



Fondo Pensione Gruppo Bancario Crédit Agricole Italia

**Allegato A al bilancio al 31 dicembre 2021
Commento dei Gestori**

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

Commento e prospettive

Relazione anno 2021 FP Credit Agricole

Considerazioni generali

Parte macro

Dopo la profonda contrazione sofferta dall'attività economica nel 2020, pari a -3,3 per cento, nel 2021 il PIL mondiale in termini reali dovrebbe far segnare un rimbalzo prossimo al 6 per cento, per poi rallentare intorno al 4,0 per cento nel 2022. Il forte recupero è il risultato di un generalizzato rimbalzo della crescita sia nelle aree avanzate che in quelle emergenti: le prime dovrebbero chiudere l'anno con un recupero del 5,1 per cento rispetto al 2020, le economie emergenti con un altrettanto significativo 6,5 per cento, dopo il -2,0 per cento del 2020. Tra le aree avanzate, spicca il recupero messo a segno dalle economie anglosassoni ed in misura minore dall'area Euro, mentre il quadro delle economie emergenti mostra maggiori differenze tra le aree, ma con alcuni tra i maggiori paesi che registrano incrementi percentuali superiori al 6 per cento.

In termini di dinamica registrata nel corso dell'anno, ad un primo trimestre che aveva mostrato ancora condizioni di relativa debolezza per l'economia mondiale, è seguita una fase di notevole recupero generalizzato della ripresa a livello globale, recupero sostenuto non solo dagli stimoli fiscali aggiuntivi approvati in molti paesi ma soprattutto dal sostegno delle riaperture dell'attività economica favorite dal progredire del trend di vaccinazione. Successivamente, tuttavia, l'attività economica, pur continuando ad espandersi grazie al rimbalzo della domanda, ha mostrato un ritmo di crescita più moderato, nel quadro di una combinazione di fattori, fra cui le persistenti strozzature dal lato dell'offerta con costi alla produzione e dei trasporti in salita e l'aumento dell'inflazione dei beni alimentari ed energetici. Anche la crescita del commercio mondiale si è parzialmente attenuata negli ultimi mesi dell'anno, pur partendo da livelli ancora elevati.

Per effetto dei fattori appena citati, insieme al sensibile recupero dell'attività economica, anche gli indici di crescita dei prezzi sono destinati a mostrare importanti aumenti, sia alla produzione che al consumo. A livello globale le attese per l'inflazione puntano infatti ad un 3,8 per cento medio per l'intero 2021, in sensibile aumento rispetto al 2,6 per cento del 2020. In questo caso, il contributo delle aree avanzate è risultato più forte rispetto a quello delle economie emergenti: nelle economie sviluppate l'inflazione è infatti destinata a crescere del 3 per cento da appena lo 0,8 per cento del 2020, mentre per le aree emergenti si stima un incremento del 4,4 per cento, superiore ma non lontano da quello dell'anno precedente, pari a 3,9 per cento.

Come l'anno precedente, le poderose misure messe in campo sia dai governi che dalle banche centrali in termini di stimoli fiscali e monetari sono risultate ancora una volta determinanti nel sostenere la crescita, continuando altresì a mantenere le condizioni di finanziamento di famiglie, imprese e settori pubblici a livelli estremamente favorevoli. Il poderoso pacchetto fiscale americano approvato ad inizio anno e le misure aggiuntive dei singoli paesi dell'area euro hanno svolto un importante ruolo a questo riguardo, mentre le politiche monetarie delle aree sviluppate hanno assicurato il mantenimento di condizioni di finanziamento, sia bancario che per il tramite dei mercati finanziari, alquanto accomodanti. In alcuni paesi emergenti, al contrario, le politiche monetarie hanno dovuto cambiare direzione per contenere le spinte inflative già nell'anno appena concluso. Il ruolo degli stimoli pubblici sia fiscali che monetari è comunque destinato a diminuire nel corso del prossimo anno anche nelle aree economiche avanzate, coerentemente con il sensibile recupero dell'attività economica e in considerazione altresì del forte rimbalzo dell'inflazione.

Area Euro

L'economia dell'area euro ha fatto registrare significative sorprese positive della crescita nei due trimestri centrali del 2021, rispetto alle stime di inizio anno. La riapertura delle attività economiche, l'accelerazione del ritmo di vaccinazione

ed il recupero della domanda interna hanno guidato un sensibile rimbalzo dei consumi, soprattutto nel settore dei servizi. Tuttavia, il picco nel ritmo di crescita dell'area euro sembra ora superato ed è probabile un progressivo rallentamento della crescita dell'attività economica nel corso del quarto trimestre e dei successivi. Andata ormai esaurendosi la vera e propria spinta alla crescita innescata dalle riaperture dell'attività economica, sia i consumatori che le imprese sono ora alle prese con gli effetti negativi prodotti dall'aumento dei costi di energia e materie prime e dalle strozzature persistenti nella catena produttiva sul lato dell'offerta.

Superando le proiezioni più diffuse, l'inflazione dell'eurozona è aumentata a un ritmo sostenuto negli ultimi mesi, spinta al rialzo dalla combinazione di effetti statistici base, dell'impennata dei prezzi dell'energia e dei noti vincoli alla produzione. I dati preliminari di dicembre mostrano un aumento al di sopra del consenso di attese, dopo la salita dei mesi precedenti. Le carenze della catena di approvvigionamento e l'aumento dei costi di produzione continuano ad esercitare pressioni sui prezzi dei beni industriali, mentre l'inflazione dei servizi è in forte aumento, in particolare nei settori dei trasporti e delle abitazioni.

La crescita annua del PIL in termini reali dell'intera area euro dovrebbe attestarsi intorno al 5,3 per cento nel 2021, cui dovrebbe seguire un successivo ulteriore rafforzamento intorno al 3,8 per cento nel 2022. Le stime di inizio anno sono state via via aumentate, soprattutto grazie alle sorprese positive giunte nel terzo e quarto trimestre da alcuni paesi dell'area, come Italia e Francia. I paesi che dovrebbero contribuire maggiormente al rimbalzo del 2021 dovrebbero essere tra quelli più gravemente colpiti dalla crisi dell'anno precedente. In particolare, nelle stime attuali, il PIL francese è atteso in aumento intorno al 6,7 per cento e quello italiano intorno al 6,3 per cento. L'economia tedesca dovrebbe invece recuperare meno terreno degli altri principali paesi dell'area, con un più modesto rimbalzo prossimo al 2,7 per cento, mentre il PIL spagnolo è atteso in recupero del 4,4 per cento. Differente il quadro per l'inflazione, in recupero maggiore proprio in Germania, anche per effetto di fattori temporanei legati a specifiche misure di sostegno fiscale approvate lo scorso anno, ed anche in Spagna. L'indice dei prezzi al consumo dovrebbe invece salire in misura minore nei paesi come la Francia e l'Italia. In sensibile rialzo rispetto ad appena lo 0,3 per cento del 2020, l'inflazione dell'area euro dovrebbe chiudere l'anno con un aumento complessivo del 2,6 per cento ed appare destinata a permanere elevata anche nel 2022, con stime che attualmente puntano al 3,3 per cento il prossimo anno.

La BCE dal canto suo ha mantenuto una politica monetaria estremamente accomodante per tutto il corso dell'anno, attraverso tutto il set di strumenti messi in campo e soprattutto per il tramite dei programmi di acquisto ad hoc (PEPP) e dell'abbondante inserimento di liquidità attraverso le aste TLTRO, particolarmente favorevoli in termini di condizioni applicate. Nella riunione di fine anno, tuttavia, coerentemente con la fine della fase emergenziale e con il notevole recupero della crescita e dell'inflazione, la banca centrale ha annunciato un sensibile rallentamento degli acquisti previsti per il prossimo anno. Lo stimolo monetario è quindi destinato a proseguire, accompagnando la partenza del recovery plan e contribuendo a sostenerne gli sforzi per il tramite di condizioni di finanziamento accomodanti, ma al contempo a risultare ridimensionato in funzione del mutato quadro dei fondamentali e del più ridotto ricorso all'emissione di nuovo debito da parte dei paesi dell'area.

USA

Sostenuta da un poderoso pacchetto di sostegno fiscale, l'economia americana ha messo a segno un notevole recupero di attività nella prima parte dell'anno. Successivamente, dopo la decelerazione più netta del previsto nel terzo trimestre, un nuovo rimbalzo della crescita si è manifestato nel quarto trimestre, coerentemente con gli incoraggianti segnali provenienti da numerosi indicatori di attività economica di più settori. L'andamento del mercato del lavoro ha confermato un quadro di incoraggiante ripresa, con un progressivo e costante calo del tasso di disoccupazione, sceso a dicembre al 3,9 per cento da livelli superiori al 6 per cento di inizio anno. Alla luce della dinamica dei dati pubblicati le attuali stime di crescita per l'intero anno puntano ad un'espansione della crescita economica vicina al 6 per cento.

Sul versante dell'inflazione, l'attuale picco raggiunto risulta in parte prodotto da fattori temporanei, destinati a svanire progressivamente l'anno prossimo coerentemente con una fisiologica normalizzazione dei livelli di attività economica. Tuttavia, l'aumento dell'inflazione è anche il risultato di una domanda per consumi e investimenti sorprendentemente forte, anch'essa legata alle insolite dinamiche prodotte dalla crisi pandemica, in particolare in questo caso dalle riaperture di attività, nonché di effetti secondari, fattori che manterranno l'inflazione al di sopra del trend pre-Covid anche nel 2022. Per l'intero 2021 il tasso d'inflazione appare notevolmente in crescita rispetto al 2020, precisamente al 4,6 per cento da appena l'1,3 per cento dello scorso anno.

Sul versante della politica monetaria, infine, la Fed ha recentemente annunciato una rapida decelerazione dei volumi dei propri acquisti di titoli nei mercati e la conseguente chiusura della fase di allentamento quantitativo per la fine del primo trimestre, lasciando intendere che i primi rialzi dei tassi possano seguire da vicino il termine della fase di espansione del

proprio bilancio. La normalizzazione della politica monetaria risulta coerente con il migliorato quadro dei fondamentali, con il ritorno del PIL ai livelli pre-pandemici e con gli aumentati rischi inflazionistici mostrati dai dati di questi ultimi mesi.

UK

Come in altre aree sviluppate, anche nel Regno Unito l'economia sta recentemente rallentando, dopo la forte ripresa messa a segno soprattutto nel secondo trimestre in cui il PIL ha segnato un recupero del 5,5 per cento, anche per effetto di un miglioramento del saldo commerciale. L'effetto congiunto della carenza di manodopera e delle persistenti difficoltà incontrate dall'offerta negli approvvigionamenti dalla catena produttiva, nonché del diffondersi della variante Delta, ha contribuito a determinare la recente moderazione della crescita. Gli ultimi andamenti delle vendite al dettaglio e le indicazioni provenienti dalle indagini sul clima di fiducia presso imprese e consumatori confermano il rallentamento in atto. Tuttavia, dopo il forte calo del 9,7 per cento subito l'anno precedente, nell'intero 2021 la crescita del PIL del Regno Unito è destinata a far segnare un notevole rimbalzo, stimato complessivamente al 7,1 per cento. Trainata al rialzo da molti fattori, tra cui gli effetti statistici base e l'impatto dei recenti rincari dei beni energetici, l'inflazione complessiva dovrebbe raggiungere il 2,7 per cento per tutto il 2021, in notevole aumento dallo 0,9 per cento del 2020. La combinazione del buon recupero messo a segno dal mercato del lavoro negli ultimi mesi, nonostante il venir meno dei programmi di sostegno pubblico legati agli impatti pandemici sull'economia, nonché di persistenti sorprese al rialzo da parte degli indici dei prezzi, ha spinto recentemente la Banca d'Inghilterra a mutare indirizzo di politica monetaria. Nell'ultima riunione dell'anno, infatti, la banca centrale britannica ha deciso di muovere al rialzo i tassi, iniziando per prima tra le principali banche centrali dei paesi sviluppati una fase di normalizzazione della propria politica monetaria sul versante dell'aumento del costo del denaro, fase che appare destinata a proseguire nel corso del 2022.

Giappone

Al pari di quanto registrato a livello globale, anche per l'economia nipponica il 2021 rappresenterà un anno di recupero della crescita: tuttavia, il rimbalzo del PIL è destinato a rimanere alquanto contenuto rispetto alle altre aree avanzate, precisamente intorno ad appena l'1,7 per cento, dopo la pesante contrazione di quasi il 5 per cento subita nel 2020. Gli ultimi dati confermano che sono venute meno le attese di una ripresa più solida, anche in questo caso soprattutto in ragione delle difficoltà dovute al perdurare delle strozzature dal lato dell'offerta e solo in parte per gli effetti su mobilità e consumi nella seconda metà dell'anno legati ai trend pandemici. Le restrizioni estive sono infatti venute meno alla fine di settembre, e gli indicatori di mobilità hanno mostrato un rapido recupero. Il terzo trimestre ha comunque visto una crescita al di sotto delle attese, mostrando una debole performance sia della domanda interna che di quella estera. Sul versante dell'inflazione, gli ultimi dati a disposizione mostrano una variazione complessiva dei prezzi al consumo in controtendenza rispetto al trend globale. L'inflazione è attesa in territorio negativo, con una contrazione stimata per l'anno a -0,4 per cento, rispetto allo 0,3 per cento di aumento del 2020. L'impatto dei rincari dei beni energetici è stato infatti più che compensato da un calo di altre componenti dell'indice. Sebbene l'inflazione dovrebbe rafforzarsi nel 2022, le attese puntano ad un recupero contenuto, sostenendo le ragioni che stanno guidando l'attuale politica monetaria della Banca del Giappone. La banca centrale nipponica continua infatti a mantenere in essere lo stimolo monetario, sebbene con minori volumi di acquisti nei mercati finanziari, e non appare altresì destinata a seguire la strada della normalizzazione dei tassi intrapresa da altre autorità di politica monetaria.

Emergenti

Dalle economie emergenti ci si attende un anno di notevole recupero economico, con un rimbalzo complessivo del PIL che potrebbe raggiungere l'area del 6,5 per cento, dopo la contrazione del 2 per cento sofferta nel 2020. Tale rimbalzo è frutto di notevoli differenze tra singole aree geografiche e singoli paesi, così come accaduto per la contrazione economica che si è materializzata in forme e secondo intensità differenti nel 2020. Anche la dinamica della crescita dei trimestri è risultata condizionata da fattori diversi a seconda dei paesi, in primis i trend pandemici e le divergenti politiche monetarie: tuttavia, nel complesso, i segnali di recente rallentamento legati ai vincoli alla produzione e ai trend pandemici sono comuni a molte economie, con un conseguente rallentamento della crescita al pari delle aree avanzate nella seconda parte dell'anno. Tra i principali paesi asiatici che hanno sostenuto la ripresa nel 2021 spicca l'India, con stime di aumento del PIL dell'8,4 per cento rispetto al calo del 7,1 per cento subito nel 2020, nonché la Cina con una crescita attesa del 7,7 per cento, sebbene quest'ultima sia alle prese con un notevole rallentamento nel corso degli ultimi mesi. In Cina l'attività economica potrebbe continuare a risentire della precedente riduzione delle politiche espansive e dell'adozione di misure volte a diminuire l'indebitamento delle imprese, in presenza di un rallentamento più sensibile

dell'attività nel settore immobiliare. Il processo di transizione verso un modello di sviluppo più attento alla stabilità finanziaria mantiene l'incertezza sulla crescita, ma nel 2022 le stime puntano ad un graduale rafforzamento dell'economia in presenza del sostegno della politica monetaria. Tra i paesi dell'America Latina, pur tornando ai livelli di PIL pre-pandemici grazie alla ripresa messa a segno quest'anno (+ 4,6 per cento), l'economia brasiliana continua a fare i conti soprattutto con elevate pressioni inflazionistiche e con il connesso inasprimento della politica monetaria, fattori che appaiono ridurre le prospettive di crescita reale per il 2022. Anche tra gli Stati membri dell'UE dell'Europa centrale e orientale la ripresa sta rallentando e appare destinata a subire un'ulteriore decelerazione nel corso del 2022. Una tra le maggiori differenze tra le aree sviluppate e quelle emergenti per il 2021 è da ascrivere proprio al ruolo della politica monetaria. Se tutte le banche centrali dei principali paesi avanzati hanno mantenuto in essere importanti stimoli monetari nel corso dell'anno appena concluso, tra quelle emergenti sono state numerose le autorità di politica monetaria a condurre al rialzo i tassi per contrastare il riemergere di pressioni inflazionistiche, mentre il margine per interventi di bilancio continua a essere generalmente limitato.

