



# Fondo Pensione Gruppo Bancario Crédit Agricole Italia

**Allegato A al bilancio al 31 dicembre 2024  
Commento dei Gestori**

---

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



**Amundi**  
**ASSET MANAGEMENT**

# Commento e prospettive

## Relazione anno 2024 FP Credit Agricole

### Considerazioni macroeconomiche generali

Nel 2024 la crescita economica globale ha subito un modesto rallentamento rispetto all'anno precedente e dovrebbe chiudere l'anno mettendo a segno un incremento del 3,1 per cento del PIL rispetto al 3,3 per cento del 2023. In questo contesto permangono differenze importanti tra le aree geografiche e i principali paesi. Il differenziale di espansione tra economie emergenti e aree sviluppate è rimasto infatti ampio, con queste ultime previste in crescita più modesta intorno all'1,6 quest'anno rispetto al più elevato 4,1 per cento atteso per le economie emergenti. Tra i paesi sviluppati l'economia americana ha sorpreso al rialzo le stime della prima parte dell'anno, mentre le altre principali aree si sono attestate su livelli più modesti di crescita con revisioni in alcuni casi al ribasso rispetto alle attese iniziali. Anche sul versante dell'andamento dei prezzi al consumo, sebbene in presenza di un rientro generalizzato dell'inflazione a livello globale, la dinamica appare diversa: a fronte di una minore crescita economica reale le economie sviluppate mostrano un progresso più sensibile nel calo dell'inflazione, passata dal 4,7 per cento in media dello scorso anno al 2,6 medio di quest'anno. Le economie emergenti dovrebbero invece far registrare un calo dell'inflazione più contenuto, passando dal 5,7 per cento del 2023 al 5,3 per cento del 2024.

Sul versante della politica monetaria, il 2024 si è rivelato l'anno della svolta nell'andamento dei tassi ufficiali delle principali banche centrali delle aree sviluppate: la Banca Centrale Europea ha aperto il trend al ribasso con il primo taglio dei tassi nella riunione di inizio giugno, seguita poi dalle banche centrali anglosassoni nei successivi mesi estivi. Al contrario, la Banca del Giappone si è mossa in direzione opposta innalzando per la prima volta dal 2007 prima a marzo e poi nuovamente a luglio i tassi ufficiali, uscendo dal precedente territorio negativo e normalizzando altresì la strategia di controllo della curva dei rendimenti. L'anno si chiude con tagli cumulati di un punto percentuale da parte della BCE e della Federal Reserve statunitense e di mezzo punto percentuale da parte della Banca d'Inghilterra. Nonostante gli allentamenti monetari già realizzati, gli attuali livelli dei tassi ufficiali nelle principali aree sviluppate sono ritenuti ancora restrittivi, alla luce del sensibile calo dell'inflazione, e pertanto il ciclo di rientro dei tassi ufficiali appare destinato a proseguire nel corso del 2025.

#### Area Euro

Le stime di crescita dell'area euro per il 2024 puntano ad un modesto rialzo rispetto allo scorso anno, con un aumento atteso dello 0,8 per cento rispetto al più contenuto 0,5 per cento registrato nel 2023. La limitata ripresa è stata trainata dal recupero del settore dei servizi, mentre si è confermata la debolezza del settore manifatturiero, una divergenza che ha contribuito a generare dinamiche alquanto disomogenee a livello di diverse economie dei paesi. Il tasso di disoccupazione si mantiene a livelli storicamente molto contenuti, ma emergono segnali di rallentamento nel mercato del lavoro, con un'attenuazione sia dell'offerta che della domanda, attenuazione confermata anche dai dati più recenti. A guidare il recupero della crescita tra i principali paesi dell'area euro sono la Spagna e la Francia, il cui PIL è stimato in crescita nel 2024 rispettivamente di 3,1 e 1,1 per cento, seguite dall'Italia con un + 0,5 per cento. La Germania, al contrario, appare destinata a mostrare una leggera contrazione economica pari allo 0,1 per cento, soprattutto per effetto della debole performance del settore manifatturiero.

L'inflazione continua a muoversi in un sentiero di discesa, in particolare nella crescita dei prezzi dei beni, mentre quella del settore dei servizi rimane su livelli elevati in alcuni dei paesi dell'area. Gli indicatori che stimano la dinamica di fondo dei prezzi, al netto delle fluttuazioni più volatili, sono scesi sensibilmente e hanno continuato a diminuire, riflettendo l'impatto della politica monetaria restrittiva ed il venir meno

degli ampi shock subiti in precedenza dall'offerta aggregata. Rispetto al 2023, il calo atteso per l'inflazione media annua appare più sensibile in Germania e in Italia, rispettivamente in discesa dal 6,1 al 2,4 per cento e dal 5,9 all'1,1 per cento. Anche in Francia l'inflazione dovrebbe scendere in misura significativa dal 5,7 per cento del 2023 al 2,3 per cento quest'anno. Più modesto appare invece il calo dell'aumento dei prezzi in Spagna che, come accennato, vanta una crescita economica più forte, con l'inflazione attesa in discesa dal 3,4 del 2023 al 2,9 per cento. Il calo dell'inflazione e il ciclo di allentamento monetario dovrebbero fornire maggiore sostegno alla domanda interna per consumi e investimenti nel corso dei prossimi trimestri.

Dal canto suo, la BCE ha mantenuto invariati i tassi ufficiali fino alla riunione di giugno, nella quale ha annunciato un primo taglio del costo del denaro di 25 punti base. Dopo la pausa del comitato di luglio la banca centrale ha deciso tre nuovi tagli dei tassi ufficiali di 25 punti base in ciascuna delle successive riunioni tenutesi tra settembre e dicembre, pertanto intensificando il ritmo dell'allentamento monetario rispetto a quello iniziale. A spingere la banca centrale a proseguire con costanza nell'allentamento monetario sono stati i dati economici, sia quelli sull'inflazione confermata in calo più sensibile delle attese, sia il rallentamento della crescita soprattutto nei paesi core come la Germania ed in misura minore la Francia.

### **USA**

Negli Stati Uniti l'attività economica cresce ad un ritmo elevato. Nel secondo e nel terzo trimestre del 2024 il PIL in termini reali ha accelerato la propria espansione rispetto ad una più modesta dinamica mostrata nel primo trimestre. Permane il vigore della spesa per consumi a fronte di un mercato del lavoro che mostra un raffreddamento dalle condizioni di estrema forza dell'anno precedente. Il tasso di disoccupazione è tornato infatti a salire nel 2024 ma solo in misura limitata dal 3,7 per cento di fine 2023 al 4,2 nell'ultima rilevazione di novembre, un livello ancora storicamente contenuto. Il 2024 ha visto una minore creazione di posti di lavoro rispetto a quella del 2023, ma pur sempre di sostegno alla domanda aggregata, ed anche la crescita dei salari è rallentata ma è rimasta a livelli storicamente elevati. L'inflazione complessiva, dal canto suo, è scesa al 2,4 per cento nell'ultima rilevazione disponibile di novembre, mentre quella di fondo è rimasta più elevata, intorno al 3,3 per cento. In questo contesto le stime di crescita media per l'intero anno sono state riviste al 2,7 per cento, solo leggermente al di sotto dell'aumento del 2023 pari al 2,9 per cento. Al contempo, pur mostrando una certa persistenza nei primi mesi dell'anno, l'inflazione appare destinata a continuare la sua discesa nei prossimi trimestri e a mettere a segno un aumento medio annuo del 2,9 per cento rispetto al 4,1 per cento del 2023. L'ulteriore rientro dell'inflazione insieme al recente taglio del costo del denaro e al permanere di una politica fiscale espansiva dovrebbe sostenere i consumi e gli investimenti reali anche nei prossimi mesi e trimestri.

Dal canto suo, la Federal Reserve ha mantenuto invariati i tassi ufficiali per tutto il primo semestre per poi dare inizio al proprio ciclo di normalizzazione della politica monetaria con il primo taglio dei tassi di ben mezzo punto deciso a settembre. A questo ne sono seguiti altre due, ciascuno di 25 punti base, nelle successive due riunioni dell'anno. La sensibile resilienza dell'economia americana e il minor rallentamento dell'inflazione rispetto a quello previsto hanno tuttavia contraddistinto in chiave meno espansiva il messaggio che ha accompagnato il taglio deciso a dicembre. L'indicazione proveniente dalla banca centrale americana punta pertanto a nuovi allentamenti nel 2025 ma di intensità minore rispetto a quella comunicata solo a settembre scorso.

### **UK**

La crescita economica del Regno Unito appare complessivamente modesta, ma in recupero rispetto allo stagnante 0,1 per cento registrato nel 2023, recupero attualmente stimato intorno all'1,1 per cento per l'intero anno, sebbene con un secondo semestre più debole del primo. Dopo una prima parte dell'anno caratterizzata da un'espansione economica al di sopra delle attese gli ultimi due trimestri dell'anno hanno infatti mostrato una crescita debole ed inferiore alle stime, in presenza di un rientro dell'inflazione che ha rallentato nella seconda metà dell'anno. Il nuovo governo ha presentato un piano di bilancio espansivo a fine ottobre, che ha accompagnato un aumento della pressione fiscale ad un aumento più che proporzionale della spesa pubblica. L'inflazione è risultata in calo significativo; in media per il 2024 la crescita dei prezzi è attesa al 2,5 per cento dal 7,3 per cento dello scorso anno ed i maggiori progressi nel rientro da livelli particolarmente elevati sono risultati più evidenti nella prima parte dell'anno.

