



Fondo Pensione Gruppo Bancario Crédit Agricole Italia

**Allegato A al bilancio al 31 dicembre 2023
Commento dei Gestori**

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

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Commento e prospettive

Relazione anno 2023 FP Credit Agricole

Considerazioni generali

Parte macro

Nel 2023 l'attività economica mondiale ha subito un complessivo rallentamento rispetto all'anno precedente: a fronte di una sostanziale stabilità delle economie emergenti, la decelerazione della crescita si è concentrata nelle economie dei paesi avanzati ed in particolare in Europa.

Il rallentamento dell'espansione economica ha caratterizzato soprattutto l'Europa, con il persistente anche se più moderato impatto dell'inflazione su consumi e investimenti, gli effetti delle politiche monetarie restrittive ed il rientro dei volumi d'interscambio commerciale globale. Quest'ultimo ha continuato a risentire della debole attività economica del settore manifatturiero mentre negli ultimi mesi dell'anno anche il settore dei servizi è risultato meno resiliente rispetto alla prima parte del 2023. In questo contesto, tra le aree avanzate, l'economia statunitense ha fornito i segnali di maggiore tenuta, soprattutto grazie agli effetti ritardati della politica fiscale espansiva e alla forza del mercato del lavoro nonostante il significativo inasprimento della politica monetaria da parte della Federal Reserve.

L'inflazione globale, dal canto suo, è risultata in discesa, con un trend al ribasso che ha accomunato aree sviluppate ed economie emergenti.

Nel dettaglio, la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro si è progressivamente indebolita nel terzo trimestre, dopo una sostanziale stabilità nel primo trimestre ed il successivo leggero aumento dello 0,2 per cento nel secondo. Nel terzo trimestre si è registrato un contributo modesto della domanda interna in presenza di un forte impatto negativo dell'interscambio netto con l'estero. I dati più recenti per il quarto trimestre, inoltre, indicano il probabile protrarsi della debolezza della crescita anche negli ultimi mesi dell'anno. Il mercato del lavoro continua a mostrare capacità di tenuta, nonostante gli indicatori più recenti forniscano segnali di moderazione. Dal canto suo, il calo dell'inflazione si è accentuato nella seconda parte dell'anno: inoltre, tra i principali paesi è stata ancora una volta la Germania a far registrare un sensibile calo che ha portato l'inflazione tedesca al 3,7 per cento di dicembre, dal 4,3 per cento di settembre e dal 6,1 per cento ad agosto. Guardando all'area euro nel suo complesso l'inflazione è scesa al 2,9 per cento a dicembre, in calo da livelli intorno al 6 per cento di metà anno e rispetto al picco a due cifre registrato nell'ultima parte del 2022. Le ultime rilevazioni preliminari per il mese di dicembre mostrano che nell'ultimo mese dell'anno i prezzi sono cresciuti dello 0,6 per cento in Italia, del 3,1 per cento in Spagna e del 3,7 per cento in Francia. A guidare al ribasso l'inflazione sono stati soprattutto quei settori che tanto avevano contribuito alla precedente crescita, come l'energia e l'alimentare. Tuttavia, negli ultimi mesi il rientro è stato più diffuso e più rapido anche nel settore dei servizi oltre che in quello manifatturiero.

Dal canto suo, la BCE ha proseguito il rapido ciclo di rialzi dei tassi iniziato l'anno precedente, con un movimento complessivo a partire dal primo rialzo deciso a luglio 2022 giunto a ben 450 punti base complessivi in poco più di dodici mesi. Nelle due riunioni del primo trimestre del 2023 il ritmo è rimasto intenso e pari a mezzo punto percentuale, mentre nelle successive quattro riunioni la banca centrale ha rallentato la misura dei rialzi a 25 punti base. Dopo l'ultimo rialzo annunciato a settembre la BCE si è astenuta dall'approvare nuove strette monetarie, comunicando il raggiungimento di livelli dei tassi ritenuti sufficientemente elevati allo scopo di conseguire l'obiettivo del rientro dell'inflazione a target di medio periodo. Al contempo, la BCE ha proseguito nella riduzione del proprio bilancio, non solo per il tramite delle scadenze delle operazioni di rifinanziamento con le banche

(TLTRO), ma anche per effetto del mancato reinvestimento dei titoli in scadenza nel portafoglio APP, prima parziale e poi a pieno regime da luglio a dicembre. Nell'ultima riunione dell'anno la banca centrale ha altresì annunciato una modesta riduzione del portafoglio del programma pandemico PEPP per la seconda parte del prossimo anno.

Negli Stati Uniti l'espansione dell'attività economica è proseguita a ritmo sostenuto nella prima metà del 2023 mostrando altresì una notevole resilienza nei mesi successivi. Nella prima metà dell'anno i consumi delle famiglie sono stati sostenuti dal ricorso ai risparmi accumulati in precedenza nonché dalla forza del mercato del lavoro; tale sostegno, tuttavia, diverrà più limitato in futuro, sia per effetto del già avvenuto ricorso ai risparmi, sia in relazione alla moderazione nella crescita dell'occupazione e dei salari. Negli ultimi mesi, infatti, le condizioni del mercato del lavoro hanno mostrato un maggiore equilibrio tra domanda e offerta anche nel settore dei servizi, con una attenuazione della crescita alla luce del minore effetto di sostegno della politica fiscale e del probabile impatto ritardato della stretta sui tassi. Sul versante dell'inflazione prosegue il trend di moderazione come confermato dagli ultimi dati mensili sia dei prezzi al consumo che di quelli alla produzione. L'inflazione complessiva sta infatti puntando ad una crescita media nell'anno di poco superiore al 4 per cento da livelli quasi doppi del 2022.

Dal canto suo, la Federal Reserve ha proseguito il ciclo di rialzi iniziato lo scorso anno, rallentando il ritmo degli inasprimenti da mezzo punto ad un quarto di punto percentuale, con quattro rialzi complessivi nel 2023, l'ultimo dei quali deciso a luglio. Nelle successive riunioni, pur mostrandosi ancora disposta a decidere ulteriori eventuali inasprimenti monetari, la banca centrale ha mantenuto i tassi stabili, grazie al rientro dell'inflazione e alla moderazione dei fattori alla base dell'aumento dei prezzi, segnalando altresì di aver raggiunto livelli ritenuti coerenti con l'atteso ritorno dell'inflazione ai target di medio periodo. Nella riunione di fine anno, inoltre, la Fed ha aperto ad un giro di boa nel ciclo dei tassi nel 2024.

In Giappone, i dati economici indicano che la divergenza tra i settori manifatturiero e servizi si sta riducendo, come sta del resto accadendo nelle altre aree economiche sviluppate. Inoltre, a fronte di una modesta ripresa della domanda interna rispetto ai deboli andamenti osservati nel trimestre precedente, la ripresa delle esportazioni sembra aver recentemente subito una battuta d'arresto. Complessivamente, gli indicatori dell'inflazione continuano a segnalare una solida dinamica di fondo dei prezzi che riflette anche una robusta crescita salariale. Nel corso del 2023, inoltre, la Banca Centrale del Giappone ha continuato a differenziarsi fortemente dalle banche centrali degli altri 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 si è progressivamente mossa verso una normalizzazione dei rendimenti a lungo termine, riducendo il controllo sul livello raggiunto dalla curva dei rendimenti, un passo che pare preludere in prospettiva ad una politica meno accomodante.

Nei Paesi emergenti, la dinamica macroeconomica complessiva appare resiliente rispetto alle aree sviluppate, soprattutto dove le misure di sostegno pubblico appaiono più consistenti e nei paesi in cui la politica monetaria risulta meno restrittiva. A trainare la crescita sono stati ancora una volta soprattutto i paesi asiatici e tra questi l'economia cinese. Per quest'ultima, dopo la forte decelerazione dell'attività economica nel secondo trimestre, dovuta al brusco calo nel settore immobiliare, il rallentamento dell'economia si è attenuato: gli indicatori più recenti dell'attività economica cinese mostrano infatti segni di stabilizzazione, con un recente recupero delle vendite al dettaglio e la stabilizzazione dell'espansione della produzione industriale. Pertanto, se da un lato la contrazione degli investimenti immobiliari si è intensificata nel terzo trimestre, dall'altro l'attività al di fuori di tale settore si è confermata positiva. Al contempo, l'economia è parzialmente sostenuta da interventi pubblici mirati principalmente a beneficiare l'attività nel settore dell'edilizia residenziale. Il quadro sull'inflazione vede un rientro generalizzato e significativo della crescita dei prezzi.

