



Fondo Pensione Gruppo Bancario Crédit Agricole Italia

**Allegato A al bilancio al 31 dicembre 2022
Commento dei Gestori**

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

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Commento e prospettive

Relazione anno 2022 FP Credit Agricole

Considerazioni generali

Parte macro

Dopo il forte rimbalzo messo a segno dall'economia globale nel 2021 rispetto alla contrazione legata alla pandemia dell'anno precedente, il 2022 si era aperto con auspici di un ritorno graduale verso tassi di crescita più vicini al potenziale. Tuttavia, la combinazione dello scoppio delle ostilità in Ucraina, degli effetti economici della nuova recrudescenza pandemica in Cina e del sensibile aumento dell'inflazione ha contribuito ad una progressiva revisione al ribasso delle stime di crescita del PIL globale, sia per le aree avanzate che per quelle emergenti. In base alle stime attuali, infatti, in termini reali il PIL mondiale dovrebbe far segnare un aumento del 3,4 per cento rispetto al 6,2 per cento del 2021. La revisione verso tassi di crescita più modesti è per gran parte il frutto di una minore forza della domanda per consumi e investimenti anche per effetto dell'aumento dei prezzi e altresì di politiche monetarie divenute più restrittive, pur nell'ambito in alcune aree di nuovi stimoli di natura fiscale.

Se da un lato gli ostacoli alla catena produttiva legati agli effetti della pandemia si sono fortemente ridimensionati in corso d'anno, il sensibile aumento del costo dell'energia e delle materie prime, nonché l'impennata dei prezzi nel settore alimentare hanno contribuito al forte incremento degli indici di crescita dei prezzi, sia alla produzione che al consumo ed al successivo aumento altresì dell'inflazione sottostante. A livello globale le attuali attese per l'inflazione sono state progressivamente riviste al rialzo e puntano attualmente ad un 8,2 per cento nel 2022, rispetto al 3,9 per cento medio per l'intero 2021. Il contributo all'accelerazione dell'inflazione è destinato a giungere sia dalle aree avanzate, destinate a veder più che raddoppiato il tasso per quest'anno a 7,5 per cento rispetto al 3,2 per cento del 2021, sia da quelle emergenti in sensibile aumento all'8,8 per cento dal 4,3 dell'anno precedente.

Dopo le poderose misure messe in campo sia dai governi che dalle banche centrali in termini di stimoli fiscali e monetari l'anno precedente, il 2022 ha visto un forte cambiamento di direzione del costo del denaro in presenza di politiche fiscali ancora generalmente di supporto ma in misura nettamente inferiore al 2021. La sequenza di rialzi dei tassi decisi dalla Federal Reserve, dalla Banca d'Inghilterra e dalla BCE è risultata fin qui intensa e particolarmente concentrata in pochi mesi rispetto ai cicli passati, nell'obiettivo comune di contrastare le spinte al rialzo dell'inflazione, spinte sorprendenti sia in termini di persistenza che di intensità. Tra le aree economiche sviluppate, ha fatto eccezione la banca centrale giapponese ancora in fase di allentamento monetario, che tuttavia nell'ultima riunione dell'anno ha annunciato misure che preludono ad una parziale normalizzazione della propria politica monetaria. Le persistenti pressioni inflazionistiche a livello globale hanno portato anche gran parte delle banche centrali dei paesi emergenti a nuove misure di restrizione monetaria, sebbene alcune di esse avessero già mosso al rialzo i tassi lo scorso anno.

Area Euro

Le stime di crescita per l'area euro puntano attualmente ad un 3,3 per cento per l'anno in corso, in sensibile rallentamento rispetto al forte rimbalzo post-pandemico messo a segno nel 2021, pari al 5,3 per cento. Le stime di inizio anno puntavano a tassi di crescita più elevati ma hanno subito una riduzione, soprattutto alla luce degli effetti macroeconomici legati allo scoppio delle ostilità in Ucraina, con impatti negativi sulla crescita sia diretti che indiretti per il tramite di un'inflazione da costi più elevata.

Nei primi due trimestri dell'anno il prodotto interno dell'area dell'euro ha evidenziato una buona crescita. Al +0,6 per cento trimestre su trimestre registrato nel primo trimestre dal PIL è seguito un aumento dello 0,9 per cento nel secondo. La domanda interna ha fornito il maggior contributo positivo alla crescita ed ha principalmente sostenuto il settore dei servizi: pur risultando eterogenea tra i paesi dell'area, tale contributo ha riflesso la diversa misura in cui la riapertura delle attività nel settore e il recupero del turismo hanno inciso a livello nazionale. Nella seconda parte dell'anno l'attività economica è apparsa destinata a segnare un marcato rallentamento, peraltro già confermato dalla modesta crescita del terzo trimestre (+0,3%). A pesare sono principalmente l'inflazione elevata che frena la spesa e la produzione nell'intera economia, la perdita di slancio del forte recupero della domanda di servizi riconducibile alla riapertura delle attività economiche, l'indebolimento della domanda mondiale, in aggiunta all'inasprimento della politica monetaria in molte grandi economie. L'incertezza inoltre si conferma elevata e il clima di fiducia degli operatori economici è in peggioramento.

Al contrario della crescita in rallentamento, gli indici dei prezzi al consumo hanno messo a segno un'accelerazione notevole rispetto al 2021, chiudendo il 2022 ai nuovi massimi degli ultimi anni, con una stima attuale per l'intero anno all'8,5 per cento. Nel complesso, le spinte inflazionistiche si sono ampliate e intensificate, di riflesso agli ulteriori incrementi registrati da tutte le componenti. L'inflazione relativa alla componente energetica è rimasta la determinante principale dell'inflazione complessiva ed il deprezzamento dell'euro ne ha accentuato la pressione, con rincari che si trasmettono all'intera economia. La domanda repressa negli anni precedenti, seppur in fase di moderazione, ha continuato dal canto suo a determinare rincari nel settore dei servizi, mentre le strozzature dal lato dell'offerta sono andate gradualmente attenuandosi, sebbene il loro impatto ritardato stia ancora contribuendo all'inflazione.

Dal canto suo, la BCE ha reagito alle persistenti sorprese al rialzo dell'inflazione dapprima accelerando il termine degli acquisti netti del programma legato alla pandemia (PEPP) e chiudendo anche gli altri acquisti netti di titoli al termine del primo semestre. Successivamente, la banca centrale ha altresì iniziato un rapido ciclo di rialzi dei tassi con una rapida accelerazione che ha visto un movimento complessivo di ben 250 punti base in appena sette mesi. Nella riunione di dicembre la banca centrale ha poi annunciato l'inizio di un programma di riduzione graduale del proprio bilancio a partire dal marzo prossimo e ha segnalato la determinazione a proseguire sulla strada dei rialzi nelle prossime riunioni allo scopo di raffreddare la crescita dell'inflazione, attesa in rallentamento ma a livelli ancora elevati nel 2023.

USA

La crescita appare destinata a rimanere modesta nella parte finale dell'anno, dopo la contrazione subita dall'attività economica nel primo semestre: la prima parte dell'anno ha infatti registrato un contributo complessivamente negativo degli investimenti privati e dei consumi pubblici e, nel contempo, i consumi privati hanno subito un rallentamento, poiché l'elevata inflazione ha pesato sui redditi reali dall'inizio dell'anno. Tuttavia, nonostante i primi segnali di raffreddamento sul lato dei consumi, il mercato del lavoro rimane forte in termini di creazione di nuovi posti di lavoro, in presenza di un tasso di disoccupazione ancora basso e precisamente al 3,5 per cento nell'ultima rilevazione di dicembre. La forza del mercato del lavoro è altresì confermata dal buon ritmo di crescita dei salari nominali, quest'ultima ancora al di sopra del 5%. Per l'intero 2022 le stime attuali puntano ad un aumento del PIL intorno al 2 per cento, pertanto in sensibile rallentamento rispetto al 6,1 per cento registrato nel 2021. Nel contempo, l'inflazione si mantiene elevata ed è trainata soprattutto dalla forte dinamica del settore dei servizi, sebbene nella seconda parte dell'anno si sia affermato un evidente trend di decelerazione: l'inflazione infatti, è scesa ad un 6,5 per cento nell'ultima rilevazione di dicembre rispetto ai massimi del 9,1 per cento toccato a giugno scorso e le stime per quest'anno puntano ad un tasso medio dell'8,1 per cento. La crescita dell'inflazione a livelli storicamente elevati ha contribuito ad accelerare il processo di rialzo dei tassi da parte della Fed con una progressione sensibile, dai 25 punti base decisi a marzo, ai 50 della riunione di maggio e ai 75 decisi in ciascuna delle quattro riunioni successive. Solo nell'ultima riunione di dicembre la Fed ha deciso di riportare la misura del rialzo ad un più contenuto mezzo punto percentuale. Il presente ciclo di rialzi appare particolarmente intenso in termini di dimensione e concentrato nel tempo rispetto a quelli passati, con un movimento cumulato da marzo scorso di ben 425 punti base. Non ultima è iniziata anche la progressiva riduzione della dimensione del bilancio della banca centrale, precedentemente salita a livelli estremamente elevati per effetto degli stimoli resisi necessari per affrontare gli effetti economici della crisi pandemica.

UK

Per l'economia britannica le ultime stime puntano ad un recupero del 4,4 per cento complessivo nel 2022, in netto rallentamento rispetto al 7,5 messo a segno l'anno precedente. Dopo un primo semestre positivo, lo slancio espansivo si è indebolito nell'estate con le rilevazioni del PIL mensile che hanno sorpreso al ribasso le attese degli economisti, per effetto del calo dell'attività sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. Recentemente, la flessione delle vendite al dettaglio e il sensibile calo registrato dal clima di fiducia dei consumatori hanno evidenziato la debolezza della domanda delle famiglie, mentre gli indicatori di breve periodo hanno anch'essi segnalato un deterioramento del clima di fiducia delle imprese. Questi segnali indicano che molto probabilmente l'economia britannica è entrata in recessione tra il terzo e il quarto trimestre dell'anno. L'altro elemento che potrà contribuire al raffreddamento delle prospettive di recupero dell'economia britannica è legato al trend di normalizzazione della politica monetaria, iniziato al termine del 2021 da parte della Banca d'Inghilterra: tale ciclo è giunto a portare i tassi al 3,5 per cento a dicembre e appare destinato a proseguire verso nuovi rialzi del costo del denaro nei primi mesi del 2023. L'inflazione rimane infatti elevata e pur essendo destinata come in tutte le principali aree economiche avanzate a decelerare il prossimo anno, nel 2022 appare destinata a far registrare un 9,2 per cento medio dal 2,6 per cento del 2021, con un picco mensile a due cifre ritenuto ormai prossimo.