Sul versante della politica monetaria, la Banca d'Inghilterra si è astenuta dall'apportare modifiche al livello dei tassi ufficiali nella prima metà dell'anno per poi decidere un primo taglio dei tassi ad agosto cui è seguito un secondo taglio nella riunione tenutasi a novembre. Il ritmo degli allentamenti appare pertanto più lento rispetto a quello della BCE, puntando al momento ad un taglio per trimestre nell'ambito di un approccio di maggiore gradualità nel rimuovere il carattere restrittivo dei tassi ufficiali.

### **Giappone**

Per l'economia nipponica, le stime attuali puntano ad un calo del PIL dello 0,2 per cento e pertanto in sensibile rientro rispetto all'1,7 per cento di espansione messa a segno nel 2023. Dopo un avvio d'anno debole ed un limitato recupero nel secondo trimestre, la crescita del terzo trimestre si è infatti rivelata ancora modesta. Dal canto suo, l'inflazione dovrebbe segnare un rallentamento dal 3,3 per cento dello scorso anno al 2,6 per cento nel 2024, pertanto con una tendenza in linea a quella registrata nelle altre principali aree sviluppate, sebbene di minore intensità. In questo contesto, a marzo scorso la Banca del Giappone ha deciso di chiudere il prolungato periodo in cui i tassi sono rimasti in area negativa ed ha innalzato i tassi ufficiali per la prima volta dal 2007, portandoli su livelli positivi, normalizzando al contempo la strategia di controllo della curva dei rendimenti. Nel corso dell'estate e precisamente nel mese di luglio è giunto un secondo rialzo dei tassi che potrebbe essere seguito da nuove analoghe misure nel corso del 2025.

### **Emergenti**

Come anticipato, quest'anno la crescita dei paesi emergenti dovrebbe attestarsi in media al 4,1 per cento, solo in leggero rallentamento rispetto al 4,3 del 2023 e con importanti differenze nella dinamica tra i differenti paesi e le aree. A trainare l'espansione economica sono ancora una volta risultati soprattutto i paesi asiatici: dall'economia cinese ci si attende un recupero del 4,8 per cento rispetto al 5,2 per cento nel 2023, mentre l'economia indiana è attesa in crescita del 6,4 per cento, sebbene anch'essa in parziale rallentamento rispetto al 7,8 per cento del 2023. Se i paesi dell'est Europa si mantengono su sentieri di crescita relativamente contenuti, in America Latina la crescita brasiliana appare sostanzialmente stabile al 3,1 per cento rispetto al 3,2 dello scorso anno, mentre quella messicana è attesa in rallentamento al 1,5 per cento rispetto al 3,3 del 2023.

L'inflazione è attesa complessivamente in discesa nei paesi emergenti, ma con una decelerazione modesta e inferiore rispetto a quella delle aree sviluppate, precisamente in calo dal 5,7 al 5,3 per cento: anche per quanto riguarda la crescita dei prezzi le dinamiche appaiono particolarmente differenti tra i paesi, ad esempio in Asia con i prezzi relativamente stagnanti in Cina ed in aumento medio del 5 per cento in India. Le politiche monetarie, dal canto loro, sono complessivamente orientate a sfruttare gli spazi offerti dal rallentamento dell'inflazione per normalizzare i tassi ufficiali verso livelli più contenuti.

La dinamica della crescita economica cinese resta debole. Negli ultimi mesi il clima di fiducia dei consumatori è rimasto a livelli contenuti, contribuendo ad amplificare il rallentamento delle vendite al dettaglio mentre anche gli investimenti in infrastrutture hanno subito un sensibile raffreddamento. Nonostante i primi segnali di stabilizzazione nelle vendite e costruzioni di nuove abitazioni le condizioni del mercato immobiliare misurate dall'andamento dei prezzi e dalla stock di immobili invenduti rimangono deboli. La risposta delle autorità di politica economica è giunta sia da parte della banca centrale, che ha introdotto un pacchetto di misure di stimolo particolarmente significativo, sia dal ministero delle finanze che ha altresì annunciato piani per un ulteriore stimolo fiscale, volto a sostenere i consumi delle famiglie e a stabilizzare il mercato immobiliare. L'economia indiana sta sperimentando un naturale rallentamento fisiologico ma la crescita rimane elevata sia in termini assoluti che rispetto al panorama globale e quest'anno dovrebbe attestarsi tra il 6 e il 7 per cento. Rispetto agli scorsi anni la moderazione proviene dal settore immobiliare e dagli investimenti in infrastrutture, ma la domanda per consumi rimane un fattore di crescita particolarmente resiliente. Tra i principali paesi latino americani, infine, sono da segnalare i segnali di resilienza registrati dall'economia brasiliana rispetto a quella messicana, con un'inflazione in moderazione ma in misura contenuta per effetto della forza del mercato del lavoro.

### **Mercati**

I **mercati azionari** hanno evidenziato dinamiche particolarmente positive. I corsi azionari sono stati sostenuti dai tagli ai tassi delle principali banche centrali, nello specifico negli Stati Uniti e in Europa, in un contesto di segnali di moderazione dell'inflazione, da dati macroeconomici resilienti, dal tema dell'intelligenza artificiale e dalle attese di stimoli fiscali e monetari in Cina. A livello di area, gli Stati Uniti hanno dominato in termini di performance, con l'Europa in coda. A livello settoriale, hanno performato meglio la tecnologia e le telecomunicazioni, mentre le materie di base e gli energetici hanno evidenziato debolezza.

I **mercati obbligazionari governativi** hanno evidenziato movimenti di irripidimento delle curve, con le emissioni a lungo termine indebolite (e.g. rendimenti in aumento) da dati economici superiori alle previsioni, da attese di peggioramenti dei conti pubblici e, nell'ultima parte dell'anno, dal riemergere delle preoccupazioni sull'inflazione, mentre le emissioni a breve sono state supportate (e.g. rendimenti in calo) dall'avvio del ciclo di tagli da parte della Fed e della BCE. I mercati obbligazionari a spread hanno beneficiato del restringimento del differenziale di interesse.

### **In rialzo i mercati azionari.**

I mercati azionari globali hanno archiviato l'anno con performance particolarmente positive. L'indice MSCI World Net Total Return ha registrato un rialzo del 26,6% in Euro nel 2024 con una elevata concentrazione, stante la percentuale non elevata di azioni che ha sovraperformato l'indice generale e un numero limitato di titoli che ha contribuito per metà al rialzo generale.

A livello regionale, negli USA gli indici mese dopo mese hanno più volte raggiunto e superato i precedenti massimi storici, supportati dall'entusiasmo per l'intelligenza artificiale (AI) e dati societari confortanti. Dopo un avvio forte, nella parte centrale del primo trimestre i corsi azionari hanno subito una battuta di arresto in reazione alla combinazione di forti dati di crescita e inflazione, con conseguenti commenti più «hawkish» di esponenti della Fed e spinta al rialzo dei rendimenti, e di maggiori tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Successivamente hanno ripreso la corsa, beneficiando di dati economici migliori delle attese e del persistente entusiasmo per l'AI che hanno più che compensato le preoccupazioni per l'effetto di tassi più alti più a lungo. Le azioni USA si sono portate verso nuovi massimi, con l'avvio di una rotazione dal tema momentum a favore di aree del mercato rimaste indietro, come le società di minore capitalizzazione. Nei mesi estivi gli indici hanno ripiegato verso il basso, con l'intensificazione delle prese di profitto sul settore tecnologico a partire da metà luglio e la discesa brusca dei primi di agosto, tra timori di un rallentamento dell'economia più marcato delle attese e ridimensionamento delle aspettative sull'AI. La successiva inversione di tendenza, molto ravvicinata a livello temporale, è stata avviata da dati economici confortanti e dalle dichiarazioni accomodanti dei banchieri centrali a cui hanno fatto seguito azioni concrete della Fed nella riunione di settembre. L'ultimo trimestre dell'anno ha visto l'attenzione degli investitori concentrarsi sulle elezioni presidenziali. L'attesa, prima, e l'elezione ufficiale di Trump a nuovo Presidente, poi, hanno dato nuova forza agli indici USA, in scia all'entusiasmo per le aspettative di introduzione da parte della nuova amministrazione di politiche volte a stimolare la crescita economica. Dopo un avvio positivo, dicembre è stato caratterizzato da una interruzione della tendenza rialzista, con gli investitori che hanno iniziato a chiedersi se la FED deciderà davvero altri tagli dei tassi il prossimo anno; maggiormente penalizzate le small cap.

L'indice VIX (che misura la volatilità dell'indice S&P 500), al livello di 13 circa a fine 2023, ha raggiunto il livello più alto ad agosto, in area 38, nelle fasi di risk-off, e ha evidenziato un nuovo rialzo nella seconda metà di dicembre, portandosi a circa 27 a ridosso della riunione del FOMC, per poi chiudere l'anno a 16. La chiusura di anno dei mercati USA ha mostrato un andamento coerente con il nervosismo degli investitori, alle prese con l'incertezza sull'evoluzione della politica monetaria, da un lato, e con dati economici che confermano la resilienza dell'economia USA, dall'altro.

La dinamica degli indici è stata ancora una volta molto concentrata, con le mega cap tecnologiche che hanno fatto da traino, lasciando indietro il resto del mercato. L'indice tecnologico Nasdaq, già ben posizionato a fine 2023 in scia al calo del mercato dei rendimenti, ha proseguito il rialzo nel corso del 2024, beneficiando dell'entusiasmo per l'AI. A livello di fattori, il segmento Growth ha continuato a sovraperformare 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, meglio tecnologia e servizi di comunicazione, più contenute le performance di farmaceutici e materie di base.

