimensionamento dei rischi politici (Brexit), dell'atteso miglioramento del ciclo e della rotazione a favore dei settori value.

Nel reddito fisso, preferenza per il credito IG europeo. I buoni fondamentali, la ricerca di rendimento, i flussi e il QE2 della BCE continuano a supportare questo segmento. Sui governativi, preferenza per i titoli di Stato dei paesi periferici e, tra i titoli core, per gli USA.

Si conferma la view positiva sul debito Emergente in valuta forte, sostenuto dal carry e da orientamenti accomodanti delle banche centrali; il debito emergente in valuta locale potrebbe essere penalizzato dalla dinamica valutaria.

In sintesi, ancora opportuno un approccio cauto in ottica strategica, con assetto ben diversificato e adeguato cuscinetto di attività liquide (e.g. governativi Usa, cash) per affrontare fasi di volatilità. A protezione, si conferma esposizione allo yen, come valuta di ancoraggio nelle fasi di risk-off.

Commento alla gestione 2019 – Portafogli Orizzonte 10-20 -30

La performance del 2019 dell'Orizzonte 10 è pari a 7,22%, quella del benchmark pari a 6,75%. La performance di Orizzonte 20 nel 2019 è pari a 11,90%, quella il benchmark pari a 11,54%. La performance di Orizzonte 30 nel 2019 è pari a 16,04%, il benchmark pari a 15,61%.

Il gestore ha iniziato il 2019 con una posizione di portafoglio complessivamente cauta, tenendo conto del momentum macroeconomico debole, delle revisioni al ribasso degli utili e dei persistenti rischi geopolitici. Tuttavia presto si sono visti una Federal Reserve più accomodante delle attese e alcuni spiragli per un accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina. Questi fattori hanno riportato sui mercati la fiducia negli attivi rischiosi e sono state gradualmente incrementate sia l'esposizione azionaria che la posizione sui crediti (corporate bond), anche per le buone opportunità di acquisto sul mercato primario delle obbligazioni societarie.

Nel secondo trimestre del 2019, dati i livelli di prezzo raggiunti, abbiamo ritenuto possibile una correzione delle borse anche se non necessariamente un forte movimento di risk-off. Sono state messe in atto delle misure tattiche di riduzione del rischio e siamo diventati più cauti nell'esposizione alle azioni dei paesi sviluppati, a fronte di revisioni degli utili ancora negative e dei rischi politici non ancora superati (Brexit e guerra commerciale in primis). Il gestore ha preferito allocare il rischio più sulla componente credito. Con una crescita bassa ma senza recessione i tassi di default restano sotto controllo e il tema di mercato della ricerca di rendimento ("search for yield") mantiene elevati i flussi in entrata nella classe d'attivo delle obbligazioni societarie. Si sono preferiti gli emittenti Investment Grade Euro rispetto a quelli americani, tenendo conto dei fondamentali migliori (leva finanziaria mediamente più contenuta) e del supporto da parte della BCE.

La duration complessiva dei portafogli è stata mantenuta sopra quella del benchmark con un sovrappeso della parte americana rispetto alla zona euro. In quest'ultima la BCE con la sua azione ha mantenuto la pressione al ribasso sui rendimenti. Abbiamo preferito i titoli di stato periferici e semi-core e i crediti Euro Investment Grade rispetto ai titoli di stato dei paesi Core, con rendimenti troppo bassi.

Sono le esposizioni sulla parte obbligazionaria che spiegano principalmente la sovraperformance dell'anno rispetto ai parametri di riferimento. A livello di stock picking il contributo è stato positivo sulla parte americana e in particolare sui nomi dei settori ciclici: finanziari, consumer discretionary e alcuni tecnologici hanno portato una significativa sovraperformance.

		1 mese	3 mesi	Inizio Anno	1 anno	Dal
	<i>dal</i>	29/11/19	30/09/19	31/12/18	31/12/18	24/01/2014
Orizzonte 10		-0,46 %	-1,38 %	7,22 %	7,22 %	22,80 %
<i>Benchmark</i>		-0,63 %	-1,55 %	6,75 %	6,75 %	22,22 %

		1 mese	3 mesi	Inizio Anno	1 anno	Dal	Dal
	<i>dal</i>	29/11/19	30/09/19	31/12/18	31/12/18	24/01/2014	08/04/16
Orizzonte 20		0,30 %	0,73 %	11,90 %	11,90 %	37,66 %	16,94 %
<i>Benchmark</i>		-0,03 %	0,09 %	11,54 %	11,54 %	35,89 %	17,01 %

		1 mese	3 mesi	Inizio Anno	1 anno	Dal	Dal
	<i>dal</i>	29/11/19	30/09/19	31/12/18	31/12/18	24/01/2014	08/04/16
Orizzonte 30		1,05 %	2,95 %	16,04 %	16,04 %	48,13 %	24,54 %
<i>Benchmark</i>		0,55 %	1,83 %	15,61 %	15,61 %	46,55 %	25,21 %



**Fondo Pensione Gruppo Bancario
Crédit Agricole Italia**

**Linee Orizzonte 10 - Orizzonte 20 -
Orizzonte 30**

Relazione Annuale 2019

Mercati finanziari

Nel corso del 2019, il significativo allentamento monetario globale ha alimentato un apprezzamento generalizzato delle diverse asset class di investimento. L'indice globale relativo alla classe azionaria ha fatto registrare una performance ampiamente positiva in valuta locale (prossima a +25%), mentre la volatilità è rimasta generalmente contenuta. Anche gli indici obbligazionari governativi (sia quello globale in valuta locale sia quello in area Euro), corporate bond ed emergenti, con misure di differente entità, crescenti all'aumentare del profilo di rischio, hanno espresso dinamiche complessivamente positive, in virtù del calo tendenziale dei tassi e della compressione degli spread. In flessione il cambio euro/dollaro.