Giappone

Per l'economia nipponica, le nostre stime puntano ad una crescita del PIL intorno all' 1,3 per cento nell'intero 2022, in rallentamento rispetto all'1,7 per cento messo a segno l'anno precedente, per un complessivo recupero rispetto ai livelli pre-pandemici che risulta ancora limitato rispetto alle altre aree avanzate. Dopo aver subito una battuta d'arresto all'inizio del 2022, la ripresa economica giapponese è proseguita nei trimestri successivi, nonostante alcuni fattori sfavorevoli. Gli ultimi dati economici suggeriscono che i consumi privati, in particolare nel settore dei servizi, hanno mostrato una buona tenuta a fronte dell'ondata di COVID-19 durante l'estate, sorretti dalla domanda repressa. Tuttavia, un potenziale ostacolo potrebbe giungere dall'impatto dei maggiori rincari sul clima di fiducia dei consumatori. L'inflazione complessiva trainata dall'aumento dei prezzi dei beni alimentari è salita al 4,0 per cento nelle ultime rilevazioni, il livello più elevato da circa 30 anni (al netto dei periodi di aumento dell'IVA), rispecchiando altresì i rincari delle materie prime a livello internazionale e l'indebolimento dello yen, nonché l'aumento dei beni energetici; in aumento anche l'inflazione core al netto di alimentari ed energetici (2,7 per cento a dicembre). Per l'intero 2022 l'inflazione dovrebbe attestarsi in media al 2,4 per cento, divenendo più persistente sebbene stimata in aumento nettamente più modesto rispetto a gran parte delle altre aree economiche avanzate. Nel corso del 2022 la Banca Centrale del Giappone ha continuato a differenziarsi fortemente dalle banche centrali dei principali paesi avanzati in termini di politica monetaria, mantenendo in essere un'azione accomodante attraverso l'allentamento quantitativo e tassi invariati. Tuttavia anche la Banca del Giappone nella riunione di dicembre ha sorpreso i mercati con una mossa che punta nella direzione di una normalizzazione dei rendimenti a lungo termine, un passo che pare preludere in prospettiva ad una politica meno accomodante.

Emergenti

Dalle economie emergenti ci si attende un sensibile rallentamento della crescita nell'anno in corso, precisamente ad un + 3,9 per cento complessivo dal + 6,9 per cento messo a segno nel 2021. Il rallentamento appare generalmente diffuso a tutti i principali paesi delle diverse aree nell'ambito di un inasprimento globale della politica monetaria che influisce sulle condizioni finanziarie e grava sulla produzione industriale nelle economie emergenti. Le indagini condotte sulla fiducia delle imprese segnalano un indebolimento della produzione in gran parte delle economie e un'attenuazione dei nuovi ordinativi dall'estero. Come per le aree avanzate, al contrario, l'inflazione dovrebbe accelerare all'8,8 per cento dal 4,4 dello scorso anno. Tra i maggiori paesi asiatici, le indicazioni vedono l'economia cinese destinata a subire una marcata decelerazione della crescita, con una stima pari ad un +3,0 per cento rispetto all'8,1 per cento del 2021. La crescita del PIL cinese ha mostrato capacità di tenuta nella parte iniziale dell'anno, ma le drastiche restrizioni alla mobilità attuate nell'ambito della strategia di contrasto alla diffusione del COVID e i connessi cambiamenti nel comportamento dei consumatori hanno contribuito al successivo rallentamento. Sebbene il terzo trimestre abbia fatto registrare una lieve ripresa, gli indicatori

principali segnalano una perdita di slancio. La crescita del PIL è stata sostenuta dal contributo positivo dell'interscambio netto e da una ripresa degli investimenti e dei consumi, che hanno beneficiato delle misure di stimolo adottate dalle autorità e della riapertura delle attività economiche. Dal canto suo, l'inflazione non appare un fattore di particolare freno alla crescita come per le principali aree avanzate, in quanto attesa al 2,0 per cento quest'anno, un tasso di crescita sensibilmente inferiore a quello globale. La politica monetaria perseguita dalla banca centrale cinese, dal canto suo, permane accomodante e di sostegno alla domanda domestica, sebbene le recenti riaperture abbiano ridotto l'esigenza di apportare nuovi stimoli monetari. Tra i paesi latino americani, sia dal Messico che dal Brasile ci si attende un ritmo di crescita prossimo al 3% nel 2022, ma in presenza di un'inflazione rispettivamente al 7,9 per cento ed al 9,3 per cento. I paesi dell'est europeo, infine, risentono non solo della diffusa accelerazione dei prezzi alla produzione e al consumo, e della conseguente necessità delle banche centrali di muoversi verso una maggiore restrizione delle politiche monetarie, ma altresì delle ricadute più dirette del conflitto in Ucraina. In Russia, infine, gli indicatori segnalano una prolungata recessione, con una stima intorno a -3,3 per cento per l'intero anno, mentre l'inflazione complessiva è attesa non lontano dal 14 per cento.

Mercati

Le crescenti pressioni inflazionistiche, ulteriormente rafforzate dall'impatto della guerra Russia-Ucraina sui mercati delle materie prime e dalle preoccupazioni su nuove strozzature dell'offerta legate alle restrizioni in Cina, hanno spinto le banche centrali ad atteggiamenti più aggressivi, spingendo al rialzo i rendimenti governativi su tutte le curve dei paesi sviluppati, con impatto anche sui segmenti a spread, corporate ed emergenti, e sulle borse.

Sui mercati azionari, nei primi 5 mesi dell'anno ha pesato soprattutto l'aggiustamento delle valutazioni e dei corsi all'inasprimento delle condizioni finanziarie a seguito delle azioni delle banche centrali. A ciò, nel mese di giugno, si sono uniti il timore di un rallentamento globale, esacerbato dai persistenti lockdown in Cina, con i connessi potenziali effetti negativi sulle catene di approvvigionamento, affiancati in Europa dal rischio di una crisi energetica, e la preoccupazione per un peggioramento dei margini aziendali. Ciò ha determinato una accelerazione del calo delle quotazioni azionarie e un rafforzamento della rotazione settoriale dai ciclici/growth ai difensivi/value. Dopo un rally dei corsi azionari a luglio, esteso alla prima metà di agosto, la debolezza di settembre ha spinto le principali borse sui minimi dell'anno. Il recupero successivo, di ottobre e novembre, generato dalle attese di banche centrali meno aggressive, è stato interrotto dai toni più aggressivi delle attese utilizzati da Fed e BCE nelle ultime riunioni di politica monetaria di fine anno.

Di seguito il dettaglio per i diversi mercati.

In calo i mercati azionari sia dei paesi sviluppati che dei paesi emergenti

I mercati azionari hanno chiuso l'anno in negativo, indeboliti dalla convergenza di una pluralità di fattori: la politica monetaria restrittiva in risposta all'elevata inflazione, la crisi Russia-Ucraina e la politica zero-Covid della Cina. L'indice MSCI World Net Total Return Index, in USD, ha perso il 18,1%, sintesi del primo semestre archiviato con il peggior risultato dal 2009 a cui ha fatto seguito un solo marginale recupero nel secondo semestre. A livello settoriale, unico settore positivo l'energetico. Con riferimento all'intensità del calo, i settori peggiori sono stati le telecomunicazioni, i consumi discrezionali, la tecnologia; i settori meno deboli i servizi di pubblica utilità, il farmaceutico, i consumi di base. A livello di stili, il value, solo marginalmente in calo, ha sovraperformato ampiamente il growth.

A livello regionale, negli USA l'indice S&P 500, dopo il calo del primo semestre e il recupero di luglio-agosto, è sceso ai minimi da gennaio 2021 a fine settembre per poi recuperare parzialmente nell'ultimo trimestre dell'anno. L'indice VIX, che misura la volatilità implicita delle opzioni sull'indice, dopo il picco a circa 36 nei primi di marzo, è sceso al di sotto di 20 nei primi di aprile, per poi segnare un secondo picco a 35 circa a inizio maggio e un terzo a 34 a settembre, chiudendo l'anno a 22 circa. A livello di fattori, il segmento growth ha evidenziato una sottoperformance rispetto al value, appesantito dal segmento tecnologia. A livello di capitalizzazione, da segnalare la debolezza poco più ampia delle small e mid cap, monitorate

dall'indice Russell 2000, rispetto alla large cap. A livello settoriale, risultati positivi sono stati registrati solo da 2 settori, con un rialzo ampio degli energetici (sostenuti dallo squilibrio tra domanda, che sta mostrando una certa resilienza, e offerta) e più contenuto dei servizi di pubblica utilità. Tra gli altri settori, i più deboli sono risultati i servizi di comunicazione, i consumi discrezionali e la tecnologia.

L'indice Nasdaq ha chiuso il 2022 su livelli più bassi da settembre 2020, indebolito dai rialzi dei rendimenti a lungo termine 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 sovraperformato quelli USA. Dopo aver archiviato perdite ampie nel primo semestre, appesantiti dalla maggiore vulnerabilità agli effetti della guerra Russia-Ucraina e ai rischi di una crisi energetica ampia nonché dall'accelerazione della velocità del processo di normalizzazione della politica monetaria da parte della BCE, i mercati europei hanno evidenziato un apprezzabile recupero nella seconda metà dell'anno, interrotto a settembre ma ripreso con vigore nel quarto trimestre, supportati dalla pubblicazione di dati societari confortanti e dal calo dei costi energetici. A livello settoriale, in rialzo solo il settore energetico; cali più consistenti per immobiliare, tecnologia, industriali e consumi ciclici. A livello di principali paesi dell'area Euro, cali maggiori per Germania e Italia, accomunati dalla maggiore dipendenza energetica dalla Russia; a seguire, per intensità del calo, la Francia e, a distanza, la Spagna.

Tra gli altri paesi sviluppati, in calo sia in valuta locale che in euro il Giappone e l'Australia, piazze azionarie che sono state penalizzate dal loro status di mercati sensibili al ciclo in un contesto di peggioramento delle aspettative sulla crescita mondiale. In Giappone di supporto parziale il perdurare dell'orientamento accomodante della BoJ e l'indebolimento della valuta vs USD.