Mercati

I mercati azionari globali hanno chiuso l'anno con rialzi diffusi, anche se con un andamento non lineare nel corso dell'anno. Dopo un avvio positivo, in scia alle attese per gli effetti positivi della riapertura della Cina e di un ridimensionamento della politica restrittiva della Fed, i listini globali hanno risentito delle turbolenze del sistema bancario regionale negli Stati Uniti e della dinamica al rialzo dell'inflazione nel periodo febbraio-marzo per poi recuperare in scia a dati societari resilienti. Nei mesi estivi il forte rialzo dei tassi di rendimento ha penalizzato i corsi azionari, con la debolezza che si è trascinata fino ad ottobre. Successivamente, l'assunzione di un atteggiamento dovish da parte della FED ha favorito il sentiment di risk-on nelle diverse aree, confermando l'influenza della banca centrale statunitense sui mercati. Il 2023 si è così chiuso con un rialzo del MSCI World prossimo al 20% in Eur grazie alle attese per una inversione decisa della politica della Fed che si sono rafforzate in chiusura di anno con

conseguente calo dei rendimenti. La dispersione a livello settoriale è stata ampia, con un gap tra settore migliore (tecnologia) e peggiore (servizi di pubblica utilità) di circa il 50% e con poco più del 30% delle azioni che ha sovraperformato l'indice generale.

Anche i mercati obbligazionari hanno chiuso l'anno con dinamiche positive, con andamenti volatili tra i diversi periodi. Il primo semestre si è chiuso con i rendimenti dei titoli di Stato al rialzo sui segmenti a breve e medio termine delle curve, conseguenza della revisione verso l'alto delle attese sulle azioni delle principali banche centrali indotte sia dalle dichiarazioni "hawkish" dei banchieri centrali che dagli esiti delle diverse riunioni di politica monetaria. I rendimenti a lungo termine sono stati invece frenati nella dinamica dalle persistenti incertezze sull'evoluzione della crescita globale e dal ridimensionamento delle pressioni inflative per effetto del calo dei prezzi energetici. Sullo stesso periodo, i dati macro confortanti hanno fornito sostegno al mercato obbligazionario societario, soprattutto al segmento high yield (HY), più sensibile all'evoluzione del ciclo economico; resiliente il debito emergente, in scia soprattutto al differenziale di crescita paesi Emergenti-paesi sviluppati (EM-DM) a favore dei primi.

I mesi estivi sono stati invece caratterizzati da un generalizzato incremento dei tassi di rendimento governativi. Le curve dei rendimenti core (USA e Germania) hanno evidenziato un movimento verso l'alto, soprattutto della parte a medio-lungo termine. Alla base del movimento di irripidimento va riportato l'impegno delle banche centrali a mantenere i tassi di riferimento su livelli elevati a lungo, con ciò determinando un effetto trascinarsi sulla parte a lunga della curva; la parte a breve termine è stata invece limitata nei movimenti dalla consapevolezza degli investitori che il ciclo di rialzi fosse prossimo alla conclusione sia in Usa che in area Euro. Ad alimentare il movimento anche la decisione della BoJ di fine luglio di allentare la strategia di controllo della curva dei rendimenti (Yield Curve Control - YCC) con il tasso a 10 giapponese che è salito a poco meno dello 0,65% (massimo da inizio 2014). L'obbligazionario societario ha evidenziato un andamento positivo, soprattutto per le emissioni con profilo di rischio più alto che hanno beneficiato del ridimensionamento delle preoccupazioni sulla crescita grazie alla resilienza dell'economia Usa che si pensava potesse attutire il colpo della ripresa cinese inferiore alle attese sulla dinamica dell'economia globale. Nel periodo estivo, i titoli dei paesi emergenti in valuta forte hanno beneficiato del ridimensionamento dello spread che tuttavia non ha totalmente compensato il rialzo dei rendimenti USA; di supporto il rafforzamento di USD.

L'ultima parte dell'anno ha visto una completa inversione di tendenza dei mercati obbligazionari in scia all'irrompere di un nuovo scenario per le politiche monetarie. Dopo che a ottobre è proseguito il rialzo dei rendimenti, a novembre la conferma della pausa della Fed e i toni meno aggressivi di Powell nella conferenza stampa hanno favorito una inversione a U sui tassi. La discesa dei rendimenti è stata amplificata a dicembre dal meeting della Fed che, ancora in stand-by, ha messo nelle sue previsioni ben 3 tagli dei tassi nel 2024. Anche i governativi europei si sono mossi in scia a quelli USA, sebbene la BCE, pur mantenendo i tassi stabili, abbia escluso di aver iniziato a parlare di tagli dei tassi, dato il focus sull'inflazione, pur in presenza di un'economia europea debole. Il credito, oltre ad aver beneficiato del calo dei rendimenti, ha visto anche un restringimento degli spread, specie nel segmento HY. Il cambio di rotta della FED si è riflesso positivamente sul debito Emergente in valuta forte, sensibile alla politica monetaria USA.

In rialzo i mercati azionari, soprattutto quelli dei paesi sviluppati.

I mercati azionari globali hanno archiviato l'anno con performance positive. L'indice MSCI World Net Total Return Index ha segnato un +19,6% in Euro.

Nel dettaglio, a livello regionale, negli USA l'avvio d'anno è stato particolarmente positivo, grazie a fattori tecnici (chiusura di posizioni corte da parte di alcuni investitori sui settori ciclici) e alla narrativa sullo scenario economico più benigna rispetto alla stagflazione (attese di inflazione in calo, rialzi dei tassi ufficiali prossimi al capolinea e tagli previsti da fine anno da parte della Fed, e infine un rallentamento economico inferiore alle attese precedenti, conseguenza anche della riapertura della Cina). Da febbraio in poi il mercato azionario USA ha invece evidenziato una dinamica negativa, pur in presenza di dati di crescita confortanti, in scia soprattutto alla revisione delle aspettative degli investitori sulle azioni della Fed, con spinta al rialzo delle previsioni sul tasso terminale. Il movimento al ribasso degli indici è stato successivamente rafforzato dalla crisi di SVB scoppiata nella prima metà di marzo, con penalizzazione soprattutto del settore bancario. La debolezza si è estesa fino alla prima parte di maggio, complici sia le vicende di First Republic Bank, altra banca regionale USA finita nell'occhio del ciclone, che le preoccupazioni sull'inflazione alimentate dalla decisione dell'OPEC+ di ridurre la produzione di petrolio.

Successivamente, il mercato ha trovato un valido supporto nei buoni dati sul mercato del lavoro e nelle aspettative via via più consolidate di una pausa da parte della Fed nel ciclo di rialzi a cui si è aggiunto il raggiungimento dell'accordo sul tetto del debito pubblico. Nell'ultima fase del primo semestre l'esito della riunione di politica monetaria della Fed del 14 giugno, prima, e i commenti "hawkish" di Powell nel corso dell'audizione al Congresso, poi, hanno tolto smalto al mercato azionario. Si è ridimensionata infatti l'attesa della fine prossima del ciclo di rialzi e di una successiva inversione di orientamento della Fed e si sono materializzate attese di nuovi rialzi del tasso ufficiale.

I mesi estivi sono stati caratterizzati dalla prosecuzione della dinamica negativa per il mercato azionario USA, conseguenza del forte aumento dei rendimenti di mercato e nonostante le sorprese positive sul fronte del ciclo economico e i dati societari resilienti.

Del calo dei rendimenti dell'ultima parte dell'anno hanno beneficiato particolarmente gli indici USA, con un vistoso rally che le ha portate sui massimi dell'anno. A guidare il rialzo il tech e i settori ciclici (auto, industriali, risorse di base) che hanno sovraperformato i comparti difensivi (utilities, consumi non ciclici, telecom).

A livello di fattori, il segmento Growth ha evidenziato una sovraperformance rispetto al Value. A livello di capitalizzazione, da segnalare la performance più contenuta delle small e mid cap, monitorate dall'indice Russell 2000, rispetto alla large cap (conseguenza dell'apprezzabile performance delle mega-cap tecnologiche). A livello settoriale, rialzi ampi sono stati realizzati da tecnologici, servizi di comunicazione, consumi ciclici; dinamiche negative da servizi di pubblica utilità ed energetici.

L'indice Nasdaq, dopo aver chiuso il 2022 sui livelli più bassi da settembre 2020, ha messo a segno un importante rialzo, sostenuto nella prima parte del 2023 dal rinnovato interesse degli investitori per il settore tecnologico dopo la pubblicazione di dati societari particolarmente superiori alle attese e nell'ultima parte dell'anno dal calo marcato dei rendimenti che ha permesso all'indice di recuperare la debolezza dei mesi estivi.

Gli indici europei hanno evidenziato in generale rialzi più contenuti rispetto a quelli USA. Nella fase iniziale dell'anno, hanno beneficiato di una revisione al rialzo delle aspettative di crescita, in scia alla riapertura della Cina, importante partner commerciale del Vecchio Continente, di un posizionamento contenuto degli investitori internazionali rispetto alle borse USA e di valutazioni interessanti, archiviando dinamiche migliori rispetto agli indici delle altre aree sviluppate. Nel mese di marzo i mercati europei, già indeboliti dalle vicende del sistema finanziario USA, hanno subito le tensioni generate dagli eventi che hanno coinvolto Credit Suisse. Successivamente, gli indici europei hanno messo a segno un progressivo recupero, pur frenati nell'intensità del rialzo dalla pubblicazione di dati reali e di fiducia deboli.