Più in dettaglio, la partenza dei mercati nell'avvio del 2019 è stata positiva, favorita dall'approccio cauto e moderato della Federal Reserve sulla traiettoria dei tassi USA, confermato poi dall'impostazione espansiva mantenuta nel prosieguo del 2019. L'aumento di timori relativamente alla crescita globale e alle tensioni commerciali aveva temporaneamente accresciuto l'avversione al rischio degli investitori, poi superata dalla prosecuzione della fase costruttiva che, complici le positive trimestrali delle società statunitensi ed europee, sino ad aprile, ha favorito la crescita dei mercati azionari. Nel secondo trimestre dell'anno, in particolare nel mese di maggio, è stato registrato un ritorno della volatilità sui mercati ed una sensibile flessione del comparto azionario, il crollo della borsa cinese, l'indebolimento dello Yuan, e l'acquisto di beni rifugio, a causa del ravvivarsi delle tensioni commerciali fra Stati Uniti e Cina. La debolezza dei mercati azionari è stata rilevante, in particolare per le aree geografiche ed i settori (ciclici, materie prime e tecnologia in primis) più esposti all'escalation della "trade war". Il clima di avversione al rischio ha intaccato in parte anche i crediti ed il debito emergente, che tuttavia da inizio giugno hanno beneficiato di una mitigazione dei pregressi effetti negativi. A giugno le Banche Centrali dichiaratamente espansive e disponibili ad intervenire anche con tagli dei tassi, hanno favorito l'andamento positivo delle emissioni governative, la ripresa dei mercati azionari, il rientro della volatilità. Nel corso del terzo trimestre 2019 si sono verificate nuove fasi alterne di avversione al rischio, alimentata dal riacutizzarsi delle tensioni commerciali tra USA e Cina e da timori di dinamiche recessive. Le dichiarazioni costruttive in ordine alla ripresa dei negoziati nel periodo autunnale hanno in parte contribuito a contenere tali episodi. Anche il fattore ascrivibile al rischio politico, su differenti fronti, ha contribuito a determinare fasi alterne sui mercati finanziari. Revisioni negative delle stime di crescita, incertezze e timori nel contesto geo-politico hanno generato fasi di risk-off, e

sostenuto a più riprese le obbligazioni governative core. Tuttavia, i comparti governativi sono stati favoriti soprattutto dall'approccio espansivo della BCE: il contrasto alla debolezza di inflazione e crescita è culminato a settembre con il taglio del tasso di deposito a -0,50% ed il riavvio del Quantitative Easing. La combinazione di tali fattori ha spinto i tassi in territorio progressivamente negativo, e ha contribuito ad indebolire l'Euro nei confronti del dollaro e delle principali valute. Anche il debito emergente è stato supportato a tratti dalla discesa dei tassi USA e dagli interventi espansivi delle diverse banche centrali. Compressione dei tassi e riduzione dei premi per il rischio hanno progressivamente favorito anche il comparto corporate bond, attestato su rendimenti collocati in prossimità dei minimi storici. Tuttavia, dopo l'ingresso nell'ultimo quadrimestre del 2019, l'allentamento progressivo di alcuni rischi geo-politici ed il ridimensionamento delle aspettative in merito ad eventuali future mosse delle banche centrali hanno contribuito, a novembre, ad innalzare i rendimenti governativi. Più contenuto l'impatto sul debito societario in virtù dei rendimenti positivi, in particolare sul comparto high yield. Il BTP ha sofferto pressioni a fasi alterne. Le preoccupazioni emerse su crescita e conti pubblici (sfociate ad inizio giugno nei richiami sul debito e nelle raccomandazioni da parte della Commissione Europea sull'avvio di una procedura per debito eccessivo nei confronti dell'Italia) avevano riportato lo spread nei confronti del Bund decennale sui livelli massimi da inizio anno (febbraio), testando tra metà e fine maggio quote superiori a 280 punti base. Dopo l'avvio di luglio, la netta flessione sotto 200 punti base, in seguito agli annunci espansivi della BCE, e successivamente al mancato avvio della procedura d'infrazione da parte della UE, era stata interrotta da una nuova fiammata in agosto, poco sotto 240 punti base, concomitante con l'apertura della crisi di governo. La fiducia accordata dalle Camere al nuovo esecutivo "Conte-bis", percepito più in linea del precedente con le politiche comunitarie UE, aveva poi nuovamente favorito la compressione del differenziale BTP/Bund in range 130-140 punti base, sino ai rimbalzi in area 160 di novembre e dicembre. In corso d'anno, durante le fasi di tensione ed avversione al rischio è stato registrato a più riprese il rafforzamento delle divise rifugio (yen, franco svizzero), specularmente penalizzate dall'emergere di un clima maggiormente costruttivo; le fasi di ridimensionamento delle tensioni commerciali hanno altresì favorito le divise dei Paesi emergenti. L'incertezza sugli sviluppi politici nel Regno Unito in relazione a Brexit a partire dalla primavera avevano determinato l'indebolimento ed un andamento altalenante della sterlina inglese, poi virato ad una netta ripresa a partire da agosto sino a toccare i massimi da inizio anno contro euro nella prima metà di dicembre. Il dollaro USA si è progressivamente rafforzato con fasi

alterne di tonicità, a tratti interrotta in occasione della pubblicazione di dati macroeconomici sotto alle attese e di un aumento delle aspettative di un possibile taglio dei tassi da parte della Fed, materializzatosi con le riduzioni di un quarto di punto a luglio, settembre e fine ottobre. Il cambio euro/dollaro a fine 2019 si è attestato in area 1,12 (-2% circa da inizio anno).

Scenario macroeconomico

Lo scenario macroeconomico globale in corso d'anno ha accusato il rallentamento dei dati sulla crescita, segnando il passo, unitamente all'inflazione, sia in USA sia in Europa. Il Fondo Monetario Internazionale aveva evidenziato stime al ribasso, inserite in un contesto di rallentamento sincronizzato dell'economia mondiale. Tensioni geopolitiche e provvedimenti protezionistici hanno gravato sullo scenario internazionale di breve e medio termine, minando il clima di fiducia ed aumentando la vulnerabilità dei mercati. A questo si è accompagnato il calo degli investimenti e della produzione a livello mondiale, l'andamento cedente dell'industria automobilistica e più in generale la debolezza della manifattura, l'incertezza relativa agli sviluppi politici nel Regno Unito e alle implicazioni di Brexit, l'aumento di alcune tensioni nell'area medio-orientale. A fronte di timori sul peggioramento delle condizioni cicliche, le Banche Centrali (Fed e BCE in primis) hanno adottato misure espansive mediante un significativo allentamento monetario. La tregua siglata in occasione del G20 tenutosi in Giappone a fine giugno, le dichiarazioni apparentemente concilianti da parte del presidente Trump in occasione del G7 di Biarritz a fine agosto, le iniziative di moratoria in ottobre avevano costituito il viatico per la ripresa dei negoziati commerciali volti ad evitare ulteriori escalation, a favorire una ricomposizione delle fratture e a ricercare soluzioni di compromesso. L'andamento dei colloqui, nel tempo, ha registrato fasi alterne tra costruttivo ottimismo e brusche frenate. La firma dell'accordo "Fase 1" fra USA e Cina (che prevede la riduzione graduale e reciproca delle tariffe) è prevista a gennaio 2020. Stanno emergendo segnali di stabilizzazione del ciclo industriale, malgrado indicazioni non univoche, ed il permanere del settore manifatturiero in area recessiva: recentemente, alcuni indicatori anticipatori sembrano aver imboccato un sentiero di recupero, ed i fattori di rischio appaiono lievemente attenuati rispetto al passato.