L'area Emergente in aggregato ha chiuso l'anno in calo sia in USD che in euro, più deboli dei paesi sviluppati per effetto della forte sensibilità al ciclo dei tassi Usa e all'apprezzamento di USD. Con riferimento ai fattori, il segmento Value ha sovraperformato il segmento Growth a fronte di un rialzo dei rendimenti di mercato. A livello di aree, molto negativa l'Europa, appesantita dalla guerra Russia-Ucraina, per vicinanza geografica e di rapporti commerciali. Dinamica debole anche per l'Asia, condizionata dalla performance negativa della Cina, tra chiusure per lockdown e dati macro più deboli delle attese; a parziale supporto del mercato azionario del paese gli orientamenti di politica economica più accomodanti via via assunti nel corso del periodo e in chiusura di anno la rimozione abbastanza repentina delle misure anti-Covid. Tra gli altri mercati, in calo Taiwan e Corea, che hanno risentito della debolezza del settore tecnologico. Più resiliente il mercato indiano, in marginale rialzo in USD e in calo in Euro. Chiusura positiva in USD e euro per l'America Latina, che ha beneficiato del ciclo positivo delle materie prime. A livello di principali paesi, nel corso dell'anno il Brasile ha cominciato a risentire delle incertezze politiche legate all'avvicinarsi delle elezioni presidenziali, prima, e all'evoluzione della politica economica del paese, dopo la vittoria di Lula, poi.

Performance dei principali indici mondiali nell'anno (in Euro, al 30 dicembre): MSCI World -12,8%, MSCI Usa -14,6%, MSCI Euro -9,5%, MSCI Emerging Markets -14,9%,

In rialzo i rendimenti governativi lungo tutte le scadenze; debole il segmento corporate, in scia al rialzo dei tassi di riferimento e all'ampliamento dei differenziali.

I rendimenti dei titoli di Stato hanno evidenziato rialzi generalizzati a livello globale, con le scadenze a breve termine guidate verso l'alto dalla più veloce normalizzazione delle politiche monetarie da parte delle principali banche centrali, e le scadenze a lungo termine spinte al rialzo dalla persistenza dell'inflazione su livelli elevati, dall'incremento dei tassi reali e dalla minore attività delle banche centrali in termini di immissione di liquidità (quantitative tightening della Fed, fine del quantitative easing della BCE). Sul mercato obbligazionario societario, performance negative, con tassi in aumento e spread in allargamento sia per il segmento IG che per il segmento HY.

A livello di aree, da inizio anno in Usa il movimento è stato più marcato sulle scadenze a breve termine, con un movimento di appiattimento della curva. Il tasso a 2 anni si è via via portato su livelli prossimi al 4,75%, raggiunto a inizio novembre per la prima volta dal 2007, per poi ripiegare in chiusura di anno a 4,43% (da circa 0,12% di fine 2021). Alla base del movimento le azioni della Fed, che ha spostato in alto l'intervallo di oscillazione del tasso ufficiale dallo 0%-0,25% di fine 2021 al 4,25%-4,50% di fine 2022. Il tasso decennale, a 1,50% a fine 2021, si è via via portato verso il 4,26% (livello più alto dal 2011) raggiunto nella seconda metà di ottobre per poi ripiegare verso 3,9% di fine 2022. I differenziali sui tratti della curva 2-10 anni e 5-10 anni, dopo il passaggio in territorio negativo in alcune fasi tra fine marzo e aprile, segnale, pur se

contenuto, di attese di recessione nel 2023, si sono successivamente portati marginalmente al di sopra dello 0%, in scia alla debolezza della parte lunga della curva; nella seconda metà dell'anno si sono riportati in territorio negativo in risposta alle crescenti preoccupazioni sulla dinamica di crescita. Il movimento al rialzo dei rendimenti ha interessato via via in modo crescente i tassi reali: il tasso reale a 10 anni, a -1,1% a fine 2021, salito fino a -0,40% a metà febbraio, ha invertito la tendenza in concomitanza dello scoppio della guerra Russia-Ucraina tornando in area -1% agli inizi di marzo per poi avviare un movimento al rialzo e portarsi in territorio positivo per la prima volta dal 2020 dagli inizi di maggio, verso 1,78% di inizio novembre e in ripiegamento a 1,57% a fine 2022. La break-even inflation a 10 anni si è portata da circa 2,60% di fine 2021 in area 3%, sui livelli più alti dal 2000, nella seconda metà di aprile, per poi ripiegare in area 2,13% nella prima metà di dicembre e chiudere l'anno al 2,3%.

I titoli obbligazionari societari hanno subito sia il rialzo dei tassi governativi core che, in misura più marcata nel segmento high yield (HY), l'allargamento degli spread. I titoli societari investment grade (IG) hanno evidenziato un rialzo del rendimento da 2,36% di fine 2021 a 5,48% (+312 pb), con lo spread che è salito da 98 pb di fine 2021 a 138 pb di fine dicembre (+40 pb). Sulle emissioni HY, il rendimento medio si è attestato a fine anno a 8,97% da 4,32% (+465 pb), con spread in allargamento da 310 pb di fine 2021 a 481 (+171 pb).

La curva governativa tedesca ha evidenziato un movimento di appiattimento da inizio anno, con il tasso decennale che si è via via portato sul livello più alto dal 2011 (da -0,18% di fine 2021 a circa il 2,6% di fine 2022). Il tasso a 2 anni ha raggiunto il livello più alto dal 2008 (da -0,62% di fine 2021 a 2,76% di fine 2022), in scia al rafforzamento delle azioni della Bce che ha portato il tasso ufficiale sui depositi da -0,50% di fine 2021 al 2% di fine 2022. Il movimento dei tassi reali europei ha seguito quello degli omologhi USA: il tasso reale a 10 anni è sceso da circa -200 pb di fine 2021 fino al minimo di marzo di -273 pb per poi salire a -41 punti base di metà giugno, ripiegare verso -70 pb in chiusura di semestre e portarsi in territorio positivo a partire dalla seconda metà di dicembre, fino a 0,3% di fine 2022. Il 5y5y inflation swap, indicatore delle aspettative di inflazione nell'Eurozona monitorato dalla BCE, da marzo ha avviato la salita ai massimi dal 2013 poco sotto il 2,5%, livello raggiunto a fine aprile, per poi ripiegare verso il 2% nel terzo trimestre e risalire al 2,4% a fine 2022, da 1,92% circa di fine 2021.

I movimenti sono stati significativi anche per i titoli di Stato italiani: il rendimento a 2 anni è passato da -0,41% a 3,310%; il tasso a dieci anni è passato da 0,54% a 4,72%. Lo spread BTP-Bund, a 135 pb a fine 2021, si è portato sui livelli più alti degli ultimi 2 anni, in area 250 bp, in risposta all'orientamento più aggressivo della BCE emerso dalla riunione del 9 giugno e all'iniziale assenza di indicazioni sulle modalità di azione per contrastare il rischio di frammentazione. Solo dopo la riunione straordinaria della BCE del 15 giugno, sede in cui il Consiglio Direttivo ha deciso di applicare la flessibilità nei reinvestimenti legati al PEPP e ha incaricato i comitati dell'Eurosistema di accelerare la progettazione di un nuovo strumento, il differenziale si è riportato in zona 200 bp alla fine del primo semestre. Di nuovo in area 250 pb nel periodo a cavallo delle elezioni, si è via via ridimensionato, beneficiando della cautela nella gestione della politica fiscale da parte del nuovo governo, chiudendo l'anno a 214 pb.

Con riferimento al debito societario europeo, il rendimento medio dei titoli IG è passato da 0,52% a 4,15% (+364 pb), mentre lo spread ha evidenziato un incremento da 98 pb a 164 pb (+66 pb). I rendimenti delle emissioni societarie europee a più basso merito di credito (HY) sono passati da 2,88% a 7,64% (+475 pb), con lo spread in aumento da 331 pb a 497 pb (+166 pb).

Il 2022 si è rivelato una fase straordinaria anche per il debito Emergente (indice JPM EMBI Global Diversified -17,78% in Usd, -12,6% in Euro), conseguenza del forte rialzo dell'inflazione che ha indotto le principali banche centrali, a partire dalla Fed, ad adottare un approccio di politica monetaria molto aggressivo e questo, assieme ai timori sulla crescita, ha messo sotto pressione tassi e spread. Il rendimento medio è passato da 5,29% a fine 2021 a 8,53% di fine 2022. Il differenziale di rendimento rispetto ai Treasury Usa è salito di 87 punti base, a 455 pb. A livello di rating, debolezza maggiore degli IG rispetto all'HY (-19,76% vs -15,68% in USD). Le emissioni in valuta locale sono scese dell'11,48% in USD. Le emissioni corporate in valuta forte hanno evidenziato un calo del 12,26% in USD; in questo segmento le emissioni HY (-9,77%) hanno sovraperformato quelle IG (-14,20%).

Dollaro USA in rafforzamento verso Euro

Il dollaro ha evidenziato un apprezzamento generalizzato, in risposta alla maggiore resilienza dell'economia USA e all'ampliamento dei differenziali di tassi rispetto alle altre aree. Le quotazioni del dollaro contro Euro sono passate da 1,14 di fine 2021 a 1,07 di fine 2022.

Prospettive Globali

Sul fronte della crescita, prevediamo un'asincronia dei cicli nel 2023: l'accelerazione cinese delle riaperture dovrebbe favorire un rimbalzo dell'economia in una fase in cui l'Europa sarà in recessione e gli USA in deciso rallentamento; l'inflazione, pur rallentando, rimarrà elevata nelle diverse aree. L'orientamento delle principali banche centrali dovrebbe rimanere aggressivo più a lungo di quanto precedentemente previsto, con ripercussioni sui livelli dei tassi di rendimento che potrebbero rimanere su livelli più elevati più a lungo. Tale quadro potrebbe protrarre la fase di correzione dei mercati iniziata a fine 2022 a tutto il 1° semestre 2023, guidata da una recessione dei profitti. Non riteniamo quindi opportuno incrementare i rischi nei portafogli, ma assumere invece un assetto prudente. Nello specifico, siamo più cauti sull'azionario, soprattutto sugli USA (ora con orientamento neutrale: il rialzo del quarto trimestre 2022 è stato guidato dal calo dei rendimenti più che da fondamentali migliori); manteniamo in sottopeso l'Europa, a rischio stagflazione e siamo più positivi sull'area Emergente. Sui tassi, siamo ancora costruttivi sui Treasury USA stante inflazione in decelerazione e rischi sulla crescita; nel breve il trend dei tassi è al rialzo, ma rallentamento economico e minor entità dei rialzi richiedono una gestione attiva della duration. Sul credito, siamo meno positivi sul segmento IG USA, dopo il calo degli spread accumulato nella seconda metà dell'anno, poiché politiche restrittive prolungate impatteranno le condizioni finanziarie; in Europa preferiamo ancora l'IG vs HY (la frenata economica accresce il rischio di maggiori default). Sul mercato valutario, il cambio di passo della Fed, pur non precludendo a una pausa a breve, ci rende meno costruttivi sul dollaro; ancora focus sulle divise rifugio (yen, franco svizzero). Il venir meno del dollaro forte favorisce il debito EM, che potrebbe beneficiare della ripartenza cinese. Rischi: geopolitici, errori di politica monetaria.