Gli indici europei hanno evidenziato in generale rialzi più contenuti rispetto a quelli USA, a fronte di un contesto di crescita più debole e frammentata. Dopo un avvio di anno positivo, gli indici europei hanno evidenziato una certa debolezza, pur se con intensità e volatilità più contenute rispetto agli USA. Le pressioni esercitate dai movimenti del mercato obbligazionario sono state meno intense, con rialzi dei rendimenti meno ampi rispetto a quelli dei Treasury; di supporto anche la composizione degli indici europei a favore dei settori value con valutazioni più attraenti. Il recupero del secondo trimestre, anche in scia a dati societari che hanno sorpreso positivamente sul fronte profitti, è stato interrotto a fine giugno dalle incertezze politiche emerse a seguito dell'esito delle elezioni europee e dalle implicazioni avute anche a livello nazionale, in particolare in Francia ove il Presidente Macron ha indetto a sorpresa elezioni legislative anticipate. Il recupero della prima metà di luglio è stata frenato dall'emergere di timori che una nuova amministrazione Trump, in caso di elezioni di quest'ultimo, avrebbe potuto imporre nuove tariffe sulle esportazioni dall'Europa agli Stati Uniti. Nel mese di agosto, dopo una fase iniziale di debolezza, gli indici europei hanno recuperato velocemente, in un contesto di ridimensionamento dei timori sulla crescita globale, attese di ulteriori tagli dei tassi da parte della BCE e dati societari confortanti. La dinamica dei mercati azionari europei dell'ultima parte dell'anno è stata caratterizzata da rialzi più contenuti rispetto a quelli USA, in scia ai timori per l'impatto delle politiche commerciali statunitensi sulle economie domestiche cui si sono aggiunte le incognite legate ad un panorama politico interno più complicato (sia in Germania, con l'annuncio di elezioni anticipate a febbraio, dopo che il parlamento tedesco ha accettato l'offerta del cancelliere Scholz di ritirare la fiducia, che in Francia, dove le difficoltà per l'approvazione della legge di bilancio hanno portato all'avvicendamento da Barnier a Bayrou alla carica di Primo Ministro) e alle preoccupazioni sul rialzo del prezzo del gas a seguito dell'inasprimento delle tensioni tra Ucraina e Russia in un contesto di calo delle scorte e dell'interruzione del flusso residuo dalla Russia via Ucraina (ancora il 15% circa del fabbisogno del vecchio continente) dopo la scadenza dell'accordo alla fine dell'anno.

Tra gli altri paesi sviluppati, in rialzo ampio in valuta locale il Giappone, soprattutto nella prima parte del periodo. Dopo essersi via via portato sui massimi a luglio, l'indice giapponese di riferimento Topix il 5 agosto ha subito il maggior calo giornaliero in più di tre decenni. La decisione della BoJ di fine luglio di aumentare a sorpresa il tasso di riferimento di 15 pb, allo 0,25%, e i toni *hawkish* di suoi esponenti hanno avviato la chiusura di operazioni di carry trade che vedevano lo yen come valuta di finanziamento, con conseguente apprezzamento della valuta nipponica che ha sia amplificato le tensioni di inizio mese che zavorrato il successivo recupero risultato meno intenso rispetto agli indici degli altri paesi sviluppati. Nei mesi successivi il mercato giapponese ha evidenziato rialzi più contenuti rispetto agli altri principali indici globali. Il mercato azionario del paese ha risentito di dati economici deboli, delle attese di prosecuzione della normalizzazione della politica monetaria e di incertezze politiche interne, con l'avvicendamento al vertice del governo e l'elezione di Ishiba come nuovo Primo Ministro a settembre e per le elezioni successive elezioni parlamentari che si sono risolte con la perdita della maggioranza parlamentare da parte della coalizione di governo. Solo in chiusura di anno il mercato giapponese ha archiviato un rialzo apprezzabile, sostenuto dall'indebolimento della divisa e dalle prospettive di miglioramento della crescita in Cina.

In rialzo sia in valuta locale che 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.

I paesi Emergenti in aggregato hanno chiuso l'anno in rialzo sia in USD che in Euro. A livello di aree, debole l'America Latina, che ha evidenziato un calo nell'anno. In evidenza il Brasile, la cui banca centrale ha invertito l'orientamento di politica con un aumento del tasso ufficiale di 175 punti base da settembre per fronteggiare le pressioni sui prezzi e sulla valuta generate dalle preoccupazioni degli investitori sui conti

pubblici, tra incrementi della spesa e riduzione delle tasse. Debole anche il Messico, per le tensioni generate dall'esito delle elezioni presidenziali e parlamentari: la vittoria della candidata della piattaforma riformista Claudia Sheinbaum a Presidente ha fatto emergere i timori di un allentamento generalizzato della politica fiscale. Migliore area l'Asia, sostenuta dall'andamento della Cina: nonostante la persistente debolezza del mercato immobiliare e i dati di crescita e di inflazione deboli, il mercato cinese ha trovato supporto nelle misure di intervento governativo annunciate sia sul fronte della politica monetaria che sul fronte della politica fiscale. Ulteriore elemento positivo la presa di posizione del governo a sostegno delle quotazioni, con l'annuncio di linee guida per rafforzare i criteri di quotazione, aumentare la regolamentazione dei pagamenti di dividendi da parte delle società quotate, contrastare le operazioni di trading illegali, ivi incluso lo short selling. Positiva l'India, con l'indice che ha segnato un nuovo massimo, dopo aver accumulato dinamiche annuali sempre positive dal 2016, continuando a beneficiare dei risultati societari ed economici positivi e dell'aspettativa di stabilità politica. Nel mese di giugno, dopo l'iniziale debolezza per i risultati delle elezioni nazionali non in linea con le aspettative degli exit poll per la coalizione in carica National Democratic Alliance, guidata dal Bharatiya Janta Party di Modi (BJP), l'indice azionario indiano ha ampiamente recuperato. Il BJP si è infatti assicurato il sostegno dei suoi alleati di coalizione, formando un governo per la terza volta consecutiva e rassicurando gli investitori. Tra gli altri mercati, in calo sull'anno il mercato coreano. Nella fase di risk-off di agosto ha subito gli effetti del minor entusiasmo sull'AI, poi nel mese di dicembre è stato indebolito dall'incertezza politica conseguenza delle vicende che hanno interessato il Presidente Yoon. Con una clamorosa mossa a sorpresa, il Presidente Yoon ha infatti dichiarato la legge marziale, a suo dire necessaria per combattere i nemici dello Stato e le politiche ostruzionistiche dell'opposizione. Il Parlamento ha subito annullato la decisione del Presidente e si è attivato per deporlo e metterlo in stato di accusa; in tale contesto, la banca centrale ha intensificato le operazioni di mercato per mantenere la liquidità e il ministro delle Finanze ha promesso liquidità illimitata e ulteriori fondi per stabilizzare il mercato azionario e quello obbligazionario. In rialzo Taiwan, sia in valuta locale che in Euro, in scia al generalizzato rialzo del settore tecnologico. Performance dei principali indici mondiali dell'anno (in Euro, al 31 dicembre): MSCI World +26,6%, MSCI Usa +32,9%, MSCI Euro +9,5%, MSCI Giappone +15,5%, MSCI Emerging Markets +14,7%.

**In rialzo i rendimenti governativi core a lungo termine, in calo i rendimenti a breve, soprattutto in area euro; nel segmento corporate, meglio le emissioni high yield che hanno beneficiato del più ampio restringimento degli spread.**

I rendimenti dei titoli di Stato core hanno evidenziato dinamiche divergenti lungo la curva. Le emissioni a breve termine hanno beneficiato del calo dei rendimenti per l'avvio dei tagli da parte della Fed e della BCE; le emissioni a lungo termine USA hanno subito movimenti al rialzo dei rendimenti per dati di crescita più forti delle attese e per i timori di pressioni sui prezzi che si sono materializzate soprattutto nella parte finale dell'anno. Sul mercato obbligazionario societario, le emissioni high yield (HY) hanno beneficiato di un cuscinetto per l'assorbimento dei rialzi dei tassi di riferimento più ampio rispetto a quelle investment grade (IG) e della resilienza della crescita globale essendo più sensibili al ciclo.

A livello di aree, in Usa la curva dei rendimenti ha evidenziato un irripidimento sull'anno, con movimento verso l'alto del tratto a medio-lungo termine e verso il basso del tratto a breve termine.

La dinamica non è stata tuttavia lineare sull'orizzonte temporale di analisi: ad una prima fase di rialzo dei rendimenti per un ridimensionamento delle attese sulle mosse della Fed (primo e secondo trimestre) è seguita una fase di calo dei tassi con il successivo inizio del ciclo di tagli della Fed (terzo trimestre). In avvicinamento alle elezioni e con la conferma di Trump si è verificato un nuovo rialzo dei rendimenti.