Nei mesi estivi hanno subito gli effetti dell'incremento generalizzato dei rendimenti, chiudendo in negativo per poi recuperare in chiusura d'anno, beneficiando dei toni cauti utilizzati dalla Fed e da Powell e nonostante un orientamento più cauto della BCE in materia di taglio dei tassi nel corso del 2024 e dati di crescita deboli.

Tra gli altri paesi sviluppati, in rialzo ampio, sia in valuta locale che in euro, il Giappone, supportato dall'orientamento accomodante della BoJ associato alla debolezza dello yen e da buoni dati societari. A ciò va aggiunto la moral suasion adottata dal regolatore di mercato a favore di un miglioramento della valorizzazione delle società quotate e al conseguente aumento del rapporto Price/Book Value attraverso un miglior impiego delle risorse e un aumento dei buyback. In rialzo in valuta locale e in Euro l'Australia: il paese ha beneficiato della resilienza dell'economia globale, essendo molto sensibile alla dinamica del ciclo economico globale via esportazioni verso il resto del mondo.

L'area Emergente in aggregato ha chiuso l'anno in rialzo sia in USD che in Euro. A livello di aree, più contenuto il rialzo dell'Asia, frenata dalla Cina. Gli indici cinesi, sostenuti a inizio anno da indiscrezioni circa l'introduzione di ulteriori misure di sostegno per ridimensionare il problema di liquidità di alcune società immobiliari e da allentamenti delle restrizioni Covid anche per gli stranieri, hanno via via risentito delle rinnovate tensioni commerciali con gli USA sul settore tecnologico, dei rischi geopolitici legati a Taiwan nonché della pubblicazione di dati coerenti con una ripresa inferiore alle attese, in scia alla persistente debolezza del segmento immobiliare. Nell'area, più resiliente il mercato indiano, in rialzo sia in USD che in Euro, sostenuto da buone prospettive di crescita. Migliore la performance dell'America Latina, effetto dal recupero del Brasile (sostenuto dalla proposta di un piano di spesa pubblica migliore delle aspettative). Nel segmento EEMEA, in evidenza la Turchia che, indebolita nei primi mesi dell'anno dall'incertezza politica in avvicinamento alle presidenziali di maggio, ha successivamente messo a segno un recupero: l'indice in valuta locale ha chiuso l'anno con un rialzo a due cifre ma la performance in

euro è risultata negativa per effetto del forte deprezzamento della valuta. In recupero il Sud Africa nell'ultima parte dell'anno, dopo la debolezza della prima metà per l'aggravarsi della crisi energetica, con blackout continui.

Tra gli altri mercati, in rialzo sull'anno Taiwan e Corea, sia in valuta locale che in Euro, in scia al generalizzato recupero del settore tecnologico.

Performance dei principali indici mondiali del semestre (in Euro, al 29 dicembre): MSCI World +19,6%, MSCI Usa +22,2%, MSCI Euro +15,8%, MSCI Emerging Markets +6,1%.

In calo i rendimenti governativi su tutte le scadenze nella parte finale dell'anno; positivo il segmento corporate, in scia anche al ridimensionamento dei differenziali soprattutto sul segmento HY.

I rendimenti dei titoli di Stato core hanno evidenziato cali generalizzati sulle scadenze a breve e medio termine, guidati nel movimento dai toni via via più accomodanti utilizzati dalle principali banche centrali, soprattutto dalla Fed. Anche i rendimenti sul tratto a lungo termine delle principali curve hanno evidenziato movimenti al ribasso, in reazione soprattutto a dati di inflazione generale in calo e aspettative di rallentamento. Sul mercato obbligazionario societario, performance positive soprattutto per il segmento HY, grazie al restringimento più ampio dei differenziali. A livello di aree, in Usa la prima metà dell'anno è stata caratterizzata da un movimento al rialzo dei rendimenti ha interessato in particolar modo le scadenze a breve termine, con conseguente appiattimento della curva. Il tasso a 2 anni, sul livello di 4,43% a fine 2022, si è portato a ridosso del 5% - livello più alto dal 2007 – nei primi mesi dell'anno, in scia alla revisione al rialzo del tasso terminale della Fed previsto dal mercato. L'indicatore ha successivamente lasciato sul terreno circa 100 pb nelle fasi di maggiore tensione generate dal fallimento di SVB; le preoccupazioni degli investitori sulla stabilità del sistema finanziario USA hanno portato alla revisione al ribasso delle attese sulle mosse della FED, con il mercato che ha iniziato a scontare un tasso terminale più basso e tagli nella parte finale del 2023. Dopo una fase interlocutoria, a partire dalla seconda metà di maggio dati confortanti sulla crescita e commenti «hawkish» da parte di esponenti della Fed hanno spinto il mercato ad attribuire una probabilità piuttosto elevata ad un ulteriore rialzo del tasso ufficiale entro luglio, prima escluso, e a contenere le aspettative sui tagli dei tassi entro l'avvio del 2024. La conferenza stampa di Powell, dopo la riunione di politica monetaria del 14 giugno conclusasi con un nulla di fatto e accompagnata alla revisione al rialzo dei cosiddetti «dots» (il livello mediano dei tassi sui fed funds proiettato dai banchieri centrali per fine 2023 è passato da 5,125% di marzo a 5,625%), ha accelerato il movimento al rialzo della parte a breve della curva, spingendo il mercato a scontare un rialzo quasi certo a luglio, un eventuale nuovo rialzo a settembre e nessun taglio entro la fine del 2023. Il tasso a 2 anni ha quindi chiuso il primo semestre sul livello di 4,90%. Il tasso a dieci anni, a 3,9% a fine 2022, è sceso sotto il 3,4% nel mese di gennaio, portandosi sui livelli più bassi da settembre 2022, in scia a dati di inflazione più deboli delle attese, e poi ancora nel mese di marzo, in scia alla crisi di SVB, per poi avviare una risalita verso 3,84% di fine giugno, in risposta anche a dati di crescita via via migliori.

Nei mesi estivi la curva USA ha evidenziato un movimento verso l'alto soprattutto della parte a medio-lungo termine. Alla base del movimento di irripidimento va riportato l'impegno della Fed a mantenere i tassi di riferimento su livelli elevati a lungo, con ciò determinando un effetto trascinalo sulla parte a lunga della curva; la parte a breve termine è stata invece limitata nei movimenti dalla consapevolezza degli investitori che il ciclo di rialzi fosse prossimo alla conclusione.

Gli ultimi mesi dell'anno sono stati caratterizzati da una completa inversione di tendenza dei mercati obbligazionari in scia all'irrompere di un nuovo scenario per le politiche monetarie. Dopo che a ottobre è proseguito il rialzo dei rendimenti, specie a lungo termine, con il tasso a dieci anni che si è portato in area 5%, conseguenza di dati macro USA resilienti e timori per un aumento delle emissioni governative a fronte di un incremento del deficit pubblico, a novembre l'annuncio del Tesoro USA di stime sul deficit del 4T 2023 inferiori alle attese, ma soprattutto la conferma della pausa del FOMC nel meeting di novembre e i toni meno aggressivi di Powell nella conferenza stampa hanno favorito una inversione a U sui tassi. La discesa dei rendimenti è stata poi amplificata a dicembre dal meeting della Fed che, ancora in stand-by, ha messo nelle sue previsioni ben 3 tagli dei tassi nel 2024 in un contesto di inflazione in calo e economia che segnala qualche rallentamento. Il tasso a dieci anni ha chiuso l'anno al 3,88% e il tasso a due anni al 4,25%.

L'anno è stato caratterizzato anche dal venir meno delle pressioni inflative, con l'inflation swap 5yr forward rimasto sostanzialmente ancorato al livello del 2,6%.

I titoli obbligazionari societari USD sono stati sostenuti dal ridimensionamento degli spread. I titoli societari investment grade (IG) hanno evidenziato un rialzo del rendimento da 5,49% di fine 2022 a 5,59% di fine giugno, per

poi scendere al 5,14% di fine dicembre (-35 pb), con lo spread che è sceso da 138 pb di fine 2022 a 104 di fine 2023 (-34 pb). Sulle emissioni HY, il rendimento medio è sceso da 8,96% a 7,65% (-131 pb), con spread in restringimento da 479 a 334 (-145 pb).