Commento alla gestione 2022 – Portafogli Orizzonte 10, 20,30

La performance del 2022 del mandato Orizzonte 10 è pari a -14,71%, quella del benchmark pari a -14,68%. La performance di Orizzonte 20 è pari a -14,96%, quella del benchmark pari a -15,72%. La performance di Orizzonte 30 è pari a -14,80%, quella del benchmark pari a -16,34%.

Driver di performance

Il risultato assoluto delle gestioni è stato indebolito dalla dinamica dei mercati di riferimento, in un contesto di indici azionari e obbligazionari in marcato calo a livello globale.

In termini relativi, sul segmento obbligazionario, di supporto la sottoesposizione, pur se marginale, in termini di duration ai titoli di Stato. Penalizzante la selezione sul segmento corporate.

Sulla componente azionaria, di sostegno la selezione. Nello specifico, sul segmento USA la selezione è stata sostenuta soprattutto dalla sottoperformance di diverse big cap del settore tecnologico, assenti nel portafoglio o in sottopeso da diverso tempo per valutazioni ritenute elevate e da singole scelte all'interno dei diversi settori. Supporto anche dalla selezione nei settori finanziario, consumi discrezionali e materie di base; penalizzanti le scelte nei settori energetico, consumi di base e industriali. A livello di allocazione settoriale, contributo positivo dal sottopeso di finanziari e consumi discrezionali e dal sovrappeso su materie di base ed energetici; contributo negativo dal sottopeso sui consumi di base e sugli industriali. Sul segmento europeo, di supporto la selezione, con il contributo maggiore dai settori materie di base, servizi di pubblica utilità e industriali, a fronte di un contributo negativo delle scelte nei settori consumi discrezionali, tecnologia e consumi di base. A livello di allocazione settoriale, positivo il sottopeso su real estate e la sovraesposizione alle materie di base e la sottoesposizione ai consumi di base; negativo il sottopeso su energetici e finanziari.

Operatività e posizionamento

Il portafoglio è stato caratterizzato da una posizione in media di marginale sovrappeso sull'azionario. A inizio anno, è stato implementato un marginale incremento dell'esposizione all'azionario, con maggior incremento del sovrappeso su Europa rispetto agli USA. Nel mese di febbraio, a fronte dell'acuirsi della crisi Russia-Ucraina, e poi nel mese di marzo, è stata ridotta l'esposizione all'azionario, portata su livelli prossimi alla neutralità, con leggera preferenza per USA, tenuto conto della maggiore vulnerabilità dell'Europa al conflitto Russia-Ucraina; è stata altresì ribilanciata l'esposizione settoriale da temi value/ciclici verso difensivi/quality/growth. Nel periodo luglio-settembre è stata rafforzata l'esposizione agli Usa a scapito dell'Europa, tenuto conto della maggiore vulnerabilità dell'economia europea, ed è stata rafforzata la preferenza per il quality. Nel corso del quarto trimestre, dopo il recupero dei corsi di ottobre/novembre, è stato ulteriormente ridotto il peso dell'azionario, soprattutto USA.

A livello settoriale, sul segmento europeo a inizio anno il portafoglio presentava posizioni lunghe in titoli che in generale beneficiano di un contesto di reflazione (economia forte, inflazione crescente), come energetici, materie di base e banche. Dopo lo scoppio della guerra Russia-Ucraina, è stata ridotta l'esposizione alle banche e confermata la sovraesposizione a energetici e materie di base, incrementando contestualmente le posizioni su consumi di base e servizi di comunicazione. Nelle fasi di debolezza sono state inoltre incrementate le posizioni sulla tecnologia. Successivamente, approfittando del rally di novembre, è stata ridotta l'esposizione alla tecnologia, alle banche e in generale ai ciclici; sono stati altresì inseriti titoli che beneficiano delle riaperture in Cina (società del lusso, consumi di base, energetici). Posizionamento finale: sovraesposizione maggiore a energetici, tecnologia, servizi di pubblica utilità; sottoesposizione maggiore a consumi discrezionali e industriali.

A inizio anno anche il segmento azionario USA presentava posizioni lunghe in titoli che in generale beneficiano di un contesto di reflazione (economia forte, inflazione crescente), come energetici, materie di base e banche. Dopo lo scoppio della guerra Russia-Ucraina, è stata ridotta l'esposizione ai ciclici, soprattutto alle banche, agli industriali e ai consumi discrezionali, e sono state incrementate le posizioni sui gold miners, le materie di base e gli energetici. Dopo l'estate, è stato ulteriormente incrementato il sottopeso sulle big cap del settore tecnologico, ritenute ancora sopravvalutate. Approfittando del rally di novembre, è stata ridotta l'esposizione ai ciclici, in particolare ai consumi discrezionali (retailers, auto), ai semiconduttori, agli industriali; contestualmente è stata incrementata l'esposizione ai consumi di base, ai servizi alla persona e al real estate. Sono state altresì ridotte le esposizioni alle banche, prendendo profitto dopo il rally, e sono stati inseriti titoli che beneficiano delle riaperture in Cina (come le società viaggi). Posizionamento finale: preferenza per settori materie di base (soprattutto gold miners) e real estate; minore esposizione a finanziari, industriali e servizi di pubblica utilità.

A fine anno l'esposizione all'azionario risultava pari a 10,01% per l'Orizzonte 10, a 29,35% per l'Orizzonte 20, a 48,56% per l'Orizzonte 30, in marginale sottopeso rispetto ai relativi benchmark negli ultimi due casi.

Con riferimento alla componente obbligazionaria, nella prima parte dell'anno, in risposta all'acuirsi della situazione geopolitica, prima, e alla conseguente maggiore incertezza economica, poi, è stato via via ridotto il sottopeso di duration sui paesi core. Nello specifico, è stata incrementata l'esposizione in termini di duration ai titoli di Stato core. Su tutto il periodo è stata confermata la preferenza per i titoli di Stato italiani. Sul segmento societario, confermata su tutto il periodo la preferenza per IG euro.

A fine anno, la durata media finanziaria della componente obbligazionaria risultava pari al 5,23 per l'Orizzonte 10 (5,36 il benchmark), al 4,28 per l'Orizzonte 20 (4,44 il benchmark), al 3,13 per l'Orizzonte 30 (3,25 il benchmark).

ANIMA



Scenario macroeconomico

Le forti pressioni inflazionistiche, i rialzi e le fluttuazioni dei prezzi delle materie prime, l'orientamento restrittivo delle banche centrali, l'escalation delle tensioni geo-politiche sullo scenario est-europeo sfociato nel conflitto russo-ucraino, la dinamica pandemica, la crisi energetica, hanno caratterizzato l'andamento dei mercati finanziari nel corso del 2022, concorrendo ad intensificare i timori di stagflazione e ad amplificare i rischi di deterioramento delle prospettive di crescita. Il progressivo aumento delle spinte rialziste sui tassi è stato accentuato dall'approccio particolarmente aggressivo da parte della Fed e della BCE: l'aggiornamento dei rispettivi piani di normalizzazione della politica monetaria, così come per altre Banche Centrali, è stato direzionato a contrastare con incisività l'impennata delle dinamiche inflative. Avversione al rischio, diffusi e repentini incrementi della volatilità, forti penalizzazioni hanno coinvolto sia il comparto azionario sia quello obbligazionario, tuttavia, in corso d'anno, non sono mancate alcune fasi di parziale ripresa dei mercati.

Su base annua, a fine 2022, l'indice globale relativo alla classe azionaria ha fatto registrare una performance ampiamente negativa, di circa -16% in valuta locale (MSCI World Local), con flessioni diffuse a tutti i maggiori listini; anche gli indici obbligazionari, nel 2022, hanno espresso dinamiche cedenti in local currency, con segni negativi sui comparti governativi globali (l'indice di riferimento ha registrato -13% circa su base annua): aspettative di inflazione e tassi reali hanno indotto variazioni al rialzo dei rendimenti.

Commento alla gestione

Componente Obbligazionaria

Nel corso del I trimestre l'esposizione al rischio di tasso è stata gradualmente incrementata, passando da una posizione in sottopeso di duration a inizio anno ad una posizione in sovrappeso rispetto al benchmark alla fine di marzo. Nella prima parte del trimestre il sottopeso di duration, prevalentemente sugli Stati Uniti, si basava su uno scenario rialzista dei rendimenti governativi americani con implicazioni negative anche per le scadenze lunghe della curva europea; è stata incrementata in ottica tattica a inizio febbraio sull'Europa nell'idea che la BCE non potesse ignorare i dati di inflazione superiori alle attese del mese di gennaio; è stata quindi chiusa dopo il meeting BCE di febbraio, come anche l'esposizione su Stati Uniti, in considerazione del movimento di risalita dei rendimenti registrato da inizio anno. È stata aperta solo tatticamente una posizione nuovamente in sottopeso sugli Usa a marzo per la spinta al rialzo sulle aspettative di inflazione e l'incremento dei prezzi delle materie prime seguito allo scoppio del conflitto russo-ucraino, poi neutralizzata nella seconda metà del mese ritenendo che il movimento di risalita dei rendimenti scontasse un sentiero di rialzi dei tassi ufficiali già particolarmente ripido rispetto ad un'inflazione la cui dinamica avrebbe rallentato negli Usa nella seconda metà dell'anno. Il conseguente approccio più "morbido" atteso da parte della Federal Reserve ci ha portato a vedere valore nei livelli raggiunti dai rendimenti a fine marzo, giustificando così una posizione sovrappeso di duration.

L'esposizione al rischio di tasso è stata mantenuta sovrappeso rispetto al benchmark nel II trimestre sulla base dello scenario di cui sopra. Nel trimestre i dati di inflazione superiori alle attese hanno in

realtà mantenuto una spinta al rialzo dei rendimenti con elevata volatilità nella prima parte di giugno, fattore che ci ha fatto propendere per un aumento più graduale dell'entità della posizione sovrappeso di duration. Quando i mercati obbligazionari, precedentemente concentrati sul tema dell'inflazione e della conseguente reazione delle banche centrali, tra giugno e luglio si sono rifocalizzati sulle crescenti evidenze di rallentamento economico negli Usa e nell'area Euro il portafoglio è stato impostato per un appiattimento della curva dei rendimenti. In termini geografici nell'ambito dell'area Euro è stata mantenuta tra aprile e giugno una posizione sovrappeso sui paesi periferici e in particolare sull'Italia, per il differenziale di rendimento positivo offerto dai titoli italiani e nell'idea che la BCE avrebbe cercato di evitare un eccessivo allargamento degli spread sia con i reinvestimenti dei titoli in scadenza sia con la possibile costituzione di un programma ad hoc a questo scopo. Tale posizione è stata portata da sovrappeso a neutrale a metà giugno dopo l'annuncio della BCE di un programma specifico di acquisto di titoli dei paesi periferici dato il conseguente restringimento degli spread e nell'attesa di conoscere i dettagli del programma.