Mercati

Nella prima parte dell'anno, la narrativa della reflazione è stata quella predominante sui mercati finanziari con dati macro che hanno via via sorpreso al rialzo, determinando un aumento dei tassi globali core, soprattutto Usa, con il 10 anni Usa che ha raggiunto 1,74% il 31 marzo, un rafforzamento del dollaro e la prosecuzione del rialzo dei mercati azionari, sostenuti da forti dati societari e dal sentiment positivo degli investitori, non impensieriti dall'emergere della variante Delta. Nella seconda metà dell'anno, i dati di crescita in rallentamento e l'accelerazione dell'inflazione hanno spinto i mercati verso la narrativa della stagflazione, con tassi core ancora su livelli elevati ma volatili e mercati azionari in frenata nei mesi estivi. Le preoccupazioni sui colli di bottiglia nelle catene di approvvigionamento hanno spinto in ribasso i mercati azionari a settembre, con il calo più marcato da marzo 2020; l'emergere della variante Omicron e i toni "hawkish" di Powell hanno fatto chiudere in negativo i mercati azionari anche a novembre. In chiusura d'anno, la persistenza della crescita su livelli elevati ha favorito il movimento dei mercati azionari globali verso nuovi massimi, con tassi core in risalita, dopo i minimi dell'anno raggiunti nella seconda metà di luglio (tasso a dieci anni USA in area 1,2%).

Dinamiche positive sull'anno per le materie prime più cicliche, come petrolio, alluminio, metallo ferroso e rame. Il contesto di risk-off ha invece pesato sui metalli preziosi, con oro, argento e platino in calo.

Di seguito il dettaglio per i diversi mercati.

In rialzo i mercati azionari sviluppati; deboli i mercati azionari emergenti in aggregato.

I mercati azionari hanno chiuso il 2021 evidenziando andamenti divergenti tra paesi sviluppati, positivi sull'anno, e mercati emergenti, negativi in valuta locale per il peso della Cina.

Nella prima metà dell'anno, l'accelerazione nei piani di vaccinazione, prima in USA e UK, poi in area Euro, l'annuncio del nuovo piano fiscale e infrastrutturale dell'amministrazione Biden e, infine, la dinamica positiva dell'economia cinese hanno compensato l'impatto dell'impennata dei contagi in alcune aree emergenti, portando al miglioramento delle prospettive di crescita nel 2021 a livello globale, con effetti positivi sulle aspettative sugli utili, e premiando le piazze e i settori più ciclici e value. Nei mesi estivi, i mercati azionari dei paesi sviluppati hanno beneficiato soprattutto dei buoni dati societari che hanno evidenziato diffusi incrementi di vendite, margini e profitti tra i diversi settori. Successivamente, le preoccupazioni sui colli di bottiglia nelle catene di approvvigionamento hanno poi spinto in negativo gli indici sviluppati a settembre, con il calo più marcato da marzo 2020; l'emergere della variante Omicron e i toni "hawkish" di Powell hanno fatto poi chiudere in negativo i mercati azionari anche a novembre. In chiusura d'anno, la persistenza della crescita su livelli elevati e i dati tranquillizzanti sull'efficacia dei vaccini contro la nuova variante Omicron e sulla bassa ospedalizzazione legata alla stessa hanno invece favorito il movimento degli indici azionari sviluppati verso nuovi massimi. I mercati dei paesi Emergenti hanno invece archiviato un terzo trimestre negativo in aggregato; le borse asiatiche sono state indebolite dalla Cina (restrizioni regolamentari diffuse, caso Evergrande); in deciso calo anche l'America Latina, appesantita dalla discesa delle principali valute e dall'incertezza politica diffusa; positiva invece l'area europea, che ha beneficiato del miglioramento del contesto economico dell'area Euro. Nell'ultimo trimestre dell'anno i paesi emergenti hanno recuperato terreno, tornando marginalmente in positivo in aggregato, anche se frenati dal rafforzamento del dollaro USA; gli indici asiatici sono stati ancora indeboliti dalla Cina (crisi del mercato immobiliare, rallentamento maggiore delle attese); in marginale calo l'America Latina, frenata dal Brasile; più ampio il ribasso dell'area europea (tensioni geopolitiche in Russia; crisi valutaria in Turchia).

Sull'anno, i mercati sviluppati hanno evidenziato rialzi più ampi in Usa; a seguire l'Europa e in ultimo il Giappone. Tra gli emergenti e considerando le dinamiche sia in dollaro USA che in euro, miglior andamento e dinamica positiva per l'Europa, trainata dalla Russia, a seguire l'Asia, il cui calo è stato rafforzato dalla Cina e ridimensionato India e Taiwan; in calo più marcato l'America Latina, indebolita soprattutto dal Brasile.

Negli USA, l'indice S&P 500 ha raggiunto il massimo storico nella parte finale dell'anno, sostenuto dal rally di fine anno che ha consentito all'indice di raddoppiare il suo valore su un orizzonte di 3 anni per la prima volta dagli anni della bolla tecnologica; l'indice VIX, che misura la volatilità implicita delle opzioni sull'indice, dopo il picco a circa 37 di fine gennaio e un secondo picco a 30 circa a fine novembre, si è mantenuto in media sull'anno a 20, raggiungendo il minimo a 15 a metà ottobre, il livello più basso da inizio 2020. A livello di fattori, il segmento Quality ha evidenziato una apprezzabile performance, accumulata soprattutto nei segmenti High Quality e nella seconda metà dell'anno. Il segmento Growth ha evidenziato una sovraperformance rispetto al Value, con un margine tuttavia più contenuto rispetto ai livelli degli anni precedenti. A livello di capitalizzazione, da segnalare il rialzo più contenuto delle small e mid cap, monitorate dall'indice Russell 2000. Le società di piccola e media capitalizzazione sono percepite come più sensibili al ciclo economico, evidenziando una dinamica positiva soprattutto nelle fasi di accelerazione della ripresa. A livello settoriale, risultati migliori sono stati registrati dagli energetici (sostenuti dallo squilibrio tra domanda, in miglioramento, e offerta, contenuta, di petrolio) e dal real estate, seguiti da finanziari (che hanno beneficiato del rialzo dei tassi e della eliminazione delle limitazioni in materia di buyback e dividendi) e tecnologia; risultati più deboli sono stati registrati invece dai servizi di pubblica utilità e dai consumi di base (conseguenza del carattere difensivo dei due segmenti, in un contesto predominante di risk-on).

L'indice Nasdaq, sostenuto nel periodo dalla conferma della forza delle società tecnologiche che hanno mostrato capacità di generare utili anche in una fase in cui la tematica dello «stay at home» è risultata via via meno intensa, ha mostrato una relativa debolezza nelle fasi di mercato caratterizzate da rialzi dei rendimenti a lungo termine (in particolare, febbraio, maggio, settembre) per l'impatto che tale movimento ha sul valore attuale dei flussi di profitto futuri dei titoli «high growth», incidendo sulle relative valutazioni.

Gli indici europei hanno iniziato l'anno in salita, appesantiti dalle preoccupazioni sul perdurante lockdown nelle principali economie dell'area e dalle iniziali difficoltà nella fornitura dei vaccini, per poi recuperare in scia all'accelerazione dei piani vaccinali nazionali e alle conseguenti graduali riaperture che hanno dato impulso alla ripresa dell'area. A ciò vanno aggiunte la conferma dell'orientamento cauto della BCE nella velocità del processo di normalizzazione della politica monetaria e la pubblicazione di dati societari confortanti. A livello settoriale, rialzi più consistenti per energetici, tecnologia e finanziari, meno forti per servizi di comunicazione e servizi di pubblica utilità. A livello di principali paesi dell'area Euro, in rialzo apprezzabile l'Italia, sostenuta dalla fiducia nel nuovo esecutivo e dalle attese per il sostegno alla crescita derivante dal Programma Nazionale di Ripresa e Resilienza che, secondo le indicazioni del governo, dovrebbe fornire un contributo di crescita di circa il 3,6% al PIL a fine 2026 rispetto alla dinamica tendenziale.

Tra gli altri paesi sviluppati, in rialzo sia in valuta locale che in euro il Giappone e l'Australia, piazze azionarie che hanno continuato a beneficiare delle aspettative positive sulla crescita mondiale 2021, sostenute dal loro status di mercati sensibili al ciclo. In Giappone di supporto anche il perdurare dell'orientamento accomodante della BoJ e le attese per ulteriori stimoli fiscali da parte del nuovo esecutivo.

L'area Emergente in aggregato ha chiuso l'anno in marginale rialzo in valuta locale e in rialzo in euro, ma in ritardo rispetto ai paesi sviluppati per effetto del rafforzamento del dollaro Usa e del generale peggioramento delle condizioni finanziarie, con una pluralità di banche centrali emergenti, soprattutto nell'area europea e in America Latina, che hanno avviato il ciclo di rialzo dei tassi ufficiali per fronteggiare l'inflazione e anticipare il ciclo di rialzi della Fed, evitando per tale via un deflusso di capitali. Con riferimento ai fattori, il segmento Value ha sovraperformato il segmento Growth a fronte di un rialzo dei rendimenti di mercato. A livello settoriale, meglio gli energetici, i servizi di pubblica utilità e la tecnologia; deboli consumi discrezionali, real estate e servizi alla persona. A livello di aree, bene l'Europa, trainata dalla Russia che è stata supportata dal ciclo rialzista delle materie prime, in particolare del petrolio, e dall'orientamento di politica monetaria molto prudente rispetto alle crescenti pressioni inflative, con incrementi totali del tasso ufficiale pari a 425 punti che hanno portato il tasso di riferimento all'8,50%. Sul fronte opposto la Turchia, che a marzo ha vissuto una nuova fase di deprezzamento marcato della lira, innescata dalla rimozione del capo della banca centrale turca da parte del Presidente Erdoğan, dopo la decisione di aumentare il tasso ufficiale al 19% per fronteggiare le pressioni inflative. La crisi valutaria ha assunto contorni ancora più preoccupanti nel secondo semestre. Indebolita a settembre dall'inatteso taglio del tasso ufficiale di 100 punti base, ad ottobre la lira turca ha risentito di ulteriori tensioni politiche per poi subire a novembre un nuovo marcato deprezzamento verso il dollaro USA, portandosi a ridosso di 14 vs USD, a causa della decisione della banca centrale di ridurre nuovamente il tasso di riferimento di 100 punti base, portandolo al

15%, nonostante l'alto livello di inflazione. A inizio dicembre la banca centrale è intervenuta per interrompere l'indebolimento della valuta, senza effetto duraturo. La lira turca è scesa infatti ad un livello record verso USD nella parte centrale del mese, in area 17, in risposta anche alla riduzione dell'Outlook del debito turco a Negativo da parte dell'agenzia di rating S&P. Il successivo recupero ha permesso alla lira di chiudere l'anno in calo di circa il 25% da inizio anno. Infine, il Sud Africa, dopo un brillante primo semestre, grazie alla forza del ciclo delle materie prime, ha chiuso l'anno su livelli prossimi a quelli di inizio 2021, appesantito dalle preoccupazioni per i bassi livelli di vaccinazione e per l'emergere della variante Omicron.

Dinamiche deboli per l'Asia, condizionata dalla performance negativa della Cina, tra dati macro più deboli delle attese, sforzi del governo di contenere la dinamica del credito, da un lato, spinte inflative, dall'altro, adottando orientamenti di politica monetaria cauti, e restrizioni regolamentari rilevanti e diffuse tra i settori, con effetti negativi sul sentiment degli investitori. A ciò si è aggiunta la crisi del mercato immobiliare, che ha ulteriormente appesantito i mercati azionari cinesi, senza tuttavia indurre le autorità politiche verso orientamenti di politica economica accomodanti. La decisione della PBOC di tagliare di 50 pb il coefficiente di riserva obbligatoria e di 5 pb il tasso sui finanziamenti prime a 1 anno adottata a dicembre potrebbe fornire un primo segnale di cambio di orientamento politico. Tra gli altri mercati, meglio Taiwan, che ha chiuso l'anno con rialzi a due cifre, sia in valuta locale che in euro, sostenuto dal recupero dei titoli legati ai semiconduttori. Debole invece la Corea, in marginale rialzo in valuta locale ma in calo in euro, appesantita dal deprezzamento della valuta e dai timori di regolamentazione del settore tecnologico. Recuperi a due cifre anche per l'India, che continua ad essere supportata da un mix di politiche di supporto, ha beneficiato dell'accelerazione delle vaccinazioni e anche del recupero del segmento del software.

Nell'area americana, molto negativo il Brasile, che, dopo i mesi di aprile e maggio difficili a livello di contagi e limitazioni della mobilità, si è avviato verso una fase di minore tensione sul fronte della pandemia ma ha subito i contraccolpi delle incertezze politiche e di finanza pubblica, iniziate con l'improvvisa rimozione del CEO di Petrobras a febbraio e proseguite con la rimozione di 4 dirigenti del Ministero delle Finanze ad ottobre. Il paese fronteggia pressioni inflative rilevanti che hanno indotto la banca centrale a rialzi successivi del tasso ufficiale di 725 pb, portando il tasso di riferimento a 9,25% a fine anno. Debole il Cile, con calo più marcato in euro che in valuta locale, nonostante la forza del prezzo del rame; la debolezza è da ricondurre alle crescenti incertezze politiche, con le elezioni per l'assemblea costituente che si sono risolte in una sconfitta per il governo conservatore di Pinera a vantaggio di esponenti del blocco di sinistra e di candidati indipendenti, e dall'esito delle elezioni presidenziali che hanno conferito la vittoria a Gabriel Boric, esponente di sinistra. In calo sull'anno il Perù, sia in valuta locale che in euro; l'esito delle elezioni presidenziali a favore del candidato di sinistra Pedro Castillo ha alimentato preoccupazioni sull'evoluzione della politica del paese; la Colombia, che ha vissuto nella parte finale del primo semestre momenti di scontri di piazza scatenati dalla proposta di riforma fiscale, poi accantonata, ha chiuso l'anno in marginale rialzo in valuta locale ma in calo in euro. Infine, positivo il Messico, sostenuto da buoni dati di crescita, una buona evoluzione della campagna vaccinale e una politica monetaria oculata per fronteggiare le pressioni inflative (rialzo del tasso ufficiale di 125 pb, a 5,50%).

Performance dei principali indici mondiali nell'anno (in Euro, al 31 dicembre): MSCI World +31,1%, MSCI Usa +36,1%, MSCI Euro +22,2%, MSCI Emerging Markets +4,9%,

In rialzo i rendimenti governativi lungo tutte le scadenze; debole il segmento corporate investment grade (IG), in scia al rialzo dei tassi di riferimento; il calo dei differenziali per i titoli societari high yield (HY) ha limitato l'impatto del rialzo dei tassi di riferimento.

I rendimenti dei titoli di Stato hanno evidenziato rialzi generalizzati, con le scadenze a breve termine guidate verso l'alto dalle attese di normalizzazione generalizzata delle politiche monetarie, con azioni anche sui tassi di riferimento, e le scadenze a lungo termine spinte al rialzo dal recupero delle aspettative di inflazione, a fronte di tassi reali meno reattivi e rimasti in territorio negativo. Sul mercato obbligazionario societario, performance positive, con spread in discesa e tassi marginalmente più alti, per i titoli HY, sia USA che Euro, sostenuti dal quadro macro positivo. Il segmento IG ha sottoperformato in entrambe le aree, indebolito dal rialzo dei tassi di riferimento.