Negli Stati Uniti i dati rilevati hanno fornito indicazioni eterogenee, convergenti verso un rallentamento dell'economia e della crescita interna (secondo le stime del FMI), stante il calo registrato sugli investimenti ed il permanere di rischi congiunturali. I

consumi ed il mercato del lavoro hanno invece confermano una persistente solidità. Pregressi segnali di rallentamento avevano indotto la Federal Reserve a rivedere al ribasso le previsioni sul Pil, mentre l'inflazione, dopo aver attraversato alcune fasi di debolezza, si è collocata su livelli contenuti, ma non lontani dal target della Banca Centrale. La Fed già con l'avvio del 2019 aveva mostrato un orientamento decisamente espansivo e conciliante, dichiarando di non prevedere rialzi nel corso del 2019. Il Presidente Powell, nel rilevare come le incertezze sulle tensioni commerciali e sulla forza dell'economia globale gravassero sulle previsioni di crescita, si era espresso in ordine al rafforzamento dell'ipotesi di una politica monetaria più accomodante. Monitorando gli sviluppi sul fronte commerciale ed inflativo, e allo scopo di sostenere l'espansione economica statunitense, la Fed aveva ridotto i tassi di un quarto di punto in fascia 2%-2,25% in occasione del FOMC del 31 luglio e, dopo aver iniettato abbondante liquidità sul mercato del finanziamento a breve termine, nei FOMC del 18 settembre e di fine ottobre aveva operato due ulteriori riduzione dei tassi, ciascuna di -0,25%, con collocazione finale in fascia 1,50%-1,75%. Dopo il taglio dei tassi di fine ottobre è stato valutato appropriato l'attuale posizionamento espansivo in relazione al controllo dell'inflazione, ad uno scenario economico moderatamente positivo e alle più recenti revisioni positive delle stime sul PIL (circa +2% nella rilevazione del terzo trimestre 2019). Mentre ha preso avvio la fase pubblica della procedura di impeachment nei confronti del presidente Trump (in relazione al dossier sulle interferenze politiche relative al caso Ucraina/Biden), prosegue il dibattito politico in vista dell'approssimarsi dell'anno elettorale statunitense.

In Europa, il rallentamento in atto, ascrivibile ad una domanda estera progressivamente flettente, alla debolezza del commercio internazionale e del comparto manifatturiero, ha frenato gli investimenti e fatto registrare una contrazione della produzione industriale dell'area. Le stime del FMI avevano evidenziato tagli nelle previsioni di crescita per l'Eurozona, mentre le previsioni economiche autunnali della Commissione Europea avevano confermato uno scenario di espansione modesta. Il Pil tendenziale su base annua si colloca a 1,2%, la disoccupazione a 7,5%. Rischi orientati al ribasso, indicazioni segnalanti una debolezza persistente dell'economia europea, attese di inflazione modeste e sensibilmente discoste dall'obiettivo di lungo termine, avevano indotto la Banca Centrale Europea ad intervenire, invertendo il processo di normalizzazione della politica monetaria con la sospensione ed il rinvio del rialzo dei tassi almeno oltre alla prima metà del 2020, ed adottando un approccio espansivo. La BCE ha assicurato stimoli all'economia confermando la disponibilità ad adottare tutti gli strumenti disponibili. I

provvedimenti in atto hanno previsto i reinvestimenti delle scadenze, l'estensione delle operazioni di breve termine ed il rinnovo dei rifinanziamenti per gli istituti di credito, la riattivazione del Quantitative Easing dal mese di novembre (per almeno un anno). Il taglio dei tassi di $-0,10\%$ si è concretizzato nella riunione del 12 settembre 2019 portando la remunerazione dei depositi delle banche c/o la BCE a $-0,50\%$. A fine ottobre è terminato il mandato di Draghi alla guida della BCE. Lagarde, subentrata da inizio novembre, sembrerebbe confermare una linea d'azione espansiva ed accomodante, in coerenza con quella del suo predecessore. Il Consiglio direttivo della BCE nella riunione di dicembre ha mantenuto tassi invariati: le attese convergono sul mantenimento di livelli uguali o inferiori a quelli attuali finché le prospettive di inflazione non convergeranno stabilmente su una misura sufficientemente prossima, ma inferiore al 2% e si rifletteranno coerentemente nelle dinamiche dell'inflazione di fondo. È stata annunciata una review strategica del quadro di politica monetaria per il 2020. Nell'ipotesi di una modesta crescita a livello globale, quella europea potrebbe dipendere in misura crescente dalla tonicità dei comparti più orientati al mercato interno, ed essere supportata, oltre che da condizioni finanziarie favorevoli, da politiche fiscali espansive da parte degli stati che possono disporre di margini di bilancio.

Relativamente all'Italia, le stime di crescita tendenziale sostanzialmente nulla (la variazione del PIL 2019 è $+0,3\%$) risultano coerenti con la debolezza in atto che si riflette nella flessione congiunturale dell'industria. L'Istat ha rilevato una progressiva diminuzione della disoccupazione, poco sotto 10% (dato sopra la media dell'Eurozona), cui si contrappone la fase di stagnazione dell'economia. La Commissione Europea ha mantenuto l'Italia tra i paesi membri che presentano squilibri macroeconomici rilevanti, evidenziando nelle valutazioni sui conti pubblici che gli elementi di vulnerabilità del paese continuano ad insistere sull'elevato debito, cui si associano bassa crescita, ostacoli agli investimenti, evasione fiscale, sostenibilità del sistema pensionistico, disoccupazione, ed altre carenze strutturali. Scongiurata l'attivazione della procedura per debito eccessivo da parte della Commissione Europea, e superata la crisi estiva di Governo, rimangono comunque ostacoli per affrontare soluzioni di correzione della traiettoria fiscale e di riduzione del rapporto debito/Pil attraverso un piano di rientro di medio termine, un programma di revisione della spesa corrente, e di investimenti infrastrutturali. L'esecutivo, nella nota di aggiornamento al DEF, aveva previsto un perimetro di risorse di circa 30 miliardi di euro, principalmente indirizzati a sterilizzare l'aumento dell'IVA e a ridurre il cuneo fiscale. In tale contesto si è sviluppato un acceso dibattito politico sia relativamente ai

possibili emendamenti, sia sulle misure di contrasto all'evasione fiscale, sia sul meccanismo europeo di stabilità. La manovra ha ottenuto il via libera della Commissione Europea, la quale ha comunque sottolineato potenziali rischi di non conformità con il patto di stabilità e crescita nel 2020, di deviazione dal percorso di aggiustamento verso l'obiettivo di bilancio a medio termine e di inosservanza del parametro di riduzione del debito, rinviando la verifica su quest'ultimo alla primavera 2020.