Nel terzo trimestre, l'esposizione al rischio di tasso è stata gestita dinamicamente: è stata mantenuta in sovrappeso rispetto al benchmark nel mese di luglio per l'orientamento meno restrittivo della Federal Reserve a giugno, la prospettiva di un picco dell'inflazione nel terzo trimestre in particolare negli Stati Uniti e il brusco deterioramento degli indicatori di fiducia delle imprese su entrambe le sponde dell'Atlantico. Geograficamente l'esposizione sovrappeso è stata concentrata prevalentemente sugli Stati Uniti per l'idea che qui il picco dell'inflazione fosse più vicino. Successivamente, a inizio agosto è stata ridotta la posizione sovrappeso sia sull'Europa che in Usa in considerazione della discesa dei rendimenti registrata nel mese di luglio, della buona tenuta dell'economia USA, della stagionalità sfavorevole per l'obbligazionario tra agosto e settembre dovuta alla ripresa delle emissioni sul primario. Il convegno di Jackson Hole a fine agosto rappresentava un ulteriore fattore di rischio per una possibile svolta in senso restrittivo della politica monetaria americana. Infine, a settembre la duration è stata portata da neutrale a sottopeso per il rischio di un repricing dei rialzi sulla parte a breve; l'esposizione sottopeso è stata concentrata sull'Europa dato l'orientamento restrittivo della BCE nel meeting dell'8 settembre, mentre sugli Stati Uniti è stato mantenuto un posizionamento neutrale.

L'esposizione al rischio di tasso è stata gestita in modo dinamico anche nel corso del IV trimestre. Tra ottobre e novembre l'esposizione è stata sovrappeso rispetto al benchmark in particolare sugli Stati Uniti in anticipazione di un dato di inflazione Usa inferiore alle attese nel mese di novembre; il dato ha confermato un picco raggiunto dall'inflazione americana nel terzo trimestre e l'avvio di una fase di discesa dell'inflazione anche a livello di inflazione core. Successivamente alla pubblicazione del dato la posizione è stata riportata alla neutralità in un'ottica di presa di profitto data la discesa registrata dai rendimenti. Nell'ambito dell'area Euro è stata mantenuta una esposizione prossima alla neutralità. L'esposizione complessiva sulla duration è stata mantenuta neutrale fino alla fine di novembre e quindi portata in sottopeso in particolare sull'area Euro, dove il mercato era vulnerabile nell'eventualità, confermata dalla BCE nel meeting del 15 dicembre, che ci fosse ancora un po' di strada da fare in termini di rialzi dei tassi ufficiali. Negli Stati Uniti è stata mantenuta una posizione neutrale in quanto i dati di inflazione minori delle attese suggerivano un approccio meno aggressivo in futuro da parte della Federal Reserve. Nell'ambito dell'area Euro in termini di aree geografiche è stata mantenuta nel trimestre un'esposizione sovrappeso sui paesi core e sottopeso sui paesi semiperiferici e periferici data la tendenza degli spread all'allargamento per effetto della politica monetaria restrittiva; l'avvio delle discussioni sul quantitative tightening da parte della BCE era un ulteriore fattore che poteva accentuare questo trend per l'impatto sfavorevole sul volume offerto di titoli in asta dai governi nel 2023 al netto degli acquisti BCE. Nell'ambito dei paesi periferici la posizione sull'Italia è stata

mantenuta neutrale. Negli Stati Uniti nel corso di novembre è stata neutralizzata l'esposizione di curva che puntava a un appiattimento sia per il grado accentuato di inversione della curva, sia perché i dati di inflazione in calo avrebbero permesso alla Federal Reserve di adottare un atteggiamento più attendista con beneficio per la parte a breve della curva.

Componente Azionaria

Durante il 2022, la gestione della componente azionaria è stata molto complessa: se da una parte il peso complessivo è stato mantenuto strategicamente inferiore a quello del benchmark a partire da marzo e questo ha premiato in termini di contributo allocativo, dall'altra la volatilità e i fattori di rischio non esclusivamente fondamentali hanno portato il gestore a modificare spesso il profilo del modello azionario sottostante per cercare di individuare i temi premianti all'interno di una mercato comunque bearish. Di seguito un'analisi mese per mese.

Gennaio è stato contraddistinto da elevata volatilità e correzioni marcate per i principali mercati sviluppati, a causa, da un lato, della politica monetaria della FED sulle attese di rialzo tassi legate alle pressioni inflazionistiche, e dall'altro della paura che i margini per i prossimi trimestri potessero andare sotto pressione a causa dell'incremento dei costi delle materie prime. La conseguenza è stata una correzione dei titoli tecnologici e del settore small/medium cap, che più di altri risentono del rialzo tassi, mentre ne hanno beneficiato i titoli legati al comparto "value" quali finanziari e petroliferi. Tutto ciò ha portato il mercato europeo a performare meglio, essendo molto più pesato su questi ultimi settori rispetto al mercato americano dove il settore tecnologico ha un peso rilevante sugli indici. Pertanto, sul portafoglio europeo è stato ridotto l'investito con vendite che si sono concentrate su settori che hanno fatto bene quali financials, energy e materie prime. Sul portafoglio americano è stata parzialmente ridotta la componente ciclica del portafoglio, mantenendo ed incrementando l'esposizione al settore energy e alle banche all'interno dei finanziari. All'interno della componente difensiva è stato incrementato il peso dei consumer staples e ridotto quello delle utilities. Si conferma il sovrappeso e la preferenza per le large cap rispetto alle mid cap nel settore tech, mentre si è iniziato a ruotare dai semiconduttori al software. Il profilo ciclico del portafoglio e l'esposizione complessiva al fattore value a sfavore del growth continuano a caratterizzare i rischi in portafoglio. In incremento anche l'esposizione al fattore quality, da preferire in uno scenario di maggiore incertezza e di rialzo dei credit spread.

Il mercato azionario nel mese di febbraio è stato contraddistinto da una leggera discesa dei mercati e da una bassa volatilità con temi incentrati sempre sulle aspettative delle decisioni in tema di rialzo tassi da parte delle Banche Centrali ed in particolare della Fed. L'evolversi del conflitto armato fra Russia e Ucraina ha cambiato in modo importante l'allocation dei portafogli. Sul portafoglio europeo ci si è mossi prendendo beneficio su titoli in settori, quali i financials, che avevano fatto particolarmente bene, e aumentando ulteriormente il sottopeso nella componente ciclica e industriale. Al contrario, è stato aumentato il peso nel settore energetico e delle materie prime e, all'interno dei settori difensivi quello dei consumer staples, telecomunicazioni e utilities a sfavore dei consumi discrezionali e tecnologia. Gli stessi movimenti settoriali sono stati effettuati anche sulla componente americana, passando da una tematica di rialzo tassi ad una più difensiva e incentrata su un ulteriore shock inflattivo derivante dal rialzo dei prezzi delle materie prime. La tecnologia è stata ridotta ma è stato aumentato il peso dei titoli esposti alla sicurezza informatica. Il settore dei consumer discretionary, visto l'impatto dell'inflazione, è stato portato in sottopeso. Nel complesso il profilo del portafoglio è

stato avvicinato alla neutralità, con un maggior equilibrio nell'esposizione complessiva ai fattori value e growth e con un sovrappeso sul quality.

Il mese di marzo è stato contraddistinto da due movimenti nettamente distinti entrambi correlati con il conflitto russo-ucraino. Il primo, ribassista, ha fatto segnare discese comprese fra il -5% e il -10%. Ovviamente l'Europa è stata quella che ha fatto segnare la peggiore discesa a causa degli impatti economici del conflitto molto più importanti su quest'ultima area. Ne hanno maggiormente risentito i paesi che hanno elevati interscambi commerciali e dipendono di più dal gas russo quali Germania e Italia. Il secondo movimento è stato segnato da una fase di recupero dei mercati legato alle speranze più o meno reali di una risoluzione del conflitto. Nel mese si è quindi assistito a movimenti altalenanti del mercato con un risultato a fine mese compreso fra il neutrale per l'Europa e positivo per le altre aree. Sul portafoglio europeo è stato ridotto il peso dei finanziari e dei consumi discrezionali. Nel settore dei materials la riduzione è avvenuta principalmente nella chimica specialistica, mantenendo al contempo un sovrappeso sul settore delle materie prime. Contemporaneamente è stato aumentato il peso nel settore energetico e nel settore tecnologico, oltre che nei consumer staples (tilt difensivo). Infine, è stato ridotto il sottopeso nell'area industriale tramite la selezione di titoli che avevano raggiunto valutazioni interessanti. Sul portafoglio americano è stata ridotta l'esposizione alle banche Usa a favore delle più stabili banche canadesi, è stato aumentato il peso della tecnologia inserendo anche qualche nome nel segmento mid cap, mentre è stato parzialmente preso profitto dal settore energy ricalibrando contestualmente il sovrappeso sul comparto degli oil services.

Il mercato azionario nel mese di aprile è stato contraddistinto ancora da un andamento pesantemente negativo in Europa e, in particolare, nell'area americana. La causa è principalmente da ricondursi alla guerra fra Russia e Ucraina che ha portato, da una parte, ad una spirale inflazionistica e di rialzo tassi mai vista negli ultimi anni, e dall'altra ad un rallentamento dell'economia. Come ulteriore effetto negativo sulla crescita mondiale si sono aggiunti i nuovi lockdown in diverse aree della Cina causa Covid. Nel portafoglio europeo è stato azzerato il sovrappeso nel settore dei materials e ulteriormente ridotto il peso nel settore dei consumi discrezionali e nel settore industriale; contemporaneamente è stato aumentato il peso nel settore communication e consumer staples. Nella componente americana dei portafogli il settore energy è rimasto il maggiore sovrappeso nonostante alcune prese di profitto. Il profilo complessivo del portafoglio nel corso del mese è stato spostato verso i settori difensivi con l'aumento delle telecoms e dei consumer staples, mentre dall'altra parte sono stati ridotti i materials e gli industriali. Nella tecnologia è stata incrementata l'esposizione alle carte di credito come tema legato al potenziale reopening.