A livello di aree, in USA le migliorate aspettative di crescita e il maggior premio al rischio sull'inflazione hanno spinto il tasso a dieci anni da 0,91% di fine 2020 a 1,74% di fine marzo, il valore più alto da gennaio 2020, a fronte di un movimento contenuto del tasso a due anni, passato da 0,12% di fine 2020 a 0,16% di fine marzo, ancorato dall'impegno della FED a mantenere condizioni monetarie accomodanti per un lungo periodo di tempo. Lo spread 2-10 anni si è pertanto portato verso il livello di 158 pb, il valore più alto dal 2015. A partire dal mese di aprile, la parte lunga della curva ha avviato un movimento verso il basso, effetto anche della chiusura di posizioni corte accumulate dagli investitori. Dopo una nuova fiammata verso 1,70% del tasso a dieci anni nella prima parte di maggio, il buon esito delle aste e i toni concilianti di molti esponenti della Fed, da un lato, e gli acquisti sulla debolezza da parte degli investitori, dall'altro,

hanno favorito un'inversione della tendenza, con il tasso a 10 anni sceso nuovamente al di sotto di 1,60%. Il calo del rendimento decennale, e in generale il movimento verso il basso della parte lunga della curva, è stato rafforzato dal cambio di retorica della Fed in occasione del FOMC del 16 giugno che ha determinato un immediato rialzo dei tassi più sensibili alla politica monetaria, il 2 anni e il 5 anni, e un movimento di appiattimento (flattening) della curva, in scia al ridimensionamento delle attese di inflazione e anche alla chiusura di posizioni di irripidimento (steepening) precedentemente aperte. Il tasso a 2 anni è salito da 0,16% pre-FOMC a 0,27% post-FOMC, il 10 anni si è portato sotto l'1,35% e il 30 anni sotto il 2%. Tali movimenti stati in parte riassorbiti sulle scadenze più lunghe, in scia alle successive rassicurazioni della Fed sulla gradualità del processo di riduzione degli stimoli, con il 2 anni che ha chiuso il primo semestre a 0,25%, il 10 anni a 1,47% e il 30 anni a 2,1%. Nel corso del mese di luglio, i rendimenti hanno evidenziato un generalizzato calo, con appiattimento della curva; successivamente, è stata invertita la tendenza soprattutto sulla parte a medio-lungo termine il tasso a dieci anni, da 1,47% di fine giugno, è sceso a 1,22% di fine luglio per poi risalire a 1,49% di fine settembre; il 2 anni è invece passato da 0,25% di fine giugno a 0,18% di fine luglio per poi risalire a 0,28% di fine settembre. Lo spread tra il tasso a 2 e quello a 10 anni ha chiuso così il terzo trimestre sui massimi da giugno (circa 121 pb), in risposta soprattutto al rialzo dei prezzi energetici, con potenziale impatto sulle aspettative di inflazione. La tendenza al rialzo dei rendimenti è proseguita anche nell'ultima parte dell'anno, più marcata sulle scadenze a breve termine. Il tasso a 2 anni è salito fino a 0,73% di fine dicembre, valore più alto da marzo 2020, adeguandosi nel livello ai 3 rialzi del tasso ufficiale previsti per il 2022 dal FOMC del 15 dicembre. Il tasso a dieci anni ha raggiunto area 1,65% nel mese di ottobre, in risposta alle preoccupazioni sulle pressioni inflative, per poi chiudere a 1,51%, in scia ai timori per il rallentamento che potrebbe essere indotto dalla ripresa dei contagi e delle restrizioni, da un lato, e da un orientamento più restrittivo delle attese della Fed, dall'altro. I titoli societari IG USA hanno evidenziato un rialzo del rendimento da 1,78% di fine 2020 a 2,36% di fine dicembre, con lo spread che è sceso a 98 pb, -5 pb da fine 2020. Sulle emissioni HY, il rendimento medio si è attestato a fine anno a 4,32%, da 4,24%, con spread in restringimento (-76 pb, a 310 pb), effetto delle attese positive sul ciclo economico.

I movimenti sul mercato obbligazionario governativo europeo sono stati simili a quelli dei Treasury USA, con variazioni meno ampie sia per il segmento a due anni che per il segmento a dieci anni tedesco, effetto anche della presa di posizione della BCE, nella comunicazione e nei fatti, per contenere strappi marcati al rialzo dei tassi. L'assenza di azioni sul tasso di riferimento della BCE per un lungo periodo di tempo, ribadito anche nella riunione del 16 dicembre, ha limitato i movimenti della parte a breve, con il tasso a due anni tedesco passato da -0,70% di fine 2020 a -0,62%. Il tasso a dieci anni tedesco è invece passato da -0,57% a -0,18%.

I movimenti sono stati più significativi per i titoli di Stato italiani: il rendimento a 2 anni è passato da -0,41% a -0,07%; il tasso a dieci anni è passato da 0,54% a 1,17%, con lo spread che si è ampliato di 24 pb, a 135 pb. In generale, i titoli di Stato periferici continuano a trovare supporto nella BCE; i titoli di Stato italiani hanno tuttavia risentito nell'ultima parte dell'anno della maggiore incertezza politica e delle attese di ridimensionamento progressivo di tale sostegno nel corso del 2022.

Con riferimento al debito societario europeo, il rendimento medio dei titoli IG è passato da 0,23% a 0,51%, mentre lo spread ha evidenziato un incremento a 98 pb (+7 pb). I rendimenti delle emissioni societarie europee a più basso merito di credito sono passati da 2,87% a 2,88%, con lo spread in calo a 331 pb (-24 pb).

In ultimo, i titoli di Stato Emergenti hanno subito il movimento dei titoli di Stato USA, ovvero il forte rialzo nel primo trimestre, l'inversione di tendenza del secondo trimestre, con conseguente indebolimento, prima, e rafforzamento, poi, delle asset class obbligazionarie emergenti. Successivamente, l'asset class ha evidenziato un andamento volatile, con l'emergere di una nuova debolezza nel mese di novembre, con il rafforzamento del dollaro USA che ha penalizzato soprattutto i paesi fragili, l'ampliamento degli spread per le emissioni in valuta forte HY e le emissioni in valuta locale appesantite dall'andamento valutario.

Sull'anno le emissioni governative in valuta forte hanno evidenziato un calo dell'1,51% in USD, con sottoperformance degli HY vs IG (-1,69% vs -1,31%). L'investitore in Euro ha tuttavia beneficiato del rafforzamento del dollaro verso Euro di circa il 7,5%. Il rendimento medio è passato da 4,55% di fine 2020 a 5,29% a fine 2021. Il differenziale di rendimento rispetto ai Treasury Usa è salito di 17 punti base, a 392 pb. Le emissioni in valuta locale sono scese dell'8,75% in USD, appesantite dalla dinamica dei tassi, in un contesto in cui le pressioni inflative hanno spinto le banche centrali verso un orientamento restrittivo. Le emissioni corporate in valuta forte hanno evidenziato un rialzo dell'1% in USD; in questo segmento le emissioni HY (+2,05%) hanno sovraperformato quelle IG (+0,08%).

Dollaro USA in rafforzamento verso Euro

Il dollaro ha evidenziato un apprezzamento generalizzato nel primo trimestre, in risposta all'ampliamento del differenziale di crescita e tassi rispetto alle altre aree, e un deprezzamento nella prima parte del secondo trimestre,

quando sono migliorate anche le aspettative di crescita di altre aree, fino alla marcata inversione di tendenza post Fomc del 16 giugno, riunione che ha ridato slancio alle quotazioni del dollaro che, a fine giugno, contro Euro è salito fino a 1,18, da 1,22 di fine 2020. Il rafforzamento è proseguito nel terzo trimestre, fino a 1,16 di fine settembre e ancora nel quarto trimestre, fino a 1,14, in risposta alle attese di rialzo dei tassi ufficiali in Usa anticipato rispetto all'area Euro.

Prospettive Globali

L'espansione globale prosegue pur in un contesto reso più sfidante da variante Omicron, Fed meno accomodante, pressioni inflazionistiche. Considerato anche il rallentamento del momentum delle borse, si ritiene prematuro assumere un atteggiamento risk-on aggressivo e preferibile un assetto neutrale sui rischi. In ogni caso, la volontà delle banche centrali di rimanere dietro la curva non giustifica alcuna riduzione dei rischi dei portafogli. Si rimane neutrali sull'azionario con l'obiettivo di acquistare su debolezza in aree del mercato rimaste indietro e con valutazioni attraenti come il Giappone; nell'area Emergente la Cina potrebbe essere ancora interessata da debolezza nel breve termine così come alcuni paesi che potrebbero risentire del cambio di tono della Fed. Posizione cauta sulla duration in USA ed Europa, ma gestita flessibilmente. Il calo dei rendimenti generato dai timori sulla variante Omicron è stato eccessivo, soprattutto per la curva core europea. Ancora positivi sull'Italia, i cui fondamentali di crescita nel lungo termine sono robusti, ma tatticamente un po' più cauti. Il supporto della BCE e i fattori tecnici favorevoli (limitata offerta nel 1° semestre 2022) danno sostegno al credito europeo (sia IG che HY) che rimane una importante fonte di reddito, sebbene sia richiesta selettività. View meno costruttiva sui governativi cinesi a causa dei rischi di ribasso della valuta, soprattutto vs dollaro, e dei timori sul mercato del credito locale, pur confermando i benefici di diversificazione che offrono in portafogli globali in un'ottica di lungo termine. Sul debito Emergente la view è neutrale. Rischi principali: un regime di maggiore inflazione e errori di politica economica.

Commento alla gestione 2021 – Portafogli Orizzonte 10, 20,30

La performance del 2021 del mandato Orizzonte 10 è pari a 1.23%, quella del benchmark pari a 0.71%. La performance di Orizzonte 20 è pari a 6.34%, quella il benchmark pari a 5.26%. La performance di Orizzonte 30 è pari a 11.76%, il benchmark pari a 10.33%.

Driver di performance

Il risultato assoluto della gestione finanziaria è stato supportato dall'azionario, a fronte di un contributo negativo dell'obbligazionario, in un contesto di rendimenti al rialzo.

In termini relativi, sul segmento obbligazionario, di supporto la sottoesposizione in termini di duration ai titoli di Stato. Debole il contributo del segmento corporate che ha pur evidenziato una apprezzabile resilienza in un contesto di rialzo dei tassi di rendimento.

Sul segmento azionario europeo positiva la selezione, sostenuta in generale dalla forte performance di titoli value detenuti sin dal 2020 che ha più che compensato la penalizzazione del sottopeso su titoli con valutazioni elevate. Nello specifico, di supporto le scelte nei settori materie di base, consumi discrezionali ed energetici, a fronte di un contributo negativo ma di intensità inferiore delle scelte nei settori tecnologia, servizi di pubblica utilità e industriali. Penalizzante l'allocazione settoriale, in particolare la sovraesposizione ai settori servizi di pubblica utilità e servizi di comunicazione e la sottoesposizione al settore tecnologico, a fronte di un contributo positivo, ma di entità inferiore, della sottoesposizione al settore real estate e della sovraesposizione ai settori materie di base e servizi alla persona. Sul segmento azionario USA, positiva la selezione. Nel dettaglio, positive le scelte nei settori finanziario, servizi di comunicazione, industriali e servizi alla persona, a fronte di un contributo negativo, ma inferiore, delle scelte nei settori consumi discrezionali, tecnologia ed energetici. Positivo anche il contributo dell'allocazione settoriale, conseguenza della sovraesposizione ai settori servizi di comunicazione e industriali e della sottoesposizione ai consumi di base, a fronte di un contributo negativo ma inferiore della sottoesposizione al settore real estate e della sovraesposizione al settore energetico.

Operatività e posizionamento

Il portafoglio è stato caratterizzato da una posizione in media di marginale sovrappeso sull'azionario.

L'esposizione all'asset class è stata ridotta nel mese di gennaio e gestita in modo tattico nel mese di marzo, con iniziale riduzione a metà mese, in vista dei movimenti per il successivo ribilanciamento di fine trimestre, e successivo incremento. A livello di aree, nel mese di marzo è stata ridotta l'esposizione ai paesi Emergenti a vantaggio dell'Europa, che si riteneva avrebbe beneficiato della ripresa, era supportata da valutazioni interessanti e trovava sostegno nell'orientamento di politica monetaria estremamente accomodante, con rischi di incremento dei rendimenti più bassi rispetto agli USA.

Confermata nel primo trimestre la view neutrale sugli Usa e la preferenza per i mercati più ciclici, che in generale beneficiano della ripresa globale, come Giappone ed Europa. Nel secondo trimestre, il portafoglio è stato caratterizzato da una posizione in media di neutralità sull'azionario, in aggregato, e sulle singole aree geografiche. L'esposizione all'asset class è stata ridotta a partire dal mese aprile, con prese di profitto per consolidare le performance accumulate. Gradualmente, l'esposizione alle diverse aree geografiche è stata portata alla neutralità (da una sovraesposizione ai mercati europeo e giapponese e neutralità su USA del primo trimestre). Confermata sulla neutralità nel terzo trimestre, e nei mesi di ottobre e novembre, a dicembre l'esposizione è stata incrementata su livelli superiori al benchmark, con marginale preferenza per Europa e Giappone.

Con specifico riferimento all'allocazione settoriale, sul segmento azionario europeo a inizio anno il portafoglio presentava una preferenza per i settori value e ciclici, in scia alle attese di riapertura delle economie. A partire da fine marzo è stata implementata una rotazione a favore di titoli quality e di titoli growth più stabili e con valutazioni ritenute non eccessive. A partire da settembre, è stata decisa una nuova rotazione a favore di titoli value e ciclici, anticipando una accelerazione dell'economia globale, con riduzione di titoli quality e growth e incremento di esposizione a titoli di società con storie di ristrutturazione e a titoli di società con alti free cash flow che possono potenzialmente distribuire alti dividendi. L'anno si è chiuso con il portafoglio che evidenzia una preferenza per i settori value/ciclici e con esposizione maggiore a servizi di pubblica utilità, energetici, materie di base e finanziari e minore a consumi di base, tecnologia e real estate.

Sul segmento azionario USA, a inizio anno l'allocazione settoriale presentava una preferenza per i settori value e ciclici. A partire da marzo, è stata implementata una rotazione a favore di titoli quality e di titoli growth più stabili e con valutazioni ritenute non eccessive, incrementando le esposizioni al segmento software e ai consumi di base. A partire da settembre, è stata decisa una nuova rotazione a favore di titoli value e ciclici, con incremento delle esposizioni ai settori energetici, materie di base e finanziari, che beneficiano di contesti di alta crescita e alta inflazione, e riduzione delle esposizioni ai titoli growth. L'anno si è chiuso con il portafoglio che evidenzia una esposizione maggiore a finanziari, materie di base, energetici e industriali e una esposizione minore a servizi di comunicazione, real estate, consumi discrezionali e consumi di base.

A fine anno l'esposizione all'azionario risultava pari a 11.57% per l'Orizzonte 10, al 32.39% per l'Orizzonte 20, al 52.41% per l'Orizzonte 30, solo lievemente un sovrappeso rispetto ai relativi benchmark.