Anche la curva governativa tedesca ha evidenziato un movimento di appiattimento nel primo semestre. Il tasso a 2 anni, a 2,76% a fine 2022, ha evidenziato un movimento al rialzo fino al 3,34% di inizio marzo (livello più alto dal 2008) in scia a dati di inflazione e indici PMI nazionali superiori alle attese e alla rivalutazione verso l'alto delle attese sul tasso terminale della BCE, portato fino in area 4%. Successivamente, la crisi di fiducia generata dal fallimento di SVB in USA, e rafforzata dalle turbolenze di Credit Suisse in Europa, ha indotto un repentino cambio di direzione al mercato con tassi in calo e una impennata della volatilità su livelli visti nel 2007-2008. Il tasso 2 anni tedesco si è portato via via in area 3%, con movimenti infra-giornalieri molto ampi. Spinto al 3% ad aprile, per le tensioni generate sul mercato obbligazionario soprattutto europeo dal forte dato sull'inflazione UK, è poi sceso fino al 2,7% a maggio in risposta alla pubblicazione di dati di inflazione preliminari dei paesi dell'area Euro confortanti. La parte a breve della curva tedesca ha evidenziato maggiori tensioni rispetto alla parte a lunga nella parte finale di giugno, con rialzo del 2 anni al 3,20% in scia alle dichiarazioni "hawkish" di importanti esponenti della BCE in avvicinamento alla riunione di politica monetaria del 15 giugno e poi all'esito della stessa. Il mercato era stato indotto a scontare tassi di politica monetaria più alti e per un periodo più lungo, con rialzi da parte della BCE sia nella riunione di luglio che in quella di settembre. Il tasso a 10 anni tedesco che si è via via portato dal livello del 2,6% - il più alto dal 2011 - di fine 2022 al 2,4% di fine giugno, dopo essere sceso fino al 2,3% in corrispondenza della crisi di Credit Suisse e risalito al 2,5% a maggio. A frenare il movimento al rialzo dei tassi a lunga nel primo semestre sono intervenuti i deboli dati reali e di fiducia. Nei mesi estivi i titoli governativi europei si sono mossi in scia a quelli USA, con movimenti più ampi sulla parte a lungo termine, espressione dell'allineamento del mercato a quanto affermato da tempo dalla BCE, ovvero che i tassi sarebbero rimasti fermi a lungo per portare l'inflazione ai rispettivi target. Il tasso a dieci tedesco si è così portato al 2,8% e il tasso a due anni è rimasto ancorato al livello del 3,2% circa. Gli ultimi mesi dell'anno sono stati caratterizzati da una inversione di tendenza, come sul mercato USA. Ciò in scia alle aperture della Fed verso tagli del tasso ufficiale e nonostante Lagarde abbia assunto un atteggiamento più cauto rispetto a Powell nell'ultima riunione dell'anno, dichiarando che non c'è stata discussione sul taglio dei tassi ed enfatizzando le preoccupazioni sul rialzo dei salari in un contesto di calo della produttività, il tutto per ridimensionare le aspettative del mercato sui tagli già nel Q1 2024. Il tasso a dieci anni tedesco ha chiuso l'anno al 2%, il 2 anni al 2,4%.

Sul fronte inflazione, l'inflation swap 5yr forward, indicatore delle aspettative di inflazione nell'Eurozona monitorato dalla BCE, è sceso in misura contenuta (da 2,36% di fine 2022 a 2,27% di fine dicembre).

I movimenti dei rendimenti dei titoli di Stato italiani hanno seguito la stessa direzione ma hanno evidenziato una intensità maggiore sulle scadenze a lungo termine, con il rendimento a 2 anni passato da 3,31% a 2,99% e con il tasso a dieci anni passato da 4,72% a 3,70%. Lo spread BTP-Bund, a 214 pb a fine 2022, si è ridotto a 168 a fine anno, beneficiando del progresso dei fondamentali, della domanda stabile e delle conferme/miglioramenti delle valutazioni di credito da parte delle agenzie di rating (S&P ha confermato BBB con Outlook Stabile; Moody's ha confermato Baa3 con una revisione dell'Outlook da Negativo a Stabile).

Con riferimento al debito societario europeo, il rendimento medio dei titoli IG è passato da 4,17% a 3,52% (-66 pb), mentre lo spread ha evidenziato un calo da 163 pb a 134 pb (-29 pb). I rendimenti delle emissioni societarie europee a più basso merito di credito (HY) sono passati da 7,62% a 6,29% (-133 pb), con lo spread in calo da 494 pb a 395 pb (-99 pb). Il rendimento dei finanziari, al 4,33% a fine 2022, si è collocato al 3,71% a fine 2023, con il differenziale passato da 178 pb a 147 pb.

L'anno è stato caratterizzato da performance positive per il debito Emergente (indice JPM EMBI Global Diversified +11% in Usd, +7,5% in Euro), supportato dal differenziale di crescita EM-DM a favore dei primi. Il rendimento medio è passato da 8,56% di fine 2022 a 7,85%. Il differenziale di rendimento rispetto ai Treasury Usa è sceso da 452 pb a 384 pb. A livello di rating, forza maggiore degli HY rispetto agli IG (15,42% vs 7,08% in USD). Le emissioni in valuta locale hanno evidenziato un rialzo del 12,70% in USD, in scia ad attese di politiche monetarie meno rigide rispetto alla Fed. Le emissioni corporate in valuta forte hanno evidenziato un rialzo del 9,08% in USD; anche in questo segmento le emissioni HY (11,17%) hanno sovraperformato quelle IG (7,57%).

Dollaro USA in deprezzamento verso Euro

Il dollaro ha evidenziato un deprezzamento generalizzato, in risposta alle attese via via crescenti di una Fed meno rigida sulla politica monetaria. Le quotazioni del dollaro contro Euro sono passate da 1,07 di fine 2022 a 1,10.

Prospettive Globali

Riteniamo che i rischi stiano aumentando poiché molte delle aspettative per il 2024 sono già state scontate dai mercati. Anche noi prevediamo che le banche centrali avvieranno un ciclo espansivo, ma a partire da maggio/giugno e per ragioni legate al rallentamento dell'economia, non solo dell'inflazione. Riguardo alla crescita, l'allentamento del mercato del lavoro, che può minare in prospettiva la fiducia dei consumatori, rafforza la nostra attesa di una lieve recessione in USA nel primo semestre; a ciò si aggiungano il rallentamento della Cina, che impatterà l'Europa (l'area Emergente dovrebbe però rimanere resiliente), e il minor spazio fiscale in USA ed Europa. Pertanto, rimaniamo cauti sugli asset rischiosi. Confermiamo prudenza sui mercati azionari USA ed europei, neutralità sul Giappone (quadro domestico in progresso) e positiva selettività sui paesi emergenti. Siamo costruttivi sui tassi USA e leggermente positivi in Europa, data la debole crescita economica, sebbene il forte calo dei rendimenti richieda un approccio flessibile; view positiva sui BTP, non essendovi rischi nell'immediato sul rating italiano. Credito: preferenza per il segmento di maggior qualità sia in USA che in Europa, cautela invece sull'HY. Il debito emergente rimane supportato da solidi fondamentali e politiche monetarie attese accomodanti. Rischi: quadro macro e utili, geopolitici.

Commento alla gestione 2023 – Portafogli Orizzonte 10, 20,30

La performance del 2023 del mandato Orizzonte 10 è pari a 6,5%, quella del benchmark pari a 5,93%. La performance di Orizzonte 20 è pari a 8,27%, quella del benchmark pari a 9,23%. La performance di Orizzonte 30 è pari a 10,31%, quella del benchmark pari a 12,62%.

Driver di performance

Il risultato assoluto delle gestioni è stato sostenuto sia dall'azionario che dall'obbligazionario. Nella componente azionaria, a livello geografico supporto principale dalle posizioni su USA e Europa, a seguire a distanza quelle sul Giappone e gli Emergenti. Nella componente obbligazionaria, marginalmente più alto il contributo del segmento corporate rispetto al governativo.

In termini relativi, penalizzante il sottopeso sull'azionario; di supporto il sovrappeso di duration.

Sul segmento azionario europeo, penalizzante la selezione: le scelte di maggior supporto sono state realizzate nei settori consumi discrezionali, servizi di pubblica utilità, tecnologia ed energetici a fronte della debolezza delle scelte nei settori servizi alla persona, servizi di comunicazione, finanziari e industriali. Negativa l'allocazione settoriale; penalizzante la sovraesposizione a settori difensivi come i consumi di base e la sottoesposizione a industriali, finanziari, energetici e real estate; di supporto, ma di entità inferiore, il sottopeso su materie di base e consumi discrezionali.

Sul segmento azionario USA, penalizzante soprattutto la selezione. Nel dettaglio, deboli le scelte soprattutto nei settori servizi alla persona, consumi discrezionali, consumi di base e tecnologia, a fronte di un contributo positivo ma di entità inferiore delle scelte nei settori finanziario, energetico, servizi di comunicazione. A livello di allocazione settoriale, contributo negativo soprattutto dalla sovraesposizione a servizi alla persona e servizi di pubblica utilità a fronte di un contributo positivo ma di entità inferiore della sovraesposizione ai servizi di comunicazione e della sottoesposizione agli industriali.

Sul segmento obbligazionario, di supporto la sovraesposizione ai titoli di Stato italiani e ai titoli obbligazionari societari ad alto merito creditizio europei, entrambi sostenuti anche dal calo dello spread.