Il mese di maggio è stato caratterizzato da un iniziale movimento ribassista del mercato azionario sia statunitense che europeo, seguito da un movimento rialzista nella seconda parte del mese con una contestuale riduzione della volatilità. La guerra fra Russia e Ucraina ha continuato a rappresentare la principale fonte di incertezza fra alterne speranze di un cessate il fuoco prontamente disilluse nei giorni successivi. Il rallentamento dei lockdown in diverse aree della Cina ha aiutato titoli ciclici quali auto o lusso a rimbalzare dopo la pesante correzione del mese precedente. Nel portafoglio europeo sono stati ridotti i sovrappesi nei consumer staples e nel settore communication services sulla base delle valutazioni, e incrementato nuovamente il peso del settore finanziario (banche) e materials per lo stesso motivo. Infine, è stato ulteriormente ridotto il peso del settore degli industriali a favore delle utilities. Nella componente americana dei portafogli il settore tech è stato ulteriormente aumentato, in particolare con riguardo ai titoli legati alle carte di credito e quelli legati alle rinnovabili. È stato aumentato anche il sovrappeso delle banche nei nomi che hanno riportato i migliori risultati

trimestrali. È rimasto in sovrappeso anche il settore energy che continua a beneficiare del rialzo della commodity e delle conseguenti revisioni al rialzo delle stime degli utili. Sono stati ridotti i settori legati ai consumi, sia discrezionali che staples: i deludenti risultati dei retailers, legati allo spostamento dei consumi verso i servizi e le pressioni inflazionistiche che impattano i costi, costituiscono un mix “tossico” per i due settori nel breve termine.

Il mese di giugno è stato contraddistinto da una brusca discesa dei mercati, con perdite importanti e un incremento della volatilità che ha visto un nuovo picco nella parte centrale del mese per via dell'andamento non solo della guerra in Ucraina e i suoi sviluppi futuri impossibili da prevedere, ma anche degli utili nella seconda parte dell'anno. Nel portafoglio europeo è stato ridotto il peso nei consumer staples e aumentato nei consumer discretionary, principalmente nel settore lusso per l'attesa di una riapertura dei mercati cinesi. Inoltre, è stato ridotto il peso nel settore della tecnologia, materials, energetico e utilities a favore principalmente del farmaceutico. Nella componente americana dei portafogli è stato incrementato il sovrappeso verso i settori difensivi a scapito dei ciclici, con l'eccezione della tecnologia che è rimasta in sovrappeso; in particolare, in questo ambito il software è stato preferito ai semiconduttori per la maggiore resilienza della crescita nel comparto mentre nei semiconduttori si è rilevato un principio di risoluzione dei colli di bottiglia e rallentamento della domanda in alcuni mercati finali. Il settore energy è stato portato alla neutralità per presa di profitto. L'andamento del prezzo del petrolio, sebbene sostenuto dal lato dell'offerta, ha iniziato a risentire delle prospettive più incerte sul lato della domanda. È stata infine implementata una posizione di sovrappeso su alcuni nomi esposti alla riapertura dell'economia cinese; sebbene la situazione non sia ancora del tutto risolta le autorità stanno cercando di restringere sempre più i lockdown allo stretto necessario per non provocare ulteriori danni alla crescita economica che si sta allontanando sempre più dall'obiettivo annuale. A livello di fattori, nel corso del trimestre è rimasto in sovrappeso il quality.

Da luglio fino alla metà di agosto, il mercato si è mosso al rialzo sulle attese di una politica monetaria meno aggressiva da parte di Powell. In realtà durante la riunione di Jackson Hole di fine mese tali aspettative sono state deluse e il mercato si è mosso molto velocemente al ribasso considerando assai probabile l'innescarsi di una fase recessiva sia in Europa e sia in America. Ad aggravare la situazione si sono aggiunti, in Europa, i forti rialzi del prezzo dell'energia e il rischio tutt'altro che remoto di una chiusura totale delle forniture da parte della Russia. Nel portafoglio europeo è stato ridotto il peso nei consumer staples aumentandolo nei consumer discretionary principalmente nel settore lusso; inoltre è stato ridotto il peso nel settore dei materials e degli industriali incrementando contestualmente il peso nel settore della tecnologia e dei finanziari (banche francesi e italiane). Nella componente americana dei portafogli è stato ridotto il peso della tecnologia portandolo in sottopeso, per prese di profitto sui semiconduttori (prima e durante la reporting season) e in misura minore anche nel software. È stato invece incrementato il peso sulle banche per la risalita dei tassi anche in considerazione dei dati trimestrali. Nei consumi discrezionali e negli altri settori dove era stata costruita una posizione in funzione delle riaperture in Cina la posizione è stata ridotta e portata vicino alla neutralità.

Durante il mese di settembre, il mercato inizialmente si è mosso al rialzo sulle speranze di una politica sui tassi meno aggressiva da parte della Fed; speranze che sono state completamente disattese dalle successive dichiarazioni, che hanno confermato come l'obiettivo primario delle Banche Centrali (America in testa) sia la lotta all'inflazione anche a costo di portare l'economia in recessione. Di fatto hanno confermato un messaggio hawkish e che il sentiero dei rialzi continuerà nei prossimi mesi. Di

conseguenza i mercati azionari hanno bruscamente invertito la rotta mettendo a segno una delle peggiori performance degli ultimi mesi. Nel portafoglio europeo è stato ridotto il peso nel settore dei materials e degli industriali incrementando contestualmente il peso nel settore dei finanziari e delle utilities, valutando, su ulteriori discese, di chiudere parte del sottopeso degli industriali e della chimica specialistica contro settori più difensivi quali consumer staples e communication services. Nella componente americana dei portafogli è stato ridotto il peso dei consumi discrezionali vendendo in particolare esposizione alle auto e ai titoli legati alle riaperture in Cina visto il proseguimento dell'utilizzo dei lockdown nella gestione del Covid. Dall'altra parte sono stati comprati titoli di qualità nel settore industriale riducendo il sottopeso complessivo del settore. Nella tecnologia si mantiene un moderato sottopeso visto l'andamento dei tassi che continua a mettere sotto pressione i multipli e contemporaneamente i tagli delle stime che stanno accelerando.

Il mese di ottobre è stato caratterizzato da un movimento rialzista del mercato azionario sia statunitense che europeo con un contestuale movimento di incremento della volatilità nella prima parte del mese e successiva inversione di direzione nella seconda metà. Le motivazioni di tale movimento sono legate principalmente all'atteggiamento della Fed che, nonostante le dichiarazioni di una politica di lotta all'inflazione con attese di ulteriori rialzi dei tassi di interesse, sono apparse in realtà più concilianti mostrando sempre più una maggiore attenzione anche alla situazione economica di una potenziale recessione. Inoltre, il prezzo dell'energia (principalmente gas) ha mostrato una forte correzione al ribasso sia per i minori consumi sia per il clima particolarmente favorevole. Il portafoglio europeo nel mese di ottobre è stato così rimodulato: di fatto è stato ridotto il sottopeso nel settore dei materials e degli industriali diminuendo contestualmente il sovrappeso nel settore dei consumer staples e communication. Inoltre, nel settore dei finanziari dove si era aumentato il peso delle banche si è proceduto a ridurlo progressivamente sui rialzi. Nella componente americana è stato incrementato il peso del settore tech dopo la correzione avvenuta durante la reporting season acquistando in particolare esposizione nel comparto dei semiconduttori. È stato poi aumentato anche il peso dei media, e il settore materials è stato portato da sottopeso alla neutralità. I settori Healthcare e consumer staples di converso sono stati ridotti e portati da sovrappeso a neutrali per presa di profitto visto le valutazioni elevate raggiunte in particolare nel settore staples. A livello di aree geografiche l'area americana è stata posta in sovrappeso a scapito dell'Asia ed in parte minore dell'Europa.

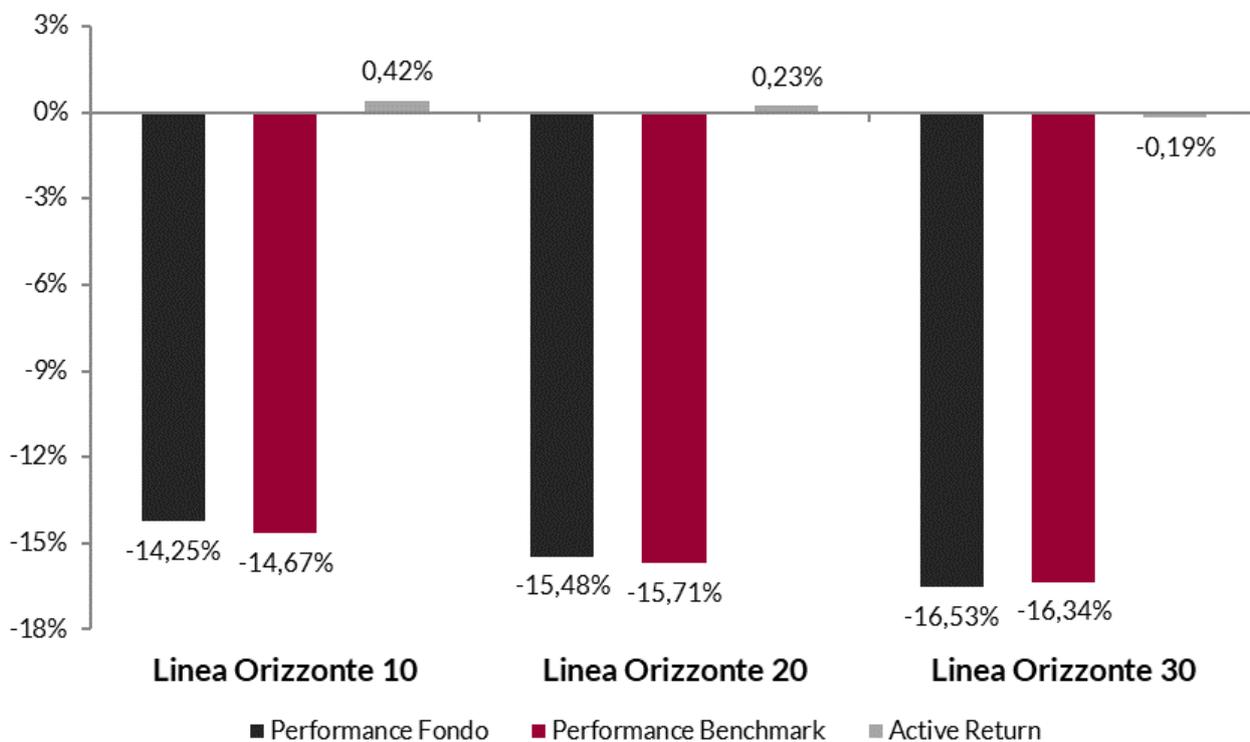
Il mese di novembre è stato caratterizzato da un movimento rialzista del mercato azionario sia statunitense che europeo con un contestuale movimento di riduzione della volatilità che ha segnato nuovi minimi. Le motivazioni di questo andamento ricalcano quelle del mese precedente e cioè una Fed decisamente più conciliante nelle dichiarazioni sui futuri rialzi dei tassi e che pone sempre più attenzione sull'andamento congiunturale con un'economia che, nel prossimo anno, potrebbe entrare in una fase di recessione. Il portafoglio europeo durante il mese ha registrato diversi cambiamenti, ed è stato modulato su posizioni più difensive. Di fatto è stato ridotto il peso nel settore della tecnologia, energia e telecomunicazioni. Inoltre, è stato aumentato il sottopeso nel settore degli industriali prendendo beneficio su diversi titoli del settore. All'opposto si è aumentato il peso nei settori dei consumer staples e farmaceutico. Nella componente americana è stato aumentato il peso del settore healthcare riportandolo in sovrappeso mentre è stato nuovamente ridotto il peso del comparto tech che ha continuato a soffrire a causa di andamenti altalenanti dei titoli del comparto software e ad ulteriori profit warning nei semiconduttori. Si è poi continuato a ridurre l'esposizione agli industriali dove le valutazioni si sono attestate su valori elevati ed erano ravvisabili rischi di rallentamento. Nella componente asiatica è stata aumentata l'esposizione all'area cinese comprando titoli in HK legati alla ripresa delle attività più compresse dai severi lockdown imposti negli ultimi mesi e che cominciavano