Nel Regno Unito, dopo il fallimento dell'accordo di compromesso e le dimissioni di May, anche le spinte intransigenti espresse dal Governo del Premier Conservatore Johnson si erano scontrate con l'opposizione del Parlamento. Westminster si era espresso per un rinvio dell'uscita in caso di no deal, ridefinendo un'ulteriore proroga di tre mesi (al 31 gennaio 2020). L'intesa raggiunta in extremis tra UE e Governo britannico, l'indizione di nuove elezioni tenutesi il 12 dicembre, hanno prima ridimensionato e poi scongiurato il rischio di una Brexit senza accordo, anche alla luce dell'ampio successo conseguito alle urne dal partito Conservatore. Allorché la ratifica del suddetto accordo dovesse giungere a buon fine, il recesso del Regno Unito potrebbe essere imminente ed avvenire entro la fine di gennaio 2020.

In Giappone l'attività economica rimane modesta, le stime sulla crescita sono in flessione. Malgrado la resilienza dei consumi interni, gli investimenti delle imprese sono previsti in graduale rallentamento, sulla scia della debolezza della domanda estera. La disoccupazione a 2,4% è ai minimi ventennali. Le prospettive rimangono incerte a causa del calo dell'export, in primis verso la Cina. L'inflazione è sensibilmente distante dal target 2% della Bank of Japan, la quale, confermando l'impegno a mantenere stabili tassi e stimoli di politica monetaria, ha aperto ad un approccio maggiormente flessibile.

Per i Paesi Emergenti le stime di crescita del FMI (+3,9% nel 2019, +4,6% nel 2020) mantengono un passo decisamente più sostenuto rispetto ai Paesi Sviluppati. Il focus rimane prevalentemente concentrato sull'evoluzione apparentemente benevola delle relazioni commerciali tra Cina e Stati Uniti, e sul coinvolgimento dei principali attori dell'area orientale. Dopo aver registrato nel 2019 un rallentamento dell'economia (PIL reale in area 6% su base annua), Pechino ha previsto stimoli (credito in espansione, agevolato dall'abbassamento dei tassi sui prestiti, ed investimenti infrastrutturali) che dovrebbero supportare una stabilizzazione prospettica della crescita. L'evoluzione della crisi ad Hong Kong porta a considerare l'incertezza e le possibili implicazioni connesse ad un eventuale intervento diretto della Cina e al coinvolgimento della politica statunitense.

Commento alla gestione

COMPONENTE OBBLIGAZIONARIA

Il profilo di duration è stato mantenuto sottopeso rispetto al benchmark soprattutto nel corso del primo trimestre dell'anno, in quanto si riteneva che il rallentamento macroeconomico iniziato a fine 2018 fosse più contenuto e, in particolare, che a marzo vi fosse un'accelerazione economica in Cina. Tuttavia, tra aprile e maggio sono emerse evidenze in contrasto con l'idea di riaccelerazione del ciclo, in particolare a maggio con l'intensificazione della guerra commerciale che ci ha indotto a ridurre il sottopeso di duration, fino ad arrivare ad un'esposizione neutrale in estate. L'esposizione è stata riportata al sottopeso a settembre per via di una stabilizzazione del ciclo economico e in una prospettiva di aumento delle aspettative di inflazione.

A livello geografico, sull'area Euro è stata mantenuta nel corso dell'anno una posizione sottopeso sui Paesi core e semiperiferici. Sull'Italia, da maggio ad agosto è stata mantenuta un'esposizione sottopeso gestita dinamicamente. Nell'ultimo trimestre dell'anno, è stata aumentata l'esposizione sottopeso sui Paesi core e semiperiferici, mentre è stata aumentata l'esposizione sovrappeso sui Paesi periferici (in particolare Italia e Spagna), in quanto ritenuti in grado di beneficiare della ricerca di rendimenti positivi da parte degli investitori e delle politiche monetarie espansive della BCE.

Sui governativi americani, è stato mantenuto un sottopeso di duration nella prima parte dell'anno, portato alla neutralità nel corso dell'estate e riportato in sottopeso ad ottobre. È stata mantenuta una posizione su titoli indicizzati all'inflazione nel corso dell'anno, nell'idea che suddetti titoli scontassero aspettative troppo pessimiste sul sentiero di evoluzione dell'inflazione nell'area Euro.

Infine, è stata mantenuta in portafoglio una moderata posizione in corporate non presenti in benchmark, al fine di aumentare sia la diversificazione che la redditività della gestione.

COMPONENTE AZIONARIA

In seguito ai rialzi sui listini azionari registrati nella prima parte dell'anno, l'investito in azioni è stato ridotto in ottica prudenziale poiché, se da un lato le valutazioni avevano recuperato i livelli medi storici, dall'altro l'andamento degli utili necessitava ancora di

conferme. I dati congiunturali continuavano infatti ad evidenziare un indebolimento dell'economia mondiale.

Dal punto di vista geografico, nel corso del trimestre la posizione di sottopeso/neutralità è stata estesa in maniera sostanzialmente uniforme a tutte le principali aree.

Da un punto di vista settoriale sono stati sovrappesati il Communication Services, l'Industrial (anche se ridotto per presa di profitto) e l'Healthcare. In sottopeso l'Utilities, il Real Estate e il Financials.

L'approccio adottato è stato particolarmente rivolto a moderare il rischio complessivo di portafoglio.