Nel dettaglio, il tasso a 2 anni, sul livello di 4,25% a fine 2023, si è via via portato al 5% a fine aprile. Il continuo slancio positivo dell'economia e i timori di una disinflazione più lenta, come confermato dalle statistiche pubblicate nella prima dell'anno, unitamente alle dichiarazioni *hawkish* del presidente della FED Powell e di altri banchieri centrali, hanno indotto gli investitori ad interrogarsi sulla possibilità che la Fed potesse essere un po' più cauta sul fronte taglio dei tassi rispetto a quanto precedentemente scontato, rafforzando la convinzione che alla Fed sarebbe occorso più tempo per convincersi ad allentare la stretta monetaria. Il mercato ha quindi rivisto al rialzo le attese sui tassi di riferimento di politica monetaria, spostando in avanti il primo taglio e riducendone l'ammontare previsto su tutto l'anno. Nella

prima parte di maggio il tasso a due anni si è ridimensionato, in risposta alla riunione della Fed dell'1 maggio e al riconoscimento del livello restrittivo della politica monetaria da parte di Powell che ha posto in evidenza l'attenzione dei banchieri centrali anche verso la crescita. A ciò si sono aggiunti dati sul mercato del lavoro più deboli delle attese. Dopo una risalita nella seconda metà di maggio, a giugno alcuni dati poco incoraggianti sul fronte fiducia (e.g. ISM manifatturiero), l'incremento marginale delle vendite al dettaglio e dati deboli sul mercato del lavoro e sul settore immobiliare (avvio di nuovi cantieri e richieste di permessi per nuove costruzioni che hanno toccato in maggio il livello più basso da parecchi mesi) hanno lasciato intravedere il raffreddamento che la Fed desiderava ottenere. Ciò ha aumentato le pressioni al ribasso sul tasso a due anni che ha chiuso il primo semestre al 4,75%. Nei mesi estivi il tasso a due anni ha beneficiato delle crescenti attese di un avvio del ciclo di tagli da parte della Fed con passo deciso, in coerenza con la manifestazione della disponibilità a fare tutto il necessario per evitare un peggioramento marcato della crescita economica con dati di inflazione confortanti. Il rendimento a due anni ha evidenziato un calo a partire da luglio, in scia anche al sentiment di risk-off sulle attività rischiose associato alla risalita delle preoccupazioni sulla crescita. Nella seconda metà di settembre il movimento è stato accelerato dal taglio del tasso di riferimento di 50 pb da parte della Fed, con il rendimento a due anni sceso a 3,64%. Nel mese di ottobre, i rendimenti a breve sono aumentati in quanto i solidi dati economici (mercato del lavoro, ISM servizi, inflazione di settembre) hanno indotto i mercati a rivalutare le aspettative sui tagli dei tassi della Fed, ritenendo che avrebbero potuto indurre la banca centrale a interventi di modesta entità. A ciò si è aggiunto l'avvicinamento delle elezioni presidenziali che avrebbero potuto avere un effetto negativo sui tassi di interesse perché i programmi di entrambi i candidati, se realizzati, avrebbero potuto comportare un peggioramento dei conti pubblici, con freno sulle azioni della Fed e spinte al rialzo sui rendimenti. Le attese di tagli sono state ridimensionate anche dalle parole caute di Powell in un intervento di metà ottobre. Dopo un allentamento delle tensioni sulla parte a breve nel mese di novembre, a dicembre gli investitori hanno cominciato a interrogarsi sulla dinamica dell'inflazione e sulla volontà della Fed di continuare a tagliare i tassi il prossimo anno. A turbare gli investitori sono intervenute le parole del Presidente della Fed Powell che, nel corso della conferenza stampa post FOMC conclusosi con un ulteriore taglio del tasso di 25 pb, ha sottolineato come la banca centrale "sarà cauta riguardo a ulteriori tagli". I funzionari della Fed ora prevedono due soli tagli dei tassi nel 2025, rispetto ai quattro indicati nelle proiezioni di settembre. Questa revisione riflette le persistenti incertezze sull'andamento dell'inflazione e le tensioni legate alle nuove tariffe annunciate dal nuovo Presidente eletto Trump. Il tasso a due anni ha così chiuso il 2024 al 4,24%.

Il tasso a dieci anni, a 3,9% a fine 2023, si è via via portato fino al 4,7% di fine aprile, in scia alle attese di tassi più alti più a lungo, di dati di crescita e inflazione forte e di importanti emissioni sul mercato primario, e ha poi ripiegato verso 4,40% di fine giugno, effetto sia di segnali di rallentamento dell'economia e ripresa del calo dell'inflazione che dell'incremento dell'avversione al rischio per l'aumento dei rischi geo-politici. I tassi a lungo termine hanno evidenziato una temporanea tendenza al rialzo nella primissima parte del mese di luglio, in scia alla maggiore probabilità attribuita alla vittoria di Trump, con implicazioni in termini di politica fiscale e conti pubblici, per poi avviare un movimento al ribasso, in scia al sentiment di risk-off sulle attività rischiose associato alla recrudescenza delle preoccupazioni sulla crescita, con il tasso a dieci anni che si è portato al livello di 3,78%. A partire da ottobre, la parte lunga della curva ha messo a segno un rialzo, in linea con la dinamica dei rendimenti a breve. I solidi dati economici e il conseguente aggiornamento delle attese sui tassi si sono affiancati all'avvicinamento delle elezioni presidenziali e alle associate preoccupazioni sul peggioramento dei conti pubblici, con spinta al rialzo dei rendimenti. A ciò si aggiungevano i timori che i nuovi dazi paventati da Trump avrebbero potuto riaccendere l'inflazione insieme a rinnovate tensioni sul petrolio derivanti dai rischi geopolitici. In chiusura d'anno gli investitori si sono poi interrogati sulla dinamica dell'inflazione e sulla volontà della Fed di continuare a tagliare i tassi il prossimo anno, con il tasso a dieci anni che ha raggiunto il livello di 4,57%.

Il rialzo del rendimento decennale sull'anno è legato soprattutto alla componente reale (tasso a dieci anni reale passato da 1,71% a 2,20%), a fronte di una sostanziale stabilità delle aspettative di inflazione sull'orizzonte temporale.

I titoli obbligazionari societari USD hanno evidenziato un ridimensionamento degli spread soprattutto sul segmento con più basso merito di credito. I titoli IG hanno evidenziato un rialzo del rendimento da 5,14% di fine 2023 a 5,36% di fine 2024 (+21 pb), con lo spread in calo da 104 a 82 (-22 pb). Sulle emissioni HY,

il rendimento medio è sceso da 7,65% a 7,47% (-18 pb), con spread in restringimento da 334 a 292 (-42 pb). Sul periodo, la performance in Euro dell'IG è risultata pari al 9,6%, quelle dell'HY al 15,4%.

La curva governativa tedesca ha evidenziato un irripidimento sull'anno, con movimenti al ribasso maggiori sulle scadenze brevi e al rialzo minori sulle scadenze lunghe rispetto alla curva USA.

Nel dettaglio, il tasso a 2 anni, al 2,4% a fine 2023, si è via via portato marginalmente al di sopra del 3% nel periodo aprile - maggio, in scia al ridimensionamento delle attese sul livello del tasso ufficiale. Il mercato, che a fine 2023 era arrivato a scontare circa 160 pb di tagli nel 2024, aveva posticipato l'avvio del ciclo di allentamento monetario, arrivando a scontare 2 tagli certi di 25 pb nel 2024, attribuendo al terzo taglio della stessa entità nell'anno una probabilità più contenuta. Nel mese di giugno, quando la BCE ha tagliato il tasso di riferimento, il tasso a due anni è sceso al 2,83%, effetto anche dell'incertezza emersa a seguito dell'esito delle elezioni europee, con implicazioni sull'orientamento politico sia a livello di area che a livello locale. Nei mesi estivi, il mercato ha messo in discussione la narrativa di miglioramento della crescita nell'immediato futuro, rivedendo al rialzo le probabilità di tagli decisi dei tassi nei mesi successivi e portando il tasso a due al livello del 2% circa a fine settembre. Dopo un rialzo nel mese di ottobre, in scia anche alle dichiarazioni di esponenti della Bce a seguito del taglio del tasso di riferimento deciso nel mese che hanno evidenziato posizioni divergenti sull'entità delle mosse successive, i tassi hanno recuperato il trend di calo nel mese di novembre con una intensità maggiore rispetto agli omologhi USA che ha spinto il tasso a due anni al livello di 1,95%. Gli investitori hanno iniziato a temere un peggioramento dell'attività economica a causa dei probabili nuovi dazi sulle esportazioni e a sperare che ciò possa indurre la BCE ad essere più accomodante a fronte di spazi di manovra sul fronte della politica fiscale limitati. La parte a breve termine ha evidenziato cali ampi in scia ad aspettative di tagli della BCE maggiori rispetto alla Fed nell'immediato futuro. In chiusura di anno, il tasso a due anni si è riportato al di sopra del livello del 2%. La BCE, come previsto, ha tagliato i tassi di riferimento di 25 pb nell'ultima riunione dell'anno, confermando di non ritenere più necessaria una politica monetaria restrittiva per combattere l'inflazione. Non essendosi, però, esplicitamente impegnata ad effettuare gli altri tagli dei tassi che il mercato già sconta, ha provocato qualche turbamento, con spinta al rialzo anche dei rendimenti a breve. Il tasso a dieci anni, che con il rally di fine 2023 si era portato al di sotto del livello del 2% per la prima volta da dicembre 2022 spingendo i rendimenti reali sullo stesso orizzonte in territorio negativo per la prima volta da giugno 2023, è via via salito fino al 2,7% di fine maggio, in scia a dati di crescita migliori della attese e un'attività sul mercato primario intenso, per poi chiudere il primo semestre al 2,50%, beneficiando nell'ultima parte di un incremento dell'avversione al rischio per le tensioni generate dall'esito delle elezioni europee. Nei mesi estivi, il peggioramento delle attese sulla crescita e la fase di risk-off sulle attività rischiose hanno spinto il dieci anni tedesco sui livelli più bassi da febbraio, in area 2%. I dati economici reali e gli indicatori di fiducia dell'area Euro hanno confermato il livello basso e la fragilità della crescita, con il PMI composito sceso in area di recessione per la prima volta da inizio anno. Dopo un rialzo nel mese di ottobre, il 10 anni tedesco è tornato in area 2% nel mese di novembre, con gli investitori preoccupati per un peggioramento dell'attività economica. Nell'ultimo mese dell'anno, i rendimenti europei sono saliti soprattutto sulle scadenze lunghe, in un contesto di maggiore incertezza politica (nuovo esecutivo in Francia, elezioni tedesche fissate per febbraio 2025) e in scia ai movimenti dei rendimenti USA. Il tasso a dieci anni ha chiuso l'anno al 2,37%.

