



**Fondo Pensione
Crédit Agricole Italia**

**Allegato B
al bilancio al 31 dicembre 2020
Commento dei Gestori**

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

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

Commento e prospettive

Relazione annuale 2020

Considerazioni generali

Parte macro

Il 2020 ha sperimentato una tra le più significative recessioni economiche globali, sia in termini di contrazione del PIL che di generalizzata diffusione del calo alle economie di tutte le aree geografiche e dei principali paesi avanzati ed emergenti. L'epidemia di COVID-19 e le connesse misure adottate dai governi di molti paesi allo scopo di contenerne la diffusione hanno infatti paralizzato per un certo periodo l'economia mondiale, agendo sia sull'offerta che sulla domanda di beni e servizi e provocando una sensibile contrazione dei volumi di commercio globale. Tutto ciò ha contribuito a determinare un brusco calo della crescita, calo sofferto soprattutto a cavallo tra il primo ed il secondo trimestre. In termini di dinamica, dopo la marcata contrazione nel primo semestre, tuttavia, tutti i principali indicatori macroeconomici hanno evidenziato un significativo recupero nel terzo trimestre, segnalando una rapida ripresa dell'attività economica mondiale il più delle volte risultata superiore alle attese. Tuttavia, la recrudescenza dei contagi da coronavirus è tornata nuovamente a produrre impatti negativi sulle prospettive di crescita negli ultimi mesi del 2020. L'incremento dei casi di COVID-19 e il connesso ritorno all'inasprimento delle misure di contenimento soprattutto in alcune aree come quella europea hanno pesato nuovamente sull'attività economica, provocando un evidente deterioramento delle prospettive a breve termine. Le informazioni più recenti indicano che la ripresa, a seconda delle aree geografiche, ha in alcuni casi perso slancio, dopo il forte recupero nei mesi estivi, mentre in alcuni casi tornerà probabilmente a mostrare variazioni di segno negativo nel quarto trimestre del 2020.

I dati attualmente disponibili confermano che la contrazione del PIL mondiale in termini reali sarà con buona probabilità tra il 3,5 ed il 4,2 per cento, con un ritmo ed un'entità alquanto marcati in relazione alle passate recessioni. In termini di aree, le attese puntano ad una contrazione tra il 5,3 per cento ed il 5,7 per cento per le aree sviluppate, mentre dalle economie in via di sviluppo ci si attendono numeri meno pesanti in termini di caduta, tra un -2,3 per cento ed un -3,0 per cento, tuttavia con un quadro molto differente a seconda dei paesi. La crescita è invece attesa in recupero nel 2021.

La combinazione degli effetti della pandemia sulla crescita economica e del trend dei prezzi delle materie prime e dell'energia ha prodotto un comprensibile rallentamento delle spinte inflazionistiche a livello mondiale. L'inflazione è pertanto destinata a passare da un tasso di crescita di poco superiore al 3% dello scorso anno ad un 2,6% nel corso del 2020 e, al contrario di quanto ci si attende per la crescita economica, il 2021 appare destinato a confermare un livello d'inflazione globale stabile e anch'esso intorno al 2,6%. In termini di aree, quelle sviluppate appaiono destinate a mostrare un rallentamento marcato dell'inflazione (da 1,5% del 2019 a 0,7% quest'anno), mentre quelle in via di sviluppo dovrebbero evidenziare un rientro minore (dal 4,3% a 3,9%).

All'inasprimento delle condizioni finanziarie per effetto del profondo shock prodotto dalla pandemia sui mercati finanziari soprattutto nei primi mesi della crisi hanno prontamente risposto le autorità di politica economica su scala globale. Le misure messe in campo sia dai governi che dalle banche centrali in termini di stimoli fiscali e monetari sono risultate in molti casi senza precedenti, dapprima contenendo i rischi di ulteriore peggioramento del quadro finanziario ed economico e poi sostenendo un crescente recupero dei mercati ed un ritorno delle condizioni finanziarie a livelli prossimi a quelli preesistenti.

Area Euro

Al pari di quanto accaduto per l'economia globale anche la dinamica di quella dell'area euro si è mostrata alquanto volatile nel corso del 2020. Al calo senza precedenti nel secondo trimestre del prodotto interno lordo dell'area è infatti seguito un terzo trimestre di sensibile recupero ma il quarto ed ultimo trimestre dell'anno è destinato ad assistere nuovamente ad una contrazione dell'attività economica. Nel secondo trimestre l'attività economica complessiva si è ridotta di quasi il 12% sul periodo precedente, dopo un calo del 3,7% registrato nel primo trimestre. Al contrario, il recupero messo a segno nel terzo trimestre ha superato le stime del consenso, risultando alquanto vigoroso e intorno al 12% rispetto al periodo precedente: tuttavia, come accennato, le stime per gli ultimi mesi dell'anno puntano nuovamente a variazioni negative, sebbene di misura molto più limitata rispetto a quelle del secondo trimestre. Nella prima metà del 2020 la pandemia di COVID-19 ha determinato la più marcata contrazione mai registrata dell'occupazione e del numero totale di ore lavorate, mentre gli effetti sul tasso di disoccupazione sono stati più limitati per effetto dei regimi di sostegno all'occupazione. A livello settoriale ci si attende una dinamica disomogenea, con il comparto dei servizi che si rivela il più duramente colpito dalla pandemia, in parte anche a causa della reattività alle misure di distanziamento sociale, mentre il settore manifatturiero ha goduto del supporto del ritorno della domanda estera ed in particolare di quella asiatica. Dopo il crollo del secondo trimestre, l'interscambio dell'area euro ha registrato infatti una forte ripresa nel terzo trimestre del 2020. Complessivamente dall'economia dell'eurozona ci si attende una contrazione superiore al 7% nel 2020.

L'inflazione è destinata a rallentare significativamente nel 2020 e le attese puntano attualmente ad un sensibile rientro dall'1,2% del 2019 allo 0,2% per l'intero anno appena concluso. Il calo risulterà diffuso a tutti i paesi dell'area, ma caratterizzerà soprattutto l'Italia (- 0,1% dallo 0,7% del 2019) e la Spagna (-0,5% dallo 0,7% del 2019). Il quadro di contenute spinte inflazionistiche appare affermato anche per i prossimi anni, confermato dalle ultime stime pubblicate dalla BCE riguardo alla traiettoria attesa dalla banca centrale, inferiore ai target della stessa. Tutto ciò nonostante i notevoli stimoli monetari messi in campo dalla banca centrale, tra i quali, il varo di un nuovo programma di acquisti per contrastare la crisi (PEPP) ed il suo ampliamento dimensionale e prolungamento fino al marzo del 2022, nonché l'inserimento di ingenti quantitativi di liquidità per il tramite delle operazioni di rifinanziamento del sistema finanziario. Sotto questo aspetto, l'economia dell'area euro dovrebbe continuare ad essere sostenuta da favorevoli condizioni di finanziamento, nonché dall'orientamento espansivo delle politiche di bilancio e altresì dal rafforzamento prospettico della domanda a livello mondiale. Al contempo, gli sforzi messi a segno per il tramite dell'istituzione del piano Next Generation EU (cosiddetto recovery fund) dovrebbero fornire continuità nel tempo allo stimolo fiscale congiunto dell'area euro.

Gran Bretagna

Ancor più di quanto avvenuto nell'Eurozona, il quadro economico del Regno Unito è sensibilmente peggiorato nel 2020 con una dinamica trimestrale altrettanto volatile e con stime di contrazione del PIL che attualmente puntano ad un calo a due cifre rispetto al 2019. Sulla base delle indicazioni attualmente disponibili, infatti, la contrazione complessiva dell'economia potrebbe raggiungere l'11%, rivelandosi pertanto superiore a quella prevista per l'eurozona. Anche dall'inflazione è atteso un sensibile rientro rispetto all'anno precedente, con un calo dall'1,8% allo 0,8% nel 2020. Nel primo semestre del 2020 il PIL in termini reali del Regno Unito ha subito una contrazione pari a circa il 22% rispetto al livello osservato alla fine del 2019. Oltre alla risalita del tasso dei contagi da COVID-19 e dei ricoveri ospedalieri, sulla ripresa hanno pesato il forte aumento della disoccupazione e l'accresciuta incertezza legata all'esito dei negoziati in corso sulla Brexit, alla fine sfociati nell'auspicato accordo in extremis. Come nel caso delle altre banche centrali, anche la Banca d'Inghilterra ha provveduto a metter in atto straordinari programmi di sostegno, non solo tagliando il costo del denaro ma anche per il tramite di rinnovati e rafforzati programmi di acquisto di titoli, tutto ciò anche allo scopo di sostenere con la politica monetaria lo stimolo di natura fiscale.

Stati Uniti

In linea con il trend delle principali economie dei paesi avanzati, ad un primo trimestre in cui il PIL statunitense si è contratto in termini reali del 5,0% su base annua è seguito il trimestre peggiore del 2020, con un calo senza precedenti del 31%. I dati relativi al terzo trimestre sono risultati speculari rispetto a quelli del secondo trimestre, con un forte rimbalzo di circa il 33%, guidato dall'allentamento delle misure di contenimento del virus e dal sostegno delle politiche fiscali e monetaria, quest'ultimo risultato anch'esso senza precedenti. I dati in nostro possesso mostrano un successivo rientro del recupero e una perdita di slancio del quarto ed ultimo trimestre del 2020, con un rallentamento che porterà

la variazione del PIL per l'intero 2020 molto probabilmente verso una contrazione complessiva intorno al 3,5%. Per l'inflazione le stime puntano ad un aumento dell'indice dei prezzi contenuto ed intorno all'1,3% nel 2020, mentre un livello più elevato è atteso per il 2021, in area 1,9%. Negli USA il contrasto alla crisi è giunto da misure straordinarie di sostegno sia per il tramite di diversi pacchetti di allentamento fiscale, di particolare sostegno alle famiglie e ai settori più colpiti dal lockdown, sia da un ampio e profondo pacchetto di azioni dalla Federal Reserve per mantenere allentate le condizioni finanziarie e garantire adeguati livelli di liquidità e di credito al sistema privato. Il bilancio della banca centrale è cresciuto non solo in termini di dimensione complessiva, ma anche in termini di categorie di differenti attivi precedentemente esclusi dagli acquisti della Fed.

Giappone

In Giappone l'economia è entrata in recessione nei primi mesi dell'anno e soprattutto a causa degli effetti della pandemia di COVID-19, il PIL si è contratto, riducendosi dello 0,9% nel primo trimestre del 2020, accentuando poi il calo nel secondo trimestre. Per l'intero 2020 le stime puntano ora ad una sensibile contrazione della crescita, con una variazione negativa attesa tra il 5 ed il 5,5%: questa variazione è in linea con quella attesa per le altre principali economie dei paesi avanzati, nonostante le differenze nella durata dei periodi di lockdown e dei relativi impatti sulla domanda interna. L'economia nipponica ha infatti risentito maggiormente degli impatti della crisi sui trend del commercio globale, cui risulta più legata di altre economie. In questo contesto, l'inflazione è attesa in sensibile rallentamento rispetto al 2019, con l'indice generale dei prezzi che dovrebbe rimanere invariato nel 2020 rispetto allo 0,7% dell'anno precedente, per poi aumentare solo al margine nel 2021. Come negli altri paesi, anche le autorità giapponesi hanno approvato politiche di sostegno senza precedenti all'economia in difficoltà: la Banca del Giappone ha varato numerose misure, tra le quali l'innalzamento dei limiti all'acquisto di carta commerciale e di obbligazioni societarie, ed il potenziamento dei programmi di sostegno alle banche, finalizzati ad agevolare il credito alle piccole e medie imprese. Sul versante fiscale il governo giapponese è intervenuto a più riprese con l'approvazione di successivi pacchetti di misure di stimolo che si sono combinati a quelli messi in atto dalla banca centrale.

Emergenti

Come già indicato in precedenza, le economie emergenti dovrebbero mostrare nel loro complesso una contrazione della crescita economica meno marcata rispetto ai paesi sviluppati, ed anche sul versante dell'inflazione il rallentamento dovrebbe risultare più contenuto rispetto a quello atteso per le economie avanzate. Tuttavia, il quadro complessivo mostra una notevole divergenza di performance economica tra aree e paesi: in particolare, pur muovendosi in un contesto globale difficile, la ripresa procede in Cina dopo i notevoli impatti dei primi mesi dell'anno. Il PIL è infatti atteso in limitata crescita positiva nel 2020, tra l'1,5 ed il 2%, anche se in forte rallentamento rispetto al +6,2% dell'anno precedente. Gli stimoli monetari e quelli derivanti dalle politiche attuate dalle autorità hanno senz'altro contribuito a sostenere l'attività economica nella seconda parte dell'anno, insieme al rientro dell'emergenza pandemica. In America Latina sono molti i paesi che hanno sofferto in modo significativo gli effetti della pandemia: in Brasile, in particolare, l'attività economica ha subito un brusco deterioramento a causa delle misure di lockdown, delle interruzioni delle catene di approvvigionamento, nonché di una più debole domanda estera. Al momento le stime puntano a contrazioni del PIL alquanto significative per l'intero 2020 per il Brasile (tra -4,1 e -4,6%) e soprattutto per il Messico (tra il -9 ed il -9,5%). In Asia l'economia indiana appare tra le più impattate dalla recessione, con un calo atteso per il PIL reale tra il 7,7 e l'8,7%, mentre l'economia dell'Indonesia dovrebbe subire un calo meno significativo, tra il 2,2 ed il 2,8%. Anche i numeri attesi dalle economie degli altri principali paesi emergenti sono particolarmente negativi, con attese di contrazioni superiori al 4% per la Russia, e tra il 4 ed il 5% per la Turchia. Al contempo, come nel caso delle aree sviluppate, la forte reazione delle autorità di politica fiscale e monetaria a livello globale ha contenuto l'impatto negativo della pandemia e dovrebbe sostenere un recupero prospettico nel 2021.

Mercati

L'anno è stato caratterizzato da un andamento molto volatile dei mercati finanziari. Nella parte iniziale, l'estensione a livello globale del contagio da coronavirus ha avuto ripercussioni importanti sulla dinamica delle attività finanziarie, in scia ai timori per gli effetti della paralisi di molte attività commerciali e industriali sulla crescita a livello mondiale. A complicare ulteriormente il contesto della prima parte dell'anno sono intervenute le tensioni sul settore energetico deflagrate nel mese di aprile, generate in una prima fase dallo scontro tra Arabia Saudita e paesi non-OPEC che ha impedito il raggiungimento di un accordo rapido sulla riduzione dell'offerta, e in una seconda fase dall'indebolimento

della domanda globale. I due fattori hanno alimentato il gap tra domanda e offerta e portato al crollo in territorio negativo del prezzo del future WTI scadenza aprile per consegna maggio nella giornata del 20 aprile, conseguenza del raggiungimento della massima capienza dei magazzini in cui vengono materialmente stoccati i barili che regolano i contratti futures sul WTI.

I mercati azionari hanno accumulato perdite ampie nel primo trimestre, in parte recuperate nel secondo trimestre in risposta alle rilevanti misure di intervento monetario e fiscale adottate a livello mondiale. Il recupero è continuato nei mesi estivi, quando i mercati azionari globali sono stati sostenuti dal generalizzato miglioramento del sentiment degli operatori, in scia a dati economici in ripresa e alla pubblicazione di dati societari migliori delle attese, peraltro ampiamente riviste al ribasso nei mesi precedenti. L'avvio di settembre è stato poi caratterizzato da maggiore volatilità a causa di segnali di tensione sul segmento tecnologico USA e del riemergere dei timori su una recrudescenza del virus. Nell'ultimo trimestre dell'anno si è osservato un rafforzamento del trend positivo degli asset rischiosi. Dopo la temporanea debolezza della seconda metà di ottobre, in scia al peggioramento dei dati di diffusione dei contagi, soprattutto in area Euro, il sentiment degli investitori è stato sostenuto dal risultato delle elezioni presidenziali USA, con la conseguente riduzione di un fattore di incertezza e la prospettiva di una amministrazione «di centro» con minori rischi di incremento della tassazione e della regolamentazione, e, soprattutto, dagli annunci sui risultati di fase 3 di alcuni vaccini, poi approvati dalle autorità competenti e distribuiti su scala globale. Sui mercati azionari, il miglioramento delle prospettive di crescita ha premiato le piazze e i settori più ciclici e value, con una intensità forte della rotazione settoriale ben espressa dall'ampio differenziale di performance tra i comparti migliori, ciclici e value, e quelli più deboli, growth e difensivi.

I rendimenti dei titoli di Stato core hanno evidenziato un calo per tutto il primo semestre, in scia alla debolezza del contesto macro e di inflazione e all'orientamento estremamente accomodante delle banche centrali mondiali. La proattività dimostrata dalla Fed, con la modifica della strategia di politica monetaria e l'introduzione del target medio di inflazione, ha favorito un rialzo dei tassi governativi nella parte finale del terzo trimestre, soprattutto in Usa, ma anche in area Euro, effetto della revisione al rialzo delle aspettative di inflazione. I tassi reali hanno così toccato nuovi minimi sia in USA che in area Euro. Nell'ultimo trimestre dell'anno, in un contesto risk-on, la curva Usa ha evidenziato un irripidimento del tratto 2-10 anni sul livello massimo da oltre due anni. Il decennale USA, dopo un costante incremento verso 0,97%, livello raggiunto nella prima metà di novembre, ha successivamente ripiegato in area 0,90%, in linea con le attese di un più contenuto incremento della spesa fiscale e quindi delle emissioni. I titoli di Stato tedeschi, dopo una breve fiammata verso -0,50% a inizio novembre, sono tornati in area -0,60%, sulle attese, prima, e l'adozione, poi, nella riunione del 10 dicembre, di nuovi interventi di politica monetaria da parte della Bce.

Di seguito il dettaglio per i diversi mercati.

Dopo il calo marcato del primo trimestre, recupero progressivo dei mercati azionari.

Gli indici azionari hanno registrato performance positive sull'anno a livello globale, pur se con andamenti divergenti tra il primo trimestre e quelli successivi e con dinamiche diverse tra le principali aree.

Dopo un avvio di anno già in salita, in seguito alla diffusione delle notizie sui contagi da coronavirus in Cina, nella settimana del 9 marzo, a seguito delle decisioni di isolamento più marcato ed esteso assunte dall'Italia, i **mercati azionari globali** hanno registrato cali raramente occorsi nella storia con tale violenza e velocità, complice anche la delusione per le decisioni adottate dalla BCE nella riunione del 12 marzo. I cali, generalizzati a livello globale, sono proseguiti nelle sedute successive, nonostante i ripetuti interventi della Fed e le nuove decisioni adottate dalla BCE il 19 marzo. Dopo un picco delle tensioni il 23 marzo, i mercati azionari hanno iniziato a rispondere alle terapie d'urto poste in essere dalle banche centrali e dai principali Governi, e hanno messo a segno recuperi diffusi.

Il miglioramento si è esteso al secondo trimestre. Dopo le massicce dislocazioni di prezzo del trimestre precedente, le borse hanno risposto positivamente alle rilevanti misure di intervento monetario e fiscale adottate a livello mondiale e hanno via via prefigurato uno scenario benevolo caratterizzato dalla convinzione che il picco della pandemia fosse ormai alle spalle, che una eventuale nuova ondata di contagi sarebbe stata meno forte e che una cura e un vaccino sarebbero arrivati presto. Supportati anche da dati reali e di fiducia via via migliori delle attese, i mercati azionari hanno pertanto registrato apprezzabili recuperi, in una prima fase soprattutto in Usa, dove l'indice S&P 500 ha quasi recuperato tutte le perdite accumulate da inizio anno sia in valuta locale che in euro, e in una seconda fase anche in Europa, complici l'annuncio del piano Next Generation EU da parte della Commissione Europea, la rotazione settoriale a favore dei ciclici e dei value a scapito dei difensivi e il ritardo accumulato.