Durante il secondo trimestre, sulla componente azionaria è stato mantenuto il sottopeso rispetto al benchmark anche se moderatamente ridotto verso la fine del periodo in anticipazione del G20, e in particolare dell'incontro tra Trump e Xi Jinping da cui si prospettava un potenziale esito positivo. In termini di selezione settoriale si è preferito comunque mantenere un atteggiamento prudente privilegiando i settori difensivi, in quanto ritenevamo che un ulteriore spazio di rialzo dei mercati dipendesse da una accelerazione dell'attività economica, sulla quale al momento la visibilità rimaneva bassa.

Nel corso del terzo trimestre abbiamo privilegiato scelte difensive sia dal punto di vista dell'allocazione settoriale che dell'investito, scegliendo titoli meno rischiosi e con una buona qualità dal punto di vista dei fondamentali. Questo posizionamento, premiante nei momenti di mercato turbolenti come quello di agosto, lo è stato meno nella fase di rotazione sopravvenuta a settembre, in seguito alla quale, prendendo atto di un contesto di mercato meno drammatico, siamo passati da un profilo difensivo a moderatamente neutrale, aumentando l'investito fino ad arrivare in linea con il benchmark. Questo obiettivo è stato perseguito acquistando titoli ciclici (come Financials, in particolare Banking e Industrial, pur rimanendo quest'ultimi leggermente sottopeso in quanto il ciclo economico non sembrava offrire segnali di inversione sufficientemente importanti), e vendendo posizioni nei settori più difensivi (in particolare quello dei Consumer Staples, il cui smobilizzo ha permesso di generare un po' di profitto).

Il quarto trimestre è stato caratterizzato da un cambiamento nell'impostazione di portafoglio, che nel resto dell'anno è stato caratterizzato da scelte di tipo difensivo. Infatti, in ottobre è stata aumentata la componente equity di portafoglio, con una rotazione settoriale che ha privilegiato i settori ciclici rispetto a quelli difensivi e ne ha

accreciuto il beta. Questo movimento è stato ascrivibile principalmente a tre motivi. In primis, sono salite le aspettative di riaccelerazione del ciclo economico, dovute ai dati macro che segnalavano una fase di bottom del ciclo che tendenzialmente precede una fase di ripresa (che ci si attende comunque possa procedere gradualmente). In secondo luogo, nel corso del trimestre si è andata via via concretizzando la risoluzione della "guerra commerciale" tra Stati Uniti e Cina, culminata a dicembre con la risoluzione di una prima fase della trade deal: l'accordo raggiunto prevede l'eliminazione del rialzo dei dazi previsto per il 15 dicembre e l'acquisto da parte dei cinesi di prodotti agricoli americani. Infine, le elezioni tenutesi in Gran Bretagna il 12 dicembre hanno determinato una vittoria schiacciante del partito Conservatore e dunque la possibilità di una rapida ratifica dell'accordo di recessione dall'UE, che dovrebbe avvenire formalmente il 31 gennaio. Tutti questi eventi hanno contribuito ad instaurare un clima di maggiore certezza, che ha portato i mercati in fase di risk-on. A livello settoriale, la rotazione precedentemente accennata ha portato all'acquisto nel trimestre di titoli Financials (passati da sottopeso a overweight), Materials (pur rimanendo leggermente sottopesati), IT (in sovrappeso tendenzialmente lungo tutto il corso dell'anno) e, sul finale dell'anno, Energy. Per converso, sono stati venduti titoli Utilities, Real Estate e Staples. Il settore Industriale, per quanto anch'esso di tipo ciclico, è rimasto nel trimestre in posizione di sottopeso: infatti, riteniamo che questi titoli scambino a multipli abbastanza elevati (nell'ordine dei massimi degli ultimi cinque anni), per quanto la ripresa del settore stia procedendo a ritmi ancora abbastanza contenuti.

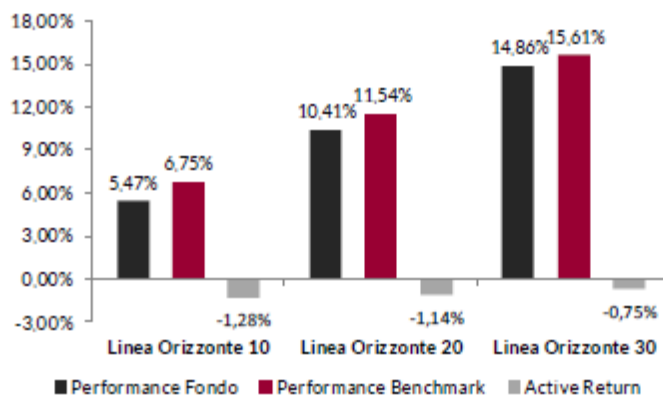
Dal punto di vista fattoriale, durante l'anno il portafoglio è rimasto prevalentemente esposto in titoli momentum e growth e sottoinvestito in titoli value. In ottobre, la rotazione di portafoglio ha comportato un aumento dell'esposizione in titoli value, senza però portarli in sovrappeso, quanto piuttosto riequilibrando tra loro i tre fattori precedentemente menzionati.

Infine, sul fronte geografico, è aumentata l'esposizione in titoli Europei e Asiatici (più sensibili a dinamiche di tipo ciclico), a scapito di quelli Americani, equilibrando il portafoglio nella ripartizione tra queste tre aree. Con riguardo alla Gran Bretagna, gli sviluppi sulla Brexit ci hanno indotto a ricoprire buona parte del sottopeso (seppur non eliminandolo del tutto), in attesa delle nuove mosse di politiche monetarie e fiscali che verranno implementate a partire dal 2020; a tal proposito, sono stati mantenuti titoli prettamente domestici, più sensibili a dinamiche di taglio dei tassi e di incentivi fiscali, mentre sono stati sottopesati titoli con esposizione globale.

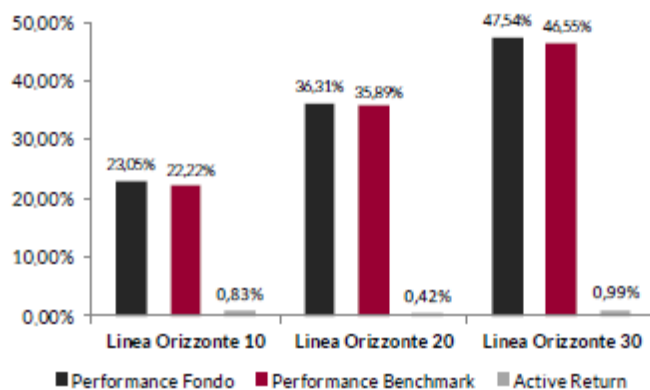
Performance

Come si evince dai grafici sotto riportati, a fronte di marginali performance negative rispetto al parametro di riferimento nell'anno 2019, la gestione delle tre linee a partire dalla data di avvio (gennaio 2014) conferma risultati consistenti e robusti in termini assoluti (performance annualizzate dal 3.5% al 6%).