Sul fronte inflazione, l'inflation swap 5yr5yr forward, indicatore delle aspettative di inflazione nell'Eurozona monitorato dalla BCE, è sceso dal 2,3% a circa il 2%.

I rendimenti dei titoli di Stato italiani hanno seguito la stessa direzione di quelli tedeschi sul segmento a due anni, con il rendimento su questa scadenza passato da 2,99% a 2,42%. Il tasso a dieci anni, al 3,70% a fine 2023, ha chiuso l'anno al livello del 3,52%. Lo spread BTP-Bund, a 168 pb a fine 2023, dopo essersi portato in area 120 pb a fine marzo, beneficiando del progresso dei fondamentali del paese e della domanda stabile da parte degli investitori, ha chiuso il primo semestre a 157 pb, spinto verso l'alto dall'aumento dell'avversione al rischio di fine semestre, per poi chiudere l'anno a 116 pb, in scia alla buona relazione domanda/offerta e alla forza dei fattori tecnici (i.e. offerta netta negativa in chiusura di anno).

Con riferimento al debito societario Euro, il rendimento medio dei titoli IG è passato da 3,52% a 3,19% (-33 pb), mentre lo spread ha evidenziato un calo da 134 pb a 100 pb (-34 pb). Il rendimento medio delle emissioni societarie europee a più basso merito di credito (HY) è passato da 6,29% a 5,51% (-78 pb), con lo spread in calo da 395 pb a 311 (-84 pb). Il rendimento dei titoli finanziari, al 3,71% a fine 2023, si è portato al 3,77% con il differenziale passato da 147 pb a 145 pb. Sull'anno, la performance del segmento IG è risultata pari al 4,6%, quella dell'HY all'8,6%.

Il periodo è stato caratterizzato da performance positive per il debito Emergente in valuta forte (indice JPM EMBI Global Diversified +6,5% in Usd, +13,9% in Euro), supportato dal differenziale di crescita EM-DM (paesi sviluppati) a favore dei primi. Il rendimento medio è passato da 7,85% di fine 2023 a 8,87%. Il differenziale di rendimento rispetto ai Treasury Usa è sceso da 384 pb a 325 pb. A livello di rating, hanno esibito una forza maggiore gli HY rispetto agli IG (+13,0% vs +0,3% in USD). Le emissioni in valuta locale hanno evidenziato un calo del 2,6% in USD, in scia all'incertezza sul taglio dei tassi della Fed e alla debolezza di alcune valute emergenti (e.g. real brasiliano). Le emissioni corporate in valuta forte hanno evidenziato un rialzo del 7,6% in USD (15,1% in euro); anche in questo segmento le emissioni HY (+11,7%) hanno sovraperformato quelle IG (+4,9%).

### **Dollaro USA in rafforzamento verso Euro**

Il dollaro ha evidenziato un apprezzamento generalizzato, in risposta alle attese via via crescenti di una Fed più cauta sulla politica monetaria e alla resilienza dell'economia. Le quotazioni del dollaro contro Euro sono passate da 1,10 a 1,03.

### **Prospettive Globali**

Lo scenario macroeconomico dovrebbe rimanere favorevole con crescita moderata in USA (pur con una traiettoria prevista in discesa) e una fase di modesta ripresa in Europa (su cui grava però il consolidamento fiscale atteso in Francia e Germania) e un'inflazione in rallentamento, che sostiene i consumi. La Cina pare pronta a interventi fiscali massicci per stimolare la domanda interna. Lato banche centrali, il percorso in USA è avvolto nell'incertezza: la Fed ha tagliato ancora i tassi, ma la retorica è diventata restrittiva con il focus ritornato sull'inflazione. La BCE dovrebbe rimanere accomodante con l'inflazione in rapida discesa. Nel complesso, liquidità elevata, condizioni del credito robuste e profitti aziendali ragionevoli sostengono un assetto pro-rischio, sebbene le valutazioni e i rischi di revisione degli utili vadano monitorati. Ciò sostiene una view positiva sulle azioni dei paesi sviluppati, soprattutto dei mercati USA (sostenuti da un'economia resiliente e dalle attese politiche domestiche di Trump); view costruttiva sull'Europa (gli incombenti rischi tariffari sono oramai scontati nei prezzi), ancora positiva sul Giappone e costruttiva sulla Cina (che presenta valutazioni attraenti e dovrebbe godere del supporto delle autorità politiche e monetarie). View positiva sulla duration, che funge da hedge in caso di deterioramento della crescita, ma con un approccio tattico date le incertezze sulle politiche fiscali e monetarie in USA ed Europa; preferenza per l'Italia vs Germania e per strategie favorevoli all'irripidimento (steepening) delle curve dei rendimenti. Credito: preferenza per il segmento IG, specie in Europa, che ha valutazioni attraenti e solidi fondamentali. Il debito Emergente dovrebbe beneficiare della robusta crescita dell'area e di banche centrali prudenti; da monitorare la forza del dollaro. Rischi: geopolitici, inflazione USA; per fronteggiare tali rischi esposizione all'oro e protezioni sulle borse USA.

### **Commento alla gestione 2024 – Portafogli Orizzonte 10, 20,30**

La performance del 2024 del mandato Orizzonte 10 è pari a 3,81%, quella del benchmark pari a 4,02%. La performance di Orizzonte 20 è pari a 5,56%, quella del benchmark pari a 7,32%. La performance di Orizzonte 30 è pari a 7,94%, quella del benchmark pari a 11,28%.

### **Driver di performance**

Il risultato assoluto della gestione finanziaria è stato sostenuto dall'azionario (soprattutto Usa, a seguire Europa; in subordine il Giappone e gli emergenti). Di supporto anche l'esposizione all'obbligazionario, sia governativo che societario.

In termini relativi, penalizzante la sovraesposizione in termini di duration, premiante il sovrappeso sui titoli di Stato italiani e sui titoli corporate.

Sul segmento azionario, il principale detrattore è stato lo stock picking su USA.

Nel dettaglio, il segmento azionario Usa è stato indebolito soprattutto dalla selezione tra i tecnologici; a seguire penalizzanti le scelte tra consumi di base, consumi discrezionali, REITs, energetici, servizi di comunicazione; di supporto, ma con intensità inferiore, le scelte nei settori materie di base e farmaceutico.

Sul segmento azionario europeo, negativa la selezione, soprattutto tra industriali, tecnologici, consumi di base, finanziari e servizi di comunicazione; di supporto ma con intensità inferiore le scelte nei settori consumi discrezionali, materie di base, servizi alla persona ed energetici. A livello di allocazione settoriale, di supporto il sovrappeso sui tecnologici e sulle materie di base e il sottopeso su real estate e consumi discrezionali a fronte di un contributo negativo del sottopeso sui finanziari e del sovrappeso su servizi di pubblica utilità.

### **Operatività e posizionamento**

L'assetto dei tre portafogli è caratterizzato da una posizione marginalmente superiore al benchmark sull'azionario e da una marginale sovraesposizione in termini di duration.

Nel dettaglio, sul segmento obbligazionario confermata su tutto il periodo la marginale sovraesposizione in termini di duration (tra i titoli core, soprattutto USA nella prima parte dell'anno, poi anche core Euro), con strategie di steepening sia sulla curva USA, stante il riconoscimento che la parte a lungo termine è più rischiosa per attese di aumento del deficit pubblico ed eventuali spinte inflative, che sulla curva Euro, per aspettative di ampi spazi per tagli della BCE. Mantenuta la preferenza per i titoli di Stato periferici europei. Sul segmento societario, confermata la preferenza per le emissioni IG Euro.

A fine anno, la durata media finanziaria della componente obbligazionaria risultava pari al 5,51 per l'Orizzonte 10 (3,83 il benchmark), al 4,45 per l'Orizzonte 20 (3,76 il benchmark), al 3,23 per l'Orizzonte 30 (3,12 il benchmark).

L'esposizione al segmento azionario è stata in media marginalmente inferiore a quella del benchmark fino a settembre, con posizionamento sostanzialmente neutrale su USA, Giappone ed Emergenti e cauto sull'Europa, penalizzata dalla debolezza e dalla fragilità della crescita, problemi di conti pubblici e incertezza politica. L'assetto settoriale è stato mantenuto difensivo, con focus su titoli di qualità. Nei mesi di ottobre e novembre, è stata via via incrementata l'esposizione agli USA e ridotta quella all'Europa (crescita USA maggiore, problemi strutturali in Europa) con un contestuale ridimensionamento dell'assetto settoriale difensivo. A fine anno, a livello geografico preferenza rafforzata per USA, cautela sull'Europa, neutralità su Giappone ed emergenti.

A livello settoriale, sul segmento azionario europeo nella prima parte dell'anno è stato mantenuto un approccio cauto, mantenendo un'esposizione di sottopeso nei settori finanziario e consumi discrezionali e una maggiore esposizione su settori sensibili ai tassi d'interesse come servizi di pubblica utilità, telecomunicazioni, servizi alla persona e beni di consumo di base. Questa scelta non è stata di supporto nel primo semestre dell'anno, ma è stata premiante nel terzo trimestre, quando i settori difensivi hanno sovraperformato. A partire da ottobre, si è avviato un ridimensionamento dell'allocazione settoriale difensiva, diminuendo principalmente l'esposizione ai servizi alla persona e ai servizi di comunicazione e incrementando contestualmente l'esposizione ai settori industriale, tecnologia e leggermente beni di consumo discrezionale (possibile beneficio dal recupero della domanda in Cina e dalla forza dell'economia USA). Posizionamento finale: sovraesposizione sui settori servizi di pubblica utilità e consumi di base rispetto alla sottoesposizione ai servizi alla persona, nel segmento difensivo; sovraesposizione su industriali e tecnologia rispetto alla sottoesposizione ai finanziari, nel segmento ciclici.