Il recupero dei mercati azionari è proseguito nei mesi estivi. Dopo l'avvio di settembre poi caratterizzato da maggiore volatilità a causa di segnali di tensione sul segmento tecnologico USA e del riemergere dei timori su una recrudescenza del virus, ha ripreso via via vigore nella parte finale dell'anno, con una accelerazione da fine ottobre, in scia alle notizie

sempre più confortevoli sul processo di approvazione, prima, e avvio della distribuzione poi, dei vaccini, l'esito delle elezioni presidenziali USA, lo stanziamento di un nuovo pacchetto di stimoli fiscali in USA e l'accordo sulla Brexit di fine anno.

A livello di aree, negli USA, l'indice tecnologico Nasdaq ha evidenziato un apprezzabile risultato positivo sull'anno, beneficiando della performance di società meno impattate dalle conseguenze dell'epidemia. A livello di capitalizzazione, da segnalare il recupero marcato delle small e mid cap USA, monitorate dall'indice Russell 2000: dai rispettivi minimi di marzo, il Russell 2000 ha guadagnato il 101,3% vs il 70,2% dell'S&P 500. Le società di piccola e media capitalizzazione sono percepite come più sensibili al ciclo economico, evidenziando una dinamica positiva nelle fasi di recupero.

A livello di principali paesi dell'area Euro, in rialzo sull'anno la Germania a fronte di un calo, per intensità crescente, di Italia, Francia e Spagna. A livello settoriale, rialzi più consistenti per tecnologia, materie prime e servizi di pubblica utilità; in territorio negativo, per intensità decrescente, energetici, finanziari, telecomunicazioni, immobiliare e farmaceutici.

Tra gli altri paesi sviluppati, in rialzo sia in valuta locale che in euro il Giappone e l'Australia, piazze azionarie che dopo una prima parte dell'anno debole, hanno via via beneficiato del miglioramento delle aspettative sulla crescita mondiale 2021, sostenute dal loro status di mercati sensibili al ciclo.

L'area Emergente in aggregato ha chiuso l'anno in rialzo, trainata dall'area asiatica, a fronte di un calo dell'America Latina, dove si è messa in evidenza la debolezza del Brasile, fortemente colpito dalla diffusione della pandemia, e dell'Europa dell'Est, con la Russia appesantita dalla debolezza del prezzo del petrolio. Entrambe le aree hanno virato in positivo nell'ultima parte dell'anno, sostenute dalle attese di recupero del ciclo globale e dal rialzo delle materie prime. In Asia, performance positiva della Cina, paese che, entrato prima nell'epidemia, ha via via beneficiato dell'allentamento delle restrizioni e della riapertura delle attività. In chiusura di anno, la Cina è stata penalizzata dalle misure antitrust adottate dal governo contro Alibaba, dalle limitazioni ai prestiti bancari al settore real estate e dalle misure restrittive imposte da Trump sugli investimenti in alcune società cinesi, con conseguente rimozione delle stesse da alcuni indici di riferimento. Dopo la chiusura del primo semestre in territorio solo marginalmente negativo sia per la borsa coreana che per la borsa taiwanese, soprattutto in valuta locale per la prima, entrambi i mercati azionari hanno accelerato nella seconda metà dell'anno. La borsa coreana è stata sospinta dal buon andamento del settore tecnologico – segmento hardware che pesa circa il 43% dell'indice di riferimento, la borsa di Taiwan del buon recupero delle esportazioni.

Performance dei principali indici mondiali nell'anno (in Euro, al 31 dicembre): MSCI Euro -3,3%, MSCI Usa +10,8%, MSCI Emerging Markets +8,5%, MSCI World +6,4%.

In calo i rendimenti governativi; dopo l'ampliamento dei differenziali di rendimento societari e degli emergenti nel primo trimestre, recupero apprezzabile dei segmenti a spread.

Nelle fasi più acute della crisi legata alla pandemia, tra fine febbraio e marzo, i mercati obbligazionari core e i mercati del credito hanno riscontrato una volatilità persino superiore a quella delle borse, con movimenti infra-giornalieri mai registrati in precedenza.

Tutti i segmenti a spread hanno sofferto, con il differenziale BTP-Bund in ascesa sopra 300 punti base nella parte centrale di marzo, da circa 180 di fine 2019, e i corporate in affanno ovunque. Dopo il picco delle tensioni del 23 marzo, lo spread BTP-Bund si è ridimensionato, scendendo fino a 157 punti base, aiutato dalla decisione della BCE di eliminare il limite del 33% per emittente per il nuovo piano di acquisti legato all'emergenza sanitaria. Anche sui corporate si è assistito ad un restringimento degli spread dopo che avevano toccato livelli non più visti dal 2016.

Nonostante il miglioramento del sentiment nel corso del secondo trimestre, i rendimenti dei titoli di Stato core non hanno evidenziato movimenti al rialzo. Tutti i **segmenti a spread** hanno invece beneficiato del clima di fiducia. Il differenziale BTP-Bund, dopo aver registrato un incremento verso 260 punti base nella seconda metà di aprile, in avvicinamento alla riunione del Consiglio Europeo del 23 aprile e alla decisione sul rating di S&P del 24 aprile, si è poi ridimensionato fino a 170 punti base di fine semestre: le misure di politica monetaria, soprattutto, e la proposta del piano di investimenti europeo sono state percepite credibili dal mercato, favorendo anche il ritorno di interesse sui titoli di Stato italiani da parte di investitori esteri. Sui corporate, si è assistito ad una riduzione progressiva degli spread. Anche il segmento high yield USA, soprattutto nella sezione energia, dopo aver subito gli effetti delle tensioni sul mercato del **petrolio** di metà aprile, conseguenza del gap tra domanda e offerta e del raggiungimento della massima capienza dei magazzini in cui vengono materialmente stoccati i barili che regolano i contratti futures sul WTI, ha evidenziato un miglioramento.

Il calo dei rendimenti dei periferici è proseguito nella seconda metà dell'anno. I titoli di Stato italiani sono stati sostenuti anche dalla decisione di Moody's di mantenere, come da attese, il rating a Baa3 con Outlook Stabile nel mese di novembre. Lo spread BTP- Bund ha così chiuso l'anno a 111 punti base, il livello più basso da marzo 2016.

A livello di aree, sull'intero anno, la curva dei rendimenti USA ha evidenziato un generalizzato movimento al ribasso, più marcato sulla parte a breve-medio termine rispetto a quella a lungo termine, tenuto conto dell'orientamento estremamente accomodante evidenziato dalla Fed. Il tasso a due anni è passato da 1,57% di fine 2019 a 0,12% di fine 2020. Il tasso a dieci anni è sceso dall'1,88% allo 0,91%, con un minimo a 0,35% raggiunto a inizio marzo, in un contesto di preoccupazioni sulla crescita e in assenza di pressioni inflazionistiche. L'accelerazione nell'approvazione e distribuzione dei vaccini e i passi avanti sul fronte fiscale hanno spinto al rialzo la parte a medio-lungo termine della curva Usa nella parte finale dell'anno. I titoli societari investment grade hanno evidenziato un calo del rendimento da 2,94% di fine 2019 a 1,85%, con lo spread che è tornato sostanzialmente sui livelli di fine 2019 (a 103 punti base, + 2 pb da fine 2019, dopo aver toccato il massimo dell'anno a marzo al livello di 401 punti base). Sulle emissioni high yield, il rendimento medio ha chiuso l'anno a 4,98%, da 6,01%, con spread in ampliamento (+26 pb, a 368 pb, dopo aver toccato il massimo dell'anno a marzo al livello di 1087 pb).

Sul mercato obbligazionario europeo, l'assenza di azioni sul tasso di riferimento della BCE ha limitato i movimenti della parte a breve, con il tasso a due anni tedesco passato da -0,60% di fine 2019 a -0,70%. La debolezza del quadro macro e le altre leve di politica monetaria usate dalla BCE hanno determinato un ribasso più ampio del tasso a dieci anni, che si è portato da -0,19% a -0,57%, con un minimo in area -0,85% raggiunto nel mese di marzo. I movimenti al ribasso sul periodo hanno coinvolto anche i titoli di Stato italiani, con intensità maggiore: il rendimento a 2 anni è passato da -0,05% a -0,41; il tasso a dieci anni è passato da 1,41% a 0,54%. In calo anche il rendimento decennale spagnolo, passato da 1,42% a 0,05%. Con riferimento al debito societario, il rendimento medio dei titoli investment grade europei è passato da 0,62% a 0,33%, mentre lo spread ha evidenziato un rialzo contenuto a 91 pb (+ 3 pb), con un picco a 243 pb a marzo. I rendimenti delle emissioni societarie europee a più basso merito di credito sono scesi da 3,33% a 3,19%, con lo spread in aumento a 355 pb (+47), con un picco a 866 pb a marzo.

In ultimo, i titoli di Stato Emergenti in valuta forte hanno chiuso il periodo con il rendimento medio a 4,55%, da 4,93% di fine 2019. Il differenziale di rendimento rispetto ai Treasury Usa è aumentato di 60 punti base, a 352 pb, con un picco a 799 punti base raggiunto a marzo.

Dollaro USA in calo verso Euro

Il dollaro USA verso l'Euro è passato da 1,123 a 1,22; lo yen contro Euro è invece passato da 121,96 a 126,28.

Prospettive Globali

Pur in un contesto di persistente incertezza, data l'imprevedibilità della dinamica dei contagi, con una probabile sequenza di miglioramenti / nuovi focolai di infezioni / blocchi selettivi e conseguenti ricadute economiche, fino a quando non si avrà una distribuzione ad ampio raggio dei vaccini, prevedibilmente nella seconda metà del 2021, l'economia globale dovrebbe evidenziare un miglioramento della crescita nel 2021, pur graduale e disomogeneo per aree, con gli Emergenti (EM) più tonici dei paesi sviluppati, specie nella prima metà dell'anno.

L'inflazione nei paesi sviluppati dovrebbe rimanere lontana dagli obiettivi delle banche centrali, anche se nella prima parte del 2021 si registrerà una svolta verso l'alto determinata dal confronto statistico con un 2020 debole, con maggiore intensità in Usa rispetto all'Eurozona. Nei paesi EM shock all'offerta stanno invece generando pressioni sui prezzi che dovranno essere monitorate poiché i tassi di inflazione sono più vicini ai target delle banche centrali.

In questo contesto, le politiche monetarie accomodanti delle principali banche centrali rimangono fondamentali. La loro azione dà spazio alla necessaria prosecuzione degli stimoli fiscali, fondamentali nell'attuale fase ciclica per stimolare la domanda nel breve e nel medio termine, garantendo condizioni di finanziamento agevolate per l'intera economia.

Il contesto di graduale miglioramento della crescita nel 2021 supporta le attività finanziarie percepite come più rischiose, anche se va mantenuta necessaria attenzione a diversificazione e hedging.

La view sui mercati azionari è positiva: cauto ottimismo sull'Europa (opportunità sui comparti ciclici/value in scia a normalizzazione / riapertura delle attività economiche), neutralità sugli Usa (minori rischi politici e di aumento di tasse e regolamentazione; buone prospettive per i profitti), sovrappeso Giappone e Australia (mercati più ciclici, potenziali beneficiari della ripresa della Cina e del nuovo accordo commerciale in Asia), view più costruttiva sull'area EM (supportata anche dalle buone prospettive delle materie prime) ribadendo la preferenza per l'area asiatica.

Posizionamento neutrale sulla duration. In Usa i rischi sono sbilanciati verso un aumento dei rendimenti dati gli sviluppi politici locali e gli effetti di un contesto reflazionistico, soprattutto se gli investitori riterranno la Fed "dietro la curva". View positiva sul debito periferico europeo (sostegno da BCE, fattori tecnici, approccio europeo alla gestione della crisi

economica) e sul credito (carry e QE), ove la preferenza rimane per il mercato investment grade europeo dati valutazioni attraenti, acquisti della BCE e minore leva finanziaria; view più costruttiva sul segmento high yield. Sul debito EM, preferenza per emissioni in valuta forte, mentre il driver del debito locale sarà la componente valutaria. View migliorata sulle valute EM (Russia, Messico, Indonesia); attesa debolezza per USD e sterlina. Protezione dal rischio di instabilità finanziaria e tensioni geopolitiche via opzioni su azionario e credito, valute (yen), oro e Treasury Usa.

Commento alla gestione 2020 – Portafogli Orizzonte 10-20 -30

La performance del 2020 (dal 15 gennaio 2020, data di inizio confronto delle tre gestioni con il rispettivo benchmark) dell'Orizzonte 10 è pari a 4,73%, quella del benchmark pari a 3,00%. La performance di Orizzonte 20 è pari a 7,29%, quella il benchmark pari a 5,07%. La performance di Orizzonte 30 è pari a 8,95%, il benchmark pari a 6,35%.

Driver di performance: Il risultato assoluto della gestione finanziaria è stato supportata sia dall'azionario che dall'obbligazionario, in scia ai movimenti degli indici dei mercati di riferimento.

In termini relativi, sul segmento azionario europeo, premiante soprattutto la selezione, trainata dai settori servizi di pubblica utilità, industriale, consumi di base, materie di base, tecnologia, servizi di comunicazione, a fronte di un contributo negativo delle scelte nei settori servizi alla persona. A livello di allocazione settoriale, premiante la sottoesposizione ai settori energetico, real estate e consumi di base e la sovraesposizione al settore industriale; penalizzante, ma con intensità inferiore, la sottoesposizione alla tecnologia e la sovraesposizione ai finanziari. Sul segmento USA, premianti le esposizioni a società aurifere e legate al rame e la selezione nei settori materie di base, servizi di comunicazione, industriali, tecnologia, consumi discrezionali e servizi di pubblica utilità; penalizzanti, ma con intensità inferiore, le scelte nei settori consumi di base, finanziario, energetico. Di supporto anche l'allocazione settoriale, con contributo positivo della sottoesposizione a real estate e della sovraesposizione a industriali e materie e contributo negativo della sovraesposizione a finanziari e energetico.

Sul segmento obbligazionario, premiante la sovraesposizione ai titoli di Stato periferici europei, soprattutto italiani. L'esposizione al settore corporate è stata indebolita dalla selezione.

Operatività e posizionamento: Il portafoglio è stato caratterizzato da una posizione in media di marginale sottopeso sull'azionario. L'esposizione all'asset class, da livelli superiori al benchmark di inizio anno, con preferenza per l'Europa, è stata ridotta in prossimità dell'esplosione del contagio in Italia, agendo sui comparti più ciclici e accumulando il ricavato in liquidità. A livello geografico, Europa e Usa sono stati portati in sottopeso, con l'Europa che ha subito la riduzione più ampia, il Giappone in posizione neutrale e i paesi emergenti in leggero sottopeso. Le scelte settoriali sono state inoltre modificate con maggiore focalizzazione sui settori più difensivi a scapito dei settori ciclici, più sensibili all'andamento dell'economia globale. A marzo l'esposizione azionaria è stata gestita tatticamente con incremento di Usa e Europa sulla debolezza del mercato e successiva presa di profitto, sul rimbalzo di fine mese. Nella seconda metà di marzo è stata incrementata l'esposizione alle materie prime, settore che si riteneva avrebbe dovuto beneficiare dell'atteso incremento della spesa in infrastrutture della Cina, con contestuale presa di profitto sui consumi di base. L'esposizione all'asset class è stata aumentata a fine maggio e nel mese di giugno, portata su livelli prossimi al benchmark, con acquisti soprattutto sul segmento europeo, in risposta alle notizie positive sul fronte della definizione di un fondo europeo a sostegno della ripresa e tenuto conto sia della sottovalutazione rispetto ad altri mercati sia della maggiore sensibilità alla rotazione in atto dai settori growth ai settori value. A livello settoriale, è stata avviata una progressiva rotazione settoriale a favore dei titoli ciclici e value, in un contesto di ridimensionamento delle misure di contenimento e atteso recupero dell'attività produttiva.

L'esposizione all'azionario è stata mantenuta in media su livelli prossimi al benchmark nel corso del terzo trimestre, con allocazione settoriale a favore di titoli ciclici e value, per poi essere aumentata su livelli superiori al benchmark nel corso del quarto trimestre. Nel dettaglio, nel mese di novembre è stato incrementato il peso di Giappone e inserita esposizione azionaria all'Australia, mercati ciclici che beneficiano anche della ripresa cinese; incrementata anche l'esposizione agli emergenti. Sul segmento europeo, è stata incrementata inoltre l'esposizione ai titoli spagnoli, che beneficiano dell'atteso recupero dell'America Latina.

Con specifico riferimento all'allocazione settoriale, in dettaglio, sul segmento europeo, l'esposizione è stata declinata in chiave più difensiva nella fase più acuta della crisi. La preferenza per i settori ciclici e value, emersa a partire da

maggio, al fine di beneficiare dell'atteso miglioramento del ciclo, e la sottoesposizione a titoli growth, caratterizzati da valutazioni ritenute elevate, sono state via via rafforzate, con maggiore intensità nell'ultimo trimestre dell'anno. Nella prima fase della rotazione son stati privilegiati i settori industriale e consumi discrezionali (auto) per poi passare a finanziari e materie prime, che beneficiano maggiormente delle attese reflative. Il posizionamento settoriale di fine periodo risulta caratterizzato da una sovraesposizione maggiore a materie di base, energetico e servizi di pubblica utilità, minore a industriali e finanziari, e da una sottoesposizione maggiore a consumi di base e servizi alla persona, minore a servizi di comunicazione e tecnologia.

Sul segmento USA, da una allocazione settoriale di inizio anno a favore di ciclici e value, si è passati ad una allocazione più difensiva da fine febbraio, per tornare ad accumulare sui settori ciclici a partire dai mesi estivi, prima su industriali per poi virare la preferenza su finanziari e materie di base. Il posizionamento settoriale di fine periodo risulta caratterizzato da una sovraesposizione a materie di base e industriali e da una sottoesposizione a consumi di base, real estate e servizi di pubblica utilità. A fine 2020 l'esposizione all'azionario del mandato Orizzonte 10 risultava pari al 13,58%, livello superiore al benchmark, pari al 10%. L'esposizione azionaria del mandato Orizzonte 20 è pari a 34,73%, il benchmark 30,00%. L'esposizione azionaria del mandato Orizzonte 30 è pari a 54,18%, il benchmark 50,00%.

Con riferimento alla componente obbligazionaria, nella fase iniziale della crisi di fine febbraio è stata incrementata la duration di circa 6 mesi, acquistando Treasury Usa. Nel mese di marzo, a un ulteriore incremento dell'esposizione ai titoli di Stato Usa si sono affiancati acquisti sui governativi core e semi-core europei (nello specifico, Germania e Francia), sulla parte lunga della curva. In questa fase, sono state contestualmente ridotte le posizioni sui titoli di Stato italiani, pur confermando la sovraesposizione al segmento, in forza del persistente supporto della BCE attraverso il rafforzato piano di acquisti di titoli di Stato, con ulteriore eliminazione del limite del 33% per emittente.