Performance lorde 2019



Performance STD lorde (24/01/2014)



Valutazioni sulla possibile evoluzione dei mercati

I rischi e gli squilibri indotti dalle iniziative protezionistiche, le criticità e le difficoltà riscontrate lungo il sentiero di crescita, hanno trovato un argine nelle reazioni delle Banche Centrali che hanno adottato azioni espansive, con l'obiettivo di fronteggiare il peggioramento delle condizioni congiunturali. Le reazioni agli stimoli sono state positive. Considerata l'intensità e l'efficacia degli interventi messi in campo, il superamento del supporto emergenziale fornito dalle politiche monetarie potrebbe favorire l'emergere di nuovi catalyst di crescita con l'eventuale introduzione di politiche fiscali, indirizzate all'ampliamento della spesa e ad innescare supporti all'espansione economica. Le previsioni sullo scenario globale e sulla crescita rimangono condizionate dall'evoluzione delle relazioni commerciali e dalle indicazioni ambigue rinvenienti dal flusso dei dati macroeconomici, tuttavia le schiarite sul fronte geo-politico e l'allentamento delle tensioni potrebbero apparire idonei a supportare la ripresa dell'attività economica ed un miglioramento ciclico. La direzione futura dei mercati continuerà ad essere condizionata dalle dinamiche della crescita economica globale, dalle politiche commerciali, dall'evoluzione delle relazioni tra i principali attori a livello globale (USA, Cina ed Europa in primis), e dalle periodiche revisione degli utili societari. L'evoluzione di tali variabili sarà determinante per individuare i tracciati delle varie classi di investimento.

Nel corso del 2019 la rete di protezione delle Banche Centrali ha contribuito ad anestetizzare la volatilità: in prospettiva, le sopra citate incertezze sullo scenario macroeconomico e la rilevanza di alcuni sviluppi politici potrebbero generare fasi di turbolenza e favorire l'emergere di opportunità da sfruttare per la creazione di valore. Di particolare rilevanza, l'attesa conclusione (a marzo 2020) della review relativa all'impostazione della futura politica monetaria statunitense, allorché la Fed renderà pubblici i risultati dell'analisi condotta nel corso del 2019 e le relative conclusioni. I mercati avranno modo di speculare sull'ipotetico cambio della funzione di reazione della Banca Centrale stessa, ove è ipotizzabile che l'atteggiamento possa permanere accomodante per un periodo di tempo considerevolmente esteso, a parità di condizioni economiche (crescita e inflazione).

In quest'ottica e in una logica di breve termine, il contesto di riferimento potrebbe rimanere favorevole per le attività più rischiose, portando ad avvalorare una visione

positiva sulla classe azionaria nel suo complesso, unitamente all'opportunità di perseguire allocazioni moderate e prudenti sulla classe obbligazionaria.

Il comparto azionario è stato sostenuto dall'azione espansiva delle Banche Centrali, da tassi di interesse bassi e da politiche monetarie che mantengono un orientamento molto accomodante. Lo scenario geo-politico per quanto ancora incerto, potrebbe evolvere positivamente in direzione di un progressivo riavvicinamento tra Washington e Pechino, anche in previsione delle elezioni americane, appuntamento politico di massima rilevanza nel 2020 per le implicazioni sullo scenario economico finanziario. Il permanere di incertezze sul fronte geo-politico potrebbe limitare la direzionalità dei mercati, tuttavia, se la ripresa economica dovesse consolidarsi, la rotazione tra aree, settori e stili potrebbe essere foriera di nuove opportunità in un'ottica tattica. Il mercato azionario statunitense rimane selettivamente interessante sotto il profilo delle valutazioni aziendali, sulla base della cassa generata ed in relazione agli utili attesi. In Europa, la fase di debolezza attraversata dalla Germania potrebbe costituire il presupposto per l'avvio di iniziative espansive di politica fiscale.

Nell'ambito dei mercati emergenti, i timori sul rallentamento del ciclo economico sono stati contrastati da iniziative di financial easing da parte delle Banche Centrali. Al contempo, aumentano le attese per l'introduzione o per il potenziamento di stimoli fiscali atti a supportare la crescita, in risposta all'indebolimento dei dati macroeconomici. L'ottimismo sulla ripresa deriva anche da revisioni positive sulle stime degli utili, contestualizzati in un clima di relazioni commerciali ancora fluido ma maggiormente costruttivo.

Relativamente al comparto obbligazionario, i tagli dei tassi delle Banche Centrali e la riattivazione del quantitative easing si sono riflessi sui rendimenti attesi, contribuendo a comprimerli sensibilmente. Nell'ipotesi di un progressivo esaurimento delle potenzialità espansive della politica monetaria, l'adozione di iniziative a sostegno dell'economia e della crescita ascrivibili a politiche fiscali, potrebbe imporre un incremento delle emissioni al servizio del debito superiore a quanto attualmente scontato dai mercati. Sul fronte europeo le modifiche di guidance della BCE hanno fornito alcune indicazioni sul futuro sentiero dei tassi, che dovrebbero mantenersi bassi sino al raggiungimento del target di inflazione. Rendimenti compressi deprimono l'appetibilità per posizionamenti su tassi nulli o negativi, ed al contempo predispongono le condizioni per un rallentamento della velocità di discesa dei medesimi. Un eventuale parziale rialzo dei rendimenti potrebbe essere interpretato come un rientro da valori estremi, ma non dovrebbe pregiudicare uno scenario futuro