Operatività e posizionamento

I portafogli mostrano un assetto cauto, con sottoesposizione all'azionario (e preferenza per i settori difensivi e il quality) e sovraesposizione in termini di duration.

A livello geografico, il portafoglio presenta una maggiore cautela sull'Europa: i dati macro ne confermano il rallentamento. Sottoesposizione anche sugli USA, ove si conferma il rischio di recessione nella prima metà del 2024, nonostante dati recenti forti. Prossima alla neutralità la view sul Giappone e sugli emergenti.

A livello settoriale, il segmento europeo a inizio anno presentava un posizionamento bilanciato che è stato poi reso progressivamente meno ciclico, coerentemente con le attese di un deterioramento del quadro macro. Nel dettaglio, nella prima metà dell'anno sono state ridotte le posizioni sui finanziari (beneficio da tassi in aumento e basso rischio credito, scenario non sostenibile nel medio periodo), sugli industriali, sui consumi ciclici (ridimensionata in misura sostanziale l'esposizione al segmento auto, indebolito da condizioni del credito più restrittive), sulle materie di base. Incrementati contestualmente i difensivi che dovrebbero sovraperformare in fasi di rallentamento, nello specifico farmaceutico, consumi di base, servizi di pubblica utilità e servizi di comunicazione. Nella seconda metà dell'anno state ridotte ulteriormente le posizioni su industriali e consumi discrezionali a favore di servizi alla persona, consumi di base e servizi di comunicazione. Ridotte inoltre le posizioni sugli energetici. Nella parte finale dell'anno sono state rimodulate alcune posizioni, tenuto conto del nuovo atteggiamento della Fed e del calo dei tassi: chiusa la sottoesposizione alle banche (preferenza per banche meno sensibili ai tassi via margine di interesse, con inserimento di posizioni su banche UK e del Centro Europa); ridimensionata la sovraesposizione al settore farmaceutico e preso profitto sugli industriali. Posizionamento finale: sovraesposizione maggiore a consumi di base, servizi di pubblica utilità, servizi di comunicazione; sottoesposizione maggiore a industriali, consumi discrezionali, tecnologia.

Sul segmento USA, nella prima metà dell'anno sono state via via ridotte le posizioni su finanziari, industriali, energetici (il rallentamento della domanda USA si riteneva avrebbe potuto più che controbilanciare l'effetto positivo della ripresa cinese) e materie di base (atteso calo della crescita globale; ripresa cinese - trainata più da consumi, soprattutto servizi, e meno da investimenti - si riteneva non avrebbe fornito rilevante sostegno); incrementate contestualmente le posizioni su consumi di base, servizi alla persona e tecnologie medicali. Ridotte ulteriormente le posizioni su titoli tecnologici con multipli elevati e sovraperformance accumulate non giustificate da migliori prospettive di crescita degli utili. Incrementate contestualmente le esposizioni ai settori più difensivi, con minore esposizione all'atteso indebolimento dei consumi e al ciclo industriale in rallentamento. Nella seconda metà dell'anno è stata realizzata una ulteriore riduzione dell'esposizione alle large cap con incremento dell'esposizione alle mid cap (valutazioni più interessanti). Ridotte ulteriormente le esposizioni ai settori ciclici, nello specifico consumi discrezionali e industriali, a favore di servizi alla persona, servizi di comunicazione e servizi di pubblica utilità. Nell'ultima parte dell'anno, incrementate le posizioni sui finanziari - prima caratterizzati da una ampia sottoesposizione - perché il calo dei tassi beneficia i relativi bilanci; inserite posizioni su titoli del segmento consumi discrezionali con valutazioni interessanti; ridimensionata l'esposizione ai farmaceutici; nel segmento IT, proseguita la riduzione della posizioni sulle large cap; incrementato il sottopeso sugli industriali, ritenendo le valutazioni coerenti con un ciclo economico migliore di quanto da noi atteso. Posizionamento finale: sovraesposizione maggiore ai settori servizi di comunicazione, servizi alla persona, finanziari; sottoesposizione maggiore a consumi discrezionali, industriali, tecnologia.

A fine anno l'esposizione all'azionario risultava pari a 8,88% per l'Orizzonte 10, a 27,59% per l'Orizzonte 20, a 46,37% per l'Orizzonte 30, in sottopeso, per tutti e tre i mandati, di circa 2 punti rispetto ai relativi benchmark.

Con riferimento alla componente obbligazionaria, nel corso dell'anno è stata marginalmente incrementata la duration sui titoli di Stato core, prima soprattutto Usa, poi anche Euro, stanti i maggiori rischi di rallentamento. Preferenza per i titoli di Stato italiani. Sul segmento societario, confermata preferenza per il segmento IG Euro verso il quale è stato preso profitto nella seconda metà dell'anno.

A fine anno, la durata media finanziaria della componente obbligazionaria risultava pari al 5,80 per l'Orizzonte 10 (5,61 il benchmark), al 4,68 per l'Orizzonte 20 (4,58 il benchmark), al 3,37 per l'Orizzonte 30 (3,36 il benchmark).



**Fondo Pensione
Gruppo Bancario
Crédit Agricole Italia**

Relazione annuale 2023

Commento alla Gestione

A inizio 2023 il portafoglio è stato posizionato difensivamente in termini di allocazione sull'azionario, in particolare sull'Europa, come effetto delle scelte allocative di fine 2022. La riapertura della Cina dopo circa tre anni di lockdown, la discesa del prezzo del gas in Europa, presupposto di un rallentamento delle pressioni inflazionistiche e infine la convinzione che il picco nel ciclo di rialzo dei tassi fosse vicino sono i fattori che sono stati considerati facendo convergere il peso dell'azionario verso la neutralità a fine gennaio. A fine marzo il nostro scenario macroeconomico vedeva una elevata probabilità di recessione negli Usa e in Europa nella seconda metà dell'anno, aggravata dai rischi per il sistema finanziario derivanti dalla crisi delle banche minori americane; il peso dell'azionario è stato quindi portato sottopeso rispetto al benchmark in un'ottica prudentiale. La persistenza del trend rialzista fino al periodo estivo ci ha convinto a rientrare dinamicamente su posizioni più vicine alla neutralità verso il benchmark e più equilibrate alla fine di luglio. Nel corso del quarto trimestre l'esposizione azionaria è stata moderatamente incrementata sopra al benchmark a fronte dell'effetto positivo della stagionalità, di notizie positive sul rientro dell'inflazione e sulla possibile svolta della politica monetaria avendo il mercato iniziato a scontare riduzioni dei tassi ufficiali per il 2024 sulla scia dell'allentamento delle pressioni inflazionistiche.

Nel corso dell'anno l'allocazione geografica della componente azionaria ha visto privilegiare mediamente il mercato americano verso le aree europea ed asiatica. Nel primo semestre è stato implementato un sovrappeso sul tema della riapertura dell'economia cinese sia attraverso la componente diretta del fondo emergente che attraverso società esposte ad esso, ma i fattori geopolitici e l'atteggiamento sorprendentemente prudente dei consumatori cinesi hanno poi spinto a ridurre e addirittura sottopesare l'area nei mesi seguenti. Nell'area asiatica si è mantenuta la preferenza sul mercato giapponese che si è avvantaggiato dell'andamento della valuta locale e delle riforme della governance delle aziende del paese. Il mercato americano è stato caratterizzato per i primi 9 mesi dalla performance positiva di poche grandi società dei settori tech e communication. Solo nell'ultimo trimestre la partecipazione al rialzo si è allargata alle altre società in altri settori, tra cui soprattutto i ciclici.

Sulla componente obbligazionaria, l'esposizione al rischio di tasso è stata sottopeso a inizio 2023 nell'idea che il mercato fosse vulnerabile a un orientamento ancora restrittivo da parte delle banche centrali in base a dati di inflazione core superiori alle attese. La posizione di duration è passata da sottopeso a neutrale nel corso del mese di febbraio e quindi sovrappeso tra marzo e aprile, dato che la crisi delle banche regionali negli Stati Uniti a nostro avviso creava i presupposti per una riduzione dell'offerta di credito e un rallentamento dell'economia; questi fattori delineavano uno scenario macroeconomico che vedeva un rientro dell'inflazione su livelli più moderati e una elevata probabilità di recessione negli Usa e nell'area Euro nel secondo semestre. Tra maggio e giugno l'esposizione al rischio di tasso è stata ulteriormente incrementata, aumentando la duration sull'area Euro, nell'idea che il repricing verso l'alto del sentiero dei tassi ufficiali fosse incoerente con i rischi di rallentamento nell'area Euro data la debolezza della ripresa cinese. Con l'aumento dell'esposizione in termini di duration il portafoglio è stato impostato in misura maggiore per un appiattimento della curva, sovrappesando le scadenze nell'area decennale e extra-lunghe e sottopesando le scadenze brevi. La duration è stata mantenuta sovrappeso rispetto al benchmark di riferimento tra luglio e settembre; questa impostazione ha penalizzato la performance del portafoglio nel mese di settembre dato il rialzo dei rendimenti registrato nel mese. La duration è stata quindi ridotta nel mese di ottobre in un'ottica tattica di protezione del portafoglio alla luce dei rischi di ulteriore rialzo dei tassi a lunga scadenza. Mentre nell'area Euro le previsioni di una moderata recessione sono state confermate, negli Stati Uniti lo scenario macroeconomico è stato rivisto, rinviando le attese di recessione al 2024. È stato mantenuto uno scenario di rientro graduale dell'inflazione, seppure con un ritmo più lento rispetto alle previsioni della prima parte dell'anno. Questi fattori ci hanno portato a tenere la duration di portafoglio tra novembre e dicembre in un intorno della neutralità rispetto al benchmark, beneficiando in misura limitata del rally registrato dai mercati obbligazionari negli ultimi due mesi dell'anno.