Con riferimento alla componente obbligazionaria, su tutto il periodo è stata mantenuta la preferenza per i titoli di Stato periferici europei, nello specifico italiani, e una bassa esposizione ai titoli di Stato core e semi-core. Nel corso del primo trimestre è stata ridotta l'esposizione ai titoli di Stato, segmento core e semi-core. Nel corso del secondo trimestre, la maggiore sensibilità della Fed all'inflazione e i movimenti delle aspettative di inflazione già accumulati hanno portato alla decisione di ridurre l'esposizione ai titoli di Stato legati all'inflazione. Confermato il posizionamento nel corso del terzo trimestre, nella prima parte del quarto trimestre è stata incrementata l'esposizione in termini di duration ai titoli di Stato core; il movimento al rialzo dei tassi a livello globale, in scia alla preoccupazione sull'accelerazione dell'inflazione e alla ridefinizione delle aspettative sulle azioni delle banche centrali, appariva eccessivo. Nella parte finale dell'anno, a fronte del calo dei rendimenti in scia alle preoccupazioni per la nuova variante Omicron, è stata ridotta nuovamente la duration. Nel quarto trimestre si è inoltre preso profitto sui TIPS a breve scadenza vs tassi nominali.

Sul segmento societario, confermata su tutto l'anno la preferenza per gli IG europei. Per tutto l'anno l'esposizione al mercato del credito in termini di spread duration è stata mantenuta ad un livello contenuto e con una preferenza per le scadenze brevi ed intermedie della curva. I bassi livelli di spread e un mercato primario che per tutto l'anno ha offerto premi di emissione prossimi allo zero e ha portato a muovere molto poco le posizioni di portafoglio.

A fine anno, la durata media finanziaria della componente obbligazionaria risultava pari al 6.14 per l'Orizzonte 10 (6.50 il benchmark), al 4.88 per l'Orizzonte 20 (5.29 il benchmark), al 3.47 per l'Orizzonte 30 (3.88 il benchmark).



**Fondo Pensione Gruppo Bancario
Crédit Agricole Italia**

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

Relazione Annuale 2021

Scenario macroeconomico

L'epidemia di Covid continua a costituire uno tra i maggiori punti di attenzione a livello globale, considerate le implicazioni connesse alle varianti del virus, ai tassi di infezione, ai rischi di restrizioni sociali e al processo di vaccinazione. I nuovi casi a livello globale hanno subito un'impennata caratterizzata soprattutto dalla diffusione delle varianti Delta e Omicron nel periodo autunnale ed invernale. Le Autorità sanitarie hanno previsto la somministrazione di un'ulteriore terza dose di richiamo dei vaccini al fine di sostenere nel tempo la protezione offerta. Alle resistenze da parte di coloro che sono contrari alla vaccinazione, si è contrapposta la progressiva estensione dei vaccini nelle fasce d'età più basse, e l'introduzione del Green Pass UE. Rimane il focus sulla più recente e diffusa recrudescenza epidemica, sia in Europa sia negli Usa, e sui provvedimenti di contenimento su scala globale indirizzati ad arginarne il dilagare.

Le misure di sostegno messe in campo delle Autorità politiche e monetarie, l'avanzamento delle campagne vaccinali e le progressive riaperture delle attività hanno sostenuto nel complesso l'accelerazione dell'economia globale. Successivamente ad una fase di debolezza, registrata nel terzo trimestre 2021, l'attività economica ha continuato la sua ripresa. Gli indicatori previsionali hanno registrato progressivi incrementi, sia negli Usa sia in Europa. Dopo essere stata guidata dall'offerta, l'economia globale è stata alimentata dalla domanda, con implicazioni sull'inflazione, caratterizzata da pressioni transitorie trainate dalle materie prime, dall'energia, e dalle strozzature dell'offerta. L'aumento dei pezzi al consumo ha continuato ad accelerare, guidato principalmente dalle componenti più volatili (oltre che dai prezzi Covid-sensitive). Questa situazione ha portato le istituzioni di politica monetaria di tutto il mondo, a bilanciare il controllo dell'inflazione con il rischio di rallentare la ripresa economica. Fed e Bce nella prima parte del 2021 avevano mantenuto condizioni finanziarie favorevoli alla crescita. La Bank of England aveva considerato fisiologico il movimento dei tassi alla luce del miglioramento delle prospettive per crescita ed inflazione; la Bank of Japan era intervenuta per migliorare l'efficacia degli strumenti di politica monetaria. Più recentemente, le Banche Centrali hanno iniziato a mutare atteggiamento in funzione di uno scenario macroeconomico maggiormente diversificato rispetto al passato. Nei meeting di dicembre, allo scopo di fronteggiare le dinamiche inflazionistiche, su entrambe le sponde dell'Atlantico è emersa la volontà di ridurre gli stimoli straordinari somministrati durante la crisi. La Fed ha adottato un'impostazione più aggressiva, aprendo le porte ad interventi sui tassi nel 2022. La Bce ha assunto un atteggiamento maggiormente interlocutorio, ma sembra indirizzata ad impegnarsi in azioni di sostegno solo a breve termine. La Bank of England ha alzato il costo del denaro a 0,25%, lasciando inalterato il target degli acquisti di asset. La PBoC è apparsa più accomodante, a causa delle prospettive di inflazione più moderate.

Negli Stati Uniti, il Presidente J. Biden aveva nuovamente sottoscritto gli accordi di Parigi sul clima, il rientro nell'OMS, e revocato lo stato d'emergenza sull'immigrazione. La nuova Amministrazione ha potenziato il supporto fiscale con un robusto piano di stimoli. Fed e FOMC, nella prima metà del 2021, avevano mantenuto una politica monetaria accomodante per sostenere l'economia statunitense, con un approccio invariato sui tassi. Dopo che a metà giugno la Fed aveva alzato le stime di crescita ed inflazione negli Usa, anticipando la prospettiva di aumenti dei tassi nel 2023, il governatore Powell aveva annunciato l'avvio di un tapering flessibile, a partire da novembre, con la riduzione del programma mensile di acquisto di titoli di Stato e di titoli garantiti da mutui ipotecari, avviato per sostenere l'economia durante la crisi provocata dal coronavirus. La retorica della Fed ha poi espresso una deriva progressivamente più aggressiva verso la fine del 2021: la Banca Centrale ha accelerato il processo di tapering: la maggior parte dei membri del FOMC prevede tre rialzi nel 2022, nel 2023, e due

rialzi nel 2024. Il contesto di crescita degli Stati Uniti rimane solido: i dati più recenti confermano la robustezza del lato della domanda, mentre l'offerta rimane resiliente. Il mercato del lavoro, nel primo semestre dell'anno, aveva registrato una disoccupazione soggetta ad aggiustamenti di breve termine, tuttavia, nella seconda metà del 2021 il tasso di disoccupazione ha mostrato un progressivo calo a 4,1% a dicembre 2021. Nel corso del 2021 gli indicatori ciclici si sono stabilmente ancorati in area espansiva, gli investimenti sono saliti, la produzione industriale ha registrato segni positivi, ed è migliorata la fiducia dei consumatori. Gli incrementi dei prezzi hanno segnalato incrementi di breve periodo legate ai processi delle riaperture e alle quotazioni delle materie prime. La fase finale dell'anno ha visto un certo riavvicinamento tra Usa e Cina, con l'impegno a rafforzare la cooperazione fra le due superpotenze su diversi fronti, mentre il dibattito con la Russia ha mantenuto in primo piano la delicata questione Ucraina, con le minacce di pesanti sanzioni in caso di escalation militare.

In Area Euro la situazione sanitaria e le restrizioni per contrastare la pandemia, limitando la domanda dei consumatori, nella prima porzione del 2021 avevano compresso la crescita. Dopo la flessione registrata nel primo trimestre, il Pil su base annua per il 2021 è cresciuto, in avvicinamento ai livelli pre-crisi. L'attività economica è stata alimentata dalla progressiva riapertura delle attività e dai progressi sul fronte delle vaccinazioni. Successivamente ad una perdurante debolezza, la domanda ha iniziato a prendere slancio nel periodo primaverile con il miglioramento delle vendite al dettaglio. È quindi seguita una fase di ripresa, recentemente intaccata dalla risalita dei casi di Covid; il PMI composito ha consolidato la collocazione in area espansiva, sostenuto dal dato della manifattura, mentre sul finire dell'anno si è parzialmente indebolita la componente dei servizi. La disoccupazione, in calo a 7,2% nel dato di novembre 2021 ha sorpreso positivamente. L'inflazione complessiva, in rialzo, è stata guidata dai prezzi dell'energia e delle materie prime. In seno alla Bce, l'obiettivo di mantenere condizioni di finanziamento favorevoli alla ripresa si era sostanziato nell'annuncio di un aumento degli acquisti di PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) con la finalità di contrastare l'inasprimento "ingiustificato e indesiderato" delle condizioni finanziarie. La strategia di politica monetaria aveva, quindi, previsto l'adozione di un obiettivo di inflazione simmetrico del 2% a medio termine. La forward guidance sui tassi ne prevede il mantenimento agli attuali livelli sino a quando l'inflazione non raggiungerà stabilmente in maniera duratura il target del 2%, prefigurando una politica accomodante ancora per lungo tempo. I toni poco accomodanti di diversi esponenti della Bce avevano già alimentato i timori di un imminente rallentamento del ritmo degli acquisti. Nel meeting di dicembre è stato ufficialmente annunciato il rallentamento del ritmo di acquisti e la chiusura del PEPP a fine marzo 2022, allungando sino a fine 2024 l'orizzonte dei reinvestimenti, ed aumentando gli acquisti in ambito APP sino a settembre 2022, mantenendo comunque una certa flessibilità sulle possibili linee d'azione future allo scopo di gestire eventuali sviluppi avversi.

In Italia la risoluzione della crisi di governo con l'insediamento dell'esecutivo presieduto da Mario Draghi era stata accolta positivamente sia dalla maggior parte delle forze politiche sia dai mercati. L'adozione di misure efficaci per contrastare la pandemia, la programmazione per un uso efficiente e produttivo delle risorse del Recovery Fund, unitamente al Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) costituiscono le direttrici dell'azione di governo per affrontare le sfide poste dal rilancio dell'economia, degli investimenti e dall'attuazione delle riforme. I consistenti scostamenti di bilancio adottati hanno concorso in ampia misura ad accrescere il livello del deficit e del debito, con alcuni riflessi sullo spread Btp/Bund, tuttavia il più recente aggiornamento valutativo da parte dell'agenzia di rating Fitch, con upgrade a BBB ed outlook positivo, ha premiato i conti italiani, prevedendo una crescita del Pil rilevante ed il raggiungimento dei livelli pre-pandemici già nel primo trimestre del 2022.

La Cina nella prima metà del 2021 aveva registrato una crescita sequenziale robusta, migliore delle attese, raggiungendo un picco nel primo trimestre 2021, per poi proseguire in misura più attenuata. La

ripresa dell'economia interna era stata consistente, con buone condizioni sia sul lato della domanda sia su quello dell'offerta. Il riaccutizzarsi dell'epidemia aveva spinto il Governo a reintrodurre rapidamente forti restrizioni alla mobilità, con effetti frenanti sull'attività già nell'avvio del periodo estivo. Anche nel periodo autunnale ed invernale sono stati adottati provvedimenti draconiani, atti ad isolare specifici cluster urbani. L'inflazione ha segnato una moderata risalita, con pressioni sotto controllo. Tasso di disoccupazione prossimo a 5%. La crisi finanziaria del colosso immobiliare China Evergrande non ha costituito criticità a livello sistemico, sia in relazione alla limitata esposizione del sistema finanziario, sia in virtù di un pagamento degli interessi sui bond offshore effettuato in extremis. Il mercato immobiliare ha comunque subito un rallentamento degli investimenti ed una profonda contrazione delle vendite di case. La Banca centrale cinese ha mantenuto tassi invariati puntando al controllo della liquidità e alla normalizzazione del credito. Il taglio di 0,5% del coefficiente di riserva obbligatoria (annunciato dal 15 dicembre) dovrebbe liberare risorse e offrire sostegno a un'economia in fase di rallentamento. L'istituto centrale tende ad evitare divergenze di politica monetaria tra Cina e Stati Uniti al fine di limitare le pressioni sulla valuta e sui flussi di capitale. A fronte di dichiarazioni indirizzate a mantenere una politica monetaria "prudente, flessibile e mirata", le Autorità politiche sono rivolte al possibile potenziamento delle misure di sostegno alla crescita.

Commento alla gestione

COMPONENTE OBBLIGAZIONARIA

Il primo trimestre dell'anno è stato caratterizzato dalle attese di ripresa dell'economia globale dopo il rallentamento indotto dall'aumento dei contagi da Coronavirus e dalle misure di lockdown decise in vari paesi per contenere la pandemia. La ripresa ha seguito una traiettoria differenziata tra paesi e aree geografiche in funzione della diffusione del virus e dell'adozione di politiche differenti di stimolo fiscale e monetario. Negli Stati Uniti la vittoria nelle elezioni per i seggi vacanti in Georgia a gennaio ha permesso al partito democratico di ottenere la maggioranza al Congresso; questo ha consentito all'amministrazione Biden di varare a marzo un sostanzioso pacchetto di stimolo fiscale pari a 1.9trn, ponendo le premesse per una importante accelerazione della crescita americana nel 2021. I progressi nella campagna vaccinale e le prospettive di espansione fiscale hanno causato un aumento dei rendimenti sulle obbligazioni a livello globale; per le obbligazioni americane la variazione al rialzo dei rendimenti nel primo trimestre è stata come entità tra le maggiori storicamente. Negli Stati Uniti il mercato ha iniziato a scontare un processo di rialzo dei tassi ufficiali a partire dalla fine del 2022; la Federal Reserve ha ribadito da ultimo nel meeting di marzo un approccio più paziente rispetto alle attese del mercato in linea con la nuova impostazione di average inflation targeting introdotta nel 2020. Questo approccio permette di ancorare i rendimenti sulla parte breve e intermedia, ma lascia esposti i rendimenti sulle scadenze più lunghe, dove la risalita dei rendimenti appare riflettere le prospettive di crescita e le aumentate attese di inflazione. A fronte della risalita dei rendimenti nel trimestre i mercati del credito hanno evidenziato una buona tenuta, migliore rispetto ad analoghe fasi storiche, grazie alle

buone prospettive fondamentali; gli spread sul credito hanno proseguito il movimento di restringimento in parallelo al calo della volatilità implicita sugli indici azionari.

L'esposizione al rischio di tasso è stata mantenuta sottopeso tra gennaio e febbraio sia su Stati Uniti che sull'area Euro. La posizione su entrambe le aree è stata portata da sottopeso a neutrale nel corso del mese di febbraio nell'idea che il repricing registrato dai rendimenti già riflettesse in modo adeguato il migliorato quadro macroeconomico. In Europa l'impatto negativo sull'economia dei persistenti lockdown crea un contesto di ripresa più lenta, supportando i prezzi delle obbligazioni rispetto ad altre aree geografiche. Questi fattori rendono inoltre la BCE particolarmente attenta agli sviluppi sui rendimenti per evitare restrizioni indebite nelle condizioni finanziarie. Il crescente attivismo della BCE ha trovato conferma nella decisione presa nel meeting di marzo di accelerare il ritmo degli acquisti di titoli nel secondo trimestre. Per questo motivo nel mese di febbraio è stata portata da neutrale a sovrappeso l'esposizione sull'Italia, le cui obbligazioni beneficiano in modo particolare delle politiche espansive della BCE; a fronte di tale posizione sono stati portati sottopeso i paesi core. La posizione sulla Gran Bretagna è stata mantenuta neutrale.

Nel secondo trimestre 2021, l'esposizione al rischio di tasso è stata mantenuta neutrale rispetto al benchmark fino a maggio; tra maggio e giugno l'esposizione è stata portata da neutrale a sottopeso, prevalentemente attraverso vendite di titoli di stato in dollari, sulla base di uno scenario rialzista sui rendimenti governativi americani. Si è ritenuto che il tema dell'inflazione elevata rimanesse centrale negli Usa per la persistenza su valori elevati di alcune componenti dei dati di inflazione, con un ulteriore stimolo fiscale segnato dal piano delle infrastrutture. Questi due fattori, uniti all'imminente riduzione del programma di acquisti della Federal Reserve nella seconda metà dell'anno, potevano favorire una risalita dei rendimenti con un possibile effetto di contagio sulle scadenze lunghe delle curve europee. Nell'ambito dei governativi dell'area Euro è stata mantenuta nel corso del trimestre una posizione sovrappeso sull'Italia a fronte di una posizione sottopeso sui paesi core; l'Italia ha beneficiato di un differenziale di rendimento positivo rispetto alla Germania e dell'orientamento di fondo della BCE, che rimarrà ancora espansivo nel medio periodo.