di tassi bassi per lungo tempo. L'eventuale miglioramento delle prospettive di crescita e l'aumento della propensione al rischio degli investitori potrebbero alimentare pressioni al rialzo sui tassi governativi, pur senza un marcato repricing, dal momento che sia la Fed sia la BCE hanno recentemente adottato un atteggiamento più attendista, ma sono lontane dal rimuovere gli stimoli in un contesto di scarsa pressione inflativa. Relativamente alla componente governativa domestica, sussistono fattori che consentono di valutare con un approccio costruttivo il debito pubblico italiano. La manovra di bilancio, dopo aver reperito le risorse necessarie per gli interventi programmati, ha ottenuto il via libera della Commissione Europea; inoltre, il basso livello dei tassi su tutte le scadenze favorisce la sostenibilità del debito italiano, che è tra i pochi nell'Eurozona in grado di soddisfare la ricerca di rendimenti positivi. Relativamente ai comparti corporate bond, si conferma un approccio selettivo, con un orientamento volto a intercettare il carry offerto, privilegiando rendimenti più elevati su scadenze a breve termine, sovrappeso di beta, in un contesto di ampia diversificazione. I rischi connessi alla complessità e alla struttura attuale dei mercati, la vivace attività sul mercato primario a fronte di un secondario debole e poco liquido, rendimenti estremamente compressi, ma caratterizzati da un progressivo incremento della loro dispersione, suggeriscono il mantenimento di una visione tattica prudente, portando a privilegiare il rischio credito al rischio tasso. Le emissioni sovrane dei Paesi Emergenti continuano ad esprimere la possibilità di consegnare ritorni interessanti, tuttavia non è possibile escludere che possano subentrare penalizzazioni per prese di beneficio.

Avendo riguardo alle relazioni tra le principali divise, l'individuazione di una direzionalità del rapporto euro/dollaro è connessa a scenari mobili riguardo alle aspettative di crescita, alle iniziative adottate da Fed e BCE e alle pressioni di natura politica, anche in direzione di eventuali interventi di svalutazione; in tale direzione il biglietto verde potrebbe esprimere maggiori spazi.

Lo scacchiere mediorientale ha registrato una brusca impennata delle tensioni dopo l'attacco aereo USA portato all'inizio del nuovo anno all'aeroporto di Baghdad con l'eliminazione di una figura chiave della strategia politica/militare iraniana. Il rischio di un'escalation della crisi Usa-Iran richiede un attento monitoraggio in relazione alle possibili riflessi futuri sui mercati finanziari e sulle quotazioni petrolifere.



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 2019	2
----------	--	----------

I contatti per eventuali esigenze sono:

Ettore Rubert

Responsabile Sviluppo Commerciale

Tel: +39 02 85961 375

e-mail: Ettore.Rubert@mediobancasgr.com

Luigi Introzzi

Responsabile Gestioni Clienti Istituzionali

Tel: +39 02 85961 371

e-mail: Luigi.Introzzi@mediobancasgr.com



1 Commento alla gestione 2019

Il patrimonio del Fondo in gestione fino al 31 dicembre 2019 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 corso del 2019 performance decisamente positive, in particolare per quanto riguarda i mandati con maggiore esposizione ai mercati azionari, solo marginalmente inferiori vs rispettivi benchmark di riferimento e consentendo, di fatto, di partecipare pienamente al rally degli mercati finanziari che ha caratterizzato l'anno trascorso, con un livello di rischio dei portafogli inferiore rispetto a quello degli indici di riferimento, come dimostrato dalla sovra performance realizzata nel complicato ultimo trimestre dell'anno.

<u>Linea Orizzonte 10</u>		<u>Linea Orizzonte 20</u>		<u>Linea Orizzonte 30</u>	
Rendimento	+6.29%	Rendimento	+10.88%	Rendimento	+15.05%
Benchmark	+6.75%	Benchmark	+11.54%	Benchmark	+15.61%

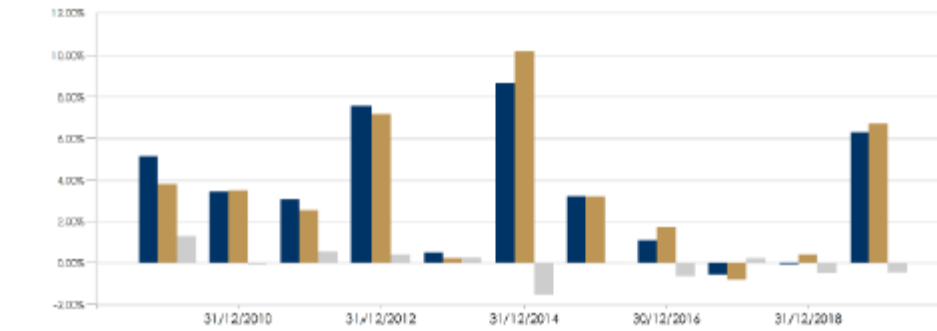
L'eccezionale risultato assoluto del 2019, compensa la deludente performance dell'anno passato, e permette di consolidare il brillante rendimento medio annuale realizzato dai mandati nel periodo di gestione da parte di Mediobanca Sgr.

Anche il confronto con il parametro di riferimento (benchmark) mostra, nonostante una distribuzione non completamente lineare negli ultimi esercizi, un differenziale positivo (vicino allo zero sulla Linea Orizzonte 10) per tutti i comparti gestiti, confermando il raggiungimento, da parte di Mediobanca Sgr, dello sfidante obiettivo di partecipare pienamente, con le risorse assegnate in gestione, ad un decennio di performance probabilmente eccezionali dei mercati finanziari, mantenendo un adeguato controllo dei rischi e rimanendo costantemente allineati alle disposizioni normative e alle linee guida di investimento ricevute dagli Organismi del Fondo.



Linea Orizzonte 10

Andamento Rendimento vs Benchmark

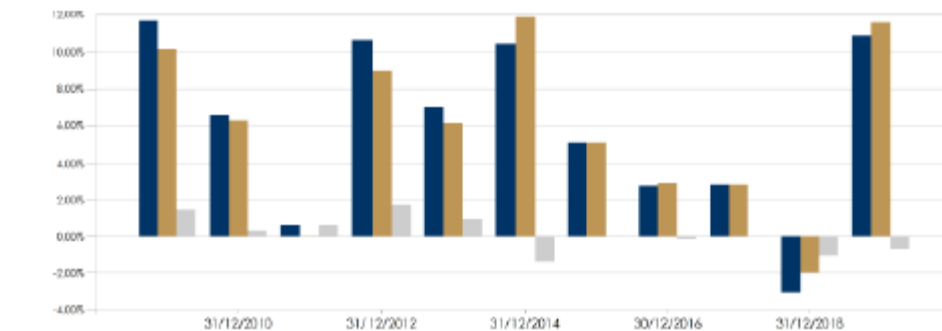


	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	30/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Portafoglio	5,14%	3,42%	-2,11%	7,89%	0,54%	8,70%	3,24%	1,10%	-0,03%	-0,64%	6,29%
Benchmark	3,82%	3,52%	2,54%	7,17%	0,28%	10,02%	3,23%	1,72%	-0,78%	0,42%	6,75%
Delta	1,32%	-0,07%	0,57%	0,72%	0,29%	-1,33%	0,02%	-0,62%	0,18%	-0,46%	-0,46%