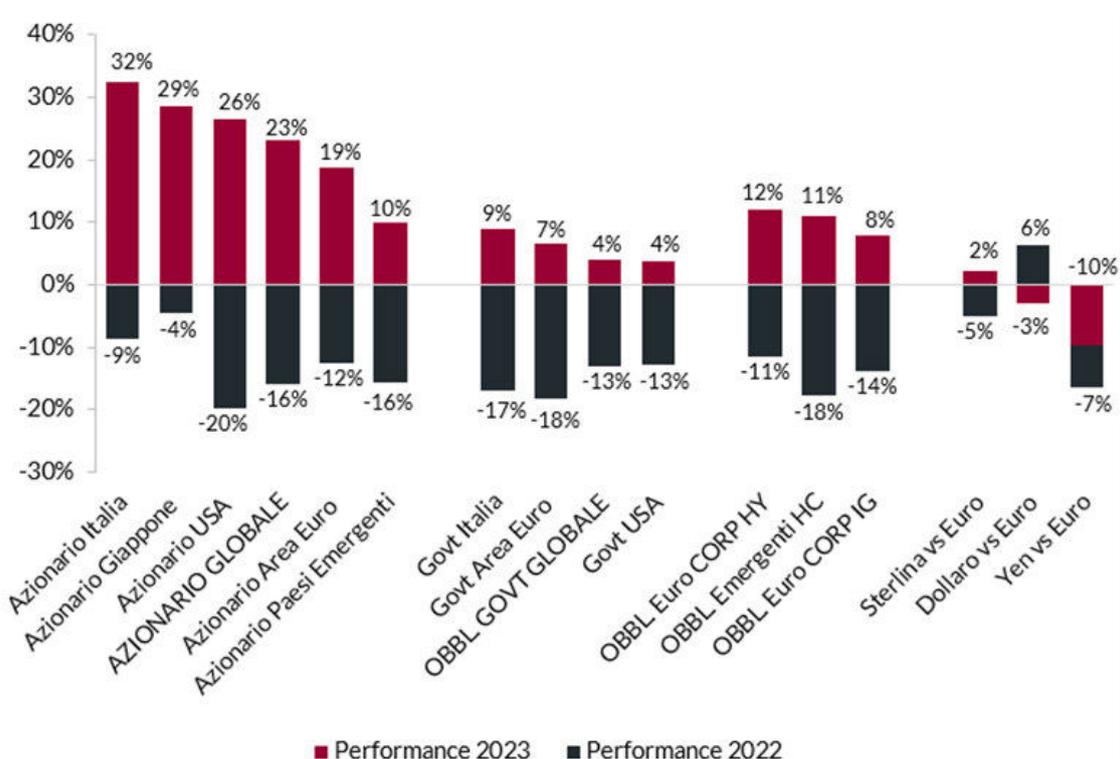
Per quanto riguarda l'esposizione geografica governativa nell'ambito dell'area Euro il portafoglio è stato caratterizzato nei primi mesi del 2023 da una posizione sottopeso sui paesi periferici e tra questi sull'Italia; tale posizione è stata portata da sottopeso a neutrale a marzo in funzione dell'approccio costruttivo sui tassi più che per una view specifica sullo spread BTP-Bund, tenendo in considerazione il carry offerto dai BTP rispetto ad altri emittenti governativi dell'area Euro in un contesto di rendimenti in movimento laterale o in discesa. Tra il secondo e il terzo trimestre il sovrappeso di duration sull'area Euro è stato distribuito tra paesi core, semiperiferici e periferici. A partire da ottobre sono stati sovrappesati i paesi periferici e in particolare la Spagna a

fronte di un sottopeso sui semiperiferici e segnatamente sulla Francia, in parte per il carry favorevole alla Spagna, in parte per considerazioni sul profilo della supply al netto degli acquisti BCE nel 2024. Nel secondo semestre sono state inserite in portafoglio posizioni su titoli sovranazionali, che offrivano uno spread interessante se rapportato al rating data la correlazione con gli swap spread e i livelli storicamente alti di questi ultimi.

Focus sullo scenario economico e finanziario

Il 2023 è stato un anno molto intenso sui mercati finanziari; gli investitori hanno dovuto affrontare una molteplicità di forze e sviluppi diversi, alcuni dei quali hanno provocato movimenti storicamente estremi: fra gli altri, il maggior fallimento bancario negli Stati Uniti dal 2008, l'esplosione del focus sul tema dell'intelligenza artificiale, un *downgrade* del maggior emittente di debito sovrano al mondo (gli USA), lo scoppio di un nuovo conflitto alle porte dell'Europa. Il tutto in un contesto in cui **sia le tensioni geopolitiche che l'incertezza sugli sviluppi macro e le politiche monetarie sono rimaste sempre molto elevate**. La crescita globale ha sorpreso significativamente al rialzo, principalmente grazie all'eccezionale resilienza dell'economia statunitense (secondo il consenso Bloomberg, il PIL globale si è espanso a un ritmo del 2,95% nel 2023, a fronte di una stima del 2,1% a fine 2022); l'inflazione nei paesi sviluppati è scesa con il traino dei prezzi di energia e beni alimentari (da un picco del 7,9% a ottobre 2022, al 3,1% di novembre 2023), ma è rimasta estremamente vischiosa nella componente dei servizi, e le pressioni salariali sono sostenute; le banche centrali hanno mantenuto per gran parte dell'anno una retorica aggressiva (i tassi ufficiali sono saliti di altri 100 punti base negli USA e 200 punti base in Area Euro, più di quanto atteso a inizio 2023), salvo poi adottare inaspettatamente un approccio più accomodante sul finire dell'anno, specie negli Stati Uniti.

Performance dei mercati nel 2023 a confronto con il 2022



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg - Indici in valuta locale

In questo contesto, i rendimenti governativi sono rimasti confinati in un range relativamente stretto nella prima parte dell'anno, per poi subire significative pressioni al rialzo nel terzo trimestre, sulla scorta di una combinazione di fattori: la persistenza delle pressioni sull'inflazione (complice un'impennata del prezzo del petrolio), le crescenti preoccupazioni per la sostenibilità della politica fiscale statunitense, la prospettiva di tassi ufficiali elevati a lungo; a ottobre, il rendimento del Treasury decennale si è spinto sopra il 5% per la prima volta dal 2007, mentre in Area Euro Bund e BTP hanno raggiunto rispettivamente il 3% e il 5%. Successivamente, la narrativa di mercato è cambiata: i dati sull'inflazione hanno iniziato a sorprendere al ribasso su scala globale, e la retorica delle banche centrali si è ammorbidita, soprattutto negli Stati Uniti (durante la riunione di dicembre, il Presidente Powell ha dichiarato a sorpresa che la discussione sui tagli è già iniziata). Ne è derivato un repricing sostanziale delle aspettative sulla politica monetaria, e un crollo dei tassi: fra novembre e dicembre, l'indice delle obbligazioni governative globali ICE

BoFA ML ha registrato la performance a due mesi più alta degli ultimi trent'anni, e i rendimenti di Treasury, Bund e BTP decennali hanno chiuso il 2023 rispettivamente a 3,9%, 2% e 3,7% (il primo in linea con i livelli di inizio anno, gli altri largamente al di sotto). Nel complesso, **i titoli di Stato globali hanno recuperato circa 1/3 delle perdite accumulate nel 2022**; i Treasury hanno guadagnato meno rispetto ai governativi europei, frenati dalla maggior solidità della crescita, mentre i BTP hanno largamente sopra-performato i Bund, complice il *carry* più elevato e un restringimento dello spread di quasi 50 punti base. **Stessa sorte per le obbligazioni societarie**, che hanno beneficiato sia del calo dei rendimenti governativi, sia di una contrazione degli spread creditizi, più marcata le fasce di rating più basse.