Nel corso del terzo trimestre, l'esposizione al rischio di tasso è stata mantenuta sottopeso rispetto al benchmark sulla base di uno scenario rialzista sui rendimenti governativi americani con implicazioni negative anche per le scadenze lunghe della curva europea. Il rallentamento economico in Cina e l'impatto negativo sulla crescita derivante dalla diffusione della variante delta hanno determinato un calo dei rendimenti nel mese di luglio; avendo mantenuto inalterato lo scenario di base l'entità della posizione sottopeso è stata incrementata tra luglio e agosto. Il sottopeso di duration è stato implementato sia sugli Stati Uniti che nell'area Euro. Negli Usa la Federal Reserve americana si è avvicinata a una riduzione delle misure di stimolo monetario attraverso una riduzione degli acquisti di titoli di stato e mutui ipotecari. La possibilità di ulteriori misure fiscali espansive negli Usa e la persistenza dell'inflazione su livelli elevati nella seconda metà dell'anno contribuiranno a mantenere una pressione al rialzo sui rendimenti dei titoli statunitensi. Nell'area euro, al di là di tensioni di breve sull'inflazione, in un'ottica di medio-lungo periodo il nostro scenario continua a prevedere pressioni inflazionistiche contenute e quindi una dinamica relativamente controllata dei rendimenti europei, ma con un movimento di risalita dei rendimenti Usa, che porta un effetto di contagio sui tassi a lunga scadenza dell'area Euro. Le discussioni in ambito BCE sulla rimodulazione del programma degli acquisti, data la fine del programma Pepp prevista per marzo 2022, potranno innescare fasi temporanee di risalita dei rendimenti. Nell'ambito dei governativi dell'area Euro è stata mantenuta nel corso del trimestre una posizione sovrappeso sull'Italia a fronte di una posizione sottopeso sui paesi core;

l'esposizione sovrappeso sull'Italia è stata portata neutrale a fine settembre poiché nonostante i fondamentali positivi dell'Italia e la possibilità di riforme strutturali, gli ultimi mesi dell'anno sarebbero stati condizionati dal dibattito sulla riduzione degli acquisti di titoli da parte della BCE con possibili tensioni sullo spread BTP-Bund. La posizione sulla Gran Bretagna è stata mantenuta neutrale.

Nel quarto trimestre, l'esposizione al rischio di tasso è stata mantenuta sottopeso rispetto al benchmark sulla base di uno scenario rialzista sui rendimenti governativi americani con implicazioni negative anche per le scadenze lunghe della curva europea. La Federal Reserve americana era più vicina a una riduzione delle misure di stimolo monetario; nel meeting di novembre la banca centrale americana ha deciso una riduzione del programma di acquisti di titoli di stato e mutui ipotecari, accelerando poi tale riduzione nel meeting di dicembre, con l'abbandono della caratterizzazione di "transitorietà" associata alla dinamica rialzista dell'inflazione. L'esposizione sottopeso è stata implementata sia sui governativi area Euro che su quelli in dollari. L'entità della posizione sottopeso di duration è stata ridotta tra fine ottobre e inizio novembre in un'ottica di presa di profitto dato il livello raggiunto dai rendimenti a fine ottobre e per l'incertezza legata alla possibile diffusione della pandemia durante i mesi invernali. Inoltre, la prospettiva di una crescita positiva ma in calo nel 2022 ha portato a un movimento di appiattimento delle curve dei rendimenti tra ottobre e novembre, dove le pressioni al rialzo si scaricano soprattutto sulle scadenze brevi e intermedie invece che su quelle più lunghe, un ulteriore fattore che ha motivato la riduzione della posizione sottopeso di duration sulle scadenze più lunghe. Nell'ambito dei governativi dell'area Euro dopo aver portato da sovrappeso a neutrale l'esposizione sull'Italia a fine settembre, tale posizione è stata mantenuta neutrale nel corso del trimestre, in quanto il dibattito sulla riduzione degli acquisti di titoli da parte della BCE avrebbe potuto causare possibili tensioni sullo spread BTP-Bund su fine anno.

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

Il mese di gennaio è stato caratterizzato da un iniziale movimento rialzista del mercato azionario, sulla scia dell'ottimismo delle campagne vaccinali, i cui ritardi però, congiuntamente all'evoluzione della pandemia hanno destato nuove preoccupazioni e ne hanno determinato un movimento, al contrario, ribassista nella seconda metà del mese.

Approfittando della correzione, sulla parte europea, il portafoglio ha subito alcune modifiche: sono stati incrementati i pesi del settore finanziario e del settore materials, e contestualmente ridotti il settore farmaceutico e il settore dei consumer staples.

Nella componente americana dei portafogli si è provveduto ad effettuare una riduzione tattica dei titoli legati alle riaperture e ai finanziari; contestualmente è stata aumentata l'esposizione alla tecnologia. È stato inoltre incrementato il peso del settore healthcare con una posizione su Moderna. L'impostazione

è rimasta complessivamente a favore dei settori ciclici, mentre a livello fattoriale è stato mantenuto un buon bilanciamento tra value e growth.

Il mese di febbraio è stato caratterizzato da un iniziale movimento rialzista del mercato azionario, seguito da una correzione nella seconda metà del mese con contestuale movimento della volatilità. I dati congiunturali hanno confermato da una parte un rallentamento ma dall'altra anche i primi segnali di un rimbalzo potenziale per il primo trimestre, in modo particolare per gli Stati Uniti sulla scia del pacchetto fiscale dell'American Rescue Plan.

Sul portafoglio europeo non sono state fatte particolari modifiche: è stato ulteriormente incrementato il sovrappeso del settore finanziario riducendo contestualmente il peso del settore farmaceutico e il settore dei materials.

Nella componente americana, a seguito del movimento dei tassi, è stata ridotta in maniera consistente l'esposizione al settore della tecnologia e in generale alle large cap cosiddette FAANG, rappresentative delle tematiche ad alta crescita più sensibili ai tassi di interesse. La posizione di sovrappeso nel tech è stata portata in sottopeso. Contestualmente è stata incrementata la posizione di sovrappeso nei finanziari e portato in sovrappeso il settore energy, portando in questo modo in sovrappeso complessivo il fattore value e rendendolo prevalente rispetto a quello growth. È stata mantenuta inalterata la restante impalcatura settoriale pro ciclica.

Il mese di marzo è stato caratterizzato da un generale movimento rialzista del mercato azionario con un contestuale movimento di riduzione della volatilità in una dinamica resiliente nonostante l'ulteriore movimento rialzista dei rendimenti sulla curva dei titoli di stato statunitensi.

Lo scenario rimane complesso ed è sempre guidato nel breve periodo dall'evoluzione della pandemia di Covid-19, dalle mutazioni del virus e dallo svolgimento delle campagne vaccinali che hanno assistito a scenari significativamente differenti tra Stati Uniti e Area Euro.

Sul portafoglio europeo è stato ulteriormente ridotto il sottopeso dei consumer staples a favore di quelli discrezionali, leggermente ridotto il sottopeso degli industriali e abbassato il sovrappeso dei finanziari mentre tutti gli altri settori sono rimasti sostanzialmente in linea.

Anche nella componente americana dei portafogli l'impostazione prociclica è rimasta sostanzialmente stabile. Nelle ultime due settimane si è iniziato ad aumentare l'esposizione al settore tech e communications, chiudendo il sottopeso nel primo e riducendolo nel secondo. Contestualmente è stato preso profitto su alcuni nomi del settore industriale sia in Giappone che in US ed è stato ridotto il sovrappeso nel settore energy portandolo alla neutralità. È rimasto invariato il sovrappeso nel settore dei finanziari e dei consumi discrezionali soprattutto negli Stati Uniti per l'impulso atteso dall'ultimo piano di stimolo varato.

Il mese di aprile è stato caratterizzato, in particolare sull'area americana, da un trend rialzista del mercato azionario con contestuale movimento laterale della volatilità, mentre sulle restanti aree il trend è stato decisamente meno importante se non negativo. Questo movimento è stato accompagnato da una rotazione verso i settori più difensivi e verso il settore tecnologico, mentre hanno sofferto i settori ciclici e il settore finanziario in particolare.

Sul portafoglio europeo è stato ulteriormente ridotto il sottopeso dei consumer staples mentre è stato ridotto il sovrappeso della tecnologia; tutti gli altri settori sono rimasti sostanzialmente in linea con parziali aggiustamenti.

Il portafoglio americano ha visto una parziale riduzione dell'esposizione ciclica nei settori dei consumi discrezionali e degli industriali, oltre che un'ulteriore riduzione del settore tech (in particolare sul

settore dei semiconduttori). Sono stati invece incrementati i settori energy e materials vista la perdurante forza del rally dei prezzi delle commodities che ha seguito l'accelerazione della domanda derivante dalla ripresa della crescita economica mondiale. Nel settore dei consumi non discrezionali è stata aumentata l'esposizione al tema delle riaperture (food&beverage). È stato inoltre incrementato e portato in sovrappeso il settore healthcare con focus sulle società produttrici di vaccini a mRNA e sulle società esposte alla ripresa delle operazioni chirurgiche rimandate nel periodo più acuto della pandemia. In generale, lo sviluppo della reporting season evidenzia un trimestre con sorprese positive record sia nei fatturati che negli utili anche se parzialmente anticipate dall'andamento dei prezzi dei titoli.

Il mese di maggio, caratterizzato da un generale movimento laterale del mercato azionario con contestuale movimento meno resiliente della volatilità, è stato contraddistinto da un trend neutrale o leggermente positivo. Questo movimento è stato comunque segnato da andamenti settoriali di una certa ampiezza che hanno favorito, a seconda delle diverse aree, il comparto value o quello growth.

Sul portafoglio europeo è stato ulteriormente ridotto il sovrappeso nel settore tecnologico, in particolare sulla parte semiconduttori, mantenendo al contempo un sovrappeso sulla parte software, industriale e materials, mentre è stato incrementato il peso nel settore energetico, consumer staples e utilities. In particolare, nel settore staples è stata incrementata la parte beverage, legata più della componente food al ciclo delle riaperture.

Sul portafoglio americano è stata ridotta l'esposizione al settore materials, portandola alla neutralità, per presa di profitto alla luce della posizione cinese tesa a far rientrare la componente speculativa che ha spinto verso l'alto il prezzo delle commodities, mantenendo il sovrappeso nel settore energy viste le dinamiche diverse che hanno spinto il prezzo del petrolio. A fronte di questa riduzione è stato aumentato il settore dei consumi discrezionali, ora in sovrappeso, all'interno del quale si è riportata in sovrappeso più consistente la tematica del reopening vista l'accelerazione delle vaccinazioni e la maggiore libertà di viaggiare che accompagnerà il periodo estivo. Rimaniamo cauti sul settore tech, sebbene la correzione abbia raggiunto un momento di pausa grazie ai risultati molto positivi di alcune società nel software, al proseguire della situazione di shortage di semiconduttori e quindi di prezzi di vendita elevati dei chips, e infine ai tassi di interesse che si mantengono stabili non mettendo quindi sotto pressione le valutazioni elevate.

Il mese di giugno è stato caratterizzato da un generale movimento rialzista del mercato azionario guidato dal mercato statunitense con un complessivo movimento di riduzione della volatilità. Si è registrato nel mese un movimento ribassista dei rendimenti sulla curva dei titoli di stato americani.

È da notare la rotazione settoriale che, data la natura intrinseca dei vari indici, si è tradotta in un andamento diversificato degli stessi: si è evidenziata una netta prevalenza dei titoli growth rispetto a quelli legati al value. La ragione principale è sempre legata all'andamento dei tassi che continuano a essere improntati alla stabilità o addirittura alla discesa, senza mostrare nessun irripidimento della curva. Le politiche delle Banche Centrali sono percepite come "dovish" e di fatto l'impennata dei dati sull'inflazione americana è interpretata come temporanea dal mercato: questi due elementi hanno favorito il forte rialzo dei titoli tecnologici a discapito principalmente del settore finanziario. Sul portafoglio europeo è stato ridotto il sovrappeso della parte financials e utilities a favore del settore healthcare e del settore energy. Inoltre, nel settore tecnologico è stato ulteriormente ridotto il sovrappeso della parte semiconduttori a favore del software. Infine, nel settore material è stata ridotta ancora l'esposizione al mining favorendo invece la chimica specialistica.

Sul portafoglio americano la posizione di cautela nel settore tecnologico è rientrata a seguito dell'andamento dei tassi e l'esposizione è stata riportata verso la neutralità. In particolare, sono stati riacquistati titoli large cap appartenenti ai Fang mentre si è mantenuto un approccio più cauto sui nomi più cari di media capitalizzazione. Questi acquisti sono stati finanziati con una riduzione del sovrappeso sul settore dei finanziari e con un'ulteriore riduzione del peso degli industriali. Nelle materie prime rimane la preferenza per il settore energy rispetto a quello dei materials. Rimane in sovrappeso anche la tematica del reopening, seppur parzialmente rimodulata visti i dubbi legati alla diffusione della variante delta.

Il mese di luglio/agosto è stato caratterizzato da un generale movimento rialzista del mercato azionario sia statunitense che europeo con un complessivo movimento di riduzione della volatilità.

Lo scenario di riferimento è rimasto focalizzato sull'evoluzione della pandemia di Covid-19 e dalla diffusione della variante delta, soprattutto nei Paesi in cui risulta meno avanzato lo svolgimento delle campagne vaccinali e in cui sono state introdotte nuove misure restrittive. I dati congiunturali hanno confermato quanto osservato fino ad ora, ossia una dinamica di economia globale in espansione ma con una modifica in termini di area geografica trainante; se i dati statunitensi suggeriscono il raggiungimento del picco del ciclo, in area euro i dati evidenziano un rafforzamento con una rotazione dal settore manifatturiero a quello dei servizi. In Cina si assiste a un rallentamento generalizzato prevalentemente guidato dalle autorità attraverso la componente investimenti.

Andando ad analizzare le specifiche aree/settori, tra i principali movimenti del periodo è da notare il pesante andamento del settore dei consumer discretionary, in particolare per l'area europea molto legata ai titoli del lusso, in conseguenza alle nuove decisioni cinesi in materia di politica fiscale. Da sottolineare l'ottimo andamento del settore tecnologico, e, dopo mesi di underperformance, la ripresa dei settori communication services e utilities grazie principalmente ai tassi che rimangono ancora stabili o solo in leggero rialzo. La conferenza di Jackson Hole ha di fatto lasciato intravedere la volontà di una riduzione degli acquisti da parte della Fed senza indicare tempi e modi ed è stata di conseguenza percepita dal mercato come "moderatamente dovish". I finanziari, però, dopo il negativo andamento degli ultimi mesi, hanno mostrato un trend in linea con il mercato, segnalando che forse il value ha trovato una sua base da cui ripartire. Negli Usa il Nasdaq ha fatto segnare un rialzo di oltre il 4%, mentre lo S&P un rialzo del 3% circa così come il Nikkei; fanalino di coda il mercato europeo con un +2.6%. Sulla componente europea di portafoglio sono state fatte alcune piccole modifiche: è stato abbassato il peso del settore energia, industriale e, in minima parte il settore finanziario, aumentando il peso del settore farmaceutico. Nella componente americana, all'inizio del mese è stata incrementata la posizione di sovrappeso nel settore dei finanziari mentre sulla tecnologia si è continuato ad incrementare il peso dei titoli a più grande capitalizzazione. A fronte di questi incrementi è stato invece ridotto il sovrappeso nel settore healthcare per presa di profitto su alcuni nomi che avevano beneficiato nel corso dello scorso mese di un momentum particolarmente favorevole. Nelle materie prime rimane la preferenza per il settore energy rispetto a quello dei materials.