Sul segmento azionario USA, nei primi mesi dell'anno ridimensionata la sottoesposizione agli industriali e la sovraesposizione ai settori servizi alla persona e finanziari; incrementata l'esposizione al settore tecnologico (nel settore rimodulate le posizioni nel segmento semiconduttori riducendo l'esposizione alle società ritenute più care a favore di società con valutazioni più interessanti) e al settore dei consumi discrezionali. Successivamente, ridotta marginalmente la sottoesposizione agli energetici e agli industriali e la sovraesposizione ai servizi alla persona, rimodulate alcune posizioni nel settore farmaceutico e incrementata l'esposizione alla tecnologia (in quest'ultimo caso per gestione del rischio). Nel corso del 3T rimodulate alcune posizioni nel settore dei consumi di base (in uscita da società con debolezza delle vendite a vantaggio di società con forte pricing power) e nel settore dei servizi alla persona; ridotto altresì il sottopeso su large cap tecnologiche; rimodulate infine le posizioni nel settore energetico, per ridurre il beta del segmento, prima, e ridotta l'esposizione al settore nella parte finale del periodo, poi, per timori di aumento dell'offerta di petrolio. Infine, in chiusura di anno è proseguito l'incremento delle posizioni nel settore tecnologia. Posizionamento finale sul segmento: sovraesposizione maggiore ai settori servizi alla persona, finanziari, materie di base; sottoesposizione maggiore a energetici e consumi di base.

A fine anno l'esposizione all'azionario risultava pari a 11% per l'Orizzonte 10, in sovrappeso di un punto percentuale rispetto al benchmark, pari a 31,68% per l'Orizzonte 20, in sovrappeso di un punto percentuale e mezzo rispetto al benchmark, a 51,68% per l'Orizzonte 30, in sovrappeso di un punto percentuale e mezzo rispetto al benchmark.

ANIMA



# Fondo Pensione Credit Agricole Italia – Relazione anno 2024

## Componente obbligazionaria

Lo scenario macroeconomico a inizio anno vedeva una crescita positiva negli Stati Uniti e una crescita piatta in Europa; l'inflazione era vista in rientro graduale su entrambe le sponde dell'Atlantico, dinamica che avrebbe portato le banche centrali a attenuare il grado restrittivo della politica monetaria con ribassi dei tassi nel corso dell'anno. L'esposizione al rischio di tasso è stata mantenuta moderatamente sottopeso tra gennaio e febbraio in quanto l'entità dei ribassi dei tassi scontati dal mercato su fine 2023 appariva eccessiva, suggerendo un approccio cauto sulla duration. Nella prima parte di febbraio l'esposizione è stata riportata alla neutralità in seguito al repricing sulla parte a breve causato dai dati su mercato del lavoro e inflazione americani superiori alle attese. Avendo il mercato corretto le attese eccessive di ribasso dei tassi di fine anno il nostro orientamento sulla duration è divenuto più costruttivo, con un incremento dell'esposizione al di sopra del benchmark durante il mese di marzo. L'esposizione al rischio di tasso è stata quindi mantenuta sovrappeso tra aprile e giugno; i dati di inflazione, dopo letture superiori alle attese nel primo trimestre, hanno iniziato a registrare valori in particolare nei mesi estivi. Nel secondo trimestre l'esposizione sovrappeso di duration è stata concentrata sull'area Euro per il profilo di crescita debole dell'economia europea che a nostro avviso avrebbe reso la BCE più favorevole ai ribassi dei tassi; la BCE ha avviato nel meeting di giugno il processo di riduzione dei tassi ufficiali. Nel mese di luglio è stata implementata una posizione sovrappeso di duration anche sugli Stati Uniti, dato che i dati di inflazione hanno registrato un processo di rientro dopo le sorprese superiori alle attese nel primo trimestre. Il posizionamento sovrappeso di duration ha dato un contributo positivo alla performance rispetto al benchmark tra luglio e agosto. Tra agosto e settembre l'esposizione al rischio di tasso è stata portata da sovrappeso a neutrale in un'ottica di presa di profitto, in considerazione dell'entità dei ribassi dei tassi che il mercato era arrivato a scontare e sulla base di uno scenario macroeconomico che non vedeva una recessione nel 2025 né negli Stati Uniti, né in area Euro. Nel quarto trimestre è stata ritenuta più opportuna una posizione neutrale, in attesa di livelli di rendimento più interessanti per riportare i portafogli sovrappeso di duration. L'andamento dei mercati nel trimestre è stato dominato dal tema delle elezioni presidenziali americane; la conquista da parte del partito repubblicano della presidenza e della maggioranza in entrambe le camere del Congresso ha portato gli investitori a scontare in parte le proposte di politica economica del programma repubblicano in termini di espansione fiscale attraverso una riduzione delle tasse, applicazione di tariffe commerciali, freno all'immigrazione. Tali politiche sono in grado di frenare la dinamica di rientro dell'inflazione iniziata nel 2023; la Federal Reserve americana, che ha effettuato tre riduzioni dei tassi ufficiali a partire da settembre, ha segnalato nel meeting di dicembre un orientamento più cauto per il 2025, in attesa di conferme sul processo di rientro dell'inflazione e in attesa di vedere l'implementazione delle politiche economiche della nuova amministrazione. L'economia americana ha visto nel quarto trimestre un'accelerazione delle stime di crescita degli analisti per l'ultimo trimestre del 2024 e per il 2025 grazie al buon ritmo di creazione di posti di lavoro e ai segnali di ripresa del comparto manifatturiero, in stagnazione da quasi due anni. In questo contesto si è visto nel quarto trimestre un significativo repricing sulla curva monetaria in termini di riduzione delle attese di taglio dei tassi da parte della Federal Reserve e un aumento dei rendimenti sui titoli di stato americani. Pertanto è stata mantenuta nel trimestre un'esposizione leggermente sottopeso in termini di peso e neutrale in termini di duration sugli Usa, concentrando l'esposizione sovrappeso di duration sull'area Euro. La BCE potrà continuare il processo di riduzione dei tassi di interesse nel 2025 grazie a un andamento più favorevole dell'inflazione nel comparto dei servizi e a un contesto di crescita europea migliore del 2024 ma non particolarmente positivo a causa dei problemi strutturali del settore manifatturiero. Nell'ambito dell'area Euro il posizionamento nel corso dell'anno è stato caratterizzato da una esposizione sovrappeso sui paesi periferici e in particolare su Spagna e Italia, poiché in una fase di rendimenti in movimento laterale o in discesa i paesi che offrono un differenziale di rendimento positivo rispetto alla Germania possono risultare premianti in termini di performance. A fronte del sovrappeso

sui paesi periferici è stata mantenuta una posizione sottopeso sulla Germania dati i rendimenti poco interessanti, e sulla Francia a causa delle notizie negative sul deficit pubblico superiore alle attese e di un quadro politico frammentato emerso dalle elezioni politiche di fine giugno inizio luglio che non permetteva l'adozione di misure decise di consolidamento fiscale. Sono state mantenute in portafoglio nel trimestre posizioni su titoli sovranazionali, che offrono uno spread interessante se rapportato al rating.

## Componente azionaria

Nel mese di gennaio, i mercati azionari hanno registrato un rialzo sia in Europa che negli Stati Uniti, con una volatilità implicita ancora bassa. I dati macroeconomici hanno mostrato differenze tra le aree geografiche: gli Stati Uniti hanno evidenziato una buona crescita, sostenuta dal mercato del lavoro e dalle vendite al dettaglio, mentre l'economia dell'area Euro ha continuato a soffrire e la Cina ha visto una decelerazione della crescita, influenzata dalle difficoltà nel settore immobiliare. Negli Stati Uniti, la disinflazione è proseguita nonostante la resilienza della domanda, mentre in Europa i dati sull'inflazione hanno sorpreso al rialzo.

I mercati hanno acquisito fiducia, ritenendo che l'indebolimento economico fosse temporaneo e che i mercati stessero attraversando il "bottom" degli utili, con una ripresa attesa nella seconda parte dell'anno. I fondamentali aziendali, più che i tassi d'interesse, sono diventati il principale driver dei mercati. In Europa, il portafoglio ha visto una riduzione del peso nel settore dei consumi discrezionali e un aumento nei settori tecnologico e finanziario, poiché la discesa dei tassi si è rivelata più lenta del previsto. Negli Stati Uniti, i settori tecnologici e delle comunicazioni sono stati i principali motori, con risultati positivi da META e ARM.

Il portafoglio ha mantenuto una preferenza per il fattore growth, ma con una maggiore esposizione al settore value rispetto al 2023. Geograficamente, si è mantenuto un sovrappeso sugli Stati Uniti e un moderato sottopeso in Europa e Asia, con un aumento della posizione sul Giappone.

Nei mesi di febbraio e marzo, i mercati hanno continuato a salire, con dati congiunturali misti negli Stati Uniti che suggerivano un lieve rallentamento dell'attività economica. In Europa la crescita, debole nel primo semestre, si prevede in accelerazione nel secondo semestre grazie a un'inflazione in calo e a una politica monetaria meno restrittiva. In Cina, le previsioni di crescita sono rimaste modeste, con l'obiettivo di un 5% di crescita del PIL.