L'esposizione ai titoli di Stato italiani è stata nuovamente incrementata a fine marzo. Nel corso del secondo trimestre, presa di profitto sui titoli di Stato USA a lunga scadenza. Pur in presenza di prospettive di crescita deboli e aspettative di inflazione contenute e tenuto conto del ruolo calmieratore della Fed, la parte a medio-lungo termine della curva USA si riteneva potesse risentire dell'incremento delle ingenti emissioni del Tesoro per far fronte alle misure di sostegno all'economia. A giugno, leggero incremento della sovraesposizione ai titoli di Stato italiani, sostenuti dal programma di acquisti della BCE, ulteriormente rafforzato dalle decisioni adottate nel meeting di giugno, e dal carry interessante. Tale posizionamento a favore dei titoli di Stato periferici europei è stato confermato su tutta la seconda metà dell'anno, essendo essi sostenuti dalle azioni della BCE, che ha ulteriormente rafforzato le misure di politica monetaria nella riunione del 10 dicembre, in particolare nella parte relativa agli acquisti di titoli di Stato, dal carry interessante e dalle attese per gli effetti del piano Next Generation EU che potrebbe promuovere la convergenza reale tra i paesi dell'Unione Europea. A fine 2020 la durata media finanziaria della componente obbligazionaria risulta pari a 6,56 anni (6,75 livello del benchmark) per Orizzonte 10, pari a 5,18 anni (5,55 livello del benchmark) per Orizzonte 20, pari a 3,67 anni (4,08 livello del benchmark) per Orizzonte 30.

Sul segmento societario, il gestore ha mantenuto un'esposizione contenuta al mercato delle obbligazioni societarie. Il peso dell'investimento è stato mantenuto al di sotto del 10% su tutte le linee del fondo e concentrato sulle scadenze brevi ed intermedie della curva. Decisamente privilegiato l'investimento in titoli IG denominati in euro.



**Fondo Pensione Gruppo Bancario
Crédit Agricole Italia**

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

Relazione Annuale 2020

Mercati finanziari

Nel 2020 l'indice globale relativo alla classe azionaria ha fatto registrare una performance complessivamente positiva (+14%) in valuta locale (essenzialmente al traino dei listini di Stati Uniti e Giappone). Nelle aree sviluppate, i listini europei di UK e Spagna hanno segnato le perdite di maggiore entità, il mercato azionario italiano ha registrato una flessione di -6,6%. Infotech e Consumer Discretionary si sono confermati i migliori settori a livello globale, mentre il comparto Energy ha sofferto il crollo più ampio. Il segmento BRIC ha registrato una performance azionaria largamente positiva su base annua, sostenuto dal mercato cinese. La volatilità si è mossa tra l'elevato picco di marzo e la successiva progressiva discesa: il rientro dai valori estremi è stato parziale, con alcuni ritracciamenti a giugno, settembre e a fine ottobre. Gli indici obbligazionari hanno espresso dinamiche eterogenee in local currency, con segni generalmente positivi. I comparti governativi globali sono stati supportati all'interno delle rispettive aree dalla flessione dei rendimenti di UST, Bund e BTP. Nell'ambito corporate bond, al risultato positivo dell'indice globale hanno contribuito sia il comparto investment grade sia quello high yield. Nel quadrante positivo anche i bond emergenti in hard currency (USD). La relazione EUR/USD ha complessivamente registrato un rafforzamento (+8,2%) della divisa comune.

Il 2020 si era aperto con segni positivi per le principali classi di investimento. Il clima di ottimismo era stato sostenuto dall'annuncio della firma dell'accordo commerciale USA/Cina e da alcuni segnali di stabilizzazione dei dati macroeconomici. All'inatteso ritorno del rischio geopolitico sullo scacchiere mediorientale, sopito in breve tempo, i mercati avevano reagito in maniera composta. Dalla seconda metà di gennaio, l'andamento dei mercati finanziari era stato pesantemente condizionato dai timori e dagli accadimenti connessi alla rapida e progressiva estensione dell'epidemia di Covid-19 a livello globale. L'avversione al rischio aveva progressivamente travolto i mercati azionari e generato forte volatilità. I settori più colpiti sono stati quelli dell'energia e della finanza. I timori per le ricadute negative sulla crescita, con impatti diretti su consumi, produzione di beni e fiducia di imprese e famiglie, si erano manifestati in misura ampia e diffusa. Le incertezze su estensione e durata della pandemia avevano indotto attese di un forte ridimensionamento della crescita. Dopo l'avvio di aprile, i mercati azionari a livello globale avevano ripreso, a fasi alterne, un'intonazione prevalentemente positiva, rafforzatasi nei mesi tardo primaverili e nel periodo estivo, con un progressivo recupero delle pregresse perdite. Tale tendenza era stata sostenuta tempo per tempo dalla variabilità delle statistiche dei contagi in alcune aree sviluppate, dal progressivo allentamento delle misure di lockdown, dalla riapertura delle economie, dal potenziamento delle iniziative di sostegno messe in campo da banche centrali e governi, dalle attese di confortanti riscontri in ambito sanitario, dalle sorprese positive sui dati macroeconomici. Tuttavia, non sono mancate battute d'arresto del trend di ripresa. I timori di nuove ondate di contagi e gli allarmi lanciati dalle autorità sui rischi per le prospettive dell'economia hanno

ripetutamente messo sotto pressione i listini azionari: a luglio, Giappone ed Europa erano stati appesantiti dai timori per la crescita (e, segnatamente all'area Euro, dall'apprezzamento del cambio), avevano ripreso nuovo slancio in agosto, per poi ripiegare nuovamente tra settembre ed ottobre, unitamente alle borse di tutto il comparto geografico sviluppato. A novembre, il successo negli USA del Presidente eletto Joe Biden, e l'annuncio di significativi avanzamenti nelle sperimentazioni vaccinali sono stati accolti da un diffuso rialzo del comparto azionario, al traino degli Stati Uniti. In generale, i mercati sono stati soggetti a tensioni contrapposte sulla base dell'alterna prevalenza dei fattori di rischio e di supporto, tra i quali hanno predominato gli allarmi per il peggioramento della situazione epidemiologica ed i flussi di dati macroeconomici. Le obbligazioni governative hanno registrato andamenti altalenanti dei rendimenti, con alterne fasi di pressione al rialzo (per clima di risk-on, o per le prospettive di peggioramento dei conti pubblici conseguenti agli stimoli fiscali) e di discesa (soprattutto per i comparti core, allorché è prevalso un sentiment di maggiore cautela e di avversione al rischio). Sono emersi talvolta andamenti divergenti tra governativi USA, sostenuti dagli interventi della Fed, e governativi europei, soprattutto quelli periferici, penalizzati da massicci flussi di nuove emissioni. Lo spread vs Germania di Francia, Italia e Spagna si è mosso tra i picchi toccati prima che le BCE annunciassero il Pandemic Emergency Purchase Programme, dopo metà marzo (il mercato era stato turbato dal corposo aumento del fabbisogno finanziario di questi Paesi), sino ai più recenti minimi. Il BTP, in particolare, era stato oggetto di prese di beneficio e aveva dovuto incorporare concessioni di prezzo rilevanti. Lo spread decennale BTP/Bund aveva superato, dopo la seconda decade di aprile, 260 punti base, penalizzato dal dibattito politico interno sull'utilizzo del MES, dalle incertezze sulla strategia europea di uscita dalla crisi, dalla debolezza dell'economia, dai giudizi divergenti di alcune agenzie di rating. Il tracciato di consolidamento, innescato dalla fine di aprile, aveva virato, da metà maggio, verso un progressivo calo, proseguito sino a fine anno (111 punti base), in virtù del rafforzamento della rete di protezione del PEPP e dalla finale approvazione del Recovery Fund. Il BTP ha quindi raggiunto nuovi minimi storici sui rendimenti dei titoli con scadenza compresa fra 3 e 30 anni (in area 0,54% il decennale). Negli USA ad agosto (con svolta della Fed sull'adozione di una strategia di Average Inflation Targeting), e da ottobre (sulle ipotesi di nuovi stimoli fiscali) il Treasury decennale ha registrato alcune pressioni in risalita sui rendimenti (complessivamente flat l'ampio movimento tracciato a novembre tra le elezioni presidenziali e l'annuncio sui vaccini). Anche le obbligazioni societarie erano state pesantemente colpite dalla fase risk-off, con un sensibile aumento degli spread e forte volatilità. La decisione della Fed di acquistare corporate bond high-yield aveva innescato, da aprile, un iniziale recupero di questa asset class; non sono mancate alcune fasi di consolidamento e prese di profitto, ma dal periodo estivo gli spread sono tornati a restringersi (sino a raggiungere minimi storici sul comparto investment grade), pur se a tratti hanno fatto registrare alcune penalizzazioni. Ai picchi di marzo ed aprile, ha fatto seguito, da metà maggio, una fase di lenta e progressiva flessione che, se pur interrotta da alcuni ritracciamenti tra settembre ed ottobre, è poi proseguita, con un ulteriore sensibile restringimento, sino a dicembre. Il debito emergente,

dopo l'avvio del secondo trimestre, aveva segnato un sensibile recupero del comparto in valuta forte, chiudendo l'anno con un segno positivo, sostenuto dal calo dei tassi USA, dall'indebolimento del dollaro e dalla prospettiva di un allentamento dei rischi geopolitici. In ambito valutario, la relazione EUR/USD ha tracciato una dinamica volatile connessa a quella dei tassi. L'Euro, dopo aver perso terreno nella prima parte dell'anno contro tutte le principali divise dei Paesi sviluppati, complici le perduranti incertezze sulla risposta politica alla crisi a livello sovranazionale, ha ripreso tono a partire da maggio. La divisa comune, dalla primavera e nel prosieguo del periodo estivo si era rafforzata, portandosi ad agosto oltre livello 1,18 vs USD; al movimento laterale sviluppatosi tra settembre e ottobre, è seguito, tra novembre e dicembre una fase di progressiva crescita, sino sopra quota 1,22, indotta sia dal progressivo indebolimento del biglietto verde, in previsione di un ampliamento del deficit connesso al piano di stimoli USA, sia dall'attendismo della BCE. Le divise dei Paesi esportatori di materie prime e quelle dei Paesi Emergenti avevano subito perdite consistenti sino alla fine di aprile; successivamente, la risalita delle quotazioni petrolifere e la debolezza USD ha favorito solo parziali recuperi vs EUR. Il cedimento della Sterlina britannica va ascritto alla gestione deficitaria dell'emergenza sanitaria, alla crisi economica, ed alla complessa negoziazione dell'accordo con l'UE per Brexit. Generalmente supportate dall'avversione al rischio, le divise rifugio JPY e CHF hanno registrato fasi di ripiego tra maggio e il periodo estivo. I timori sull'andamento prospettico della domanda avevano prodotto diffusi cedimenti delle quotazioni delle materie prime. Il crollo del prezzo del petrolio, nonostante uno storico taglio della produzione concordato tra tutti i Paesi estrattori a livello globale, si era sviluppato tra gennaio e aprile, in un contesto di forte debolezza della richiesta e di accumulo di riserve. I tracciati di recupero, dai minimi della seconda metà di aprile, sino a fine agosto, e poi da novembre, hanno preso le mosse dalle aspettative di un riequilibrio del mercato favorite da un certo ottimismo sulla ripresa economica, sia sul fronte di una risalita della domanda, sia per le pressioni al ribasso sul lato dell'offerta: il petrolio è ritornato in prossimità dei livelli di fine febbraio, con una perdita di poco superiore a -20% a chiusura del 2020. Tuttavia, le materie prime rimangono contrastate tra i timori che nuove ondate pandemiche possano rallentare la crescita globale e la domanda, e attese di stabilizzazione della ripresa nel 2021. L'oro, ha beneficiato di un sensibile apprezzamento nel 2020 (+24%), con un tracciato articolatosi tra i minimi di marzo ed i massimi di inizio agosto, chiudendo l'anno poco sotto quota 1.900 USD/oz.

Scenario macroeconomico

La permanenza di misure monetarie espansive aveva favorito, all'inizio del 2020, l'emergere di segnali di stabilizzazione del ciclo industriale, malgrado riscontri non univoci sulla debolezza del settore manifatturiero. Alcuni indicatori congiunturali sembravano aver imboccato un sentiero di ripresa, ed i fattori di rischio apparivano in lieve attenuazione. L'accordo negoziale "Fase 1" fra USA e Cina, siglato a gennaio, aveva previsto impegni reciproci sugli acquisti di merci, sulla riduzione graduale delle tariffe, oltre ad accordi sulla gestione valutaria e sulla tutela della proprietà intellettuale. I fondamentali pre-crisi apparivano solidi: a poche settimane dall'estensione verso Occidente dell'epidemia Covid-19, il tasso di disoccupazione delle economie avanzate era collocato ai minimi storici. L'attività manifatturiera globale continuava il suo processo di smaltimento delle scorie lasciate dalla guerra commerciale fra Stati Uniti e Cina, anticipando una ripresa del commercio mondiale (benché la tensione fra Stati Uniti e Cina fosse comunque rimasta a tratti latente o alta, anche nel periodo primaverile ed estivo). Dalla seconda metà di gennaio lo scenario è radicalmente mutato per effetto della rapida diffusione dei contagi del coronavirus, diventato in poco tempo un'emergenza sanitaria di portata mondiale. La necessità di adottare iniziative radicali per contenere l'epidemia aveva indotto le autorità di numerosi Paesi a decretare il lockdown per arginare la crisi sanitaria. Le misure di contenimento, limitando la circolazione ed i contatti tra le persone, avevano determinato effetti diretti sulla domanda e sulla produzione di beni e servizi, con impatti significativi sulle attività. La pandemia aveva innescato una crisi con ampie ricadute negative sulla crescita economica, scatenando una severa recessione globale. Tra le varie conseguenze successive al suo dilagare, è stato registrato il crollo delle vendite, della produzione industriale, degli indici di fiducia delle imprese, la crescita della disoccupazione, la discesa del prezzo del petrolio. Il picco dei contagi nel periodo tardo-primaverile sembrava essere stato superato, con un trend di miglioramento in Cina e nell'Area Euro, soprattutto laddove erano state implementate le misure di contenimento più restrittive. L'avvio del periodo estivo ha fatto emergere tensioni contrapposte: da una parte, è cresciuto l'allarme per il peggioramento della situazione epidemiologica in America, con l'accelerazione dei contagi su scala nazionale e l'imposizione di misure restrittive in diverse aree; dall'altra, il flusso di dati macroeconomici ha continuato a offrire sorprese positive ed è aumentata la fiducia nei progressi sul fronte medico/scientifico. Nel periodo autunnale, tuttavia, sono stati riscontrati diversi focolai di ritorno in molte aree: l'aumento sensibile dei casi di Covid-19 in alcuni stati USA, l'aggravarsi della crisi sanitaria in America Latina e in Asia, la diffusa e consistente risalita dei contagi in Europa hanno riportato incertezza in merito all'evoluzione della pandemia e alla possibilità di un deragliamento della fragile ripresa in corso. OCSE e FMI hanno rispettivamente stimato una contrazione del Pil globale di circa -4,2% e -4,4% nel 2020, ed una ripresa nel 2021 di circa +4,2% e 5,2%. L'estensione estiva ed autunnale dell'epidemia ha segnalato che, in assenza di una copertura vaccinale efficace, il recupero dei livelli pre-crisi di attività in alcuni settori

sarebbe risultata incompatibile con il controllo del rischio sanitario. In Europa, il trend di diffusione della pandemia, pur se a fronte di una maggiore capacità di risposta delle autorità e dei sistemi sanitari nel gestire le emergenze, ha imposto diffusamente il ritorno ad iniziative di contenimento drastiche. Nel frattempo, la corsa su più fronti al vaccino, e le fasi di progressiva autorizzazione da parte delle autorità di supervisione sanitaria, sembrano preludere ad esiti benevoli e all'estensione della loro somministrazione diffusa nel breve e medio termine.

Le reazioni delle Autorità monetarie e fiscali all'avanzare della pandemia in un primo tempo erano apparse debolmente coordinate. Da fine febbraio, i governi avevano annunciato pacchetti fiscali per importi consistenti e le banche centrali erano intervenute in modo aggressivo tagliando i tassi, aumentando il QE ed immettendo liquidità nel sistema bancario. A marzo la Fed aveva tenuto due meeting straordinari in cui aveva tagliato i tassi di -1,5% sino alla fascia 0%-0,25%, annunciando successivamente interventi per oltre 1.200 miliardi di USD, rimuovendo i limiti relativi alle scadenze e all'ammontare del piano di QE. Il Congresso USA aveva approvato sostanziose misure di sostegno, varando, con un intervento di entità e portata storica, un piano fiscale di oltre duemila miliardi di dollari. Anche altre banche centrali avevano preso provvedimenti significativi: Bank of England e Bank of Canada erano intervenute sui tassi (rispettivamente con ribassi di -0,65% e di -1%), Bank of Japan aveva iniettato liquidità nel mercato interbancario. La BCE, lasciati inalterati i tassi, aveva annunciato consistenti acquisti di titoli di Stato, l'alleggerimento dei requisiti di capitale delle banche e l'introduzione del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP, progressivamente incrementato sino a 1.850 miliardi di Euro, con l'estensione degli acquisti netti almeno sino alla fine di marzo 2022, e dei reinvestimenti almeno sino alla fine del 2023). La Commissione Europea aveva inoltre attivato la sospensione del Patto di Stabilità, attribuendo la massima flessibilità ai Governi nelle scelte di bilancio. Benché il Consiglio Europeo avesse approvato in via definitiva gli strumenti concordati dall'Eurogruppo di inizio aprile, ed attribuito l'incarico alla Commissione Europea di predisporre una proposta operativa per il Recovery Fund, sino a metà luglio gravava l'assenza di un accordo tra i Paesi dell'Area Euro per la creazione di uno strumento di debito comune (osteggiato dai membri c.d. "frugali"). La risposta delle autorità fiscali sovranazionali appariva piuttosto deludente, ancorché il dibattito avesse accolto il patrocinio di Germania e Francia per varare un "piano di recupero" atto a consentire all'Unione Europea, e ai Paesi più colpiti dal Covid-19, di fare fronte alla crisi indotta dalla pandemia. L'auspicato accordo, frutto del compromesso emerso dal Consiglio Europeo di luglio, ha previsto un piano di raccolta di 750 miliardi di Euro sui mercati, la distribuzione di sussidi per 390 miliardi e di prestiti per 360 miliardi. Gli aiuti provenienti dal bilancio UE saranno rimborsati da tutti gli Stati membri nel loro complesso. Tale impostazione introduce una prima forma di emissione di debito comune, configurando un approccio realmente "solidale". Il Fondo rimarrà in vita fino al 2026, il rimborso dei prestiti prenderà avvio dal 2027. Sono state superate anche le difficoltà incontrate dal Consiglio Europeo per l'approvazione del bilancio comunitario pluriennale 2021-2027, sbloccando il veto di Polonia e Ungheria (dovuto alle clausole che subordinano l'accesso ai fondi al rispetto

dello stato di diritto). L'Italia otterrà circa 80 miliardi di sussidi e oltre 120 miliardi di prestiti per totali 209 miliardi di Euro: le risorse verranno distribuite tra la seconda metà del 2021 ed il 2023.