Il mese di settembre è stato caratterizzato da un generale movimento ribassista del mercato azionario sia statunitense che europeo con un complessivo movimento di aumento della volatilità.

I dati congiunturali hanno confermato quanto osservato fino ad ora, ossia una dinamica di economia globale in espansione ma con un rallentamento in atto che nel breve rimarrà misurato a fronte del supporto da parte dei consumi.

Nel dettaglio si è riscontrata una forte correzione del mercato legata a diversi fattori. I principali sono da ricondurre, da una parte alla paura di un marcato rallentamento dell'economia nel Q3, causa carenza di semilavorati e materie prime, e dall'altra al rischio di un generalizzato rialzo dell'inflazione che potrebbe perdurare per più tempo di quanto si pensasse inizialmente. Ciò ha di fatto portato ad un rialzo dei tassi di interesse favorendo il settore dei finanziari che, come avevamo segnalato nel mese precedente, stava mostrando segnali di stabilizzazione. Tutti gli indici europei ed americani hanno mostrato ribassi consistenti; il Nasdaq ha mostrato un ribasso di oltre il 5%, mentre il mercato europeo ha fatto segnare una perdita attorno al 3,5%. In controtendenza il Giappone che ha rimbalzato dopo avere trascorso i precedenti mesi da marzo ad agosto sostanzialmente invariato, sottoperformando le altre aree. La motivazione è da ricercare sulle aspettative di stimolo legate all'arrivo di un nuovo premier. Sulla componente europea di portafoglio sono state fatte alcune modifiche: è stato abbassato ulteriormente il peso del settore communication services in particolare sulla parte telecomunicazioni, della tecnologia e del settore utilities; al contrario è stato aumentato il peso del settore energetico (per la ripresa del prezzo del petrolio) e di quello finanziario sulla ripresa dei tassi di interesse. Per quanto concerne la parte americana, è stata incrementata l'esposizione ai settori consumer discretionary, industrials ed energy aumentando il profilo ciclico del portafoglio e l'esposizione complessiva al fattore value a scapito del growth. È stata mantenuta la posizione di sovrappeso nel settore dei finanziari concentrato soprattutto nelle banche, mentre nella tecnologia si è continuato a preferire i titoli a più grande capitalizzazione. Nei consumer discretionary gli acquisti sono stati concentrati su titoli esposti al reopening visto il passaggio del picco di contagi in US. A fronte di questi incrementi è stato ulteriormente ridotto il sovrappeso nel settore healthcare e ridotto l'esposizione al settore communications. Nelle materie prime rimane la preferenza per il settore energy rispetto a quello dei materials sebbene anche quest'ultimo sia stato portato alla neutralità.

Il mese di ottobre è stato caratterizzato da un movimento rialzista del mercato azionario sia statunitense che europeo con un complessivo movimento di riduzione della volatilità, da ricondurre ad una maggiore fiducia degli investitori sulla ripresa del mercato cinese e su minori paure di un rallentamento dell'economia causa carenza di semilavorati e materie prime. Inoltre, sia la FED che la BCE hanno raffreddato i timori che un generalizzato rialzo dell'inflazione potesse portare ad un rialzo dei tassi di interesse nel breve termine, tassi che si sono comunque mossi moderatamente al rialzo. Ciò ha di fatto favorito sia la parte tecnologica sia la parte value.

Sul portafoglio europeo è stato ridotto per prese di beneficio il peso del settore energetico e finanziario a favore del settore delle utilities che erano state pesantemente vendute nei mesi precedenti. Inoltre, è stato ridotto il peso del farmaceutico a favore del settore dei consumer staples e della tecnologia. Nella componente americana, visto lo svolgimento della reporting season, sono state operate delle vendite per presa di profitto su alcune posizioni lunghe nei finanziari e nell'energy mantenendo comunque in sovrappeso i due settori e le banche all'interno dei finanziari. Di converso è stato completamente chiuso il sottopeso nel settore industriale dove si è continuato a comprare selettivamente. Nella tecnologia si è continuato a preferire i titoli a più grande capitalizzazione ma sono stati selettivamente aggiunti dei nomi anche nelle mid cap visto il buon andamento degli utili. Nei consumer discretionary gli acquisti sono stati concentrati su titoli esposti al reopening visto che i contagi in US sembrano aver registrato un picco.

Il mercato azionario nel mese di novembre è stato contraddistinto da due movimenti, uno opposto all'altro. Il primo, della durata di circa tre settimane, ha mostrato un trend decisamente rialzista, mentre il secondo, ribassista, si è sviluppato nell'ultima decina di giorni e ha riportato gli indici sui livelli di inizio mese per il mercato americano, e al di sotto per i mercati europeo e giapponese. Il fattore scatenante è stata la scoperta della nuova variante Omicron che ha riacceso le paure per nuove chiusure e il conseguente rallentamento della crescita economica. Ciò ha di fatto portato ad una nuova inversione dei tassi favorendo nuovamente la parte tecnologica rispetto alla parte value.

Sul portafoglio europeo è stato ridotto il peso del settore dei beni discrezionali (in particolare il settore automobilistico) e del settore farmaceutico a favore del settore tecnologico e del settore energetico che negli ultimi giorni del mese era stato oggetto di pesanti vendite per il timore di un improvviso rallentamento della crescita economica. Anche nella componente americana è stata incrementata l'esposizione al settore energy, approfittando della correzione del prezzo della commodity, e al settore tech dove, mantenendo la preferenza per le big cap e per i semiconduttori, il peso complessivo del settore è stato portato in modesto sovrappeso. L'esposizione in sovrappeso al settore dei finanziari ed in particolare alle banche è rimasta presente ma è stata parzialmente ridotta a seguito dello scenario di maggiore cautela che si è sviluppato sul mercato e dell'andamento a questo conseguente dei tassi. È stato infine incrementato anche il settore healthcare costruendo una posizione di sovrappeso sui titoli esposti alla produzione di vaccini e alle altre attività connesse al Covid. Il profilo ciclico del portafoglio e l'esposizione complessiva al fattore value a sfavore del growth hanno continuato, seppur in maniera meno accentuata, a caratterizzare i rischi in portafoglio. Nei consumer discretionary sono stati ridotti i nomi esposti al reopening.

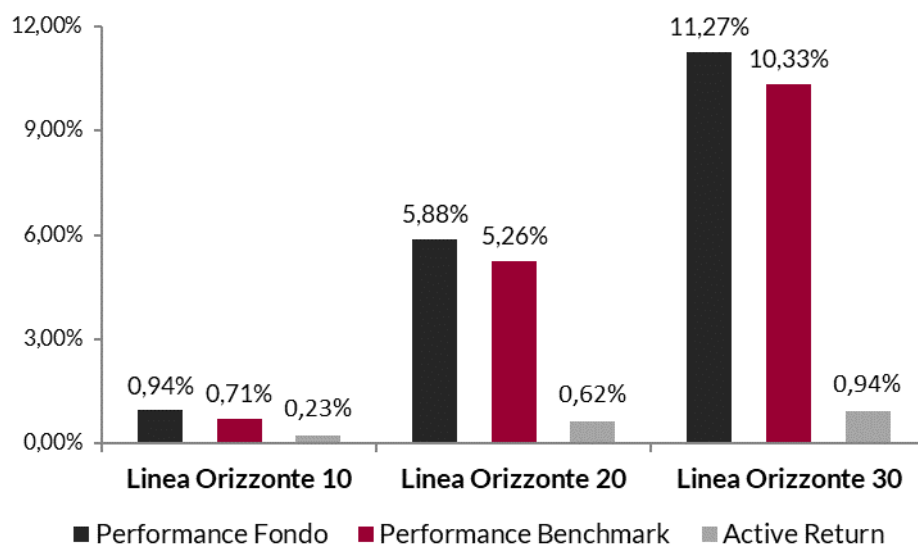
Il mercato azionario nel mese di dicembre ha sostanzialmente recuperato l'andamento negativo del mese di novembre. La ripresa è stata legata in primis alla minore pressione esercitata sull'economia dalla nuova variante, in parte per l'alto numero di vaccinati (quantomeno nei mercati sviluppati) e in parte per la più bassa letalità. Inoltre, il rialzo dei tassi ha favorito tutti i settori "value" particolarmente rappresentati nell'indice dell'area europea. Al contrario, sull'area americana il settore tecnologico ne ha risentito in maniera importante limitando i ritorni del Nasdaq. Infine, le sistemazioni di fine anno e la bassa volatilità hanno completato il quadro per una ripresa della crescita.

Sul portafoglio europeo sono state fatte poche modifiche: la principale è stata la riduzione del settore utilities a favore dei consumer staples e la riduzione del sottopeso nel settore discrezionali e in particolare nel settore auto. Nella componente americana dei portafogli sono stati fatti interventi mirati a ridurre la volatilità della performance relativa e al suo consolidamento. Sono stati quindi ridotti i sovrappesi nei settori financials, energy e consumer discretionary a fronte di una riduzione dei sottopesi nei settori communications e consumer staples. È stata infine ridotta la posizione di sovrappeso nel settore tech dove si mantiene la preferenza per le big cap e per i semiconduttori. Il profilo ciclico del portafoglio e l'esposizione complessiva al fattore value a sfavore del growth continuano a caratterizzare i rischi in portafoglio anche in maniera non particolarmente accentuata.

Performance

Come si evince dai grafici sotto riportati, la gestione delle tre linee ha chiuso l'anno 2021 conseguendo rendimenti lordi positivi sia in termini assoluti che relative rispetto al parametro di riferimento, e confermando dalla data di avvio (gennaio 2014) risultati consistenti e robusti in termini assoluti (performance annualizzate pari a 3.2%, 5.5% e 7.4%).

Performance lorde 2021



Valutazioni sulla possibile evoluzione dei mercati

L'aumento consistente delle infezioni da Covid lascia un'ombra sulle prospettive di breve termine, considerati i rischi connessi alla scarsa visibilità prospettica causata dalla pandemia. La diffusione della variante Omicron si innesta su uno sfondo già preoccupante per gli effetti della variante Delta. Le restrizioni in vigore per arginare questo fenomeno sono state modulate nelle diverse aree geografiche e, sino ad ora, sono apparse complessivamente limitate ma, fintanto che rimarranno presenti nel possibile campo d'azione dei Governi, considerato che l'incertezza sull'evoluzione pandemica rimarrà alta, il mercato continuerà a prenderne atto. Se il tasso effettivo di diffusione delle varianti dovesse rimanere elevato, i rischi per lo scenario di crescita sarebbero orientati al ribasso, soprattutto nelle aree dove i nuovi casi e le ospedalizzazioni sono registrati in sensibile crescita. Tuttavia, è possibile che si stiano prefigurando le condizioni per un viraggio endemico del Covid-19, caratterizzato da una sua ampia diffusione ma con sintomi più benigni, posto che la popolazione sia disposta ad accettare i richiami vaccinali.

L'economia mondiale, nella prosecuzione di un tracciato espansivo potrebbe manifestare una certa volatilità, rallentando in maniera sincronizzata e temporanea nel primo trimestre 2022, a causa di un calo della fiducia del settore privato e della domanda connesso alla rapida diffusione virale. È prevedibile che i consumi, finché non emergeranno prove evidenti della transizione del Covid dalla fase pandemica ad una fase endemica, possano segnare il passo, condizionati dal ritorno ad una certa propensione al risparmio da parte delle famiglie e da un effetto di saturazione, risultando così non sufficienti a compensare il calo della spesa per servizi. In questa fase una minore creazione di posti di lavoro potrebbe ridurre la massa salariale complessiva dell'economia e la sua capacità di spesa. Successivamente al raggiungimento del picco dei contagi, atteso nel corso del periodo invernale, dovrebbe manifestarsi, nel secondo trimestre 2022, una nuova fase di accelerazione sincronizzata della ripresa, la quale dovrebbe poi moderarsi nel corso del secondo semestre 2022 in virtù della spinta proveniente sia dai consumi privati sia dagli investimenti delle imprese. Le restrizioni indotte dal Covid dovrebbero progressivamente attenuarsi nel prosieguo del 2022. Le prospettive sullo scenario globale rimangono, pertanto, complessivamente costruttive per il 2022, portando ad ipotizzare una crescita aggregata di +4,3%. Una siffatta evoluzione potrebbe manifestare varie implicazioni sulle prospettive dell'inflazione.

Il passaggio del principale fattore propulsivo dell'economia dall'offerta alla domanda ha fatto risalire l'inflazione, dapprima al traino dei prezzi Covid-sensitive, poi per effetto delle carenze dal lato dell'offerta e dell'isteresi pandemica che ha puntellato artificialmente i prezzi al consumo. La fase di transizione tra lo shock iniziale ed il successivo equilibrio ha orientato la dinamica dei prezzi verso una traiettoria al rialzo, attesa continuare nei prossimi mesi: è possibile che "l'effetto Omicron" spinga verso l'alto il picco di inflazione previsto per il primo trimestre 2022, ritardando anche la successiva convergenza delle aspettative sui prezzi dei servizi verso i livelli pre-Covid. I tempi di ricomposizione degli eccessi potrebbero allungarsi a causa di ritardi nella riduzione degli squilibri sul mercato del lavoro e nella normalizzazione dell'offerta globale. Alcune pressioni inflative rimarranno resilienti anche nella seconda metà dell'anno, alimentate dal settore dei servizi.

Le Banche Centrali stanno reagendo con tempi e modalità di uscita differenziati dalle politiche monetarie accomodanti ed espansive. Le possibili linee di azione saranno calibrate con flessibilità, in funzione di uno scenario macroeconomico che sta progressivamente assumendo connotazioni sempre più eterogenee per le diverse aree, considerate le asimmetrie nella fase di ripresa, le pressioni inflazionistiche e le dinamiche pandemiche. In prospettiva, mentre strozzature più rigide sul lato dell'offerta, dovute a nuove restrizioni, unitamente a blocchi lavorativi, potrebbero contribuire a mantenere alte le pressioni inflazionistiche, una domanda più debole potrebbe compensarle, ma solo in parte. Le conseguenti implicazioni sulla politica monetaria appaiono di vasta portata. Notizie confortanti sul fronte sanitario e le loro ripercussioni sulla crescita globale e sulle prospettive di inflazione potrebbero esacerbare l'approccio aggressivo delle banche centrali già orientate verso posizioni meno accomodanti. Al contempo, molti Governi rimangono focalizzati sulle politiche fiscali a sostegno all'attività economica.

Le previsioni sull'incremento del Pil statunitense per il 2022 puntano ad un valore di +4,1%. L'inflazione è attesa aumentare ulteriormente nel corso del primo trimestre: la domanda di beni, gli squilibri ancora presenti nel mercato del lavoro e i prezzi degli alloggi in rapida ripresa, nel breve periodo, dovrebbero continuare a spingere la dinamica dei prezzi al consumo, con pressioni anche nella seconda metà dell'anno, alimentate dal settore dei servizi. Tuttavia, è attesa una successiva fase di moderazione, con un rallentamento graduale, dal secondo trimestre 2022, guidata dal raffreddamento dei prezzi delle merci, una volta rientrati gli squilibri indotti dall'effetto Omicron. Ferme restando condizioni di crescita sopra il potenziale senza rallentamenti, e livelli di inflazione più elevati nel primo trimestre e più resilienti nel secondo, appare verosimile che la Fed avvii l'azione sui tassi con 3 o 4 rialzi nel 2022. Non è possibile escludere un inasprimento più aggressivo a fronte di un progressivo rafforzamento dell'inflazione e della crescita nel secondo semestre dell'anno, durante il quale dovrebbe prendere avvio anche la riduzione del bilancio dell'istituto centrale.