ad essere allentati. È stato comunque mantenuto un atteggiamento vigile sulle conseguenze di queste riaperture e sull'andamento dei contagi visto l'incertezza sulla tenuta del sistema ospedaliero locale. A livello di aree geografiche il portafoglio sul finale del mese è stato mantenuto in equilibrio tra le varie aree geografiche essendo stato chiuso in gran parte il sottopeso nell'area asiatica.

Il mese di dicembre è stato caratterizzato da un movimento laterale dei mercati azionari nella prima parte del mese a cui ha seguito una fase di discesa dopo i meeting delle banche centrali in un contesto di politica monetaria restrittiva e di retorica aggressiva di queste ultime sui tassi ufficiali. I dati congiunturali hanno confermato la dinamica di rallentamento dell'economia globale. In particolare, l'economia statunitense ha presentato dati migliori delle attese mantenendo evidenze di resilienza in termini di domanda interna e con un mercato del lavoro con molti fattori di solidità. In area Euro i consumi privati hanno continuato a fornire un supporto importante alla crescita ma un contributo significativo è arrivato dagli investimenti. Il mercato azionario nella prima quindicina di dicembre ha corretto il movimento rialzista del mese precedente, per poi muoversi lateralmente con bassi volumi per la seconda parte del mese anche a causa delle festività natalizie. Di qui in avanti il trend del mercato dipenderà a nostro avviso sempre più dall'andamento degli utili delle aziende e in misura minore dalla politica monetaria. Il portafoglio europeo nel mese di dicembre è stato modulato su posizioni più difensive: è stato ridotto il peso nel settore dei finanziari, che avevano fatto segnare una buona performance nel mese di novembre, e si è incrementato il peso nel settore dei consumer staples ed energetico. Infine, in misura minore è aumentato il peso nel settore dei materials in particolare sempre nell'area della chimica specialistica. Anche la componente americana è stata modificata in senso difensivo incrementando in particolare il sovrappeso del settore staples e riducendo quello del settore tech. L'esposizione agli altri settori è invece rimasta sostanzialmente invariata. In Asia, ma anche nelle altre aree geografiche, è stato ulteriormente aumentato il peso dei titoli esposti al reopening cinese visto il completo abbandono della politica della tolleranza zero verso il covid. I contagi sono incrementati ma il movimento delle persone, la maggiore libertà e gli stimoli del governo stanno rimettendo in moto un'economia che esce da un lungo periodo di torpore. Ci aspettiamo di conseguenza un impatto positivo sulla ripresa dei consumi. A livello di aree geografiche il portafoglio si è caratterizzato per un sottopeso sull'area europea e un sovrappeso sull'area asiatica.

Il profilo fattoriale complessivo del portafoglio è rimasto orientato verso la ricerca di equilibrio tra growth e value; il fattore privilegiato in questo contesto è stato il quality con enfasi sulla free cash flow generation e dividends.

Performance





EURIZON
ASSET MANAGEMENT



FONDO PENSIONE CREDIT AGRICOLE

Relazione annuale 2022

24 febbraio 2023



INDICE

- ✓ Commento sull'andamento dei mercati finanziari nell'anno 2022
- ✓ Analisi della gestione dei mandati nell'anno 2022



✓ Commento sull'andamento dei mercati finanziari nell'anno 2022

Il 2022 è stato caratterizzato da un inasprimento delle politiche monetarie in tutti i principali Paesi del mondo, con l'obiettivo di contrastare l'elevato livello di inflazione che i colli di bottiglia, legati alle conseguenze della pandemia sul sistema logistico internazionale, e le imponenti misure di espansione fiscale a sostegno della ripresa hanno generato a partire dalla fine del 2021. Ha fatto eccezione la Cina che già nel corso del 2021 aveva introdotto misure di restrizione monetaria e nel 2022, invece, ha ridato gradualmente stimolo all'economia frenata da nuove ondate di contagi. A contribuire all'elevato livello di inflazione sono stati anche gli effetti relativi all'invasione russa dell'Ucraina, avvenuta in febbraio. La trasformazione in armi negoziali delle forniture di gas, di petrolio e di materie prime dalla Russia all'Europa ha contribuito all'innalzamento dei prezzi. A questo si è poi aggiunta l'incertezza legata alle politiche cinesi in merito alla gestione delle nuove ondate di Covid. Nel corso dell'anno, la Cina ha gradualmente alleggerito la politica zero-Covid che prevedeva ripetuti lockdown, lasciando però spazio a un notevole incremento dei contagi.

La borsa americana ha risentito della forte svolta restrittiva della Fed, registrando nel 2022 un -18,1% (indice S&P 500 comprensivo dei dividendi). Il rialzo dei tassi finalizzato a contenere l'inflazione è stato la causa principale dei saldi negativi delle principali borse azionarie. In Europa l'indice EuroStoxx riporta un ritorno pari -11,7%, l'indice giapponese Topix chiude il 2022 con -2,5%. Negativi anche i mercati emergenti in aggregato (ritorno pari a -15,2%) che hanno risentito, in Asia, del rallentamento cinese e, in America Latina di politiche monetarie restrittive.

Ritorni negativi per i tassi governativi che hanno scontato le politiche restrittive delle Banche Centrali. Negli USA il 2 anni, che aveva iniziato l'anno a 0,65%, ha chiuso il 2022 in area 4,50% per effetto dei 425 punti base di rialzo dei tassi decisi dalla Fed. Il 10 anni americano è passato da 1,50% a 3,80% scontando da un lato il rialzo dei tassi Fed, ma dall'altro anche l'incertezza legata alla tenuta della ripresa economica. Il 2022 si conclude, infatti, con una curva dei tassi USA fortemente invertita. Evoluzione simile per la curva dei tassi europei. Il 2 anni tedesco è passato da -0,65% a 2,65%, il 10 anni da -0,2% a 2,6%. Anche la BCE, sebbene con alcuni mesi di ritardo rispetto alla Fed, ha inasprito la propria politica monetaria introducendo rialzi complessivi per 250 punti base. Sia la Fed sia la BCE hanno concluso il 2022 rallentando il ritmo dei rialzi alla luce di un'inflazione in marginale rientro; la BCE, però, ha mantenuto un messaggio particolarmente restrittivo sul percorso futuro, affermando che i tassi di interesse dovranno ancora aumentare ad un ritmo costante, con una pausa ancora lontana. Il messaggio "aggressivo" di Lagarde è da ricondurre al ritardo della BCE rispetto alla Fed.

Lo spread Italia - Germania si è portato in area 200 punti base a fine 2022, avendo iniziato l'anno in area 135, per un decennale italiano che è passato da 1,14% a 4,60%. Nel complesso è stata un'evoluzione piuttosto ordinata, alla luce di un anno che ha visto l'Italia andare ad elezioni anticipate passando da un governo tecnico a guida Draghi ad uno politico di centrodestra. A questo poi va sommato anche il venir meno di parte del sostegno BCE, che ha annunciato la riduzione degli acquisti di titoli introdotti in occasione della crisi pandemica. Il mercato conferma molta attenzione all'evoluzione del quadro macro-italiano, ma ad oggi non evidenzia un tema idiosincrativo relativo al nostro paese.

Negativi i ritorni anche per tutte le componenti a spread che hanno registrato sia l'impatto negativo del forte aumento dei tassi sottostanti sia l'aumento del livello degli spread. In particolare, lo spread del comparto Investment Grade è passato da 100 punti base a 147, mentre gli High Yield globali hanno visto lo spread aumentare da 373 a 513 punti base. Lo spread relativo ai Paesi emergenti è passato da 368 punti base a 463.

Il dollaro è risultato in costante apprezzamento nell'anno, prolungando la tendenza iniziata nel 2021. Alla luce del forte contesto di incertezza generato dall'elevata inflazione e dalla reazione



molto decisa delle Banche Centrali la valuta americana è passata da 1,13 a 1,06 contro euro, toccando anche 0,95 nei momenti di maggiore incertezza e in occasione di strappi in avanti da parte della Fed in tema di rialzo dei tassi.

✓ Analisi della gestione dei mandati nell'anno 2022

Linea Orizzonte 10

Dati di sintesi

Patrimonio inizio anno € 37.297.592,07

Patrimonio attuale € 31.934.146,36

Ripartizione per strumento

	Valore PTF	Peso PTF
Obbligazioni	€ 27.678.117,84	86,67%
Azioni	€ 2.685.553,64	8,41%
Fondi	€ 1.036.528,23	3,25%
Opzioni	-	-
Altro	€ 3.989,00	0,01%
Liquidità	€ 529.957,65	1,66%
Totale	€ 31.934.146,36	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	-10,10%	-11,49%	1,39%
2022	-14,45%	-14,68%	0,23%



L'elevato contenuto obbligazionario della linea spiega gran parte del risultato assoluto di -14.45%. A livello operativo a fronte di una duration di circa 6y del parametro di riferimento, abbiamo mantenuto da inizio anno, e per l'intero primo trimestre, un corto di quasi un anno, poi man mano che i rendimenti diventavano più interessanti ci siamo portati più vicini alla neutralità. Il contributo in asset allocation di questo posizionamento ha prodotto sull'anno 85 pb di over performance, ridotta di circa 50 pb dalla selezione geografica. Sul fronte azionario, il leggero sovrappeso azionario, in media sull'anno di circa 1%, ha tolto 15 pb.