Dopo i crolli primaverili, nel corso del periodo estivo, negli USA, oltre ai miglioramenti in atto dal lato dell'offerta, si era registrata una crescita della domanda interna: produzione industriale, ordini e vendite al dettaglio avevano segnato un trend incrementale. Conferme in tal senso erano giunte anche dalle indagini sulla fiducia, con indicatori ciclici collocati stabilmente in area espansiva. I pregressi sussidi e la forza del mercato del lavoro avevano contribuito a sostenere la spesa delle famiglie, tuttavia, i dati sulla fiducia dei consumatori hanno iniziato a riflettere la crescente incertezza sulle prospettive reddituali e l'erosione dei risparmi. L'economia USA, nel periodo conclusivo del 2020, ha palesato segnali di rallentamento. Inoltre, i contagi sono tornati ad aumentare notevolmente. Le stime OCSE e FMI individuano rispettivamente una flessione annua nel 2020 dell'economia USA di -3,7% e -4,3% (ascrivibile principalmente alla contrazione dei consumi), ed una ripresa superiore a +3% nel 2021. La riunione del FOMC di dicembre si è conclusa senza modifiche alla politica monetaria, con tassi ed acquisti di titoli invariati. La Fed aveva annunciato il superamento del target di inflazione a 2% per conservare una maggiore libertà sui tassi (il passaggio ad una strategia di Average Inflation Targeting prevede la possibilità di tollerare moderati overshooting del target di inflazione per compensare fasi di bassa crescita dei prezzi). Le elezioni statunitensi hanno visto il successo del Presidente eletto Joe Biden, tuttavia il passaggio di consegne tra l'amministrazione uscente e quella di nuovo insediamento, è stato contrastato dallo scontro politico interno (Trump non aveva riconosciuto la vittoria dello sfidante, lamentando irregolarità e brogli, ed avviando azioni legali in diversi Stati in cui è stato sconfitto di misura). La conferma della nomina, arrivata a dicembre dai Grandi Elettori, vedeva ancora incerta la composizione del Congresso. I Democratici dopo aver conquistato la Camera, hanno ottenuto, di misura, la maggioranza anche in Senato, alla luce dell'esito dei ballottaggi in Georgia ad inizio gennaio. Questa situazione potrebbe comportare una più agevole azione della politica del Governo USA.

Anche in Area Euro la contrazione del PIL è apparsa largamente ascrivibile ad un collasso dei consumi privati. Le vendite al dettaglio, nel periodo tardo primaverile ed estivo, hanno compensato al margine il precedente crollo. Dopo il balzo degli indicatori PMI in luglio, nella seconda parte dell'anno ha deluso il calo registrato sul PMI dei servizi, che, con una brusca virata, ha spinto in area recessiva anche il dato composito, malgrado il dato PMI della manifattura si sia attestato sopra soglia 50. La produzione industriale ha confermato una flessione su base annua, pur in presenza di alcuni segnali di ripresa del periodo estivo. Il lieve recupero delle immatricolazioni di auto a settembre, dopo l'ampio crollo di agosto, è stato disatteso dal nuovo cedimento registrato nella porzione finale dell'anno. Disoccupazione a 8,5% circa. Come per gli USA, anche nell'Area Euro erano emersi segnali di stabilizzazione connessi al progresso rientro delle misure di lockdown, tuttavia, nella seconda parte del 2020 è stata registrata una frenata della domanda interna. L'attività economica ha rallentato

velocemente precludendo ad una contrazione del PIL nel quarto trimestre. Le più recenti stime di OCSE e FMI indicano rispettivamente una contrazione dell'economia nell'area di -7,5% e -8,3% nel 2020, ed una crescita di +3,6% e +5,2% nel 2021. Secondo tali stime, il Pil dell'Italia calerebbe di -9,1% (-10,6%) nel 2020, per poi risalire di +4,3% (+5,2%) nel 2021. La debolezza dovrebbe essere arginata dall'intervento delle autorità: la BCE si è impegnata a potenziare gli stimoli (ricalibrando gli strumenti sulla base di proiezioni macroeconomiche riviste al ribasso), ed i Governi sembrano intenzionati a varare nuove misure di supporto.

La presentazione di una proposta di legge sul mercato interno (Internal Market Bill) da parte del Governo di Boris Johnson, in aperto contrasto con alcuni passaggi chiave dell'accordo sottoscritto con l'UE ad ottobre 2019, aveva provocato una dura risposta da parte delle autorità comunitarie e la minaccia di azioni legali. Pandemia, Brexit, incertezze sulle politiche di bilancio e indebolimento del quadro istituzionale avevano indotto l'agenzia di rating Moody's a tagliare il giudizio sul debito pubblico del Regno Unito ad Aa3 (da Aa2). Con l'approssimarsi della fine dell'anno, tuttavia, erano emersi alcuni progressi nelle trattative su Brexit, condotte ad oltranza e sfociate finalmente in un accordo tra UE e Gran Bretagna.

In Giappone, l'avvicendamento del premier (ad Abe, dimessosi per motivi di salute, è succeduto Y. Suga, già ministro e segretario generale del governo negli esecutivi guidati dal suo predecessore), prelude ad una continuità, almeno nel breve termine, lungo il sentiero "Abenomics". Il Pil destagionalizzato ha segnato in Q3 un rimbalzo su base annua di +22,9% (dopo la flessione in Q2 di -28%), la disoccupazione si è collocata a 3,1%, sostanzialmente flat da inizio anno produzione industriale e vendite al dettaglio. Le stime OCSE e FMI indicano un calo della crescita di -5,3% nel 2020, ed una ripresa di +2,3% nel 2021.

La crescita della Cina ha continuato a registrare un tracciato sequenziale positivo supportato dalla ripresa della domanda, in graduale rafforzamento in tutti i settori, in particolare negli investimenti in infrastrutture ed investimenti immobiliari, e dalle esportazioni (non solo Covid-related). Anche la spesa delle famiglie appare in fase progressivamente ascendente, ed il tasso di disoccupazione si è mosso costantemente verso il basso, dal picco di febbraio al 5,2% di novembre u.s.. Le dinamiche dal lato dell'offerta tengono il passo, le vendite al dettaglio e la produzione industriale segnalano una prosecuzione tonica della ripresa, confortati da indicatori PMI in progressivo incremento oltre l'area espansiva, sia per la manifattura, sia per i servizi. Il colosso asiatico potrebbe essere l'unica economia sistemica in grado di registrare una crescita incrementale del PIL sul 2020 (la stima OCSE è di circa +1,8% per l'anno in corso, e di accelerazione a +8% nel 2021).

Sul fronte dell'inflazione, a livello globale, la pandemia Covid continua ad esercitare pressioni al ribasso, le dinamiche dei prezzi rimangono generalmente dimesse o contenute, con segnali di forte debolezza in area Euro. Alle dichiarazioni della Fed sul target d'inflazione, si sono sommate quelle della BCE, la quale ha confermato la necessità di monitorare la dinamica del tasso di cambio, per le sue implicazioni sulle prospettive di inflazione a medio termine.

Commento alla gestione

COMPONENTE OBBLIGAZIONARIA

Nel mese di gennaio il portafoglio è stato impostato sulla base di un quadro costruttivo di ripresa della crescita economica e quindi per una possibile risalita dei tassi a lunga scadenza; la duration di portafoglio è stata mantenuta sei mesi sottopeso rispetto al benchmark. Nell'ambito dei governativi area euro, il portafoglio è stato caratterizzato da una esposizione sovrappeso sui Paesi periferici nell'idea che le politiche monetarie espansive da parte della BCE e la ricerca di rendimento da parte degli investitori avrebbero favorito i Paesi periferici rispetto ai Paesi core.

La diffusione del coronavirus in Cina ha comportato una revisione del nostro scenario macroeconomico, riconoscendo l'impatto in termini di rallentamento dell'economia globale delle misure cautelative prese per limitare la diffusione del virus. In questo nuovo contesto positivo per l'obbligazionario si apriva la possibilità di ulteriori misure monetarie espansive da parte delle Banche Centrali. A fine gennaio è stato ridotto il sovrappeso sui titoli indicizzati all'inflazione dato il trend discendente delle aspettative di inflazione. È stata quindi portata neutrale nel mese di febbraio la duration di portafoglio principalmente con l'acquisto di titoli europei di Paesi core e semiperiferici.

La forte turbolenza attraversata dai mercati nel mese di marzo è stata caratterizzata da una discesa dei prezzi delle attività rischiose con fasi di illiquidità specie nel comparto del credito, e successivamente un recupero dei prezzi a partire da metà marzo dopo le iniziative delle Banche Centrali, e in particolare della Federal Reserve americana, a sostegno dei mercati. Nel mese di marzo con il delinearsi di un quadro di recessione in Europa con un peggioramento dei parametri di finanza pubblica in termini di deficit e debito pubblico è stata portata da sovrappeso a neutrale l'esposizione sui Paesi periferici a vantaggio di governativi di Paesi core e semiperiferici quali Germania e Francia.

A partire dal mese di aprile, si è assistito ad una fase di ripresa supportata dai tempestivi e consistenti interventi delle Banche Centrali e successivamente dalle graduali riduzioni delle misure restrittive di gestione della pandemia con contestuale decremento dei casi registrati nell'area euro. Durante il secondo trimestre l'esposizione al rischio di tasso è stata mantenuta neutrale rispetto al benchmark di riferimento anche a livello geografico, al netto di minori aggiustamenti. È stato mantenuto un profilo neutrale anche a livello geografico; se le misure espansive varate dai governi europei per contrastare la recessione puntavano a un aumento di deficit e debiti pubblici implicando spread più elevati, dall'altro lato l'avvio di una discussione sulla mutualizzazione del debito a livello europeo, a cui ha seguito la decisione sul Recovery Fund, e l'incremento delle misure espansive attuato da parte della BCE facevano propendere per un contenimento degli spread tra Paesi periferici e core.

La *duration* è stata mantenuta neutrale fino alla seconda metà d'agosto, momento in cui è stata implementata una moderata posizione sottopeso tattica nell'idea che i tassi nominali non avessero seguito la risalita delle aspettative di inflazione e considerato l'aumento dell'offerta di titoli governativi in asta a settembre. Tuttavia, nel corso di settembre tali tesi non sono state confermate per gli sviluppi del mercato; in considerazione delle implicazioni per la politica monetaria europea del movimento di apprezzamento dell'euro e del dato di inflazione di agosto peggiore delle attese, l'esposizione è stata riportata nell'intorno della neutralità durante i primi giorni di settembre e mantenuta tale per il resto del mese. Nel mese di ottobre la *duration* è stata portata da neutrale a sottopeso poiché il rendimento del Bund decennale si trovava nella parte bassa del corridoio disegnato negli ultimi mesi con un premio per il rischio particolarmente basso; il passaggio delle elezioni americane ha portato a una riduzione dell'incertezza sui mercati e le notizie positive sul fronte dei vaccini nel mese di novembre hanno contribuito a ridurre in parte l'effetto di *flight to quality* del quale hanno beneficiato le obbligazioni governative dall'inizio della pandemia, risultando in una moderata risalita dei rendimenti. Nell'ambito dell'area Euro il posizionamento geografico tra paesi periferici e paesi core è stato mantenuto neutrale nel semestre poiché, nonostante una impostazione positiva della politica monetaria e della politica fiscale a livello europeo, il movimento di restringimento degli spread già registrato nei mesi precedenti non rendeva il rapporto rischio rendimento favorevole.

Nel corso dell'anno è stata mantenuta in portafoglio una moderata posizione in corporate bond, non presenti nel benchmark, con finalità di diversificazione e aumento della redditività. Il peso di tale componente, concentrata su scadenze brevi, si è ridotto nel tempo per effetto delle scadenze dei titoli.

COMPONENTE AZIONARIA

Nel mese di gennaio il venire meno delle tensioni sui dazi tra Cina e US, insieme ad un iniziale recupero dei dati macroeconomici, ha portato ad una partenza positiva dei mercati azionari durata fino a circa la metà del mese. Tuttavia, il diffondersi dell'epidemia di Coronavirus in Cina ha portato ad un rallentamento dei mercati, dovuto all'incertezza legata all'impatto sulla crescita globale della diffusione dell'epidemia. Il mercato americano è stato il migliore con una performance piatta, mentre Europa e Giappone hanno registrato risultati più penalizzanti. Ancora più negativo è stato l'andamento dei mercati emergenti e di quello cinese in particolare.

Per tali ragioni, l'investito è stato gestito tatticamente riducendo il profilo di rischio del portafoglio in attesa di una maggiore visibilità. Dal punto di vista geografico è stata ridotta l'esposizione all'area asiatica ed europea mentre a livello tematico è stata rivista al ribasso la posizione nel settore del turismo e del lusso.

Nel mese di febbraio, precedentemente alla propagazione del Coronavirus al di fuori della Cina, è stato ridotto l'investito sia sulla parte europea sia sulla parte americana. Questa decisione è derivata da ragioni principalmente fondamentali, in quanto i mercati mostravano livelli di valutazione alquanto elevati, che suggerivano su alcuni settori e/o su alcuni titoli di prendere beneficio. In particolare, sulla parte americana è stato ridotto principalmente il settore della tecnologia, mentre sull'area europea la riduzione si è concentrata ancora sulla parte industriale (già sottopeso) e sulla parte materials (chimici in particolare). In concomitanza poi con i primi segnali di possibile diffusione del virus in Europa sono stati fatti alcuni ulteriori cambiamenti nel portafoglio. Sulla componente europea è stato azzerato il settore dei trasporti, ridotto il settore del lusso, dell'automotive e il settore material dove la domanda da parte della Cina è prevalente. Al contrario è stato alzato il peso su settori più difensivi, in particolar modo quello delle utilities. Sulla componente americana sono stati comprati alcuni titoli nel settore del software che producono strumenti per il lavoro a distanza a scapito di titoli del settore dei semiconduttori più esposti al rischio di calo dei consumi; al contrario, in ottica difensiva è stato alzato il peso del settore farmaceutico e ridotto quello del settore dell'energia e dei finanziari visto l'andamento dei tassi. Nei settori consumer sono stati comprati titoli che producono beni primari a scapito di titoli del leisure e turismo.

Nel mese di marzo si è assistito ad elevati livelli di volatilità e ad un'importante correzione, che hanno mostrato che il mercato non aveva ancora trovato un suo punto di equilibrio; infatti se da una parte non erano stati ancora incorporati completamente gli effetti dell'epidemia, ancora in espansione a livello globale nei paesi sviluppati, dall'altra in Cina si è assistito a segnali di miglioramento. Lo stesso dicasi per gli interventi effettuati da parte di Banche Centrali e Governi, controbilanciati da un ulteriore elemento di tensione sul mercato dell'energia con il mancato accordo sui tagli tra Opec e Russia che ha portato all'aumento di produzione da parte degli arabi. Per questi motivi, è stata mantenuta cautela sui mercati azionari; da un punto di vista tematico, quasi tutti i settori sono stati impattati dall'effetto coronavirus direttamente o indirettamente per una decelerazione dell'economia, ma sicuramente quelli più colpiti sono stati il settore dei trasporti (in particolare le avio-linee), il settore dei consumi (in particolare lusso e retail) e il settore materials per una minore domanda legata in primis alla Cina. Dal punto di vista geografico, sono state penalizzate le aree maggiormente impattate dalla diffusione del coronavirus; in particolare, è stata mantenuta un'esposizione sottopeso sull'Asia (principalmente sul Giappone) e sull'Europa mentre, al contrario, è stata mantenuta una sovraesposizione sugli USA data la velocità dei provvedimenti presi dal governo americano sia in termini fiscali che monetari.

Dopo l'avvio di aprile, i mercati azionari a livello globale hanno espresso a tratti un'intonazione positiva, rafforzatasi nel corso del mese di maggio e della prima decade di giugno con un parziale recupero delle pregresse perdite. Tale tendenza è stata sostenuta dall'apparente discesa delle statistiche dei contagi in alcune aree sviluppate, dal progressivo allentamento delle misure di lockdown, dalla riapertura delle economie (sia in Area Euro che negli USA), dal potenziamento delle iniziative di sostegno messe in campo da Banche Centrali e governi, e dall'attesa di confortanti riscontri in ambito sanitario/preventivo. Durante la seconda settimana di giugno il trend di ripresa ha subito una breve ma brusca battuta d'arresto: i timori

di nuove ondate di contagi e gli allarmi lanciati dalla Fed sui rischi per le prospettive dell'economia USA hanno messo nuovamente sotto pressione i listini azionari.

Nel corso della prima parte del secondo trimestre, dal punto di vista geografico è stata mantenuta una preferenza per l'area americana ma a partire dalla metà di maggio circa si è iniziato a ridurre il peso di quest'area per iniziare a chiudere il sottopeso di Europa. Sulla parte europea, in concomitanza con il rialzo, è stato ridotto il sottopeso della parte ciclica, dei consumi discrezionali e dei materials, alleggerendo nel contempo i consumer staples e le telecomunicazioni. Sulla parte industriale sono stati comprati titoli sensibili alla ripartenza del ciclo, mentre sulla parte discretionary è stato ulteriormente incrementato il peso del settore auto. Parallelamente, nella componente americana dei portafogli è stata ridotta l'esposizione al settore staples, a quello delle utility e all'oro all'interno del settore dei materials. Al contempo, è stata aumentata l'esposizione alle banche e ai finanziari in generale, passando da un sottopeso a una posizione più vicina alla neutralità, negli industriali sono stati comprati titoli sensibili alla ripresa del ciclo economico e venduti titoli legati alla difesa, e nei consumi discrezionali infine è stata riacquistata qualche società nel retail e nel leisure pur mantenendo un sottopeso complessivo nell'area.

Nella prima parte del mese di giugno è proseguito il rialzo generalizzato dei mercati azionari insieme ad una elevata rotazione settoriale. L'area europea ha fatto nettamente meglio (+6% circa) rispetto all'area USA (+2% circa) grazie ad un minore premio al rischio per l'avanzamento nelle trattative per gli aiuti all'economia (recovery fund in primis). Proprio questo miglioramento dell'Europa nel tentare di risolvere i problemi di crescita ha portato ad un ribilanciamento dal punto di vista geografico, di fatto azzerando la preferenza per l'area americana, chiudendo il sottopeso in Europa e privilegiando l'area euro rispetto all'area UK. Sulla parte europea, in concomitanza con il rialzo, è stato ulteriormente ridotto il sottopeso della parte ciclica, alleggerendo il settore dei consumer staples e, soprattutto, quello industriale. In particolare, i titoli scelti sono principalmente legati alla ripartenza del ciclo relativa all'area nordica e tedesca mantenendo sempre un sottopeso marcato sull'area UK; questa sottoesposizione sull'area britannica si è riscontrato anche nel settore dei finanziari, uno dei principali contributori alla performance di giugno grazie all'importante sovrappeso del settore assicurativo rispetto al sottopeso del settore bancario. Le motivazioni sono legate sia alla mancanza di visibilità legata ai negoziati di uscita dall'Unione Europea, sia alle difficoltà di ripartenza del ciclo economico nonostante l'importante numero di misure messe in pista dal Governo, sia al livello dei contagi che calano più lentamente rispetto all'Eurozona.

Anche nella componente americana del portafoglio è stato aumentato il profilo ciclico, incrementando l'esposizione al settore industriale (ora in sovrappeso), chiudendo quasi tutto il sottopeso nel settore dei consumi discrezionali (in particolare i settori degli hotel e dell'auto) ed aumentando il settore dei materials con l'acquisto di titoli del settore chimico, mantenendo però esposizione all'oro. Si è dall'altra parte ridotta l'esposizione al settore del real estate, vendendo in parte i titoli che avevano più performato nella fase di crisi (quelli legati ai data center specificamente), vendendo ulteriormente nomi nel settore dei consumi non

discrezionali e riportando in sottopeso il settore dell'energy (in particolare il comparto dei raffinatori).