Le previsioni di incremento del Pil su base annua nell'Area Euro nel 2022 puntano a +4%. Il quadro sanitario non consente di escludere potenziali rischi per l'equilibrio della crescita nell'intera regione nel corso del primo trimestre del 2022, tuttavia il rilascio dei fondi NextGenerationEU manterrà una funzione supportiva. In Italia, l'Istat prevede una crescita del Pil di +4,7% nel 2022, sostenuta prevalentemente dal contributo della domanda interna sia per investimenti sia per consumi, in virtù degli effetti degli interventi previsti dal PNRR. L'inflazione dell'Area Euro, guidata soprattutto dalle componenti più volatili, dovrebbe registrare un'accelerazione, dapprima in scia ai problemi della catena di approvvigionamento indotti da Omicron, successivamente per effetto di pressioni provenienti dal comparto dei servizi. Così come negli Usa, dovrebbe successivamente manifestarsi, in corso d'anno, una tendenza alla moderazione nella dinamica dei prezzi. La Bce appare indirizzata ad assumere un atteggiamento meno accomodante, riducendo gradualmente la presenza sui mercati obbligazionari, ma mantenendo, comunque, la massima flessibilità d'azione. Sulla base delle prospettive macroeconomiche e dell'interpretazione delle più recenti indicazioni della Bce, si ritiene improbabile che possa intervenire un rialzo dei tassi nel corso del 2022, prima della conclusione degli acquisti netti di asset. Si osserva, inoltre, che un eventuale flessione dell'inflazione nell'Area Euro potrebbe indurre la Bce ad un approccio più misurato.

In Cina la crescita dovrebbe riaccelerare già nel primo trimestre 2022, spinta dallo stimolo fiscale (infrastrutturale), dalla resilienza dell'offerta, dalla domanda globale di beni cinesi e dalla ripresa dell'attività industriale, puntando ad un valore di +5,8% nel 2022. Il tasso di crescita è in espansione, dopo il rallentamento nel terzo trimestre 2021, ed è stimato a +5,7% per il 2022, in prossimità del potenziale. In Cina è attesa una pressione inflazionistica limitata per effetto sia della moderazione dei prezzi degli input, sia di una dinamica dei consumi contenuta, nella prima metà del 2022, soprattutto nel

comparto dei servizi; è prevista un'accelerazione nella seconda parte dell'anno trainata da un maggiore vigore dei consumi. La PBoC dovrebbe proseguire l'azione di allentamento monetario, mantenendo un'ampia liquidità unitamente a condizioni finanziarie supportive ed espansive: non è escluso che possa concretizzarsi un ulteriore taglio, ma eventuali iniziative avranno comunque una portata di entità misurata, allo scopo di evitare divergenze eccessivamente ampie rispetto alle azioni attese dalla Fed.

L'incerta evoluzione dei futuri scenari macroeconomici e della situazione sanitaria, ed i prossimi meeting delle banche centrali, richiedono un attento monitoraggio ed impongono le dovute cautele.

La view sulla classe azionaria assume un orientamento prudenzialmente neutrale. I fondamentali ed il contesto macroeconomico dovrebbero rimanere favorevoli per il comparto azionario: la crescita globale dovrebbe mantenere un tracciato complessivamente ascendente nel 2022, i bilanci del settore privato ed i margini societari dovrebbero continuare ad esprimere stime positive, sulla scia della funzione propulsiva delle politiche fiscali. Tuttavia, in un'ottica tattica, occorre considerare che squilibri e fattori di differente natura potrebbero alterare lo scenario nel breve termine causandone un deterioramento, generando un aumento dell'incertezza e della volatilità, soprattutto tenendo conto dell'evoluzione pandemica, del passaggio da un ciclo di politica monetaria espansivo ad uno restrittivo, delle dinamiche della crescita e della rilevanza, per il contesto europeo, delle tensioni geo-politiche, per le implicazioni sulle forniture e sui costi dell'energia. Tenuto conto delle possibili rotazioni legate a temi macro e microeconomici, in prospettiva appare opportuno perseguire un mix settoriale equilibrato e maggiormente orientato verso tematiche difensive. Le attese rivolte ad un aumento non lineare dei tassi reali negli Usa potrebbe innescare rotazioni settoriali significative a livello globale e fasi di correzione: in un orizzonte di medio periodo, nel percorso di avvicinamento alla parte centrale del 2022, per i risky asset potrebbero emergere episodi di forte volatilità, connessi ad una minore direzionalità prospettica.

Sul comparto delle emissioni governative e sulla duration, nel suo complesso, viene mantenuto un orientamento negativo. La persistenza, nel breve periodo, delle pressioni inflative, ed il superamento di una politica monetaria accomodante, pur nell'ambito delle differenze delle diverse aree geografiche, favoriranno un progressivo aumento dei rendimenti dei titoli di Stato. In particolare, i rendimenti dovrebbero proseguire la deriva verso l'alto, tenuto conto delle prospettive sulla crescita, sull'ascesa dell'inflazione, sul possibile miglioramento della situazione sanitaria e, negli Stati Uniti, sulla funzione di reazione dichiaratamente restrittiva della Fed. Le attese dei mercati sono rivolte a quattro rialzi dei tassi ufficiali (di 25 punti base cadauno) nel corso del 2022 negli USA. Inoltre, il Quantitative Tightening, che verrà avviato per la riduzione del bilancio della Fed, introdurrà un fattore distorsivo e di ulteriore rafforzamento del processo di normalizzazione. Avendo riguardo ai Treasury a più lunga scadenza, un'ipotizzabile area di fair value, atta ad indurre una parziale revisione del posizionamento short, potrebbe collocarsi tra 1,90% e 2,10%. Anche le emissioni governative core dell'Area Euro (Bund) continuano ad esprimere livelli (in questo caso negativi) non appetibili: il ritardo nel processo di normalizzazione porta ad individuare un ipotetico target di interesse per il Bund in area tra 0,10% e 0,20%. Non è possibile escludere il rischio che le dinamiche inflative possano forzare reazioni eccessive delle Banche Centrali, tuttavia i tassi non dovrebbero raggiungere livelli fuori controllo, tali da indurre una contrazione economica. Le Banche Centrali potrebbero cercare, in differente misura, di contenere e moderare la risalita dei tassi sulle scadenze a lungo termine: va considerato che, malgrado retoriche comunicative caratterizzate dalla prevalenza di toni aggressivi, il perdurare di tassi bassi favorisce il servizio di un debito elevato, anche nell'ottica di fornire un supporto alle politiche fiscali espansive. Nel contesto Euro-periferico, il rendimento offerto dai Btp rimane interessante, tuttavia, l'incertezza sulla reale flessibilità dell'implementazione della futura politica monetaria della Bce, sugli sviluppi politici interni, suggerisce un approccio prudenzialmente neutrale nei confronti dei governativi domestici, in

vista degli sviluppi futuri. La più recente dinamica espressa dallo spread Btp-Bund, in relazione alle suddette incertezze, lo ha collocato su livelli elevati. Un eventuale ampliamento della traiettoria verso area 150-160 punti base potrebbe indurre a riconsiderarne il posizionamento, dal momento che lo scioglimento di alcuni nodi politici, unitamente al possibile futuro miglioramento dei modelli valutativi delle agenzie di rating, in un contesto di crescita nominale sostenuta, potrebbe favorire una moderazione di tali eccessi.

Nell'ambito delle obbligazioni societarie, l'orientamento neutrale si deve alla considerazione che il comparto continua a registrare spread contenuti ed il potenziale di restringimento appare limitato, anche in relazione ad un possibile repricing delle incertezze sull'inflazione, sulla crescita e sull'azione delle Banche Centrali. Per arginare eccessi di volatilità si predilige un buon livello di diversificazione, indirizzando la selezione su emittenti di qualità. Le attuali attese sui tassi di default in Usa ed in Europa sono orientate alla stabilità, e non dovrebbero prefigurare criticità per la solvibilità degli emittenti.

Per quanto concerne le emissioni obbligazionarie dei Paesi Emergenti, permane una certa cautela legata all'andamento dei fondamentali e alla dinamica del dollaro Usa.

Il cambio euro/dollaro appare condizionato sia dall'incidenza del flusso di notizie proveniente da Fed e Bce, sia dall'evoluzione della situazione pandemica sulle due sponde dell'Atlantico. La view sul cambio mantiene pertanto un approccio tatticamente neutrale, orientato ad individuare eventuali livelli tecnici di supporto o di rottura verso il basso sui quali modulare il posizionamento.

I processi di transizione energetica verso forme sempre più ecosostenibili potranno inizialmente mantenere una certa pressione sui prezzi delle risorse energetiche tradizionali.



FONDO PENSIONE CREDIT AGRICOLE

Relazione annuale 2021

2 febbraio 2022



INDICE

- ✓ Commento sull'andamento dei mercati finanziari nell'anno 2021
- ✓ Analisi della gestione dei mandati nell'anno 2021



✓ Commento sull'andamento dei mercati finanziari nell'anno 2021

Il 2021 è stato caratterizzato da una straordinaria riaccelerazione della crescita globale, sostenuta dalle riaperture di molte attività economiche, a loro volta rese possibili dalla campagna vaccinale iniziata sul finire del 2020. Come effetto collaterale si è registrato un significativo aumento dell'inflazione che è stato interpretato dalle banche centrali e dai mercati come transitorio. Nei mesi finali dell'anno tuttavia, a fronte di un recupero macro sempre più completo e una persistenza dell'inflazione più prolungata del previsto, le banche centrali, Fed in primis, hanno iniziato un percorso di normalizzazione della politica monetaria che sarà il principale tema di interesse per il 2022. Per quanto riguarda la pandemia, il 2021 ha visto la comparsa di nuove varianti il cui impatto sull'economia e sulla volatilità dei mercati è stato decisamente contenuto rispetto al 2020. Tra i temi caratterizzanti l'anno va ricordata la generalizzata debolezza delle economie emergenti penalizzati, in linea generale, da politiche monetarie restrittive orientate a contenere l'inflazione. Sulla Cina, nello specifico, hanno pesato la restrizione del credito e una serie di provvedimenti regolatori anti-mercato decisi nei confronti di alcune imprese private.

La borsa americana ha proseguito il recupero iniziato da marzo 2020, registrando nel 2021 un +28.7% (indice S&P 500 comprensivo dei dividendi). E' un risultato che riflette il rapido recupero economico sostenuto dalle riaperture, dopo la recessione innescata dalla pandemia. Tono positivo anche per le altre borse con l'indice Eurostoxx che riporta un ritorno pari + 23.4%, mentre ha fatto meno bene l'indice giapponese Topix a +12.7%. Fermi i mercati emergenti in aggregato (ritorno pari a 0.1%) che hanno risentito, in Asia, del rallentamento cinese e, in America Latina; di politiche monetarie restrittive.

Ritorni negativi per i tassi governativi che sono tornati a salire dopo la forte discesa seguita alla crisi pandemica. Negli USA i tassi a lunga scadenza sono risaliti ai livelli pre Covid nel primo trimestre dell'anno, scontando la forte accelerazione macro innescata dalle riaperture. La normalizzazione dei tassi è risultata però sospesa da marzo in poi, sia perché la persistenza della pandemia ha rallentato le riaperture, sia perché il forte rialzo dell'inflazione ha spinto la Fed ad un atteggiamento meno accomodante, aprendo interrogativi sulla durata del ciclo espansivo. A novembre la Fed ha iniziato a ridurre gli acquisti di titoli (tapering) preannunciando l'inizio del rialzo dei tassi nel 2022 e queste decisioni hanno fatto salire i tassi a più breve scadenza, fino a quel momento fermi. Il 10 anni USA è passato da 0.9% a 1.5%, il 2 anni da 0.1% a 0.7%.

I tassi a lunga scadenza tedeschi hanno seguito quelli USA in termini di direzione, ma con intensità inferiore: il 10 anni Bund è passato da -0.6% a -0.2%. Poco mossi invece i tassi a breve scadenza: 2 anni Bund in area -0.7% per tutto l'anno, a riflettere un atteggiamento della BCE ancora molto accomodante e più espansivo della Fed. La ripresa in Eurozona è risultata, nella prima metà dell'anno, più lenta rispetto a quella americana e l'atteggiamento dei governi verso le nuove ondate del virus più severo. Inoltre, il rialzo dell'inflazione è stato, in Europa, più contenuto rispetto agli USA. Nella riunione di dicembre la BCE ha comunque annunciato una graduale riduzione degli acquisti di titoli a partire da marzo 2022.

Lo spread Italia – Germania sulla scadenza decennale è passato da 110 a 135 nell'anno, avendo toccato 90 a febbraio, con un rialzo tutto concentrato nell'ultimo trimestre. Il tasso a scadenza decennale è passato da 0.5% a 1.15%. L'allargamento dello spread nei mesi finali dell'anno trova due motivazioni: l'attesa di un atteggiamento della BCE meno accomodante nel 2022 e l'incertezza politica legata alla elezione del Presidente della Repubblica a fine gennaio 2022 con le possibili ricadute sulla tenuta del governo.



Tra gli altri mercati a spread solo la componente HY ha registrato rendimenti assoluti positivi e spread in calo, sia in USA sia in Europa. Poco mossi invece gli spread dei titoli Investment Grade, ma i tassi a scadenza sono risultati in rialzo e quindi il rendimento assoluto è stato marginalmente negativo. Spread e tassi a scadenza in rialzo, rendimenti assoluti negativi, per le obbligazioni dei mercati emergenti a riflettere una crescita economica penalizzata dalla pandemia, il forte rialzo dell'inflazione e politiche monetarie restrittive.

Dollaro in rafforzamento generalizzato per tutto l'anno, a recuperare larga parte del calo registrato nel 2020. Contro euro il movimento è stato da 1.22 a 1.13 (pre-pandemia era 1.08).

✓ Analisi della gestione dei mandati nell'anno 2021

Linea Orizzonte 10

Dati di sintesi

Patrimonio inizio anno € 36.939.633,04

Patrimonio attuale € 37.297.592,07

Ripartizione per strumento

	Valore PTF	Peso PTF
Obbligazioni	€ 30.472.896,81	81,70%
Azioni	€ 3.478.890,14	9,33%
Fondi	€ 1.058.411,77	2,84%
Opzioni	-	-
Liquidità	€ 2.287.393,35	6,13%
Totale	€ 37.297.592,07	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	5,08%	3,74%	1,34%
inizio anno	1,33%	0,71%	0,61%



La linea Orizzonte 10 chiude l'anno in positivo del +1,33% e batte il benchmark di 61 bps. Questo risultato è stato ottenuto con una Tev di 0,63% e pertanto l'info ratio della gestione è stato pari a 0,97.

Performance mensili ultimi mesi

	PTF	BMK	Delta
dic 21	-0,70%	-0,90%	0,19%
nov 21	1,22%	1,52%	-0,31%
ott 21	0,48%	0,53%	-0,05%
set 21	-1,10%	-1,23%	0,13%
ago 21	-0,01%	-0,10%	0,09%
lug 21	1,18%	1,42%	-0,24%
giu 21	1,08%	1,04%	0,04%
mag 21	0,08%	-0,03%	0,11%
apr 21	-0,59%	-0,50%	-0,09%
mar 21	1,02%	0,95%	0,06%
feb 21	-0,93%	-1,46%	0,53%
gen 21	-0,36%	-0,48%	0,12%

La componente azionaria che nel benchmark pesa il 10% è stata mantenuta mediamente in sovrappeso di circa un punto e mezzo, mentre la duration obbligazionaria è stata sottopesata in media di circa un anno. Il risultato migliore rispetto al benchmark è spiegato per 47 bps dal sovrappeso equity oltre che dal buon contributo di stock picking e per 25 bps dal sottopeso di bond.

