

SISTEMA DI CONTROLLO DELLA GESTIONE FINANZIARIA

Monitoraggio della performance, analisi e trend degli indicatori di rischio finanziario



**FONDO PREVIDENZA
DIRIGENTI GIORNALI QUOTIDIANI**

Roma, Dicembre 2024

Premessa

Questo documento riporta i dati riassuntivi delle elaborazioni e le misurazioni relative all'attività delle gestioni patrimoniali affidate in delega di gestione dal Fondo di Previdenza Dirigenti Giornali Quotidiani.

L'obiettivo prioritario è la valutazione dell'attività di gestione, per stabilirne la qualità, i suoi punti di forza e di debolezza, oltre alla compatibilità con gli obiettivi dell'investitore. Con questo fine sono analizzate e valutate le performance assolute e relative, ed individuate le determinanti di questi risultati per ciascuna tipologia di investimento.

La ragione di questa necessità risiede nel fatto che le attività di investimento gestite hanno un profilo di rischio/rendimento determinato dall'attività di gestione oltre che dalle caratteristiche finanziarie intrinseche degli investimenti sottostanti (es. investimento azionario Italia oppure investimento obbligazionario governativo/corporate area Euro ecc.).

Considerando sostanzialmente legate all'andamento dei mercati queste ultime, resta prioritario analizzare e valutare periodicamente l'attività dei gestori per determinarne le conseguenze sul profilo di rischio/rendimento dell'investimento, oltre alla sua capacità di produrre extra-rendimenti (o meno) dato un livello di rischio o viceversa; in sostanza, di offrire un investimento efficiente.

La politica di investimento adottata dal Fondo, nell'ottica di una sana e prudente gestione finalizzata alla tutela del risparmio degli aderenti, prevede che le attività finanziarie siano investite:

- nel migliore interesse degli aderenti e in modo tale da garantire la sicurezza, la qualità, la liquidità e la redditività del portafoglio nel suo complesso;
- in maniera adeguata alla natura e alla durata delle future prestazioni pensionistiche previste, e in funzione della copertura delle riserve tecniche;
- perseguendo il costante mantenimento dell'equilibrio tecnico-attuariale del Fondo nel suo complesso, nel rispetto dei principi di solidarietà da parte degli iscritti attivi e dei pensionati;
- tenendo conto degli effetti della diversificazione degli investimenti sui profili di rischio e rendimento complessivi del Fondo, alla luce delle condizioni di mercato;
- perseguendo la continua minimizzazione del rischio anche attraverso la scelta di investimenti con rendimenti adeguati alla funzione previdenziale, stabili nel tempo e, laddove possibile, con garanzia di risultato;
- tenendo conto delle peculiarità nel quadro normativo, contabile e fiscale tra le varie categorie di investimenti e la loro appropriatezza in relazione alle esigenze del Fondo;

- monitorando, laddove applicabile, le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario;
- offrendo a ciascun partecipante attivo la possibilità di effettuare scelte individuali, da prendere con dovuta attenzione e assunzione di responsabilità, per diversificare il proprio investimento previdenziale su linee di investimento finanziarie non garantite.

In attuazione di tali direttive, il Fondo investe le proprie risorse finanziarie ripartendole tra investimenti in gestione assicurativa (attraverso l'adesione a polizze collettive), coperti da garanzia, e investimenti in gestione finanziaria esterna, non coperti da garanzia. Le caratteristiche di ciascuna tipologia di investimento e i risultati delle verifiche condotte sono riportati distintamente di seguito.

1. Analisi dello scenario macro-economico e contesto geopolitico

La performance del Fondo, è risultata positiva alla fine del quarto trimestre dell'anno, confermando il trend positivo del primo semestre dell'anno, caratterizzato da un andamento dei Mercati Finanziari Globali che con forti oscillazioni hanno permesso di generare dei rendimenti mediamente positivi. Nonostante le politiche monetarie restrittive congiuntamente all'inflazione ed i conflitti geopolitici, che hanno pesato sullo scambio dei prodotti e sul costo dei fattori energetici, il fondo è riuscito a replicare il benchmark, grazie ad un mercato che si presta tendenzialmente a stabilizzarsi.

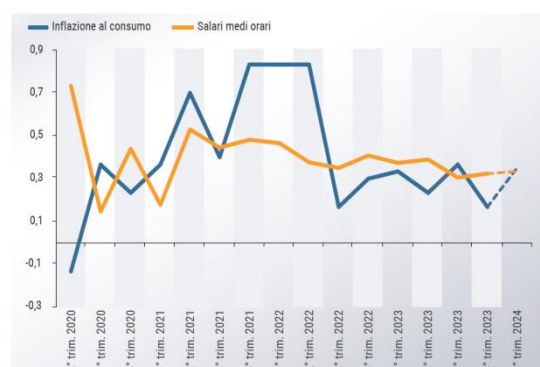
Dopo i dati non positivi del 2023, tornano in crescita gli scambi globali, con un commercio mondiale di beni che ha registrato una battuta d'arresto nel mese di ottobre (-1%), per inasprirsi nei mesi successivi con un (-19%). I fattori che hanno contribuito al rallentamento sono numerosi e ancora presenti a inizio 2024: Geopoliticamente si è assistito a forti tensioni e sempre maggiori frammentazioni; una fiacca domanda di beni manifatturieri e di investimento; tassi di interesse ai massimi; prezzi energetici stabilmente superiori alle quotazioni pre-pandemia; mentre in Europa pesa, inoltre, la recessione tedesca. Le prospettive appaiono in graduale miglioramento. Il potere d'acquisto e la fiducia delle famiglie ha ripreso grazie al rientro dell'inflazione, sostenendo così i consumi ed incidendo sulla riduzione dei tassi con conseguente risalita degli investimenti. Grazie ad una maggiore domanda di beni, ci si aspetta che la produzione industriale si muova verso un graduale rafforzamento. Anche se a ritmi moderati nel biennio di previsione l'economia globale conserverà il suo percorso di espansione. La crescita sarà sostenuta dall'economia USA, anche se ci si attende un progressivo rallentamento, come anche quella delle economie emergenti, collettivamente in lieve accelerazione, e solo nel 2025 ad una migliore dinamica di crescita dell'Eurozona. A livello mondiale il