Nel corso del terzo trimestre 2020, i mercati sono stati soggetti a tensioni contrapposte. Da una parte è cresciuto l'allarme per il peggioramento della situazione epidemiologica negli USA e Mercati Emergenti (al cui interno il comparto BRIC è sostenuto dall'unico segno ampiamente positivo del listino cinese) e dall'altra dai flussi di dati macro che hanno continuato ad offrire sorprese positive, soprattutto oltre Oceano. A luglio, i listini di Giappone ed Europa sono stati appesantiti dai timori per la crescita e, segnatamente all'area Euro, dall'apprezzamento del cambio, per poi riprendere nuovo slancio in agosto. Quest'ultimo, infatti, è stato contraddistinto da un movimento rialzista di tutti i mercati ed in particolare dal settore tecnologico americano. Il continuo aumento dei contagi a livello mondiale ha continuato a catalizzare l'interesse degli investitori sui titoli tecnologici che più beneficiano dello smart working e più in generale alle abitudini di spesa e di comportamento che si stanno consolidando in questo clima di incertezza sanitaria. Oltre al settore tecnologico, ad agosto si è comunque assistito ad un buon andamento dei settori ciclici legati alla ripresa del ciclo economico con l'eccezione del settore dei finanziari e dell'energy. Quest'ultimo ha continuato a sottoperformare nonostante il prezzo del petrolio nel corso del mese abbia mantenuto un livello relativamente elevato e stabile. Infine sulla minore performance dell'Europa rispetto alle altre aree ha sicuramente pesato il riacutizzarsi dell'epidemia Covid, la forza della valuta e il venire meno dell'entusiasmo post approvazione del Recovery Fund. Gli Stati dell'Unione hanno infatti 6 mesi di tempo per proporre i piani di spesa legati all'utilizzo delle risorse messe a disposizione, per cui l'efficacia dello stimolo impiegherà del tempo prima di materializzarsi sulle economie.

Sulla parte europea, visto l'andamento meno brillante rispetto al mercato americano, è stato ulteriormente ridotto il peso dei consumer staples, favorendo nel contempo ancora la parte tecnologica. Inoltre, sulla parte industriale sono stati comprati titoli sensibili alla ripresa del ciclo. È stata mantenuta invariata l'esposizione al settore finanziario, con il principale overweight nel settore assicurativo ed un sottopeso nella parte banche, relativo anche alla possibilità, a partire dal terzo trimestre, di un aumento dei NPL (in particolare in Italia) legati alla situazione di rallentamento economico in atto.

Nella componente americana dei portafogli è stato aumentato il profilo ciclico incrementando l'esposizione al settore dei consumi discrezionali, ora in sovrappeso, degli industriali e dei materials con l'incremento dei chimici a scapito di titoli esposti all'oro. Contestualmente sono stati ridotti in parte alcuni sovrappesi in settori più difensivi quali il settore dell'healthcare e delle utilities ed è stato ulteriormente ridotto il settore dei consumer staples.

Il mese di settembre è stato contraddistinto dalla correzione del mercato americano che è seguita al forte rialzo di agosto. Tutti gli indici statunitensi ed in particolare il Nasdaq hanno fatto registrare rendimenti negativi. L'inizio del mese nel listino tecnologico americano era stato particolarmente brillante, facendo registrare nuovi massimi storici, ma nel resto del mese le prese di profitto hanno dominato. Le altre aree hanno evidenziato un movimento più laterale, con l'Europa leggermente negativa e il Giappone di poco positivo. Sull'Europa ha

pesato il riaccutizzarsi dell'epidemia Covid che ha proseguito nell'espansione della seconda ondata, in Spagna e Francia soprattutto, e il rafforzamento dell'euro contro le altre valute. La rotazione del mercato verso i settori ciclici nel corso del mese ha subito una battuta di arresto e le performance settoriali sono state a favore dei settori più difensivi.

Sulla parte europea, il portafoglio ha subito poche modifiche con l'incremento del peso del settore degli industriali (mantenendo comunque ancora un sottopeso) e la costante riduzione del settore dei consumer staples.

Nell'area americana si è incrementato il sovrappeso nel settore tecnologico approfittando della correzione, e sono state effettuate delle prese di profitto nei settori industriali e finanziari.

Il mese di ottobre è stato caratterizzato da un movimento generalmente ribassista di tutti i listini a seguito dell'avanzata dell'epidemia in Europa e dell'incertezza legata alle elezioni americane, dove il vantaggio di Biden nei sondaggi si è andato mano a mano riducendo, rendendo il quadro complessivo nuovamente incerto.

Sulla parte europea, il portafoglio ha subito alcune modifiche con l'incremento del peso del settore degli industriali, portato praticamente alla neutralità, con la contemporanea riduzione del settore della tecnologia che è rimasto comunque in sovrappeso.

Nella componente americana dei portafogli, il percorso di irrobustimento del profilo ciclico è ripreso con l'incremento del sovrappeso nei consumi discrezionali e la riduzione del sottopeso nei finanziari. Parallelamente è stata ridotta l'esposizione ai consumer staples e alla tecnologia.

All'inizio del mese di novembre, superata l'incertezza elettorale americana e giunte le prime notizie legate allo sviluppo dei vaccini, si è assistito ad un movimento rialzista di estrema importanza per tutti i listini. Più nel dettaglio, il mese di novembre è stato contraddistinto sia dalla notizia dello sviluppo dei primi vaccini (Pfizer, Moderna, Astra Zeneca), per i quali è stata riportata un'elevata efficacia, sia dalle elezioni americane, con il riconoscimento formale di Biden come nuovo presidente statunitense eletto da parte della General Services Administration e il passaggio di testimone, sebbene non privo di contrasti, da parte del Presidente uscente Trump. Il rialzo sui mercati è dunque ascrivibile sia alla possibilità per gli investitori di ragionare, grazie ai vaccini, su traiettorie di crescita dell'economia più affidabili nel medio termine, che ad una amministrazione americana verosimilmente più collaborativa sulle regole del commercio mondiale, in particolare verso l'Europa.

Sulla parte europea, il portafoglio ha subito alcune modifiche con l'incremento del peso del settore dei consumi discrezionali e del settore finanziario, con una contestuale riduzione del settore farmaceutico, del settore dei consumer staples e del settore della tecnologia che comunque è rimasto il maggior sovrappeso anche in considerazione che le valutazioni pesate per il tasso di crescita del settore rendono l'investimento in questi titoli ancora altamente profittevole.

Anche nella componente americana dei portafogli si è proseguito con l'incremento del sovrappeso nei consumi discrezionali e nei finanziari ed è stato portato alla neutralità il settore energy. Parallelamente è stata ridotta l'esposizione all'healthcare, alle utilities e ai consumer staples.

Durante il mese di dicembre è proseguito il movimento al rialzo per tutti i listini, dovuto, oltre che al proseguimento del newsflow sui vaccini, alle politiche fiscali e monetarie delle principali Banche Centrali e dei Governi che hanno mantenuto, e in alcuni casi aumentato, la connotazione espansiva. In particolare, negli Stati Uniti è stato approvato dal Congresso e poi firmato in ritardo dal presidente uscente Trump, il nuovo pacchetto fiscale Response and Relief Act (RRA) con misure stimate per circa 900 mld di dollari a supporto di famiglie e imprese nella fase di ripresa; la recentissima vittoria dei Democratici anche al Senato ha inoltre rafforzato le aspettative su nuovi interventi.

In Europa, sul fronte Brexit, negli ultimi giorni del mese è stato raggiunto, per quanto a fatica, l'accordo tra Unione Europea e Regno Unito sul trattato commerciale che permetterà di regolare i rapporti reciproci a partire dal 31 dicembre 2020, data effettiva di uscita dall'Unione. Tutto ciò ha evitato l'effetto "hard brexit" che avrebbe pesato sulla crescita economica nel 2021 in maniera sostanziale.

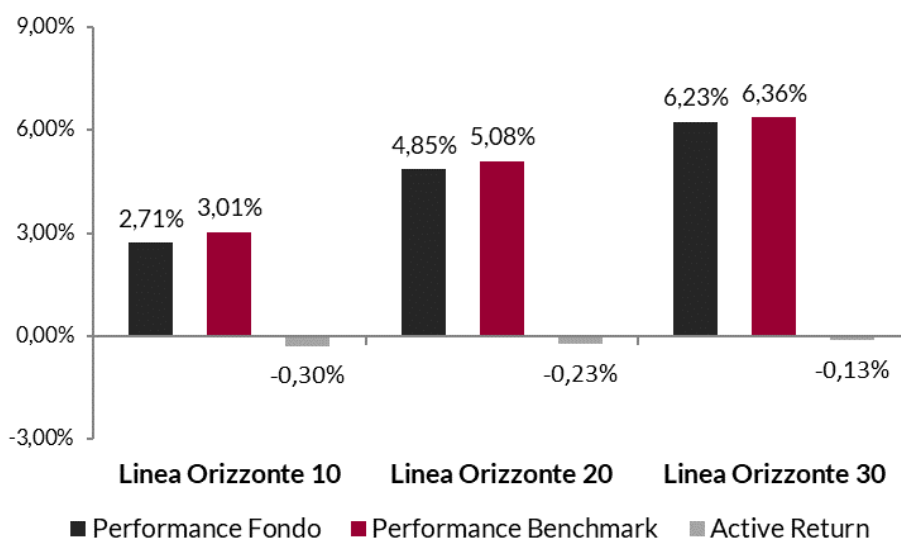
Sulla parte europea, il portafoglio non ha subito sostanziali modifiche, mantenendo l'impostazione costruita nel mese di novembre che aveva visto l'incremento del peso del settore dei consumi discrezionali e del settore finanziario, riducendo contestualmente il settore farmaceutico, consumer staples e il settore della tecnologia che rimane comunque il principale sovrappeso del portafoglio.

Nella componente americana dei portafogli è stato aumentato il sovrappeso nel settore dei finanziari, dei materials (aumentando i chimici) e della tecnologia (aumentando i semiconduttori) riducendo per presa parziale di profitto il sovrappeso negli industriali e riducendo ulteriormente l'esposizione al settore delle comunicazioni e dei consumi non discrezionali. L'impostazione complessiva è rimasta a favore dei settori ciclici mentre a livello fattoriale è stato raggiunto un buon bilanciamento tra value e growth.

Performance

Come si evince dai grafici sotto riportati, in un contesto complesso ed incerto come quello dettato dalla pandemia da Covid-19, la gestione delle tre linee ha chiuso l'anno 2020 conseguendo rendimenti lordi assoluti positivi, a fronte di marginali performance negative rispetto al parametro di riferimento, e confermando dalla data di avvio (gennaio 2014) risultati consistenti e robusti in termini assoluti (performance annualizzate pari a 3.5%, 5.4% e 6.8%).

Performance lorde 2020 (da start date 15/01/2020)



Valutazioni sulla possibile evoluzione dei mercati

Le notizie sulla ricerca e sulla disponibilità di presidi vaccinali contro l'infezione da Covid-19 hanno ridotto l'incertezza sulle prospettive di crescita a medio termine (che nel periodo autunnale erano state offuscate dalla rapida recrudescenza del virus), sostenendo gli asset rischiosi e supportando l'ipotesi di un'accelerazione della ripresa economica globale nella seconda metà del 2021. Anche il fattore politico appare orientato favorevolmente: l'esito delle elezioni USA ha ridotto i rischi sul piano commerciale, confortando le aspettative di un considerevole stimolo pandemico a breve termine. Inoltre, l'orientamento monetario e fiscale accomodante è destinato a rimanere tale e fortemente supportivo, in quanto è improbabile che l'inflazione di fondo si rafforzi nei prossimi sei/dodici mesi: a causa dell'attuale collocazione inferiore all'obiettivo, le banche centrali (ciò vale sia per la Fed sia per la BCE) rimarranno accomodanti per gran parte del 2021, se non più a lungo, mentre i governi restano focalizzati sul sostegno all'attività economica. A prescindere dai differenti impatti sulle diverse aree, prospettivamente le economie potrebbero tornare ai livelli di attività pre-pandemici più rapidamente di quanto ipotizzato in precedenza: lo shock esogeno rappresentato dalla pandemia ha colpito un'economia globale originariamente in buono stato di salute e dimostratasi resiliente, il che aumenta le possibilità di recupero, per quanto con tempi e modi diversi nelle differenti aree geografiche. L'economia cinese, in particolare, è riuscita ad attuare una ripartenza anticipata rispetto al resto del mondo, e dovrebbe continuare ad espandersi a un ritmo in linea con il potenziale, gli Stati Uniti (che hanno costantemente superato le attese dei mercati) potrebbero recuperare i livelli pre-crisi in meno di un anno, mentre l'Europa, pur incontrando maggiori difficoltà, complici l'assenza di ulteriori stimoli fiscali nel primo semestre del 2021, le conseguenze di lockdown più severi, e la prospettiva di un aggiustamento delle condizioni sul mercato del lavoro, ha compiuto importanti passi verso l'unione fiscale: questo dovrebbe aiutare la regione a liberare parte del suo potenziale di crescita già nella seconda metà del 2021. È probabile che la fase di recovery post-vaccinazione sia diversa da quella di altre recessioni, con implicazioni e benefici per le economie emergenti derivanti dalla ripresa industriale e manifatturiera. La spinta principale nel 2021, tuttavia, potrebbe provenire dai servizi nelle economie avanzate, in particolare in Area Euro e in UK, dove le restrizioni hanno gravemente colpito molte componenti del settore terziario. La crisi sanitaria e l'indebolimento delle misure di supporto fiscale hanno pesato sulla fiducia dei consumatori e rafforzato la tendenza ad incrementare il risparmio precauzionale, rallentando o deprimendo la crescita globale; al contempo, le risorse accumulate (ingenti, specie negli USA) potrebbero costituire un bacino importante a cui attingere per finanziare i

consumi una volta che i numerosi fattori di incertezza, che hanno offuscato lo scenario, si saranno dissipati.

Con riferimento alle dinamiche globali, si sottolinea l'accelerazione del commercio internazionale: gli indicatori anticipatori lasciano intravedere una continuazione del trend positivo. È ipotizzabile che la crescita globale annua possa rimbalzare di +5% nel 2021, dopo una contrazione di -4% nel 2020, ma con una marcata accelerazione a partire solo dal secondo/terzo trimestre 2021. A fine 2020, tra le economie avanzate, la recessione USA (-3%) dovrebbe essere molto meno grave che nell'area Euro (-7%). Con tassi di crescita previsti per il 2021 di +3,5% negli USA e di +4% in area Euro, gli Stati Uniti potrebbero raggiungere il livello di crescita pre-Covid nel terzo trimestre 2021, rispetto al secondo trimestre 2022 per l'area Euro. La Cina sarà probabilmente l'unico grande Paese ad evitare una crescita negativa nel 2020 (+2%), ed è prevedibile che possa accelerare fino a +8% nel 2021.

Negli Stati Uniti le previsioni sulla ripresa dell'attività economica nel primo semestre 2021 si basano sul supporto della politica fiscale, mentre gli sviluppi sui vaccini aprono la strada a una continuazione più sostenibile e stabile della crescita nella seconda metà del prossimo anno, a cui dovrebbero contribuire anche i risparmi accumulati. È possibile che venga messo in campo uno stimolo pandemico aggiuntivo nel breve termine, unitamente ad aiuti di Stato, a cui si dovrebbe accompagnare un'azione indirizzata, nel medio termine, ad una spinta a livello infrastrutturale. Il timore che possano essere applicate imposte più elevate, sul reddito di società e persone fisiche, appare solo marginalmente più probabile rispetto al caso in cui si fosse verificata una vittoria repubblicana in Senato. Va considerato che un inasprimento fiscale mal si concilierebbe con prospettive economiche che a breve termine rimangono fosche. L'approccio del Presidente eletto appare indirizzato a perseguire maggiori equilibri e collegialità nelle relazioni internazionali (è atteso un miglioramento sensibile nelle relazioni con i partner commerciali, con una retorica meno accesa sulle relazioni USA-Cina), e nella gestione della crisi sanitaria, (puntando maggiormente ai presidi di prevenzione con l'obiettivo di evitare lockdown generalizzati). In tema di politica monetaria la Fed rimane molto accomodante, e nel breve termine non dovrebbero emergere ulteriori novità. Sono attesi tassi prossimi allo zero per lungo tempo, soprattutto dopo il passaggio all'obiettivo di inflazione media: questo fornisce un'importante assicurazione ai mercati, dal momento che la Banca Centrale statunitense non inasprirà la politica monetaria, una volta che l'inflazione sarà tornata al livello desiderato, pur mantenendo ampi margini di manovra. È altresì ipotizzabile che la Fed possa modificare la forward guidance per legare qualitativamente il sentiero degli acquisti di asset alle condizioni economiche, mantenendo comunque inalterati l'attuale ritmo e la composizione degli acquisti complessivi. Il successo democratico rende maggiormente possibile che la Fed, con il sostegno del Congresso, possa supportare direttamente l'economia (in particolare le piccole imprese), qualora necessario.

In area Euro le prospettive a breve non appaiono benevole: i timori correlati al dilagare del virus sono elevati, i principali indicatori prospettici segnalano un rallentamento economico, permangono i rischi per gli investimenti e, soprattutto, per i consumi privati, derivanti dal venir

meno dei sostegni al mercato del lavoro, il quale rimarrà in condizioni precarie, data l'ampia quota di occupazione adagiata su schemi di lavoro a breve termine: le misure di emergenza, in quanto tali, non possono essere percepite come soluzioni sostenibili, e potrebbero portare consumatori ed imprese a continuare ad accumulare risparmi precauzionali. È possibile ipotizzare la caduta in territorio negativo nel quarto trimestre 2020 per effetto di una contrazione dell'attività economica indotta dalle attuali misure restrittive adottate in tutte le principali economie della zona Euro, ed appare presumibile che la debolezza possa continuare anche oltre la fine del 2020. È probabile che blocchi parziali e restrizioni sociali modellino le dinamiche di consumo per i prossimi mesi, provocando un percorso di ripresa economica accidentato. Tuttavia, il Recovery Fund induce ad un ottimismo prospettico, nel medio periodo, più rivolto verso la seconda metà del prossimo anno: se è improbabile che l'impatto diretto sull'economia possa manifestarsi prima della fine del 2021, il ruolo delle aspettative rimane comunque fondamentale per conferire fiducia al mercato. Inoltre, considerata la maggiore resilienza dei mercati di esportazione delle merci, rispetto al settore dei servizi, sussiste un ulteriore potenziale di rialzo con la ripresa della domanda globale nel 2021. In questo contesto, ci si attende che la BCE mantenga un tono particolarmente accomodante: dopo l'ampliamento delle misure di politica monetaria, allo scopo di evitare potenziali inasprimenti delle condizioni finanziarie, potrebbe adottare un approccio maggiormente attendista, in un'ottica di monitoraggio, con particolare attenzione ai dati economici e agli sviluppi relativi all'epidemia Covid.

Relativamente alla Cina si ritiene che la dinamica della crescita possa proseguire, posto che la situazione sanitaria rimanga sotto controllo. In assenza di (inattese) azioni di allentamento o di inasprimento, il contesto neutrale di politica macroeconomica appare favorevole ed idoneo per sostenere l'ulteriore sviluppo della domanda interna, con un'ascesa costante degli investimenti e un ampliamento della spesa per consumi e servizi. I tempi e le dimensioni dell'uscita dalla politica di easing della PBoC saranno attenti e incrementali: non è al momento previsto (sebbene sia possibile) un aumento dei tassi ufficiali all'inizio del prossimo anno; è piuttosto ipotizzabile un inasprimento della politica sul credito. Il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro ed il rafforzamento della fiducia dei consumatori portano ad ipotizzare livelli di domanda potenzialmente idonei ad alimentare, in Q4 ed oltre, un'ulteriore incremento delle attività, ed un riequilibrio nella loro composizione verso un mix più sostenibile, lungo un tracciato maggiormente guidato dai consumi. Inoltre, i dati commerciali segnalano che anche le esportazioni dovrebbero continuare a fornire supporto, con un viraggio progressivo verso componenti non correlate alla pandemia. La ripresa della domanda globale a seguito degli sviluppi dei vaccini ed il riequilibrio della composizione della crescita continueranno a sostenere l'economia cinese anche nella seconda metà del 2021.

Le pressioni inflazionistiche non dovrebbero assumere entità di rilievo fino a quando il settore dei servizi si normalizzerà: questo potrebbe accadere dopo che il vaccino verrà distribuito diffusamente e l'economia tornerà alle condizioni pre-pandemiche. Pertanto, ci si potrebbe attendere alcune oscillazioni sui dati dell'inflazione nella primavera del 2021, guidate

principalmente dall'effetto base, ma occorre considerare che una politica fiscale espansiva non porta necessariamente a un suo aumento: la determinante di maggiore impatto va ascritta all'andamento futuro del mercato del lavoro e del livello dei salari.