A fine anno i dati di rischio del portafoglio sono i seguenti:

- ✓ Active Total Risk 0,76
- ✓ Active Risk Limit 2,00
- ✓ Risk Budget 37,96
- ✓ Equity Active Exposure 2,18
- ✓ Effective Duration 5,59
- ✓ Active Effective Duration -1,00

Asset allocation

	Valore PTF	Obbligazionario		Azionario		Monetario	
		Valore PTF	Peso PTF	Valore PTF	Peso PTF	Valore PTF	Peso PTF
31/12/2021	k€37.298	k€30.434	81,60%	k€4.554	12,21%	k€2.310	6,19%

Indicatori di rischio

	PTF	BMK	Delta
Duration	5,57	6,49	-0,92
Volatilità da inizio confronto	3,74%	3,73%	0,01%
Volatilità da inizio anno	2,71%	2,93%	-0,22%
TEV ex-post*	0,63%		



Linea Orizzonte 20

Dati di sintesi

Patrimonio inizio anno € 38.445.035,06

Patrimonio attuale € 40.407.747,92

Ripartizione per strumento

	Valore PTF	Peso PTF
Obbligazioni	€ 23.786.146,00	58,87%
Azioni	€ 11.445.725,09	28,33%
Fondi	€ 1.876.031,22	4,64%
Opzioni	-	-
Liquidità	€ 3.299.845,61	8,17%
Totale	€ 40.407.747,92	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	12,54%	10,60%	1,94%
inizio anno	6,29%	5,26%	1,04%

La linea Orizzonte 20 chiude il 2021 in guadagno del +6,29% battendo il benchmark di 104 bps. Questo risultato è stato ottenuto con una Tev di 0,68% e pertanto l'info ratio della gestione è stato pari a 1,51.

Performance mensili ultimi mesi

	PTF	BMK	Delta
dic 21	0,31%	0,07%	0,24%
nov 21	0,56%	0,94%	-0,38%
ott 21	1,69%	1,61%	0,07%
set 21	-1,66%	-1,84%	0,19%
ago 21	0,61%	0,50%	0,11%
lug 21	1,30%	1,52%	-0,22%
giu 21	1,44%	1,38%	0,07%
mag 21	0,31%	0,17%	0,14%
apr 21	0,44%	0,44%	0,00%
mar 21	1,72%	1,69%	0,03%
feb 21	-0,09%	-0,69%	0,60%
gen 21	-0,47%	-0,58%	0,11%

La componente azionaria che nel benchmark pesa il 30% è stata mantenuta mediamente in sovrappeso di circa un punto e mezzo, mentre la duration obbligazionaria è stata sottopesata in media di circa un anno. Il risultato migliore rispetto al benchmark è spiegato per la maggior parte dal sovrappeso equity, oltre che dal buon contributo di stock picking, ma anche il corto di duration ha contribuito positivamente.



A fine anno i dati di rischio del portafoglio sono i seguenti:

- ✓ Active Total Risk 0,96
- ✓ Active Risk Limit 3,00
- ✓ Risk Budget 31,94
- ✓ Equity Active Exposure 3,00
- ✓ Effective Duration 4,41
- ✓ Active Effective Duration -1,05

Asset allocation

	Obbligazionario		Azionario		Monetario	
	Valore PTF	Peso PTF	Valore PTF	Peso PTF	Valore PTF	Peso PTF
31/12/2021	k€40.408	58,77%	k€3.330	32,99%	k€3.331	8,24%

Indicatori di rischio

	PTF	BMK	Delta
Duration	4,39	5,28	-0,89
Volatilità da inizio confronto	7,00%	6,93%	0,07%
Volatilità da inizio anno	3,93%	3,99%	-0,06%
TEV ex-post*	0,68%		

Linea Orizzonte 30

Dati di sintesi

Patrimonio inizio anno € 62.118.036,75

Patrimonio attuale € 70.826.951,21

Ripartizione per strumento

	Valore PTF	Peso PTF
Obbligazioni	€ 27.782.695,73	39,23%
Azioni	€ 32.458.602,14	45,83%
Fondi	€ 5.426.008,14	7,66%
Opzioni	-	-
Liquidità	€ 5.159.645,20	7,28%
Totale	€ 70.826.951,21	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	19,69%	17,33%	2,35%
inizio anno	11,68%	10,33%	1,35%



La linea Orizzonte 30 chiude l'anno in guadagno dell'11,68%, battendo il benchmark di 135 bps. Questo risultato è stato ottenuto con una Tev dello 0,88% e pertanto l'info ratio della gestione è stato pari a 1,53.

Performance mensili ultimi mesi

	PTF	BMK	Delta
dic 21	1,24%	1,02%	0,23%
nov 21	-0,08%	0,42%	-0,50%
ott 21	2,85%	2,71%	0,14%
set 21	-2,09%	-2,33%	0,24%
ago 21	1,21%	1,10%	0,11%
lug 21	1,42%	1,49%	-0,07%
giu 21	1,86%	1,80%	0,05%
mag 21	0,57%	0,34%	0,23%
apr 21	1,11%	1,20%	-0,09%
mar 21	2,63%	2,58%	0,06%
feb 21	0,85%	0,19%	0,66%
gen 21	-0,37%	-0,53%	0,16%

La componente azionaria che nel benchmark pesa il 50% è stata mantenuta mediamente in sovrappeso di circa un punto e mezzo, mentre la duration obbligazionaria è stata sottopesata in media di 0,8 di anno. Il risultato migliore rispetto al benchmark è spiegato per la maggior parte dal sovrappeso equity oltre che dal buon contributo di stock picking, ma anche il corto di duration ha contribuito positivamente.

A fine anno i dati di rischio del portafoglio sono i seguenti:

- ✓ Active Total Risk 1,07
- ✓ Active Risk Limit 4,00
- ✓ Risk Budget 26,75
- ✓ Equity Active Exposure 3,54
- ✓ Effective Duration 3,45
- ✓ Active Effective Duration -0,63

Asset allocation

	Valore PTF	Obbligazionario		Azionario		Monetario	
		Valore PTF	Peso PTF	Valore PTF	Peso PTF	Valore PTF	Peso PTF
31/12/2021	k€70.827	k€27.659	39,05%	k€37.921	53,54%	k€5.248	7,41%

Indicatori di rischio

	PTF	BMK	Delta
Duration	3,43	3,88	-0,44
Volatilità da inizio confronto	11,13%	10,96%	0,17%
Volatilità da inizio anno	5,97%	5,83%	0,15%
TEV ex-post*	0,88%		

Linea Orizzonte Sostenibilità

Dati di sintesi

Patrimonio inizio anno

€ 9.735.805,15

Patrimonio attuale

€ 16.757.165,17



Ripartizione per strumento

	Valore PTF	Peso PTF
Obbligazioni	€ 4.444.282,32	26,52%
Azioni	€ 10.436.312,73	62,28%
Fondi	-	-
Opzioni	-	-
Liquidità	€ 1.876.570,12	11,20%
Totale	€ 16.757.165,17	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	26,58%	27,90%	-1,32%
inizio anno	14,78%	14,12%	0,66%

La linea Orizzonte Sostenibilità guadagna il 14,78%, battendo il benchmark di 66 bps. Questo risultato è stato ottenuto con una Tev dell'1,50% e pertanto l'info ratio della gestione è stato pari a 0,44. Qui il contributo di asset allocation è molto inferiore alle altre linee in quanto la selezione all'interno della componente azionaria è l'elemento caratterizzante la gestione di questa linea.

Performance mensili ultimi mesi

	PTF	BMK	Delta
dic 21	1,32%	1,50%	-0,18%
nov 21	-0,04%	0,39%	-0,43%
ott 21	3,29%	3,15%	0,14%
set 21	-2,64%	-2,33%	-0,31%
ago 21	1,94%	1,44%	0,49%
lug 21	1,94%	1,77%	0,17%
giu 21	1,94%	2,28%	-0,34%
mag 21	0,68%	0,24%	0,43%
apr 21	1,52%	1,39%	0,12%
mar 21	3,88%	3,35%	0,54%
feb 21	0,67%	0,82%	-0,14%
gen 21	-0,46%	-0,58%	0,12%

La componente azionaria che nel benchmark pesa il 60% è stata mantenuta mediamente in sovrappeso di circa un punto, mentre la duration obbligazionaria è stata sottopesata in media di 0,9 di anno. Il risultato migliore rispetto al benchmark è spiegato per 37 bps dal sovrappeso equity, e per 29 bps dal corto duration.

A fine anno i dati di rischio del portafoglio sono i seguenti:

- ✓ Active Total Risk 1,71
- ✓ Active Risk Limit 4,00
- ✓ Risk Budget 42,84
- ✓ Equity Active Exposure 2,31
- ✓ Effective Duration 2,27
- ✓ Active Effective Duration -1,23



Asset allocation

	Obbligazionario			Azionario		Monetario	
	Valore PTF	Valore PTF	Peso PTF	Valore PTF	Peso PTF	Valore PTF	Peso PTF
31/12/2021	k€6.757	k€4.444	26,52%	k€10.436	62,28%	k€1.877	11,20%

Indicatori di rischio

	PTF	BMK	Delta
Duration	2,26	3,31	-1,05
Volatilità da inizio confronto	14,43%	12,23%	2,20%
Volatilità da inizio anno	7,17%	6,85%	0,32%
TEV ex-post*	1,50%		

ESG Score

La linea Orizzonte Sostenibilità risulta avere un rating ESG superiore alle altre linee (AA vs A), nonché un ESG Quality Score ben più elevato del benchmark (7,80 VS 7,25) e delle altre linee.

	Portfolio	Benchmark
Weighted Avg ESG Score	5,68	6,11
Adjustment		
+ ESG Trend Positive	3,52%	3,24%
- ESG Trend Negative	0,54%	0,75%
- ESG Laggards	0,51%	0,53%
Adjustment Total	2,46%	1,96%
Score Adjustment	0,14	0,12
ESG Quality Score	5,82	6,23
ESG Rating	A	A

Orizzonte 10

	Portfolio	Benchmark
Weighted Avg ESG Score	5,93	6,19
Adjustment		
+ ESG Trend Positive	9,80%	9,72%
- ESG Trend Negative	1,37%	1,42%
- ESG Laggards	1,12%	1,34%
Adjustment Total	7,30%	6,96%
Score Adjustment	0,43	0,43
ESG Quality Score	6,37	6,62
ESG Rating	A	A

Orizzonte 20

	Portfolio	Benchmark
Weighted Avg ESG Score	6,16	6,26
Adjustment		
+ ESG Trend Positive	15,79%	16,02%
- ESG Trend Negative	2,25%	2,12%
- ESG Laggards	1,83%	2,24%
Adjustment Total	11,71%	11,66%
Score Adjustment	0,72	0,73
ESG Quality Score	6,88	6,99
ESG Rating	A	A

Orizzonte 30

	Portfolio	Benchmark
Weighted Avg ESG Score	6,74	6,32
Adjustment		
+ ESG Trend Positive	18,84%	19,20%
- ESG Trend Negative	2,99%	2,14%
- ESG Laggards	0,17%	2,39%
Adjustment Total	15,69%	14,67%
Score Adjustment	1,06	0,93
ESG Quality Score	7,80	7,25
ESG Rating	AA	AA

Orizzonte Sostenibilità



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 Crédit Agricole – 2 febbraio 2022.**
- **La presente comunicazione non è destinata alla diffusione al pubblico, ma è diretta a fini informativi al Fondo Pensione Crédit Agricole.**
- **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 2021 - Linea CA Vita Più

Nel 2021 il rendimento della gestione separata Credit Agricole Vita Più è stato del 2,00%.

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

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

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

Inoltre, anche nel 2021 è continuata l'attività di miglioramento della diversificazione di portafoglio tramite l'investimento in fondi non esposti ai mercati finanziari, quali i fondi immobiliari.

Il peso del comparto azionario si è mantenuto stabile nell'anno intorno al 4,5%.

INFORMAZIONI SULL'ANDAMENTO DELLA GESTIONE "FONDICOLL UNIPOLSAI"

La politica di investimento adottata per la Gestione Separata è finalizzata al perseguimento della redditività, della sicurezza e della liquidità degli investimenti, ottimizzando il profilo di rischio-rendimento del portafoglio, tenendo presente le garanzie offerte dai contratti collegati alla Gestione Separata stessa. La composizione del portafoglio della Gestione Separata è principalmente costituita da investimenti nel comparto obbligazionario denominati in euro, emessi da entità sia pubbliche (Stati Sovrani, Enti Sovranazionali) sia private (finanziari e non finanziari).

La gestione del rischio di investimento è effettuata in coerenza con l'assetto organizzativo del fondo, che prevede che la gestione delle risorse sia demandata a intermediari professionali e che il fondo svolga sugli stessi una funzione di controllo.

Le scelte di gestione tengono conto delle indicazioni che derivano dall'attività di monitoraggio del rischio. I gestori effettuano il monitoraggio guardando a specifici indicatori quantitativi scelti sulla base delle caratteristiche dell'incarico loro conferito.

Il fondo svolge a sua volta una funzione di controllo della gestione anche attraverso appositi indicatori di rischio e verificando gli scostamenti tra i risultati realizzati rispetto agli obiettivi e ai parametri di riferimento previsti nei mandati.

La politica strategica degli investimenti di UnipolSai stabilisce, tra l'altro, la composizione strategica di medio-lungo periodo dei portafogli d'investimento e definisce le linee guida per le attività di investimento responsabile, al fine di identificare e gestire specifici rischi che assumono rilievo con riferimento ai Fattori ESG (Environmental, Social and Governance) e supportare finanziariamente uno sviluppo sostenibile. I Fattori ESG rappresentano aspetti di rilievo da considerare, sia nell'ottica di un migliore presidio del rischio che in quella della più efficace individuazione di ambiti di attività in grado di creare valore nel lungo periodo, rispondendo alle istanze sociali, ambientali e di governance maggiormente rilevanti. L'inclusione proattiva dei Fattori ESG nel processo di investimento consente di raggiungere rendimenti finanziari a lungo termine adeguati al rischio. Riguardo la Gestione separata i fattori ESG sono quindi integrati *ex ante*, nei criteri di selezione e di gestione degli investimenti diretti, tramite l'adozione delle seguenti strategie di investimento sostenibile e responsabile: Screening basato su Convenzioni internazionali (*Norm-based Screening*) ed Esclusioni sulla base dell'ambito di attività (*product-based*) e della condotta (*conduct-based*) dell'impresa.

La descrizione dei criteri ESG presi in considerazione nel Monitoraggio di Sostenibilità degli investimenti è disponibile nel Bilancio Integrato di Unipol Gruppo S.p.A. e nel Bilancio di Sostenibilità di UnipolSai Assicurazioni S.p.A.

La gestione nel corso dell'anno è stata prevalentemente caratterizzata da una riduzione di esposizione verso titoli di Stato italiani, in particolare a breve scadenza, a fronte di un incremento dell'esposizione verso titoli di stato europei ad elevato rating caratterizzati da scadenze medio-lunghe. L'esposizione verso emittenti corporate finanziari e industriali è rimasta sostanzialmente invariata. Si segnala inoltre un aumento dell'esposizione della componente azionaria e degli investimenti alternativi, in particolare infrastrutturali e su energie rinnovabili. La duration media del portafoglio nel corso dell'anno è diminuita rispetto a quella media registrata negli anni precedenti.

UnipolSai Assicurazioni S.p.A.

Sede Legale: via Stalingrado, 45 - 40128 Bologna (Italia) - unipolsaiassicurazioni@pec.unipol.it - tel. +39 051 5077111 - fax +39 051 7096584
Capitale sociale i.v. Euro 2.031.456.338,00 - Registro delle Imprese di Bologna, C.F. 00818570012 - P. IVA 03740811207 - R.E.A. 511469
Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol Gruppo S.p.A., iscritta all'Albo Imprese di Assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00006 e facente parte del Gruppo Assicurativo Unipol iscritto all'Albo delle società capogruppo al n. 046
www.unipolsai.com - www.unipolsai.it