Apertura Conto: 25/11/2008	Portafoglio	Benchmark	Delta
Periodo	45,34%	45,73%	-0,34%
Rend Annualizzato	3,43%	3,40%	-0,02%

Linea Orizzonte 20

Andamento rendimento vs benchmark



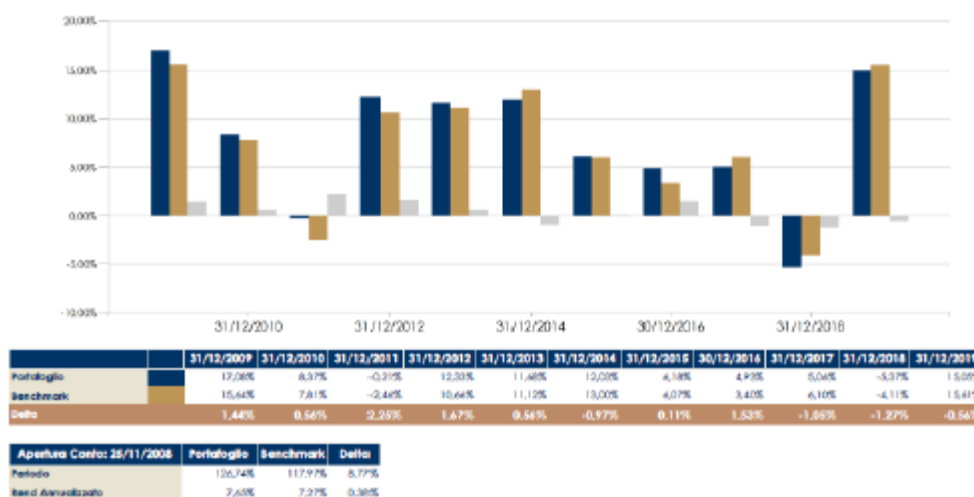
	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	30/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Portafoglio	11,64%	6,54%	0,62%	10,67%	7,04%	10,47%	5,04%	2,78%	2,80%	-0,06%	10,88%
Benchmark	10,14%	6,23%	-0,01%	8,93%	6,11%	11,04%	5,04%	2,92%	2,88%	-1,99%	11,54%
Delta	1,49%	0,34%	0,64%	1,72%	0,93%	-1,38%	0,00%	-0,14%	0,00%	-1,07%	-0,66%

Apertura Conto: 25/11/2008	Portafoglio	Benchmark	Delta
Periodo	87,02%	83,92%	3,09%
Rend Annualizzato	5,80%	5,44%	0,36%



Linea Orizzonte 30

Andamento rendimento vs benchmark



Nel corso del 2019 la confluenza delle tensioni commerciali, di elementi esogeni di rischio geopolitico (Brexit, tensioni ad Hong Kong, etc..) e il conseguente deterioramento delle prospettive di crescita, le cui prime avvisaglie avevano determinato la brusca correzione dei mercati alla fine del 2018, hanno portato le principali Banche Centrali, confortate da un livello di inflazione rimasto moderato nonostante la perdurante forza dimostrata dal mercato del lavoro, anche grazie al calo dei prezzi dell'energia, ad assumere un atteggiamento più accomodante, contribuendo ad un allentamento delle condizioni finanziarie e favorendo i risky asset a livello globale: i rendimenti obbligazionari hanno immediatamente prezzato gli attesi ulteriori cali nel costo del denaro e la ripresa nella fase di espansione dei bilanci delle Banche Centrali, scendendo a nuovi minimi storici e gli spread dei titoli corporate e dei Governativi dei Paesi Periferici sono tornati a ridursi determinando un apprezzamento dei corsi dei bond di cui hanno beneficiato gli investimenti fixed income.

Solo in autunno, dopo i tagli dei tassi della Fed e la ripresa del programma di QE in Europa, come spesso succede, le curve hanno ricominciato ad impidirsi, prezzando almeno parzialmente la fiducia nel successo delle politiche monetarie nel riuscire a risolleverare il ciclo economico evitando una fase di recessione globale determinando una



fase di ritracciamento per i prezzi dei bond a maggiore duration rispetto ai massimi di fine Agosto.

Contestualmente, gli spread dei titoli corporate sono tornati a ridursi durante tutto il 2019 e i mercati azionari, nonostante una fase piuttosto conclamata di stagnazione nella crescita degli utili aziendali, hanno ricominciato a prezzare la fiducia nel successo delle politiche monetarie nel riuscire a risollevare il ciclo economico evitando una fase di recessione globale riportando performance in doppia cifra.

In tale contesto l'esposizione complessiva dei mandati ai mercati azionari, è stata marginalmente sovra pesata rispetto al peso neutrale dei benchmark, coerentemente con valutazioni dei corsi azionari comunque attraenti se comparate a quelle degli investimenti fixed income in un quadro macro comunque non recessivo.

Il contributo alla performance degli investimenti azionari, è risultato determinante per la performance assoluta dei mandati, ma contributi positivi sono derivati anche dagli investimenti obbligazionari governativi e corporate.

Relativamente agli investimenti azionari, nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio, l'allocazione settoriale, in particolare nella prima parte dell'anno è stata maggiore verso quei settori le cui valutazioni sono state ritenute più attraenti dopo la brusca correzione del mercato alla fine del 2018, come quello dell'energia, gli industriali e i ciclici, 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 inflazionate da incessanti flussi di investimenti passivi (Es: cosiddetti FANG's nel settore della tecnologia US).

Tale allocazione settoriale è stata parzialmente riequilibrata nella seconda parte dell'anno, quando è stata ulteriormente ridotta l'esposizione al settore energia, e incrementata quella su materie prime, farmaceutici, banche ed assicurazioni.

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 30% nel corso dell'anno.

All'interno della componente obbligazionaria del portafoglio sono stati costantemente sovrappesati, nel rispetto dei limiti concordati con il Fondo, i titoli governativi italiani e in



misura inferiore Spagnoli sulla parte più breve della curva e quelli Sovrannazionali e dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe.

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

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è infine rimasta marginale anche durante il 2019, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk rimangono compresi dalla ricerca di extra rendimenti da parte degli investitori globali.

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.