In considerazione dei rischi presenti è possibile che le dinamiche dei mercati, così come quelle dell'economia reale, rimangano soggette a passaggi interlocutori, la cui gestione esige prudenza e tatticismo. L'impostazione allocativa considera gli squilibri in atto ed i fattori di differente natura che potrebbero alterare lo scenario prospettico.

Sul comparto azionario si mantiene un orientamento costruttivo nel medio termine, anche in virtù del sostegno strutturale derivante dalla liquidità. La direzionalità dell'equity a brevissimo termine rimane condizionata da un newsflow soggetto ai condizionamenti generati dalle evoluzioni sul fronte sanitario, dopo aver beneficiato di importanti catalyst di supporto (l'esito delle elezioni USA, gli annunci sui vaccini). Eventuali fasi di debolezza sui mercati azionari, in prospettiva, potrebbero emergere per effetto di prese di profitto, ed essere sfruttate tatticamente per ri-modulare l'esposizione al rischio. Malgrado l'apparente assenza, nell'immediato, di nuovi catalizzatori per un'accelerazione del trend positivo, il venir meno delle incertezze su Brexit, il potenziamento dei programmi di supporto delle Banche Centrali, le attese di corposi interventi fiscali appaiono comunque fattori idonei a sostenere un movimento rialzista nel corso del primo trimestre 2021. Tuttavia la ripresa dei consumi risulterà determinante per la sostenibilità prospettica della crescita: l'evoluzione delle condizioni del mercato del lavoro rimarrà pertanto un fattore di importanza cruciale. Eventuali movimenti di ritracciamento potranno costituire favorevoli opportunità di investimento mediante un approccio tattico orientato ad individuare le maggiori potenzialità di recupero per società e settori che, nel passato, hanno manifestato le maggiori sofferenze.

Le emissioni governative si sono dimostrate estremamente sensibili alle imponenti misure di stimolo annunciate e varate dalle banche centrali. Sul comparto, nel suo complesso, viene mantenuto un orientamento neutrale: è atteso perdurare l'attuale trading range con la prosecuzione della fase di consolidamento dei rendimenti alla luce dell'attento controllo dei tassi ufficiali (attesi rimanere bassi per molto tempo) da parte delle Banche Centrali. Nell'ambito del trading range accennato, va comunque considerata una certa flessibilità, dal momento che non si esclude la possibilità che possano sussistere, per quanto marginali, ulteriori spazi di movimento ed estensione. Temi quali le novità sui vaccini e la vittoria democratica negli Stati Uniti apparivano già assimilati nei livelli raggiunti dai mercati, i quali, dopo le reazioni iniziali, avevano avviato un tracciamento laterale, favorito dall'assenza di spinte inflative. Relativamente ai tassi USA potrebbe aumentare la possibilità di una loro contenuta risalita, alla luce della combinazione derivante da maggiori interventi fiscali connessi allo stimolo pandemico e dalle prospettive di progressiva immunizzazione della popolazione. A tali fattori, favorevoli alla crescita, si unisce la determinazione della Fed a mantenere condizioni finanziarie espansive. La visione tatticamente negativa sull'area Euro Core è connessa ai livelli raggiunti, ampiamente negativi e già estremamente compressi. Si osserva che comunque non sono previsti scenari di rottura, balzi o steepening eccessivi delle

curve, considerando che la situazione attuale (per Bund e UST) esprime già una sostanziale assenza di valore. È possibile che si inneschi una diminuzione della correlazione tra i tassi in area Euro ed USA. Relativamente ai BTP, il carry offerto dai titoli di Stato italiani rimane interessante, i prossimi 12 mesi non dovrebbero essere impegnativi sul fronte del funding (malgrado la continua crescita del debito), ed il rischio di interventi delle agenzie di rating appare al momento scongiurato.

Nell'ambito delle obbligazioni societarie, l'orientamento neutrale su corporate bond IG è avvalorato dalla considerazione che il comparto, pur godendo della protezione delle banche centrali in virtù dei programmi d'acquisto indirizzati all'investment grade, e beneficiando della possibilità di sfruttare l'indebitamento a tassi negativi, ha registrato livelli di spread in progressiva compressione, malgrado alcune fasi di marginale ritracciamento. Tassi e spread sono prossimi ai minimi storici assoluti. Il potenziale per ulteriori spazi di restringimento appare piuttosto limitato, inducendo a prediligere la selettività su emittenti di qualità. L'approccio di neutralità verso il comparto corporate bond high yield è essenzialmente connesso ad un orientamento generalmente costruttivo nell'ambito più esteso dei risky asset. Per quanto concerne le emissioni obbligazionarie dei Paesi Emergenti, permane una certa cautela legata all'andamento dei fondamentali.

Tra le principali divise, la relazione EUR/USD appare condizionata da una contenuta potenzialità di incidenza del flusso di notizie proveniente da Fed e BCE in relazione al differenziale dei tassi. Tuttavia, un orientamento negativo sul Dollaro USA è connesso ad ipotesi di minori linee difensive a fronte di una prosecuzione della fase di debolezza del biglietto verde, tenuto anche conto delle attese di maggiori interventi fiscali. Al contempo, il progressivo consolidamento dell'Euro, è stato agevolato dall'atteggiamento attendista della BCE di fronte all'apprezzamento della divisa comune. La view neutrale sulla Sterlina inglese attiene alla considerazione dei potenziali benefici derivanti dall'accordo sfociato dal deal Brexit. Nell'ambito della relazione USD/CNY la PBoC ha mantenuto una stance favorevole all'apprezzamento del Renmimbi cinese: si ritiene che essa possa continuare a tollerare un ulteriore modesto apprezzamento.

Le prospettive globali sulla crescita appaiono indirizzate a sostenere, selettivamente, l'apprezzamento delle materie prime.

Relazione tecnica sull'andamento delle gestioni nel 2020

Fondo Pensione Gruppo Bancario Crédit Agricole Italia

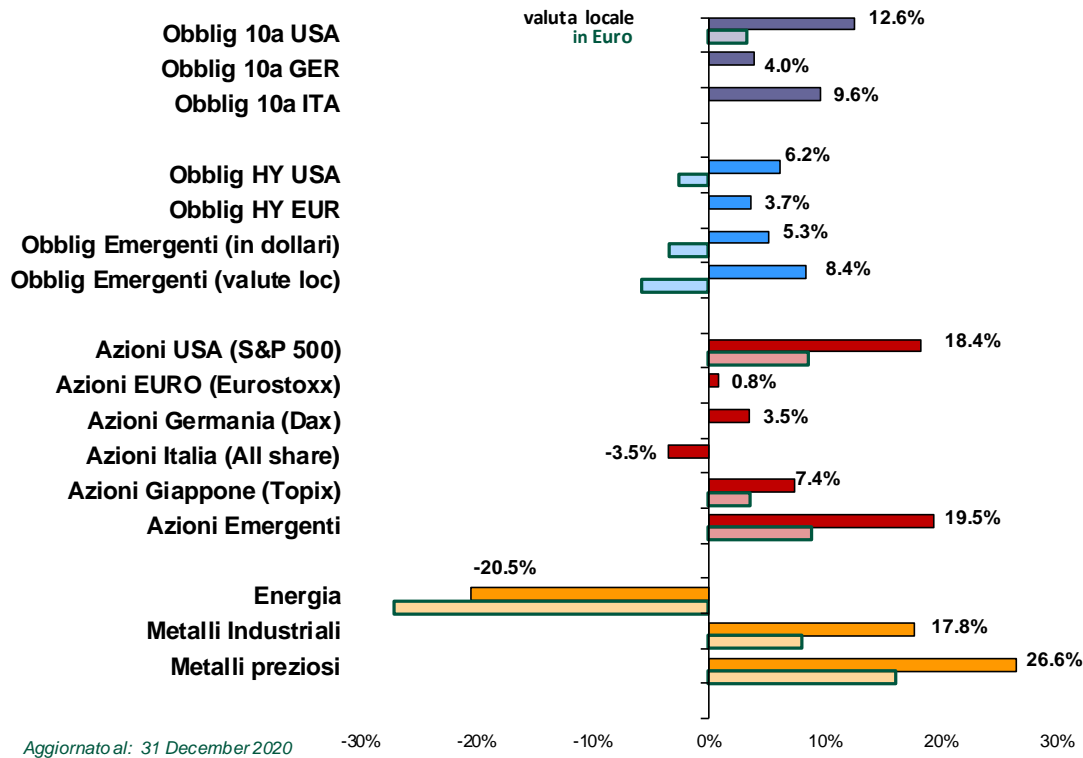
26 Gennaio 2021

Commento macroeconomico e dei mercati del 2020

- **2020 che vede protagonista sui mercati l'epidemia globale di COVID-19.** Tutte le principali attività hanno subito le conseguenze della pandemia e delle misure per contenerla così come delle iniziative introdotte per rilanciare l'economia.
- **La borsa americana** dopo un 2019 da record (+31% sull'anno) **registra un +18% nel 2020** (indice S&P 500 comprensivo dei dividendi). Risultato che per quanto inferiore all'anno precedente è testimonianza degli enormi sforzi fatti dalle autorità monetarie e fiscali per dare sostegno alla ripresa economica a seguito della fortissima recessione innescata dalla pandemia di Covid-19. Va infatti ricordato il crollo, per lo stesso indice S&P e tutte le principali borse, del 35% circa nel mese di marzo. **Tono positivo, sull'anno, anche per le altre borse con** l'indice giapponese Topix che si attesta a +7.4% e le borse emergenti che chiudono a +19.5%, in ritardo l'Europa con l'EuroStoxx che chiude a +0.8%.
- Saldo molto positivo anche per i **tassi governativi**. Negli USA i tassi sono scesi in modo marcato in seguito all'esplosione della volatilità legata alla pandemia, a cui si è poi aggiunto l'intervento della FED che nel tentativo di fornire liquidità ai mercati ha tagliato i tassi di riferimento di 150 punti base, portando il livello a 0.25%, ed introducendo nuove misure espansive del bilancio. Il 10 anni USA chiude il 2020 a 0.91% rispetto a 1.92% di fine 2019. In discesa anche i tassi tedeschi che hanno scontato nella prima metà dell'anno forti timori recessivi in eurozona, per poi normalizzarsi a seguito dell'intervento della BCE che ha varato un nuovo piano di acquisti finalizzato a dare sostegno ai paesi maggiormente colpiti dalla pandemia. A questo si è poi aggiunta l'approvazione del Recovery Fund. Il 10 anni tedesco chiude il 2020 in area -0.60% rispetto a -0.20% di fine 2019.
- Dopo il forte allargamento di marzo, **spread (e tassi) in significativo calo** sia per le obbligazioni Investment Grade, sia per quelle High Yield e anche per quelle emesse dai paesi emergenti, che hanno beneficiato della forte riduzione dei tassi governativi sottostanti e del supporto delle banche centrali.
- **Lo spread Italia – Germania** sulla scadenza decennale che aveva chiuso il 2019 a 160 pb, ha toccato un massimo a 280 pb in marzo, chiudendo però l'anno in area 110, beneficiando a pieno degli interventi fiscali e monetari europei. Il tasso a 10 anni italiano è passato da 1.30% a 0.50%, quello a 2 anni da -0.02% a -0.40%.
- **Dollaro in calo**, da 1.12 a 1.22 contro euro nell'anno. Prima della crisi pandemica in realtà il dollaro si era rafforzato toccando 1.07 contro euro, il forte calo dei tassi USA lo ha poi indebolito fino a 1.22 a fine 2020.
- **Il 2020** ha visto l'esplosione della pandemia di Covid-19 a livello mondiale. In tutto il mondo il primo trimestre dell'anno ha visto l'introduzione di misure fortemente restrittive per le interazioni sociali sino ad arrivare al blocco totale delle attività in molti paesi, con l'obiettivo di contenere il numero dei contagi e ridurre così la pressione sui sistemi sanitari nel tentativo di contenere il tasso di mortalità. Il secondo trimestre dell'anno è stato caratterizzato da un calo importante del numero dei contagiati, grazie al blocco totale delle attività varato in molti paesi, cui è seguita una profonda crisi economica globale. Crisi che ha visto un'incredibile riposta coordinata a livello globale. Gli interventi di tutte le principali banche centrali in termini di stimoli monetari uniti a quelli fiscali varati dai diversi paesi non hanno eguali nella storia. Questo incredibile sforzo ha consentito un recupero importante dei dati macroeconomici nella seconda parte dell'anno. La maggior preparazione dei sistemi sanitari ed il forte sostegno delle autorità monetarie e fiscali hanno consentito di contenere gli effetti della seconda ondata pandemica, che non è stata in grado di far deragliare la ripresa economica in corso, in attesa che i vaccini annunciati negli ultimi mesi del 2020 siano efficaci e disponibili su larga scala.
- Tra gli eventi di rilievo del 2020 vanno menzionati la vittoria elettorale del candidato democratico Biden per la corsa alla Casa Bianca. Vittoria più sofferta del previsto e passata attraverso lunghi

riconteggi dei voti ma che alla fine ha premiato il partito democratico. Sempre sul fronte politico va menzionata la definizione finale degli accordi commerciali legati a Brexit che sanciscono definitivamente la fine della saga iniziata quattro anni fa con il referendum in UK.

Variazione % total return - in valuta locale e in euro



	valori di mercato		total return %		
	31-dic-19	31-dic-20	anno 2020	I semestre	II semestre
Fed Funds	1.75%	0.25%	-150	-150	0
Refi BCE	0.00%	0.00%	0	0	0
Governativo USA 3m	1.52%	0.09%	0.4%	0.3%	0.1%
Interbancario USA 3m	1.91%	0.24%			
Governativo GER 3/12m	-0.63%	-0.68%	-0.6%	-0.3%	-0.3%
Governativo ITA 3/12m	-0.25%	-0.54%	-0.1%	0.0%	-0.1%
Interbancario EURO 3m	-0.38%	-0.54%			
Governativo USA 2a	1.58%	0.13%	3.0%	2.9%	0.1%
Swap USA 2a	1.66%	0.19%			
Governativo GER 2a	-0.59%	-0.75%	-0.4%	-0.2%	-0.3%
Governativo ITA 2a	-0.02%	-0.40%	0.8%	0.1%	0.7%
Swap EUR 2a	-0.29%	-0.52%			
Governativo USA 10a	1.92%	0.91%	12.6%	14.6%	-1.8%
Swap USA 10a	1.86%	0.91%			
Governativo GER 10a	-0.19%	-0.58%	4.0%	3.1%	0.8%
Governativo ITA 10a	1.32%	0.52%	9.6%	1.7%	7.7%
Swap EUR 10a	0.21%	-0.27%			
Infl Linked USA	0.33%	-0.91%	11.5%	6.4%	4.9%
Infl Linked EURO	-0.21%	-0.76%	4.1%	-1.7%	5.8%
Corporate IG USA	2.90%	1.78%	9.8%	4.8%	4.7%
Corporate IG EUR	0.51%	0.24%	2.6%	-1.3%	4.0%
Corporate HY USA	5.41%	4.24%	6.2%	-4.8%	11.5%
Corporate HY EUR	3.91%	3.46%	3.7%	-4.3%	8.3%
Govt Emergenti hard	4.93%	4.55%	5.3%	-2.8%	8.2%
Govt Emergenti local	5.22%	4.22%	8.4%	4.6%	3.7%
local in EUR			-5.8%	-6.9%	1.2%
S&P 500	3,230.8	3,756.1	18.4%	-3.1%	22.2%
Eurostoxx	403.9	403.9	0.8%	-11.2%	13.5%
FTSE Italia All Share	25,628.9	24,202.7	-3.5%	-16.2%	15.2%
Topix	1,721.4	1,804.7	7.4%	-8.2%	16.9%
Mercati emergenti	61,467	71,693	19.5%	-5.4%	26.3%
MSCI World All Country	658.2	739.3	14.8%	-5.1%	20.9%
MSCI W Energy	224.7	153.3	-28.0%	-31.3%	4.8%
MSCI W Materials	282.4	324.3	18.2%	-5.9%	25.6%
MSCI W Industrials	266.5	283.7	8.5%	-12.7%	24.3%
MSCI W Cons. Discr.	275.6	368.0	34.9%	2.1%	32.1%
MSCI W Cons. Staples	264.0	272.4	6.1%	-4.5%	11.1%
MSCI W Health Care	278.9	309.0	12.9%	2.8%	9.9%
MSCI W Financials	137.7	126.8	-4.9%	-21.8%	21.6%
MSCI W Inform. Tech	304.3	432.9	44.1%	12.6%	28.0%
MSCI W Comm. Serv.	91.2	110.4	22.9%	1.1%	21.6%
MSCI W Utilities	158.3	156.3	2.2%	-8.1%	11.2%
MSCI Real Estate	207.4	185.8	-7.1%	-14.5%	8.6%
GSCI Energy	206.6	164.2	-20.5%	-36.1%	24.4%
GSCI Industrial Metals	324.2	381.9	17.8%	-6.9%	26.5%
GSCI Precious Metals	1,975.9	2,501.0	26.6%	16.9%	8.3%
GSCI Agric/Livestock	276.2	312.7	13.2%	-15.0%	33.2%
USD vs EUR	1.1225	1.2236	-8.3%	-0.1%	-8.2%
YEN vs EUR	121.98	126.30	-3.4%	0.7%	-4.1%
YEN vs USD	108.67	103.23			
GBP vs EUR	0.8473	0.8951	-5.3%	-6.8%	1.6%
CHF vs EUR	1.0866	1.0832	0.3%	2.1%	-1.8%

	valori di mercato		total return %		
	31-dic-19	31-dic-20	anno 2020	I semestre	II semestre
Mercati Emergenti	61,467	71,693	19.5%	-5.4%	26.3%
Asia	913.57	1125.11	25.9%	-2.2%	28.8%
- Cina	85.59	107.80	28.3%	3.5%	24.0%
- Cina (A shares)	3,369	4,361	31.7%	6.4%	23.8%
- India	1369.55	1600.15	18.6%	-12.1%	35.0%
America Latina	10,015,948	9,988,466	2.6%	-16.6%	23.0%
- Brasile	366,058	373,742	4.8%	-16.5%	25.4%
- Messico	40,112	40,651	3.8%	-12.3%	18.4%
Est Europa,M.O,Africa	551.01	526.97	-0.8%	-12.5%	13.4%
- Russia	1361.84	1321.20	3.4%	-14.3%	20.6%
- Sud Africa	1370.52	1357.16	1.3%	-5.4%	7.2%
- Ungheria	2196.97	1948.84	-11.1%	-25.3%	19.0%
- Polonia	1,510	1,311	-12.7%	-19.8%	8.8%
CNY vs USD	6.97	6.54	6.5%	-1.5%	8.2%
INR vs USD	71.38	73.07	-2.3%	-5.5%	3.3%
BRL vs USD	4.02	5.19	-22.6%	-26.7%	5.7%
MXN vs USD	18.88	19.93	-5.2%	-18.3%	16.0%
RUB vs USD	62.11	73.96	-16.0%	-12.8%	-3.7%
SAF vs USD	13.98	14.69	-4.8%	-19.5%	18.3%
HUF vs USD	294.62	296.42	-0.6%	-6.6%	6.5%
PZL vs USD	3.79	3.73	1.6%	-4.3%	6.2%
EM curr vs USD			-5.2%	-10.9%	6.4%
USD vs EUR	1.1225	1.2236	-8.3%	-0.1%	-8.2%

Outlook macroeconomico per il 2021

Scenario di riferimento 2021

Il 2021 si presenta come un anno di espansione per l'economia globale.