L'inflazione negli Stati Uniti è risultata inferiore alle attese, mentre in Europa ha continuato a sorprendere al rialzo, specialmente per quanto riguarda i prezzi dei servizi. La Cina ha visto una moderata accelerazione dei prezzi, con un'inflazione contenuta. I dati macroeconomici hanno suggerito che l'indebolimento economico in Europa e negli Stati Uniti fosse temporaneo, con i PMI che indicano una ripresa nel futuro prossimo. L'allocazione del portafoglio in Europa ha visto una riduzione nel settore dei beni di prima necessità a favore dei finanziari, dato che i tassi sono scesi più lentamente del previsto. Nel complesso, il portafoglio è stato in sovrappeso nei settori tecnologico, materiali e finanziari, mentre è stato in sottopeso nel settore industriale e dei consumi discrezionali.

Tra aprile e maggio, il mercato statunitense ha fatto registrare una modesta correzione in aprile che è stata recuperata in maggio. I dati economici hanno evidenziato una crescita robusta, principalmente supportata dal mercato del lavoro. In Cina, le aspettative di crescita sono state riviste al rialzo, ma il mercato immobiliare è rimasto un punto di debolezza. A livello operativo, è stato ridotto il peso nel settore energetico e tecnologico, a favore di settori come quello farmaceutico e dei consumi discrezionali. L'allocazione complessiva del portafoglio è rimasta stabile, privilegiando settori ciclici e value, come quello energetico, finanziario e delle utilities. A livello geografico, l'area asiatica è rimasta sottopeso, con il Giappone mantenuto in una posizione neutrale. I settori in sovrappeso a livello globale sono stati quello tecnologico, delle comunicazioni e dell'energia, con sottopesi nei settori industriale e dei consumi discrezionali.

Nel mese di giugno, l'economia statunitense ha mostrato segni di rallentamento, ma la crescita è rimasta sopra il potenziale. In Europa, i dati hanno sorpreso positivamente, con un PIL più forte del previsto ma anche con un'inflazione core in aumento ma che si prevede in rallentamento nei mesi successivi. In Cina, la crescita ha continuato a rallentare, con un'inflazione stabile. Nel mercato europeo è stata registrata una moderata correzione. In questo contesto, è stato aumentato il peso nei settori difensivi come i beni di prima necessità e la

tecnologia. Il portafoglio ha continuato a privilegiare i settori tecnologico, materiali ed energetico, con un sottopeso nel settore finanziario, soprattutto nelle banche francesi. A livello globale, l'allocazione settoriale ha visto un aumento del peso nei temi legati all'intelligenza artificiale, con un focus sui semiconduttori e i data center. La riduzione del rischio in alcuni settori sensibili ai tassi ha portato a un maggior bilanciamento tra growth e value. Geograficamente, gli Stati Uniti e l'Europa sono rimasti in sovrappeso relativamente all'area asiatica.

Nel mese di luglio, i mercati azionari hanno mostrato movimenti laterali, con una lieve crescita negli Stati Uniti e un aumento della volatilità. Negli USA si osservano segnali di un rallentamento della spesa dei consumatori, con previsioni di crescita del PIL riviste al ribasso. L'inflazione è rimasta contenuta, suggerendo una continua disinflazione. In Europa, si prevede una leggera accelerazione economica, sostenuta dal rafforzamento dei redditi reali e dalle politiche monetarie espansive, ma persistono rischi legati all'andamento di domanda e offerta. I mercati europei sono stati caratterizzati da una correzione minima e stanno disegnando un movimento laterale. Il portafoglio è stato posizionato difensivamente, sovrappesando i settori tecnologico, energetico e utilities, e sottopesando i settori industriali, dei consumi e finanziario.

Ad agosto, i dati macroeconomici segnalano che l'economia statunitense sembra dirigersi verso un "atterraggio morbido", con una crescita più lenta ma senza entrare in recessione e con segnali di disinflazione. In Europa, il PIL è rimasto stabile, con aspettative di crescita modeste. Le sorprese positive della reporting season sono state prevalentemente sui ricavi, ma gli utili sono cresciuti meno del previsto. I mercati azionari hanno subito un episodio di volatilità causata dalla forte oscillazione dell'indice giapponese a seguito del cambio di rotta da parte della BOJ. Il portafoglio in questo contesto è stato spostato verso un profilo più difensivo, con un aumento degli investimenti nei settori tecnologico, energetico e finanziario.

A settembre, l'economia statunitense ha proseguito il suo rallentamento, senza entrare in recessione, con un mercato del lavoro che sta moderando la crescita dei redditi. In Europa, la crescita è stata rivista al ribasso, con una domanda interna debole. La Cina ha mostrato una crescita stabile ma con rischi al ribasso. I mercati pur rimanendo più volatili del primo semestre riprendo il trend rialzista soprattutto in US. Il portafoglio ha visto incrementare il tilt difensivo per l'avvicinarsi della turbolenza legata alle elezioni americane aumentando gli investimenti in utilities, real estate ed healthcare e ridotto l'esposizione ai settori industriali, finanziari e dei consumi discrezionali.

Ad ottobre, il mercato europeo ha registrato una performance positiva, ma con incertezze legate alla reporting season e alla politica monetaria. Il portafoglio ha ridotto l'esposizione ai settori difensivi, favorendo i consumi discrezionali e i materiali. Negli Stati Uniti, il portafoglio ha aumentato l'esposizione ai settori finanziari, industriali e tecnologici.

A novembre, la performance del mercato europeo è stata negativa, influenzata dalle elezioni americane, dalla debolezza dell'economia cinese e dall'incertezza geopolitica. Il portafoglio ha ridotto l'esposizione al settore farmaceutico e aumentato gli investimenti nei finanziari e nei servizi di comunicazione. Negli Stati Uniti, passato lo scoglio dell'incertezza elettorale, la performance è stata invece positiva, e il portafoglio ha aumentato l'esposizione ai settori ciclici, riducendo quella ai settori difensivi.

A dicembre, all'opposto di quanto evidenziato a novembre, è stato il mercato europeo a registrare una performance positiva, con una rottura al rialzo del trading range, mentre quello americano ha avuto una performance negativa. Le ragioni di questo movimento in Europa includono valutazioni favorevoli, un posizionamento molto scarico da parte degli investitori, dati cinesi positivi e la debolezza dell'euro, che potrebbe favorire i settori esportatori. Il portafoglio ha ridotto l'esposizione ai consumer staples e al settore farmaceutico, mentre ha aumentato gli investimenti nei finanziari e nella tecnologia.



**EURIZON**  
ASSET MANAGEMENT



**Fondo Pensione Gruppo Bancario  
Crédit Agricole Italia**  
Relazione annuale 2024

**29 gennaio 2025**



## INDICE

- ✓ Commento sull'andamento dei mercati finanziari nell'anno 2024
- ✓ Analisi della gestione dei mandati nell'anno 2024



## ✓ Commento sull'andamento dei mercati finanziari nell'anno 2024

Nel 2024 lo scenario macroeconomico ha visto il consolidarsi del ciclo americano mentre in Europa la ripresa ciclica è proseguita ad un ritmo molto più contenuto rispetto a quella USA. La Cina nell'ultima parte dell'anno ha cercato di ridare slancio alla propria economia attraverso un piano di stimolo fiscale. In questo scenario è proseguita la discesa dell'inflazione che, così come per la crescita economica, ha evidenziato una marginale divergenza tra USA ed Eurozona. In Europa la crescita ha mostrato maggiori punti di incertezza rispetto agli USA e l'inflazione ha evidenziato un percorso di rientro verso il target del 2% più marcato. Negli USA la forza del ciclo ha sorpreso in modo netto le stime e l'inflazione, sebbene in calo, ha mostrato che il trend di rientro è molto più lento in particolare nell'ultima parte dell'anno. Su questo scenario si sono poi innestati temi di natura politica. In Europa la crisi politica francese, iniziata in luglio con lo scioglimento delle camere, è proseguita fino alla fine dell'anno, con la nuova legge di bilancio ancora da approvare. In Germania sono state indette nuove elezioni parlamentari che si terranno nel febbraio del 2025, ma certamente il focus principale sono state le elezioni presidenziali USA. La netta affermazione dei Repubblicani ha portato i mercati a scontare molto rapidamente l'agenda economica del Presidente Trump. Espansione fiscale e nuove tariffe si sono quindi tradotte in un rilancio per la crescita USA, già molto forte, e nuove potenziali pressioni inflazionistiche. In questo contesto le banche centrali hanno iniziato la riduzione del livello dei tassi. Fed e BCE hanno ridotto i tassi di riferimento di 100 pb ciascuna. La Fed ha concentrato i tagli nella parte finale dell'anno, mostrando molta prudenza circa il futuro percorso di rientro dei tassi. La BCE ha distribuito i tagli nella seconda metà dell'anno valutando come raggiungibile entro il 2025 il target di inflazione del 2%.

**I mercati azionari** hanno beneficiato di un quadro macro molto favorevole che ha rimosso gli ultimi timori per potenziali derive recessive. L'inizio della riduzione dei tassi da parte delle banche centrali, in assenza di un rallentamento macro è stata di ulteriore supporto, sebbene le tempistiche di riduzione siano state più lente delle stime iniziali. La borsa USA archivia un 2024 con +25.0% (indice S&P 500 comprensivo dei dividendi). In Europa l'EuroStoxx riporta un ritorno pari +10.1% e l'indice giapponese Topix chiude il 2024 con +20.5%. Tra i migliori listini dell'anno, oltre ad USA e Giappone, anche l'Italia che ha fatto registrare un +18.1% (indice FTSE Italia All Share) grazie alla dinamica dei tassi e al favorevole contesto di crescita. Positivi anche i mercati emergenti in aggregato (ritorno pari a +13.7%) in attesa che il piano di stimolo cinese si concretizzi appieno.