I mercati azionari si sono apprezzati in modo robusto nel corso dell'anno, sostenuti da una molteplicità di fattori: la resilienza della crescita dell'economia e degli utili, specie negli Stati Uniti, l'aumento dello stock di liquidità su scala globale, le ricoperture connesse al posizionamento sbilanciato degli investitori, e, da fine maggio, l'entusiasmo sul tema dell'intelligenza artificiale. La crisi delle banche regionali statunitensi ha innescato una correzione di breve durata, mentre quella indotta dal brusco aumento dei tassi è stata più profonda e si è protratta fra agosto e ottobre. Negli ultimi due mesi dell'anno, tuttavia, la crescente fiducia degli investitori in un rapido allentamento della stretta monetaria e in una decelerazione modesta della crescita hanno alimentato un rally robusto e i principali indici azionari sono giunti in prossimità dei massimi storici (S&P 500) o li hanno superati (Dax e MSCI World). **I mercati sviluppati hanno ampiamente sopra-performato quelli emergenti, con Italia, Giappone e Stati Uniti in evidenza positiva**; in calo i listini cinesi, appesantiti dalla debolezza della crescita, dai rischi geopolitici e dal sentiment negativo degli investitori esteri. In termini di stili e settori, ciclici e *growth* hanno offerto ritorni superiori rispetto a difensivi e *value*; **la tecnologia, in particolare, è stata di gran lunga il comparto più premiante su entrambe le sponde dell'Atlantico** (il Nasdaq ha archiviato un apprezzamento del 45%, trascinato dal +107% delle Magnificent 7).

I mercati valutari sono stati caratterizzati da un marcato indebolimento dello yen, penalizzato dall'allargamento del differenziale di tassi rispetto ai paesi sviluppati e dal mantenimento di una *stance* ultra-accomodante da parte della Bank of Japan. **Il rapporto di cambio fra euro e dollaro si è mosso in un range relativamente stretto** rispetto all'esperienza storica, con il biglietto verde che ha perso quota negli

ultimi mesi dell'anno al consolidarsi della prospettiva di una svolta accomodante della Fed.

L'indice aggregato dei prezzi delle materie prime è sceso nel 2023, dopo due anni consecutivi di guadagni, **appesantito dalla correzione del comparto energetico**: il gas naturale europeo ha proseguito nella prima parte dell'anno il trend ribassista iniziato nell'agosto del 2022, complice la persistenza delle scorte su livelli elevati, mentre il petrolio ha sofferto soprattutto nel quarto trimestre, per i crescenti segnali di debolezza della domanda. Variazioni quasi trascurabili per diversi metalli industriali, frenati dalle preoccupazioni per l'economia cinese, mentre **l'oro ha archiviato un apprezzamento corposo**, raggiungendo nel quarto trimestre nuovi massimi storici.



EURIZON
ASSET MANAGEMENT



**Fondo Pensione Gruppo Bancario
Crédit Agricole Italia**
Relazione annuale 2023

5 febbraio 2024



INDICE

- ✓ Commento sull'andamento dei mercati finanziari nell'anno 2023
- ✓ Analisi della gestione dei mandati nell'anno 2023



✓ Commento sull'andamento dei mercati finanziari nell'anno 2023

Il 2023 ha visto le decisioni di politica monetaria delle Banche Centrali ancora al centro delle dinamiche di mercato. Nel corso dell'anno il contesto macroeconomico di fondo ha visto prevalere uno scenario di soft landing per l'economia globale; tuttavia, da un lato la forza della stretta monetaria, proseguita per buona parte del 2023 a causa della persistenza dell'inflazione su livelli elevati, e dall'altro la resilienza dell'economia globale hanno contribuito ad una marginale incertezza. Nel mese di marzo il fallimento di alcune banche regionali americane, effetto collaterale della rapidità e dell'intensità della stretta monetaria attuata dalla Fed, ha visto i mercati prezzare rapidamente uno scenario recessivo, con una forte riduzione dei rendimenti dei titoli governativi. Scenario che è stato però evitato grazie alla gestione della crisi da parte della Fed e del governo USA. A partire dai mesi estivi motivo di incertezza sui mercati è diventata la forza dell'economia americana, unita ad un livello di inflazione che non mostrava un percorso di riduzione strutturale. Contesto che ha portato i mercati a prezzare un potenziale surriscaldamento dell'economia USA. Nell'ultima parte dell'anno il percorso di rientro dell'inflazione si è finalmente consolidato con i dati macroeconomici, ed in particolare quelli legati al mercato del lavoro USA, che sebbene in rallentamento, non hanno mostrato segnali recessivi. Scenario che ha quindi portato le Banche Centrali ad interrompere i rialzi e iniziare una discussione circa una possibile riduzione per il 2024, rimuovendo quindi l'incertezza che aveva caratterizzato la parte centrale del 2023.

Ancora in difficoltà la Cina che, sebbene abbia raggiunto i propri obiettivi di crescita, non è stata in grado di mostrare quei segnali di forte recupero che gli investitori si attendevano dopo le riaperture.

I mercati azionari, seppur beneficiando di uno scenario di soft landing, hanno sofferto nella prima parte dell'anno quando la stretta monetaria è sembrata poter proseguire oltre le attese, mentre hanno fortemente beneficiato della pausa nei rialzi e del cambio di atteggiamento delle Banche Centrali. La borsa americana archivia un 2023 con +26.3% (indice S&P 500 comprensivo dei dividendi). In Europa l'EuroStoxx riporta un ritorno pari +19.5% e l'indice giapponese Topix chiude il 2023 con +28.3%. Tra i migliori listini dell'anno, oltre a quello giapponese, spicca l'Italia che ha fatto registrare un +32.3% (indice FTSE Italia All Share) grazie alla dinamica dei tassi ed al favorevole contesto di crescita. Positivi anche i mercati emergenti in aggregato (ritorno pari a +10.3%) che, però, hanno risentito delle difficoltà cinesi.

Ritorni positivi per i tassi governativi che hanno beneficiato della riduzione dell'inflazione e del cambio di atteggiamento delle Banche Centrali. Negli USA il 2 anni, che aveva iniziato l'anno in area 4.50%, ha chiuso il 2023 in area 4.30% mentre il 10 anni americano è rimasto stabile in area 3.80% registrando, però, una notevole volatilità in corso d'anno. In Europa il 2 anni tedesco è rimasto invariato in area 2.65% mentre il decennale ha iniziato l'anno in area 2.60% e ha concluso il 2023 in area 2.0% con un atteggiamento da parte della BCE che, nella parte finale dell'anno, ha dovuto tenere conto di un contesto macro più debole rispetto a quello americano.

Importante calo per lo spread Btp-Bund che ha iniziato l'anno in area 200 punti base e ha concluso il 2023 in area 150 punti base, beneficiando di una politica fiscale nel complesso in linea con le direttive europee ed un contesto di crescita favorevole. Il decennale italiano è passato da 4.60% di inizio anno a 3.50% di fine 2023, risultando una delle migliori asset class dell'anno.

Positivi i ritorni anche per tutte le componenti a spread che hanno beneficiato appieno dello scenario di soft landing, ovvero di tassi in riduzione con crescita positiva. In particolare, lo spread



del comparto Investment Grade è passato da 147 punti base a 114, mentre gli High Yield globali hanno visto lo spread passare da 513 a 381 punti base. Lo spread relativo ai Paesi emergenti è passato da 463 punti base a 392 punti base.

Il mercato valutario ha visto il dollaro indebolirsi. Con il venir meno di parte della volatilità legata a scenari recessivi, la valuta USA ha perso parte del ruolo di copertura dei rischi. Nello specifico, il dollaro ha chiuso il 2023 in area 1.10 contro euro avendo iniziato l'anno in area 1.06. Mercato indebolimento anche per lo yen, che da un lato ha risentito della rimozione delle coperture da parte degli investitori e dall'altro non ha beneficiato delle attese politiche restrittive della Banca Centrale giapponese.



✓ Analisi della gestione dei mandati nell'anno 2023

Nel contesto di mercato prima delineato, tutte le linee hanno avuto performance positive sia in assoluto che relativamente al benchmark:

NomeGestione	Data Riferimento:	Year to date		
	29-Dic-23	PTF	BMK	ER
Linea 12 Obbligazionaria Breve Termine		5,23%	4,63%	0,60%
Crédit Agricole Italia Linea Orizzonte 10		7,11%	5,95%	1,16%
Crédit Agricole Italia Linea Orizzonte 20		8,67%	7,56%	1,11%
Crédit Agricole Italia Linea Orizzonte 30		11,97%	10,54%	1,43%
Crédit Agricole Italia Linea Orizz. Sostenibilità		15,94%	14,05%	1,89%

Ricordiamo che, per la linea Orizzonte 20 e Orizzonte 30, il confronto col benchmark YtoD, come anche la performance assoluta qui riportata, parte dal 10 gennaio a causa della sospensione del calcolo delle performance per fusione dei fondi Creval linea 3 e linea 4 nei corrispondenti comparti del Fondo Crédit Agricole Orizzonte 20 e Orizzonte 30.