Grazie alla somministrazione dei vaccini **si potrà gradualmente abbandonare l'approccio di contenimento del virus basato sulle misure di restrizione**, permettendo alle economie di aprirsi al loro interno e, successivamente, tra di loro.

Almeno per la prima parte dell'anno, però, le misure di restrizione saranno confermate e le economie avranno bisogno di sostegno da parte delle autorità economiche. A questo fine la BCE ha prolungato l'allentamento quantitativo fino a marzo 2022, la Fed si è detta disposta ad adottare nuove misure espansive, l'amministrazione Biden sta contrattando con i Repubblicani un nuovo pacchetto di stimoli e in Europa proseguono i lavori per erogare i finanziamenti del fondo NGEU / Recovery Fund.

Nello scenario centrale i mercati dovrebbero confermare tendenze di tipo pro-ciclico. I tassi di interesse a breve termine saranno probabilmente mantenuti ai livelli attuali da parte delle banche centrali, ma quelli sulle scadenze medie e lunghe dovrebbero puntare verso l'alto. Gli investitori continueranno a ricercare remunerazione dalle attività di rischio sia obbligazionarie (obbligazioni dei Paesi emergenti, *High Yield*, strumenti ibridi) sia azionarie. **Per le borse, a differenza del 2020, la tendenza rialzista dovrebbe essere sostenuta più dalla ripresa degli utili e meno dall'aumento dei multipli / calo del premio al rischio azionario.**

Macro Economy:

- I primi mesi del 2021 vedranno ancora la compresenza di misure di restrizione a contenimento del virus e azioni di stimolo monetario e fiscale.
- Nella seconda metà dell'anno si inizierà a valutare l'efficacia della vaccinazione nel permettere alle economie di aprirsi al loro interno e tra di loro.

Asset Allocation:

- Si conferma il profilo pro-ciclico delle scelte di investimento in ottica 2021, con riferimento alla prosecuzione del recupero dell'economia globale.
- In ottica di più breve periodo si conferma il sovrappeso sui mercati a *spread*, ma il posizionamento sulle azioni è neutrale.

Fixed income:

- Flussi cedolari negativi per i titoli tedeschi e sotto all'inflazione per quelli USA rendono poco interessanti questi titoli in una fase di ripresa globale. Convergenza quasi completata per i titoli governativi della periferia Eurozona, soprattutto sulle scadenze brevi.
- Ancora interessanti gli *spread* offerti dalle obbligazioni dei paesi emergenti, dai titoli *High Yield* e, in misura minore, dalle obbligazioni *Investment Grade*.

Equities:

- Mercati azionari interessanti in ottica di medio termine considerando la probabile ripresa degli utili nel 2021, a fronte di un flusso cedolare obbligazionario ridotto a zero.
- Con orizzonte temporale più breve, il forte recupero dai minimi di marzo 2020 e un contesto di volatilità ancora piuttosto elevata, potrebbero rallentare il movimento verso l'alto.

Currencies:

- L'incertezza sul piano fiscale potrebbe indebolire il dollaro nell'immediato. Si conferma la positività sulle valute dei paesi emergenti.

Scenari di rischio 2021

Due, di natura opposta, gli scenari di rischio per il 2021.

Eventuali delusioni legate alla diffusione dei vaccini (ritardi nella somministrazione o efficacia inferiore alle attese) porterebbero a **rivedere al ribasso le stime di crescita economica**.

In questo caso sarebbe probabile una fase di volatilità, ma anche un rilancio da parte di banche centrali e governi degli interventi di stimolo.

A questo punto gli investitori, replicando l'atteggiamento 2020, riprenderanno a cercare remunerazione nelle attività di rischio, come unica alternativa in un contesto di tassi obbligazionari bassi per un periodo prolungato.

Al contrario, una **crescita economica più forte del previsto** sarebbe auspicabile e, in una prima fase, positiva per le attività di rischio, in combinazione con tassi governativi in rialzo.

Ad un certo punto, però, il rialzo dei tassi a lunga scadenza sarebbe percepito come ostacolo alla ripresa economica generando, come già in passato, un forte aumento della volatilità.

La successiva ridiscesa dei tassi agirebbe da stabilizzatore automatico facendo poi recuperare le borse.

Entrambi gli scenari, tanto quello di delusione quanto quello di esuberanza, possono essere fonte di volatilità, ma non sembrano tali da interrompere il ciclo macro.

Per avere conseguenze gravi bisognerebbe ipotizzare errori di politica economica quali il mancato sostegno a fronte di segnali di indebolimento della crescita o, al contrario, misure restrittive preventive nel caso di dati macro o di inflazione sopra le attese.

Ma governi e banche centrali, nel 2021, saranno molto attenti a non vanificare quanto di buono fatto nel 2020.

In **USA ed Europa**, dove la pandemia è ancora in espansione, l'attenzione sarà inizialmente sull'efficacia dei vaccini, mentre il rischio surriscaldamento dell'economia si potrebbe eventualmente porre più avanti. In **Cina**, al contrario, la vera sorpresa inattesa sarebbe una ripresa dei contagi. Più realisticamente qui, prima che altrove, inizierà il dibattito sull'opportunità di ridurre gli stimoli fiscali e monetario per evitare un surriscaldamento dell'economia.

VIEW DI INVESTIMENTO

L'orientamento espansivo delle politiche monetarie e fiscali nella prima metà dell'anno e i primi effetti della vaccinazione a partire dalla seconda metà permettono di confermare uno scenario di riferimento favorevole in ottica 2021. Si mantiene un posizionamento pro-ciclico nelle scelte di investimento sottopesando i governativi core e sovrappesando le obbligazioni a *spread*. Neutrale il posizionamento sulle azioni perché il movimento di breve appare già scontare le notizie positive attese per l'inizio 2021.

Di seguito si dettagliano i giudizi per le singole attività:

FIXED INCOME

Giudizio negativo sulla *duration* di USA, Germania e Paesi "quasi core".

Si conferma negativo il giudizio sulla *duration* USA e sui titoli governativi tedeschi e quasi core dell'area Euro.

Giudizio neutrale sui titoli governativi periferici dell'Eurozona.

Si conferma neutrale il giudizio sui titoli governativi non core Euro.

CREDIT SPREAD

Giudizio positivo sulle obbligazioni a *spread*.

Si conferma il sovrappeso sui mercati a *spread*. Anche l'ordine di preferenza è così confermato: (1) Mercati Emergenti, (2) High Yield, (3) Investment Grade.

EQUITY

Giudizio neutrale sulle azioni.

Si conferma un giudizio neutrale sulle azioni, in considerazione di un movimento di breve che già appare scontare in larga parte gli eventi positivi attesi per i primi mesi del 2021. Confermato il seguente ordine di preferenza geografico: (1) Mercati Emergenti, (2) USA, Europa, Giappone, (3) Pacifico ex Giappone.

CURRENCIES

Giudizio positivo sulle valute emergenti, dollaro in sottopeso.

Si conferma un giudizio positivo sulle valute emergenti e si assume un posizionamento di sottopeso sul dollaro.

Commento tecnico sulle Linee in gestione

Linea Orizzonte 10

Ripartizione per strumento

	Valore PTF	Peso PTF
Obbligazioni	€ 32.556.118,75	88,13%
Azioni	€ 3.279.160,53	8,88%
Fondi	€ 879.384,76	2,38%
Opzioni	-	-
Liquidità	€ 224.969,00	0,61%
Totale	€ 36.939.633,04	100,00%

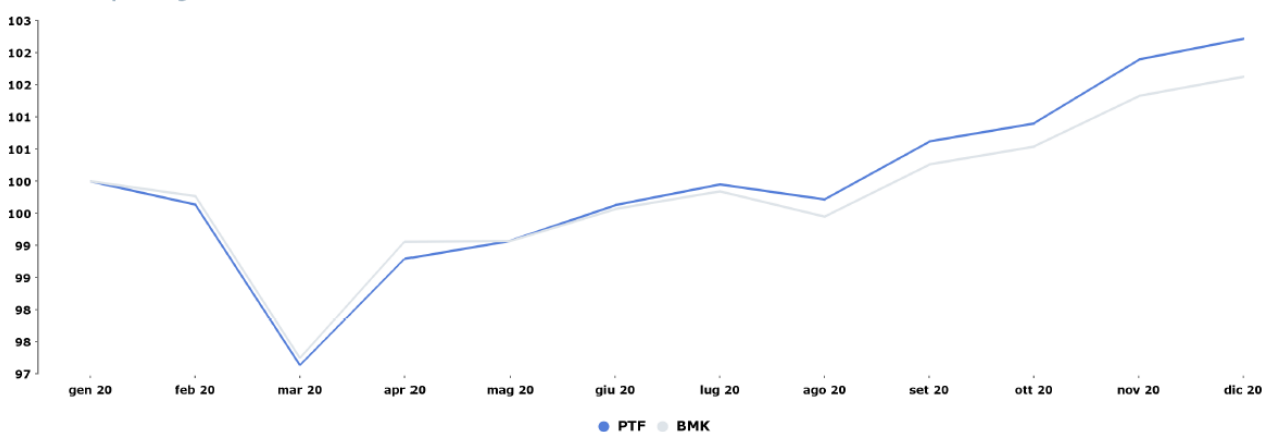
Indici del benchmark

	Peso BMK
ICE BofAML Pan-Europe Government EUR Hedged	27,00%
ICE BofAML Pan-Europe Government (Bond)	25,00%
ICE BofAML Euro Government 1-3 Y	24,00%
JPMorgan GBI Global	14,00%
MSCI AC World	10,00%
Totale	100,00%

Performance da

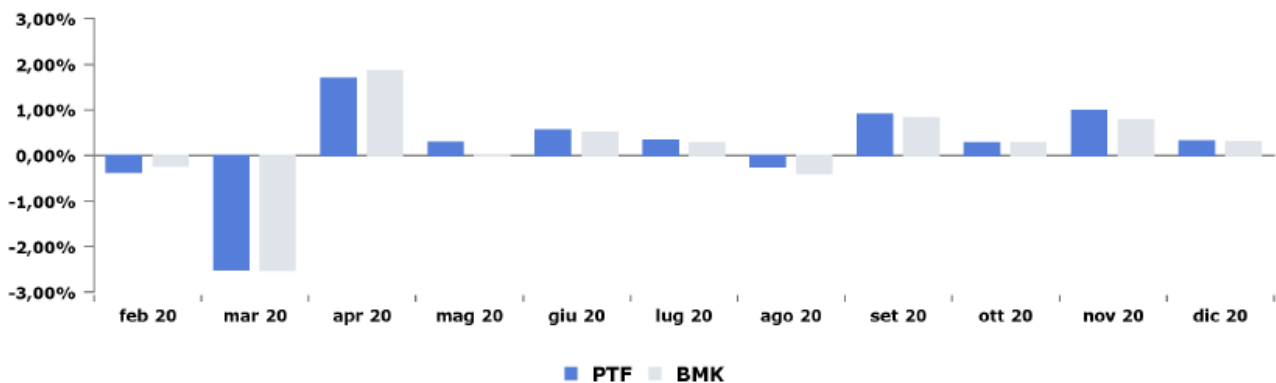
	PTF	BMK	Delta
inizio confronto	3,71%	3,00%	0,70%

Andamento portafoglio vs benchmark



Performance mensili ultimi mesi

	PTF	BMK	Delta
dic 20	0,32%	0,30%	0,02%
nov 20	0,98%	0,78%	0,20%
ott 20	0,28%	0,28%	0,00%
set 20	0,91%	0,82%	0,09%
ago 20	-0,24%	-0,40%	0,16%
lug 20	0,33%	0,28%	0,05%
giu 20	0,56%	0,50%	0,06%
mag 20	0,28%	0,01%	0,27%
apr 20	1,70%	1,85%	-0,16%
mar 20	-2,50%	-2,52%	0,02%
feb 20	-0,36%	-0,23%	-0,13%



Indicatori di rischio portafoglio vs benchmark

	PTF	BMK
Duration	6,19	6,72
Volatilità inizio confronto	5,26%	5,38%

La gestione della Linea Orizzonte 10 è iniziata il 15 gennaio 2020. La performance lorda realizzata nel 2020 è stata positiva e superiore a quella del parametro di riferimento.

Sulla componente governativa Emu 1-3 anni, durante tutto il 2020, si è investito prevalentemente in titoli governativi italiani, al fine di beneficiare del differenziale di rendimento rispetto ai titoli emessi dagli altri Paesi dell'Area Euro, presenti negli indici del parametro di riferimento.

Sulle parti restanti del portafoglio nella fase iniziale della diffusione della pandemia da Covid 19 nel mondo, l'approccio è stato prudente. Si è tenuta la neutralità sull'azionario e un moderato sottopeso di duration sulla parte obbligazionaria, concentrato sull'area Core Emu (Germania e Francia). In sovrappeso le obbligazioni Usa. Nel corso del mese di marzo si è assistito ad un massiccio dispiego di misure monetarie e fiscali da parte delle Banche Centrali e dei governi. A fine marzo, ritenendole misure capaci di riportare fiducia nei mercati, si è incrementato il peso dell'azionario. Nell'aumentare la

rischiosità media del portafoglio, si è aumentato il sottopeso di duration sui governativi Core EMU, si è aumentato il peso delle obbligazioni periferiche, in particolare di quelle italiane e si è portata alla neutralità la duration Usa. A partire da metà luglio si è ridotto il sovrappeso sull'azionario. Il movimento laterale del mercato azionario è proseguito fino a fine ottobre. A inizio novembre, dopo l'esito delle elezioni presidenziali in Usa e le notizie positive sui vaccini, abbiamo aumentato il sovrappeso sull'azionario. Si è tenuta quest'impostazione fino a fine anno. Si è concluso l'anno con un sottopeso moderato di duration, concentrato sulla parte Core Emu. In moderato sovrappeso la duration sulle obbligazioni italiane.

Linea Orizzonte 20

Ripartizione per strumento

	Valore PTF	Peso PTF
Obbligazioni	€ 25.631.065,91	66,67%
Azioni	€ 10.638.530,48	27,67%
Fondi	€ 1.738.508,57	4,52%
Opzioni	-	-
Liquidità	€ 436.930,10	1,14%
Totale	€ 38.445.035,06	100,00%

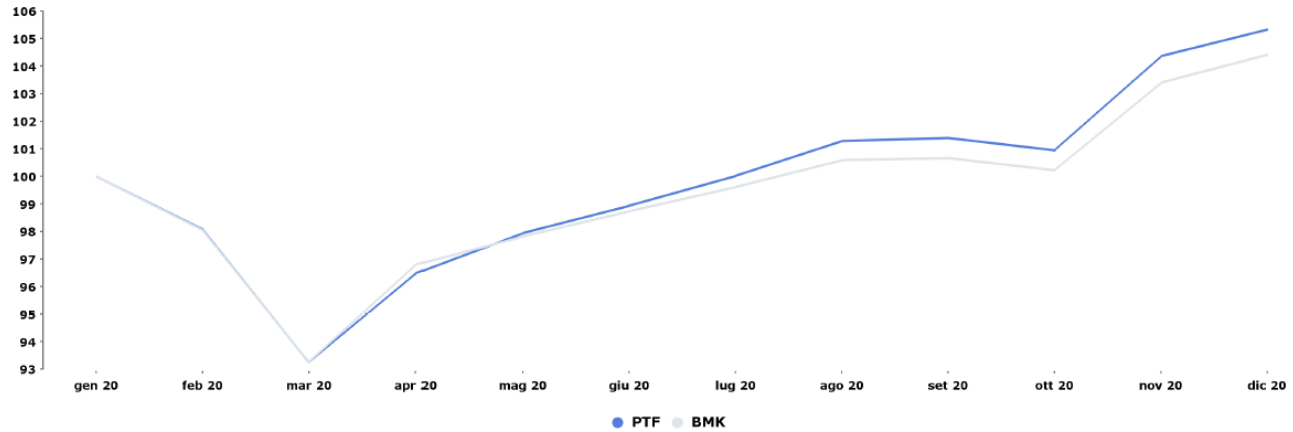
Indici del benchmark

	Peso BMK
ICE BofAML Pan-Europe Government EUR Hedged	31,50%
MSCI World EUR Hedged	20,00%
ICE BofAML Euro Government 1-3 Y	15,00%
ICE BofAML Pan-Europe Government (Bond)	13,50%
JPMorgan GBI Global	10,00%
MSCI AC World	10,00%
Totale	100,00%

Performance da

	PTF	BMK	Delta
inizio confronto	5,87%	5,07%	0,80%

Andamento portafoglio vs benchmark



Performance mensili ultimi mesi

	PTF	BMK	Delta
dic 20	0,93%	0,99%	-0,06%
nov 20	3,39%	3,17%	0,22%
ott 20	-0,44%	-0,44%	-0,01%
set 20	0,11%	0,07%	0,03%
ago 20	1,27%	0,98%	0,29%
lug 20	1,09%	0,89%	0,20%
giu 20	1,01%	0,94%	0,08%
mag 20	1,51%	1,05%	0,46%
apr 20	3,46%	3,79%	-0,33%
mar 20	-4,90%	-4,87%	-0,03%
feb 20	-1,93%	-1,96%	0,03%



Indicatori di rischio portafoglio vs benchmark

	PTF	BMK
Duration	4,96	5,49
Volatilità inizio confronto	9,98%	9,90%

La gestione della Linea Orizzonte 20 è iniziata il 15 gennaio 2020. La performance lorda realizzata nel 2020 è stata positiva e superiore a quella del parametro di riferimento.

A inizio anno e durante la fase iniziale della diffusione della pandemia da Covid 19 nel mondo, l'approccio alla gestione è stato prudente. Si è tenuta la neutralità sull'azionario e moderato sottopeso di duration sulla parte obbligazionaria, concentrato sull'area Core Emu (Germania e Francia). In sovrappeso le obbligazioni Usa. Sulla parte governativa 1-3 anni EMU si è sovrappesata l'Italia al fine di beneficiare del differenziale di rendimento rispetto ai titoli emessi dagli altri Paesi dell'Area Euro.

Sull'azionario a livello di aree geografiche, si è preferito l'azionario Usa al resto del mondo. Nel corso del mese di marzo si è assistito ad un massiccio dispiego di misure monetarie e fiscali da parte delle Banche Centrali e dei governi. A fine marzo, si è incrementato il peso dell'azionario. Sul piano settoriale si è incrementata l'esposizione a settori *early cyclical* e con attività esposte all'Asia, che per prima ha mostrato segnali di ripresa, dopo la fine del lockdown. Nell'aumentare la rischiosità media del portafoglio, si è aumentato il sottopeso di duration sui governativi Core EMU, si è aumentato il peso delle obbligazioni periferiche, in particolare di quelle italiane, anche sulla parte media e lunga della curva e si è portata alla neutralità la duration Usa.

A partire da metà luglio si è ridotto il sovrappeso sull'azionario. Il movimento laterale del mercato azionario è proseguito fino a fine ottobre. In novembre è iniziata una fase di forte rialzo, grazie all'esito delle elezioni americane e alle evidenze positive sulla sperimentazione dei primi due vaccini (Pfizer, Moderna). Si è vista una rotazione settoriale a favore dei settori penalizzati dalle chiusure e dalle misure di distanziamento (ad es. *travel&leisure*). Lo stile Value ha fatto meglio del Growth.

A inizio novembre abbiamo aumentato il sovrappeso sull'azionario, andando a favore dell'Europa e dei Paesi Emergenti. Si è tenuta quest'impostazione fino a fine anno. Si è concluso l'anno con un sottopeso moderato di duration, concentrato sulla parte Core Emu. In moderato sovrappeso la duration sulle obbligazioni italiane.