**Ritorni misti per i tassi governativi.** Le scadenze brevi hanno beneficiato della riduzione dell'inflazione e dell'inizio della riduzione dei tassi da parte delle Banche Centrali, mentre le scadenze più lunghe hanno risentito del consolidamento della crescita, in particolare quella americana. Negli USA il 2 anni, ha chiuso il 2024 in area 4.20%, in calo di circa 10 pb, mentre il 10 anni è salito in area 4.60%. In Europa il 2 anni tedesco è sceso in area 2.0% mentre il decennale è salito in area 2.30%.



**In calo lo spread Btp-Bund** che ha iniziato l'anno in area 155 punti base e ha concluso il 2024 in area 100 punti base, beneficiando di una politica fiscale nel complesso in linea con le direttive europee e un contesto di crescita favorevole. Il decennale italiano è passato da 3.50% di inizio anno a 3.40% di fine 2024.

**Positivi i ritorni anche per tutte le componenti a spread** che hanno beneficiato appieno dello scenario macroeconomico positivo. In particolare, lo spread del comparto Investment Grade è passato da 114 punti base a 88, mentre gli High Yield globali hanno visto lo spread passare da 381 a 308 punti base. Lo spread relativo ai Paesi emergenti è passato da 392 punti base a 325 punti base.

Il **mercato valutario** ha visto il dollaro rafforzarsi grazie alla forza dell'economia USA che ha sostenuto tassi più elevati rispetto alle stime iniziali. Nello specifico, il dollaro ha chiuso il 2024 in area 1.03 contro euro avendo iniziato l'anno in area 1.10. Indebolimento per lo yen, che da un lato ha risentito della rimozione delle coperture da parte degli investitori e dell'altro ha beneficiato solo in parte dell'inizio di una politica maggiormente restrittiva da parte della BOJ.

## ✓ Analisi della gestione dei mandati nell'anno 2024

In questo contesto, le cinque linee del fondo pensione Crédit Agricole Italia hanno raggiunto i seguenti risultati:

Fondo Pensione Crédit Agricole Italia	Year to date		
Nome linea	PTF	BMK	ER
Linea 12 Obbligazionaria BT	<b>6,42%</b>	6,07%	<b>0,35%</b>
Linea Orizzonte 10	<b>4,92%</b>	4,02%	<b>0,90%</b>
Linea Orizzonte 20	<b>8,33%</b>	7,32%	<b>1,01%</b>
Linea Orizzonte 30	<b>12,54%</b>	11,28%	<b>1,26%</b>
Linea Orizzonte Sostenibilità	<b>10,34%</b>	9,36%	<b>0,98%</b>

Guardando alle performance assolute si segnala la migliore performance della linea breve termine che, pur avendo lo stesso peso equity della linea Orizzonte 10, ha un risultato decisamente migliore grazie alla duration molto contenuta (un anno verso i 5y della linea orizzonte 10).

La componente obbligazionaria governativa, soprattutto non euro, ha visto infatti una cospicua salita dei rendimenti, in particolare in dicembre, con perdite in conto capitale: l'indice dei governativi Europei hedged - che ha duration superiore a 7y - nell'anno ha guadagnato solo lo 0,44%, mentre la componente governativa



euro 1-3y, quindi con duration 2y, ha guadagnato il 3.15%. Questa differenza di performance tra indici è significativa del contributo negativo delle duration lunghe sui portafogli.

La componente azionaria ha dato un contributo molto positivo: il MSCI AC World in euro ha guadagnato il 25,33% mentre il MSCI World hedged il 19,9%; qui la differenza l'ha fatta il dollaro che dalla nomina di Trump ha guadagnato il 7%. L'America, nonostante le valutazioni elevate, continua a far meglio del resto del mondo: l'S&P500 ha toccato a inizio dicembre i 6000 punti, cioè i massimi di sempre, per poi chiudere a 5880 cioè +25% nell'anno; l'Europa ha guadagnato solo il 9.6%. Se consideriamo l'effetto dell'esposizione valutaria, il confronto tra le due aree geografiche è ancora più schiacciante con l'S&P500 che arriva così a guadagnare il 33,6%.

Tutte le linee hanno battuto il confronto col parametro di riferimento.

#### ✓ **Linea 12 Obbligazionario Breve Termine**

La linea 12 ha avuto una performance del 6.42%, 35 pb meglio del parametro di riferimento.

Operativamente abbiamo mantenuto mediamente un sovrappeso azionario dell'1% e un leggero sovrappeso di duration, considerato che la linea investe nel breve termine: duration media 1,2y.

✓

#### ✓ **Linea Orizzonte 10**

La linea Orizzonte 10 ha guadagnato il 4.92%, 90pb meglio del parametro di riferimento. La preferenza per i Btp e il corto duration tenuto per quasi tutto il primo semestre e poi sul finire dell'anno, sono stati i principali driver di performance verso il benchmark.

#### ✓ **Linea Orizzonte 20**

La linea Orizzonte 20 ha guadagnato l'8,33%, 101 pb meglio del parametro di riferimento. La selezione dei titoli azionari, la preferenza per i Btp ed il corto duration tenuto per quasi tutto il primo semestre e poi sul finire dell'anno, sono stati i principali driver di performance verso il benchmark. Anche l'esposizione valutarie ha dato un buon contributo.

#### ✓ **Linea Orizzonte 30**

La linea Orizzonte 30 ha guadagnato il 12,54%, 126pb meglio del parametro di riferimento. La selezione dei titoli azionari, la preferenza per i Btp ed il corto duration tenuto per quasi tutto il primo semestre e poi sul finire dell'anno, sono stati i principali driver di performance verso il benchmark. Anche l'esposizione valutarie ha dato un buon contributo.

#### ✓ **Linea Orizzonte Sostenibilità**

La linea Orizzonte Sostenibilità ha guadagnato il 10,34%, 98pb meglio del parametro di riferimento. Questa linea si caratterizza per una selezione ESG molto stretta dei titoli azionari e obbligazionari: la selezione dei titoli azionari ha contribuito per circa la metà dell'over performance. La gestione attiva della duration e la selezione dei titoli obbligazionari spiegano gli altri 45pb di performance migliore del benchmark.



[www.eurizoncapital.com](http://www.eurizoncapital.com)

**Eurizon Capital SGR S.p.A.**

Sede Legale: Via Melchiorre Gioia, 22 - 20124 Milano - Italia

**Disclaimer**

- **Questa comunicazione è ad uso esclusivo del Fondo Pensione Crédit Agricole – 29 gennaio 2025.**
- **La presente comunicazione non è destinata alla diffusione al pubblico, ma è diretta a fini informativi al Fondo Pensione Crédit Agricole.**
- **Il contenuto della presente comunicazione non costituisce una raccomandazione, una proposta, un consiglio ad effettuare operazioni su uno o più strumenti finanziari, né un'offerta di vendita o di sottoscrizione di strumenti finanziari o una sollecitazione all'investimento in qualsiasi forma.**
- **Le opinioni, previsioni o stime contenute nella presente comunicazione sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione, e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute.**



## Commento alla gestione finanziaria 2024 - Linea CA Vita Più

Il rendimento della gestione separata Credit Agricole Vita Più registrato a dicembre 2024 è stato pari a 2,35% (al 31.12.2024).

Considerati gli interessanti rendimenti del mercato obbligazionario, gli investimenti realizzati nel 2024 sono stati orientati verso questa asset class 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.

Il comparto obbligazionario è rappresentato da 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 rispetto a strumenti che sono maggiormente esposti alla volatilità dei mercati finanziari quali quello azionario.

L'esposizione al mercato azionario è contenuta e inferiore al 4,5%.



**UnipolSai**  
ASSICURAZIONI

## INFORMAZIONI SULL'ANDAMENTO DELLA GESTIONE "FONDICOLL UNIPOLSAI"

ANNO 2024

**FONDICOLL UNIPOL** 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 2024, è stata orientata a proseguire il processo di diversificazione iniziato nel corso degli esercizi precedenti, avendo come obiettivo l'acquisizione di rendimenti ritenuti adeguati in rapporto al rischio emittente. A fronte di scadenze non trascurabili di titoli di Stato italiani e congiuntamente a vendite selettive, si è proceduto ad acquisti di titoli prevalentemente del Tesoro francese e di emittenti locali, sempre francesi. In merito ai tratti di curva, le vendite hanno interessato la parte breve della curva dei rendimenti italiani, mentre per gli acquisti si sono privilegiati i tratti medio-lunghi e lunghi delle scadenze, ritenute maggiormente premianti, pur sempre in coerenza con la struttura dei passivi.

Nel corso dell'anno, con un saldo netto tra acquisti e rimborsi negativo, si è deciso di diminuire la quota di investimenti 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 diminuita rispetto all'anno precedente. Per quanto riguarda la componente di credito, si evidenzia un aumento dell'esposizione complessiva: la rotazione di portafoglio ha privilegiato un aumento simile sia dell'esposizione ad emittenti di natura bancaria e finanziaria, sia dell'esposizione a titoli *corporate* non finanziari, mantenendo pressoché inalterata la proporzione tra le due.

Complessivamente, nel corso del 2024, la componente obbligazionaria, nella sua totalità, è diminuita.

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

In relazione all'esposizione al settore legato ai fondi immobiliari, si assiste ad una sostanziale stabilità di questa componente all'interno del portafoglio in termini assoluti, con un lieve decremento solo in termini relativi.

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

La *duration* del portafoglio è aumentata da 5,50 anni a fine settembre 2023 a 5,66 anni a fine settembre 2024.

UnipolSai Assicurazioni S.p.A.