L'andamento estremamente positivo del mercato azionario è stato il principale contributore di performance per le linee Orizzonte 30 e Orizzonte Sostenibilità: la scelta di tenere in sovrappeso l'equity ma soprattutto la selezione dei titoli azionari, con la preferenza per la tecnologia americana col tema dell'Intelligenza Artificiale, ha dato un contributo molto positivo nel confronto col benchmark. Sulle linee a maggior peso obbligazionario, la gestione della componente governativa è stato il principale driver di performance: in particolare la preferenza per i Btp e la cautela sulla duration assoluta del portafoglio fino a fine settembre ha protetto dalle perdite, soprattutto del periodo estivo. Poi, da ottobre, il riacquisto delle parti più lunghe delle curve dei rendimenti ha consentito di mantenere il vantaggio in termini di over performance sul BMK dei primi nove mesi dell'anno.

Operativamente, nell'anno, abbiamo avuto tre momenti di svolta dei mercati: il primo, a metà marzo, con la crisi delle banche americane e di Credit Suisse che ha provocato vendite sugli asset rischiosi subito rientrate per l'immediata reazione di immissione di liquidità al settore bancario da parte delle Banche Centrali competenti; il secondo, a fine luglio, col timore di eccessiva restrizione della Politica Monetaria, quando siamo stati premiati dal posizionamento sulla curva dei rendimenti, con preferenza per i titoli obbligazionari a breve termine; e il terzo, a fine ottobre, quando i toni più accomodanti hanno dato il via al rally sia dei bond che dell'equity che ci ha consentito di raggiungere un buon risultato a fine anno.

Sul finire di dicembre abbiamo preso profitto sui bond, riducendo il peso delle scadenze più lunghe per l'anno, visto che i prezzi scontavano ben sei tagli dei tassi, sia in Europa che in America.



www.eurizoncapital.com

Eurizon Capital SGR S.p.A.

Sede Legale: Via Melchiorre Gioia, 22 - 20124 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 2023 - Linea CA Vita Più

Il rendimento della gestione separata Credit Agricole Vita Più registrato a dicembre 2023 è stato pari a 2,30% (al 31.12.2023).

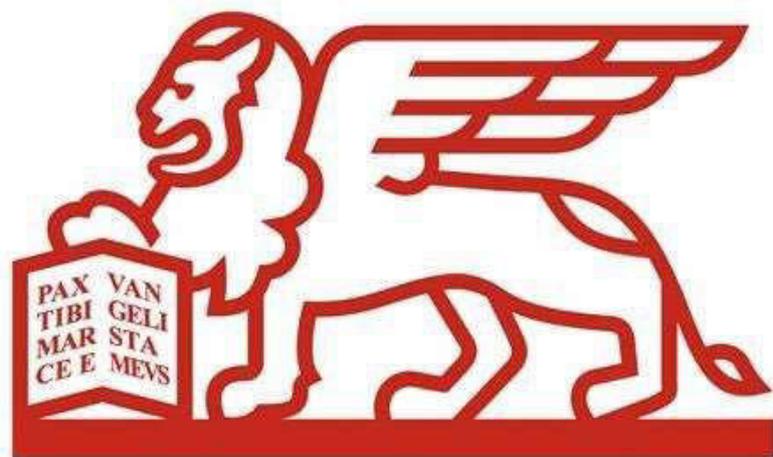
Gli investimenti realizzati nel 2023 sono stati indirizzati prevalentemente verso il mercato obbligazionario e sono stati effettuati tenendo conto del criterio di determinazione del rendimento basato sulla valutazione delle attività al costo storico (prezzo d'acquisto). Questo metodo prevede che la redditività 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 l'esposizione in strumenti che sono maggiormente esposti alla volatilità dei mercati finanziari.

L'esposizione al mercato azionario è stata contenuta e inferiore al 5%.





GENERALI



GESAV 2023

Per quanto riguarda il comparto governativo, il portafoglio in oggetto è stato venditore netto di titoli. Considerando i soli acquisti il portafoglio è stato compratore in via residuale di Spagna con duration in area 5 anni. Per quanto riguarda la maggior parte dell'investito nel comparto governativo in concomitanza con tassi a breve termine interessanti, si è scelto di ottimizzare la liquidità dell'investito acquistando titoli zero coupon italiani e spagnoli. Passando alle vendite, queste si sono concentrate su titoli italiani e spagnoli. Dato il contesto geopolitico, si è anche scelto di ridurre il rischio in maniera opportunistica su Paesi dell'est Europa. Si segnala il focus crescente sull'ottimizzazione del profilo di cash flow del portafoglio finalizzato a ottenere una copertura più puntuale delle passività di riferimento.

Per quanto concerne il comparto corporate, il portafoglio è stato compratore netto di titoli. Gli acquisti si sono focalizzati nel settore finanziario, delle utilities e dei consumi discrezionali. Dal punto di vista del merito creditizio il focus degli investimenti è stato nel bucket BBB, parte dell'esposizione è stata allocata a strumenti subordinati con prevalenza di corporate hybrids e in minor parte in strumenti finanziari subordinati, con l'obiettivo di aumentare la redditività di portafoglio. I titoli classificati come "Green Bonds" rappresentano il 23% degli acquisti corporate.

Complessivamente gli acquisti sono stati fatti a rendimenti di poco superiori al 4.5% con una duration in area 5.2 anni. Le vendite sono state effettuate per finalità di ottimizzazione del ALM e contestuale riallocazione verso titoli a maggiore rendimento o per gestione della liquidità.

Riguardo il settore Equity, nel corso del periodo, a seguito dell'operatività effettuata, l'investimento netto nel comparto azionario è complessivamente diminuito (- 246M). Dal punto di vista settoriale, gli incrementi maggiori sono stati effettuati nel comparto delle Telecomunicazioni. I maggiori decrementi sono stati effettuati nel comparto degli Industriali, dell'Energia e delle Banche. Alla fine del 2023, i settori maggiormente rappresentati erano le Banche, le Materie Prime e le Utilities; viceversa, i meno rappresentati erano la Tecnologia, il Real Estate ed il Media.

UnipolSai
ASSICURAZIONI



INFORMAZIONI SULL'ANDAMENTO DELLA GESTIONE "FONDICOLL UNIPOLSAI"

ANNO 2023

FONDICOLL UNIPOLSAI adotta una politica di investimento basata prevalentemente su tipologie di attivi quali titoli di Stato ed obbligazioni denominate in Euro, caratterizzate da elevata liquidità e buon merito creditizio.

L'operatività in titoli di Stato, nel corso del 2023, è stata orientata a proseguire il processo di diversificazione iniziato nel corso dell'esercizio precedente, avendo come obiettivo l'acquisizione di rendimenti ritenuti adeguati in rapporto al rischio emittente. Si sono operate vendite di titoli di Stato italiani, a fronte di riacquisti parziali di titoli di emittenti europei ad elevato rating, questi ultimi in parte legati a progetti di sostenibilità ambientale (c.d. Green Bond). In merito ai tratti di curva, le vendite hanno interessato la parte breve e media della curva dei rendimenti italiani, mentre per gli acquisti si sono privilegiati i tratti medio-lunghi delle curve governative europee, pur sempre in coerenza con la struttura dei passivi.

Nel corso dell'anno, è proseguito l'investimento di parte della liquidità disponibile in strumenti legati ai crediti fiscali relativi alle agevolazioni tributarie collegate con la riqualificazione del patrimonio edilizio e ai relativi incentivi: tali strumenti, con buona redditività e limitata vita residua, vengono assimilati a titoli di Stato italiani e ricompresi nella medesima categoria contabile.

L'esposizione complessiva a questa asset class è aumentata rispetto all'anno precedente.

Per quanto riguarda la componente di credito, si evidenzia una diminuzione dell'esposizione complessiva: la rotazione di portafoglio ha privilegiato la diminuzione dell'esposizione ad emittenti di natura bancaria e finanziaria, mantenendo pressoché inalterata l'esposizione a titoli corporate non finanziari.

Complessivamente, nel corso del 2023 la componente obbligazionaria, nella sua totalità, è lievemente diminuita.

Il peso della componente azionaria è stato lievemente incrementato nel corso dell'anno, non per l'aumento della quota direttamente investita in titoli, ma per via dell'esposizione a quote di altri investimenti assimilabili a tale categoria. Nello specifico, la componente di investimenti alternativi è stata incrementata, proseguendo il trend iniziato già da diversi esercizi; l'allocazione di questa parte di portafoglio continua a privilegiare fondi con focus di investimento su energie rinnovabili ed infrastrutture.

Inoltre, si evidenzia un aumento di quote di fondi immobiliari con l'obiettivo di migliorare la diversificazione complessiva ed il profilo reddituale del portafoglio.

La quota detenuta in liquidità, o strumenti ad essa equiparabili, è rimasta pressoché invariata rispetto all'esercizio precedente.

La duration del portafoglio è diminuita da 6,18 anni a fine settembre 2022 a 5,50 anni a fine settembre 2023.

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