Linea Orizzonte 30

Ripartizione per strumento

	Valore PTF	Peso PTF
Obbligazioni	€ 28.599.162,59	46,04%
Azioni	€ 27.499.016,75	44,27%
Fondi	€ 5.074.140,85	8,17%
Opzioni	-	-
Liquidità	€ 945.716,56	1,52%
Totale	€ 62.118.036,75	100,00%

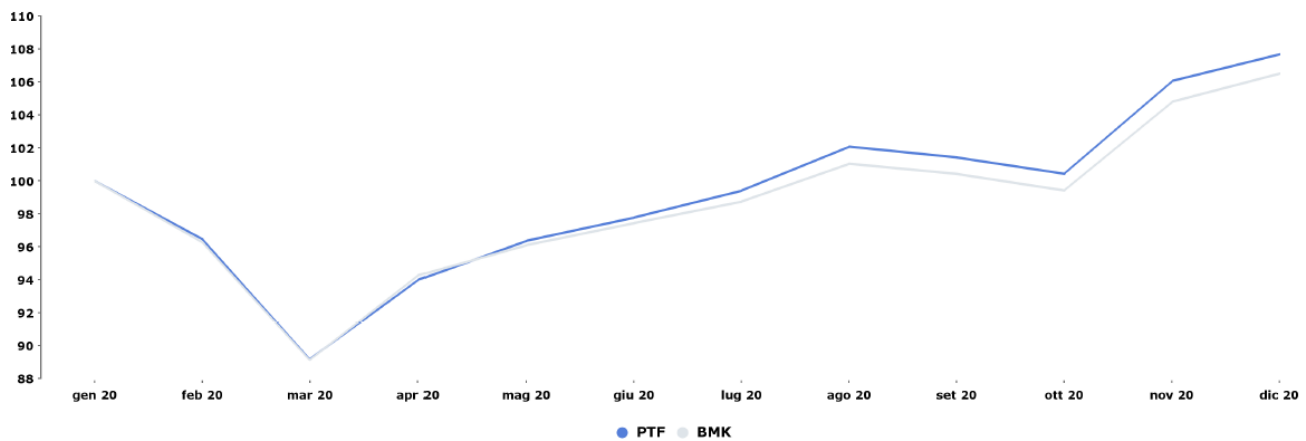
Indici del benchmark

	Peso BMK
MSCI World EUR Hedged	30,00%
ICE BofAML Pan-Europe Government EUR Hedged	28,00%
MSCI AC World	20,00%
ICE BofAML Pan-Europe Government (Bond)	12,00%
ICE BofAML Euro Government 1-3 Y	10,00%
Totale	100,00%

Performance da

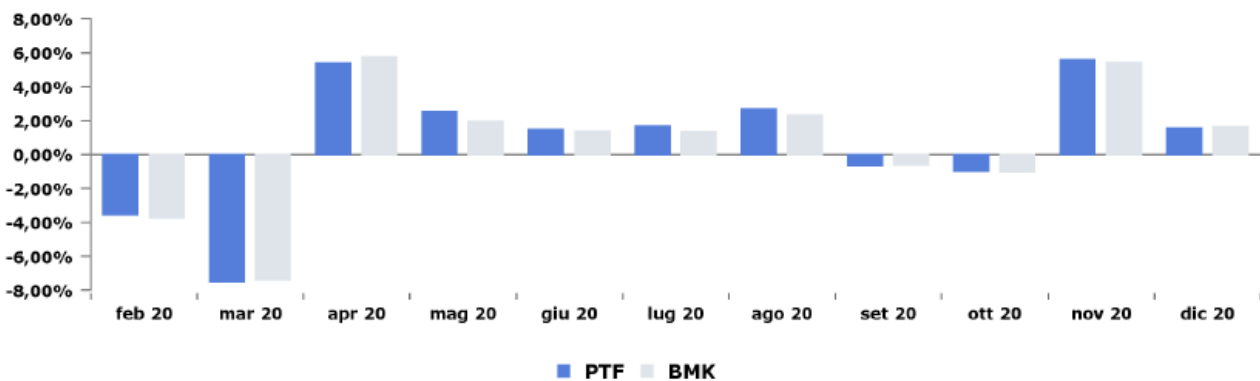
	PTF	BMK	Delta
inizio confronto	7,17%	6,35%	0,82%

Andamento portafoglio vs benchmark



Performance mensili ultimi mesi

	PTF	BMK	Delta
dic 20	1,53%	1,64%	-0,11%
nov 20	5,60%	5,41%	0,19%
ott 20	-0,98%	-1,01%	0,02%
set 20	-0,64%	-0,61%	-0,03%
ago 20	2,69%	2,33%	0,36%
lug 20	1,67%	1,34%	0,33%
giu 20	1,46%	1,39%	0,07%
mag 20	2,53%	1,94%	0,58%
apr 20	5,39%	5,75%	-0,36%
mar 20	-7,53%	-7,39%	-0,14%
feb 20	-3,55%	-3,74%	0,19%



Indicatori di rischio portafoglio vs benchmark

	PTF	BMK
Duration	3,55	4,01
Volatilità inizio confronto	15,54%	15,32%

La gestione della Linea Orizzonte 30 è iniziata il 15 gennaio 2020. La performance lorda realizzata nel 2020 è stata positiva e superiore a quella del parametro di riferimento.

A inizio anno e durante la fase iniziale della diffusione della pandemia da Covid 19 nel mondo, l'approccio alla gestione è stato prudente. Si è tenuta la neutralità sull'azionario e moderato sottopeso di duration sulla parte obbligazionaria, concentrato sull'area Core Emu (Germania e Francia). Sull'azionario a livello di aree geografiche, si è preferito l'azionario Usa al resto del mondo. Nel corso del mese di marzo si è assistito ad un massiccio dispiego di misure monetarie e fiscali da parte delle Banche Centrali e dei governi. A fine marzo, si è incrementato il peso dell'azionario. Sul piano settoriale si è incrementata l'esposizione a settori *early cyclical* e con attività esposte all'Asia, che per prima ha mostrato segnali di ripresa, dopo la fine del lockdown. Nell'aumentare la rischiosità media del portafoglio, si è aumentato il sottopeso di duration sui governativi Core EMU, si è aumentato il peso

delle obbligazioni periferiche, in particolare di quelle italiane. A partire da metà luglio si è ridotto il sovrappeso sull'azionario. Si è ridotto lo scarto tra equity Usa e resto del mondo, ritenendo che in un contesto di ripresa globale, l'ipotesi di vedere un rialzo dei tassi e curve dei rendimenti con una maggior inclinazione rispetto ai mesi passati, potesse favorire un ritorno di flussi verso quei settori più sensibili a questi fattori, definiti come Value e ben rappresentati dai listini di Europa e Giappone. Anche all'interno della componente azionaria Usa, in termini di scelte di stock picking si è ruotato il portafoglio verso il Value. Si è inoltre ridotto il peso delle large cap del settore pharma e ridotto il peso del software a favore dei semiconduttori, dato l'allargamento del gap valutativo tra i due gruppi.

Il movimento laterale del mercato azionario è proseguito fino a fine ottobre. In novembre è iniziata una fase di forte rialzo, grazie all'esito delle elezioni americane e alle evidenze positive sulla sperimentazione dei primi due vaccini (Pfizer, Moderna). Si è vista una rotazione settoriale a favore dei settori penalizzati dalle chiusure e dalle misure di distanziamento (ad es. travel&leisure). Lo stile Value ha fatto meglio del Growth.

A inizio novembre abbiamo aumentato il sovrappeso sull'azionario, andando a favore dell'Europa e dei Paesi Emergenti. Si è tenuta quest'impostazione fino a fine anno. Si è concluso l'anno con un sottopeso moderato di duration, concentrato sulla parte Core Emu. In moderato sovrappeso la duration sulle obbligazioni italiane.

Linea Orizzonte Sostenibilità

Ripartizione per strumento

	Valore PTF	Peso PTF
Obbligazioni	€ 3.681.083,01	37,81%
Azioni	-	-
Fondi	€ 6.033.803,11	61,98%
Opzioni	-	-
Liquidità	€ 20.919,03	0,21%
Totale	€ 9.735.805,15	100,00%

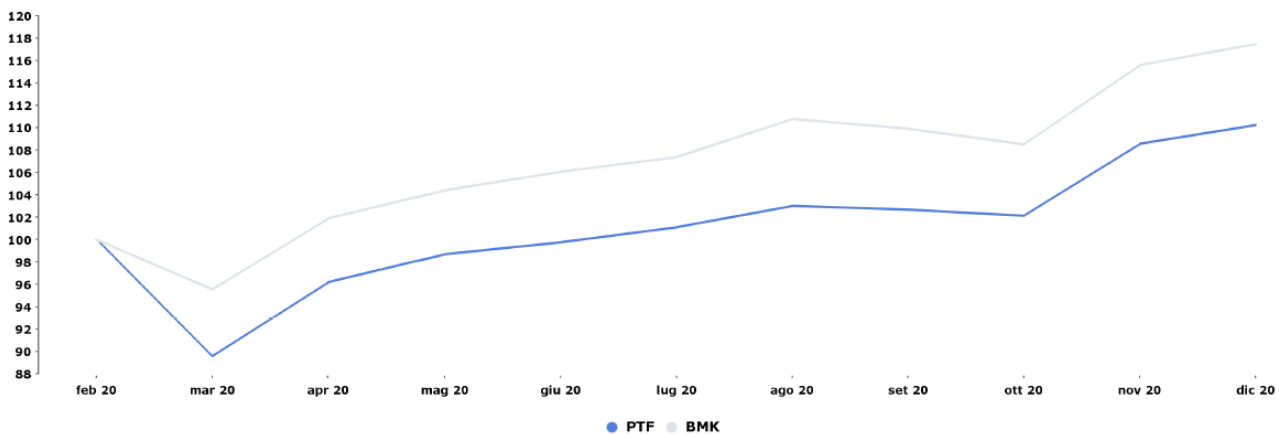
Indici del benchmark

	Peso BMK
ICE BofAML Euro Government (Bond)	40,00%
MSCI World	30,00%
MSCI World EUR Hedged	30,00%
Totale	100,00%

Performance da

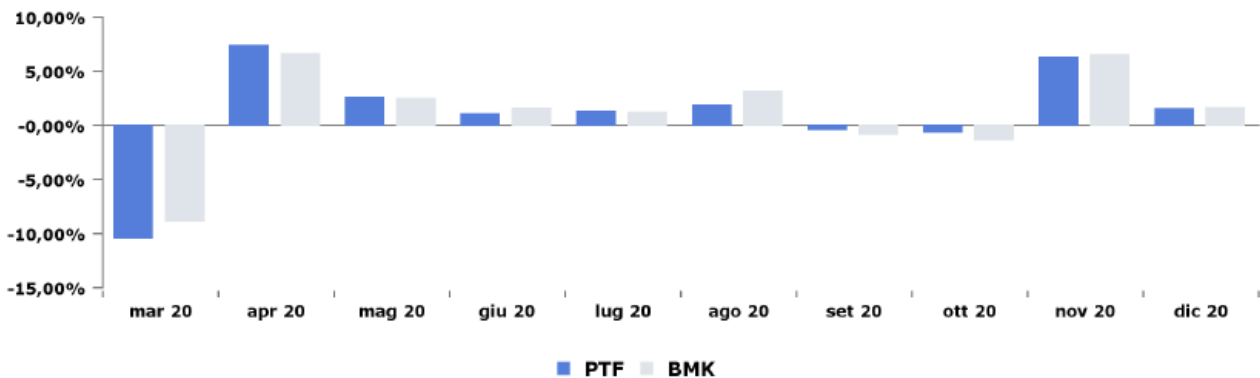
	PTF	BMK	Delta
inizio confronto	10,28%	12,08%	-1,79%

Andamento portafoglio vs benchmark



Performance mensili ultimi mesi

	PTF	BMK	Delta
dic 20	1,54%	1,63%	-0,09%
nov 20	6,29%	6,53%	-0,23%
ott 20	-0,53%	-1,28%	0,74%
set 20	-0,33%	-0,79%	0,46%
ago 20	1,89%	3,18%	-1,29%
lug 20	1,35%	1,23%	0,12%
giu 20	1,08%	1,58%	-0,51%
mag 20	2,60%	2,47%	0,13%
apr 20	7,40%	6,65%	0,76%
mar 20	-10,39%	-8,84%	-1,55%



Indicatori di rischio portafoglio vs benchmark

	PTF	BMK
Duration	2,93	3,44
Volatilità inizio confronto	21,16%	17,98%

La gestione della Linea Orizzonte Sostenibilità è iniziata il 28 febbraio 2020. La performance lorda realizzata nel 2020 è stata positiva, inferiore a quella del parametro di riferimento.

L'inizio gestione è coinciso con la fase più difficile dell'anno, caratterizzata dal diffondersi della pandemia da Covid 19 in tutto il mondo. Si è pertanto partiti con un'impostazione cauta che ha visto una neutralità sia sull'azionario che sull'obbligazionario. Si è stati investiti per tutto l'anno nell'OICR EF Sustainable Global equity. La caratteristica di questo fondo è quella di usare un approccio quantitativo per la selezione di titoli non compresi in diverse categorie controverse (*Alcohol, Gaming, Adult Entertainment, Controversial Weapons, Nuclear, Labor right, violations, Human rights violations*).

Il fondo ha copertura totale rispetto alle valute diverse dall'EUR, mentre l'indice azionario presente nel benchmark è coperto solo per metà (30% su 60%). Da inizio gestione si è inserita una componente obbligazionaria in USD al fine di contenere la sottoesposizione all'USD. Si è ridotto il peso delle

obbligazioni EMU. All'interno di queste, si è stati in sottopeso sulle obbligazioni Core dell'Area euro (soprattutto Francia e Germania) e in moderato sovrappeso sui periferici, in particolare Italia.

In termini di scelte successive alla partenza, a fine marzo ritenendo che le misure introdotte dalle Banche Centrali e dai governi, per contenere gli effetti negativi della pandemia, potessero riportare fiducia nei mercati, si è aumentato il peso dell'azionario e si è ridotta la duration dell'obbligazionario.

A metà luglio si è preso profitto dal movimento positivo dei mesi precedenti e si è tornati in linea con la neutralità. In ottobre c'è stato un cambiamento nella tecnica di *portfolio construction* dell'EF Sustainable Global equity: si è passati da portafogli di titoli *equally weighted* in ogni area ad un portafoglio ottimizzato che massimizza l'esposizione al nostro punteggio proprietario ESG, minimizzando l'esposizione a tutti gli altri fattori di rischio.

Si è aumentato il peso dell'azionario, in novembre, quando è iniziata una fase di forte rialzo, grazie all'esito delle elezioni americane e alle evidenze positive sulla sperimentazione dei primi due vaccini (Pfizer, Moderna).

Sul fine anno, si è ridotto il peso delle obbligazioni USD a favore di titoli *supranational* denominati in USD, al fine di ridurre l'esposizione alla componente obbligazionaria Usa, senza aumentare il sottopeso in USD.

Il posizionamento valutario è stato di sottopeso per tutto l'anno. Questo è stato un elemento positivo per la performance. L'OICR EF Sustainable Global equity ha avuto una performance positiva, ma inferiore a quella dell'indice di riferimento, contribuendo negativamente alla performance del mandato.

Per l'inizio del mese di febbraio, avendo il comparto superato stabilmente i dieci milioni di euro, si intende disinvestire l'OICR e passare ad una gestione diretta in titoli attraverso un portafoglio modello coerente con i principi condivisi nella convenzione di gestione.

www.eurizoncapital.it

Eurizon Capital SGR S.p.A.

Sede Legale: Piazzetta Giordano dell'Amore, 3 - 20121 Milano - Italia

Disclaimer

- **Questa comunicazione è ad uso esclusivo del Fondo Pensione Gruppo Bancario Crédit Agricole Italia – 26 gennaio 2021**
- **La presente comunicazione non è destinata alla diffusione al pubblico, ma è diretta a fini informativi al Fondo Pensione Gruppo Bancario Crédit Agricole Italia.**
- **Il contenuto della presente comunicazione non costituisce una raccomandazione, una proposta, un consiglio ad effettuare operazioni su uno o più strumenti finanziari, né un'offerta di vendita o di sottoscrizione di strumenti finanziari o una sollecitazione all'investimento in qualsiasi forma.**
- **Le opinioni, previsioni o stime contenute nella presente comunicazione sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione, e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute.**

Commento alla gestione 20120- Linea CA Vita Più

Nel 2020 il rendimento della gestione separata Credit Agricole Vita Più è stato del 2,10%.

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 a lunga scadenza governative italiane e spagnole e, in misura residuale, in titoli emessi da società con elevato merito di credito in modo da assicurare un rendimento soddisfacente e, allo stesso tempo, limitare i rischi di solvibilità. Oltre a ciò, la crescita della duration del portafoglio è stata attuata tramite switch da titoli obbligazionari a breve termine in titoli obbligazionari a lungo termine governativi.

Inoltre, anche nel 2020 è continuata l'attività di miglioramento della diversificazione di portafoglio tramite l'investimento in fondi non esposti ai mercati finanziari, quali i fondi immobiliari.

La percentuale di portafoglio esposta al mercato azionario è rimasta residuale (circa il 4,5%) in quanto le scelte d'investimento hanno privilegiato la sicurezza e liquidità degli attivi acquistati al fine di consolidare rendimenti certi per i prossimi anni.

GESTIONE SEPARATA FONDICOLL UNIPOLSAI

FONDICOLL UNIPOLSAI adotta una politica di investimento basata prevalentemente su tipologie di attivi quali 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 2020, si è focalizzata su una modifica della composizione del portafoglio dei titoli obbligazionari, per provvedere ad un'ulteriore diversificazione ed ottimizzazione della composizione degli attivi. Cercando di sfruttare al meglio le fasi di volatilità generatesi in differenti frangenti di mercato, si sono operate vendite di titoli di Stato italiani, con riacquisti parziali di titoli di emittenti europei ad elevato rating, in particolare del tesoro francese. In merito alle scadenze, le vendite hanno interessato l'intera curva dei rendimenti italiani, mentre per gli acquisti si sono privilegiati i tratti lunghi ed extra-lunghi delle curve governative, pur sempre in coerenza con la struttura dei passivi. Per accrescere la diversificazione e le opportunità di ottimizzazione dei rendimenti del portafoglio, si è anche investito in enti pubblici spagnoli, attraverso emissioni sotto forma di *loan*. L'esposizione complessiva a questa *asset class* è lievemente aumentata rispetto all'anno precedente.

Complessivamente l'esposizione a titoli di emittenti governativi è diminuita.

Per quanto riguarda la componente di credito, si evidenzia un marcato aumento dell'esposizione complessiva, anche a fronte della disponibilità all'investimento della liquidità resasi disponibile dalle vendite di titoli governativi, che ha permesso un vasto spettro di accesso a settori ed emittenti, con una ampia diversificazione di portafoglio che, in proporzione, ha privilegiato il posizionamento su emittenti del settore finanziario rispetto a quelli non finanziari (*corporate*).

Il peso della componente azionaria è complessivamente aumentato nel corso dell'anno, soprattutto in virtù dell'aumento di quote di altri investimenti assimilati in tale categoria come, nello specifico, quote di fondi immobiliari, con l'obiettivo di migliorare la diversificazione complessiva ed il profilo reddituale del portafoglio.

Il peso della componente di investimenti alternativi, nel corso dell'anno, è stato incrementato; l'allocazione di questa parte di portafoglio continua a privilegiare fondi con focus di investimento su energie rinnovabili ed infrastrutture.

La *duration* del portafoglio è aumentata da 8,06 a fine settembre 2019 a 8,70 a fine settembre 2020.

UnipolSai Assicurazioni S.p.A.