Sul finire dell'anno abbiamo aumentato la componente azionaria emergente, europea e giapponese.

La performance del portafoglio ha battuto quella del benchmark di 23 pb.

Performance mensili ultimi mesi

	PTF	BMK	Delta
dic 22	-4,21%	-3,77%	-0,44%
nov 22	1,88%	1,64%	0,24%
ott 22	0,97%	0,80%	0,17%
set 22	-3,66%	-3,85%	0,19%
ago 22	-4,02%	-4,11%	0,09%
lug 22	3,61%	3,90%	-0,29%
giu 22	-1,73%	-1,84%	0,11%
mag 22	-1,59%	-1,58%	-0,01%
apr 22	-2,62%	-2,36%	-0,26%
mar 22	-1,29%	-1,48%	0,19%
feb 22	-1,26%	-1,44%	0,19%
gen 22	-1,28%	-1,38%	0,10%

Indicatori di rischio

	PTF	BMK	Delta
Duration	5,33	5,33	0,00
Volatilità da inizio confronto	5,22%	5,30%	-0,08%
Volatilità da inizio anno	7,06%	7,26%	-0,19%
TEV ex-post*	0,81%		



Linea Orizzonte 20

Dati di sintesi

Patrimonio inizio anno € 40.407.747,92

Patrimonio attuale € 35.088.897,21

Ripartizione per strumento

	Valore PTF	Peso PTF
Obbligazioni	€23.512.460,23	67,01%
Azioni	€9.000.543,51	25,65%
Fondi	€1723.769,48	4,91%
Opzioni	-	-
Altro	€18.162,70	0,05%
Liquidità	€833.961,29	2,38%
Totale	€35.088.897,21	100,00%

Indici del benchmark

	Peso BM K
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	BM K	Delta
inizio confronto	-4,72%	-6,79%	2,07%
2022	-15,33%	-15,72%	0,39%

La linea ha il 70% del parametro di riferimento investito in bond e a fronte di un risultato assoluto di -15.33%, la performance della componente obbligazionaria ha contribuito per circa -11%. A livello operativo a fronte di una duration di 4.8y del parametro di riferimento, abbiamo mantenuto da inizio anno, e per l'intero primo trimestre, un corto di quasi un anno, poi man mano che i rendimenti diventavano più interessanti ci siamo portati più vicini alla neutralità. Il contributo in asset allocation di questo posizionamento ha prodotto sull'anno circa 90 pb di over performance, ridotta di circa 30 pb dalla selezione geografica. Sul fronte azionario, il leggero sovrappeso azionario, in media sull'anno di circa 1%, ha tolto 25 pb, pienamente compensati dalla buona selezione titoli.

Sul finire dell'anno abbiamo aumentato la componente azionaria emergente ed europea.

La performance del portafoglio ha battuto quella del benchmark di 39 pb.

Performance mensili ultimi mesi

	PTF	BMK	Delta
dic 22	-4,65%	-4,24%	-0,41%
nov 22	2,64%	2,54%	0,10%
ott 22	2,25%	2,14%	0,11%
set 22	-4,72%	-5,02%	0,30%
ago 22	-4,01%	-4,12%	0,12%
lug 22	4,51%	4,91%	-0,40%
giu 22	-2,99%	-3,23%	0,24%
mag 22	-1,46%	-1,38%	-0,08%
apr 22	-3,65%	-3,52%	-0,13%
mar 22	-0,20%	-0,52%	0,32%
feb 22	-1,61%	-1,79%	0,18%
gen 22	-2,15%	-2,23%	0,09%

Indicatori di rischio

	PTF	BMK	Delta
Duration	4,41	4,38	0,03
Volatilità da inizio confronto	7,68%	7,69%	-0,01%
Volatilità da inizio anno	8,56%	8,71%	-0,15%
TEV ex-post*	0,90%		

Linea Orizzonte 30

Dati di sintesi

Patrimonio inizio anno € 70.826.951,21

Patrimonio attuale € 61.006.878,04

Ripartizione per strumento

	Valore PTF	Peso PTF
Obbligazioni	€27.747.494,83	45,48%
Azioni	€26.198.931,94	42,94%
Fondi	€4.945.677,57	8,11%
Opzioni	-	-
Altro	€0.354,43	0,02%
Liquidità	€2.104.419,27	3,45%
Totale	€61.006.878,04	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	0,88%	-183%	2,72%
2022	-15,71%	-16,34%	0,63%

La linea ha un risultato assoluto di -15.71%, la performance della componente obbligazionaria ha contribuito per circa -8.5%. A livello operativo a fronte di una duration di 3.6y del parametro di riferimento, abbiamo mantenuto da inizio anno, e per l'intero primo trimestre, un corto di quasi un anno, poi man mano che i rendimenti diventavano più interessanti ci siamo portati più vicini alla neutralità. Il contributo in asset allocation di questo posizionamento ha prodotto sull'anno circa 80 pb di over performance, ridotta di circa 40 pb dalla selezione geografica. Sul fronte azionario, il leggero sovrappeso azionario, in media sull'anno di circa 1,5%, ha tolto 38 pb, più che compensati dalla buona selezione titoli.

Sul finire dell'anno abbiamo aumentato la componente azionaria emergente ed europea.

La performance del portafoglio ha battuto quella del benchmark di 63 pb.

Performance mensili ultimi mesi

	PTF	BMK	Delta
dic 22	-5,02%	-4,88%	-0,15%
nov 22	3,54%	3,28%	0,26%
ott 22	3,70%	3,45%	0,25%
set 22	-5,62%	-6,06%	0,44%
ago 22	-3,84%	-4,06%	0,22%
lug 22	5,56%	6,00%	-0,44%
giu 22	-4,16%	-4,47%	0,31%
mag 22	-1,54%	-1,27%	-0,27%
apr 22	-4,46%	-4,30%	-0,16%
mar 22	0,63%	0,50%	0,13%
feb 22	-2,08%	-2,13%	0,05%
gen 22	-2,88%	-2,94%	0,06%

Indicatori di rischio

	PTF	BMK	Delta
Duration	3,01	3,24	-0,24
Volatilità da inizio confronto	11,25%	11,11%	0,14%
Volatilità da inizio anno	11,21%	11,12%	0,09%
TEV ex-post*	1,04%		



Linea Orizzonte Sostenibilità

Dati di sintesi

Patrimonio inizio anno € 16.757.165,17

Patrimonio attuale € 17.935.199,95

Ripartizione per strumento

	Valore PTF	Peso PTF
Obbligazioni	€6.438.480,81	35,90%
Azioni	€10.800.359,43	60,22%
Fondi	€133.845,24	0,75%
Opzioni	-	-
Liquidità	€62.514,47	3,14%
Totale	€17.935.199,95	100,00%

Indici del benchmark

	Peso BM K
ICE BofAML Euro Government (Bond)	40,00%
MSCI EMU ESG LEADERS	30,00%
MSCI World ESG Leaders	30,00%
Totale	100,00%

Performance da

	PTF	BM K	Delta
inizio confronto	7,01%	8,61%	-1,60%
2022	-15,46%	-15,08%	-0,38%

La linea ha un risultato assoluto di -15.46%, migliore della performance della linea 30 che ha il 10% in meno di componente azionaria a evidenziare ancora una volta come le perdite anomale dell'anno sono arrivate soprattutto dai bond.

A metà anno questa linea ha avuto un cambio di composizione del parametro di riferimento, che ha comportato un passaggio del 30% da azionario globale hedged ad azionario Emu ESG. Inoltre la linea ha la componente obbligazionaria concentrata nell'area euro: l'indice di riferimento ha perso nell'anno il 18,2%.

A livello operativo a fronte di una duration di 2.8y del parametro di riferimento, abbiamo mantenuto da inizio anno, e per l'intero primo trimestre, un corto di quasi un anno, poi man mano che i rendimenti diventavano più interessanti ci siamo portati più vicini alla neutralità. Il contributo in asset allocation di questo posizionamento ha prodotto sull'anno circa 110pb di over performance, ridotta di circa 20pb dalla selezione geografica. Sul fronte azionario, il leggero sovrappeso azionario, in media sull'anno di circa 1%, ha tolto 25pb. La selezione dei titoli azionari ESG ha, a differenza delle altre linee, tolto valore, ed è responsabile dell'ER negativo (ricordiamo che uno dei vincoli perché il mandato sia art. 8 è che investa almeno il 90% dei titoli azionari presenti negli indici di riferimento).



Sul finire dell'anno abbiamo aumentato la componente azionaria emergente ed europea e ridotto quella americana.

La performance del portafoglio è stata inferiore a quella del benchmark di 38 pb.

Performance mensili ultimi mesi

	PTF	BMK	Delta
dic 22	-5,02%	-5,18%	0,16%
nov 22	4,77%	4,78%	-0,01%
ott 22	4,24%	4,15%	0,09%
set 22	-5,60%	-5,47%	-0,13%
ago 22	-5,07%	-4,73%	-0,34%
lug 22	6,72%	6,77%	-0,05%
giu 22	-4,81%	-5,07%	0,26%
mag 22	-1,27%	-1,27%	-0,00%
apr 22	-3,53%	-4,70%	1,17%
mar 22	0,33%	1,08%	-0,75%
feb 22	-2,70%	-2,40%	-0,31%
gen 22	-3,70%	-3,14%	-0,56%

Indicatori di rischio

	PTF	BMK	Delta
Duration	2,76	2,85	-0,08
Volatilità da inizio confronto	13,86%	12,38%	1,48%
Volatilità da inizio anno	12,44%	12,33%	0,12%
TEV ex-post*	167%		

www.eurizoncapital.com

Eurizon Capital SGR S.p.A.

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

Disclaimer

- Questa comunicazione è predisposta a fini informativi per il 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.
- I dati contenuti nel documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Eurizon Capital SGR S.p.A. relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Si evidenzia che l'unico documento ufficiale, redatto in base alle disposizioni normative vigenti, illustrativo di tutte le operazioni effettuate sul portafoglio nel periodo di riferimento, con le informazioni relative ai prezzi dei vari strumenti, è il rendiconto di gestione.
- 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 finanziaria 2022 - Linea CA Vita Più

Nel 2022 il rendimento della gestione separata Credit Agricole Vita Più è stato pari a 2,02%.

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 2022, è continuata l'attività di potenziamento della diversificazione di portafoglio tramite investimenti in fondi immobiliari.

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

UnipolSai
ASSICURAZIONI

INFORMAZIONI SULL'ANDAMENTO DELLA GESTIONE "FONDICOLL UNIPOLSAI"

ANNO 2022

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.

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

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