commercio di beni riprenderà a svilupparsi a ritmi modesti con +2,0% nel 2024 e +2,5% nel 2025. Si prevede infatti che a fine biennio il commercio si riporterà sui ritmi di espansione del PIL mondiale a +2,6% e +2,7%. Un importante contributo potrebbe portare la tenuta di una significativa crescita che sta attraversando gli Stati Uniti, combinata ad una rapida ripartenza dell'economia europea, soprattutto nel caso di un rientro dei tassi più rapido dell'atteso. Mentre significativi rischi al ribasso potrebbero essere generati da una spirale dei conflitti militari in atto ed ulteriori arresti nei legami globali di fornitura. Gli indicatori congiunturali fanno registrare segnali positivi, il commercio mondiale di beni è risalito nel 4° trimestre 2023 (+0,5% sul 3°) e ad inizio 2024 (+0,9% a gennaio su dicembre), dopo ben quattro trimestri negativi. Rispetto alla fine del 2023, pur rimanendo su valori storicamente elevati, l'indice di rischio geopolitico globale è in calo. La componente ordini esteri del PMI manifatturiero mondiale in contrazione da marzo 2022, nel primo trimestre, evidenzia una tendenza verso la stabilizzazione (49,2 soglia neutrale = 50). La dinamica degli scambi mondiali di beni quest'anno sconta un'eredità statistica pressoché nulla dal 2023 (-0,1%). Dopo l'accelerazione registrata nel biennio 2021-2022, dovuta al forte rimbalzo dell'attività lungo le catene di fornitura, in particolare scambi di materie prime e semilavorati, la dinamica del commercio mondiale è tornata ad allinearsi con quella della produzione industriale a fine 2024. La crescita del commercio mondiale è il prodotto di dinamiche tanto differenti tra aree geografiche. In Cina, invece soprattutto nella seconda parte del 2024, l'incremento degli scambi con l'estero è stata robusta, anche se meno di quella della produzione industriale interna.

La dinamica mondiale degli "Investimenti Diretti Esteri" (IDE) ha risentito dell'impatto che hanno avuto i più alti costi di investimento, causati dalla restrittiva politica monetaria, e dalla instabilità geopolitica, provocando una riduzione dal 2020 (-30% nel 2022), al netto di una correzione statistica del 2021. Anche i primi tre trimestri del 2024 rivelano che il flusso dei capitali esteri investiti nel mondo si è ridotto in modo incisivo registrando (-26%) rispetto allo stesso periodo del 2023. La stessa Cina, che fino alla pandemia, è stata interessante destinazione per i capitali esteri, ha gradualmente perso di interesse, tanto che per la prima volta nel 3° trimestre 2024 ha registrato un deflusso di capitali esteri. Mentre gli Stati Uniti, hanno raggiunto quasi il 30% del totale, anche se da sempre risulta essere il principale beneficiario dei flussi di IDE.

L'inerzia statistica più favorevole spiega larga parte della revisione al rialzo delle ipotesi per il 2024 rispetto al rapporto di ottobre 2023 scorso (+1,4%).

Il miglioramento è da imputare al permanere degli investimenti da parte delle imprese e la tenuta delle abitudini di consumo delle famiglie. Per le prime attraverso degli incentivi fiscali introdotti con l'Inflation Reduction Act, oltre al



I salari medi orari in 5 degli ultimi 6 trimestri superiori

non aver subito totalmente gli effetti dovuti agli elevati tassi di politica monetaria. Per le seconde grazie crescita dei salari orari, +0,32% nell'ultimo trimestre 2023, superiore a quella dell'inflazione core +0,17%.

Dopo sei trimestri positivi successivi, con +1,2% nel terzo, il PIL americano è cresciuto nel 4° trimestre del 2023 dello +0,8%, portando l'economia americana al +3,1% rispetto al 4° trimestre del 2022.

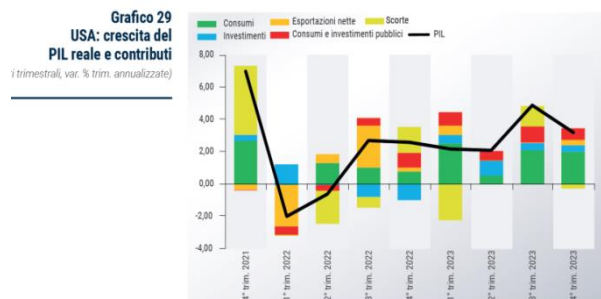
Nel 4° trimestre del 2023, dal lato dell'offerta, la produzione industriale USA è diminuita, dovute a due decrementi nei mesi di dicembre (-0,3% mensile) e di ottobre.

Il tasso di crescita dell'economia USA, come risultante dei diversi fattori, si prevede essere moderato tra la seconda metà del 2024 e il 1° trimestre del 2025, quando l'allentamento dei tassi di politica monetaria inizierà a esercitare una spinta favorevole. Nel complesso, la dinamica del 2025 risulterà più moderata rispetto al 2024. La FED ha tenuto fermi anche a marzo 2024 i tassi ufficiali nella forchetta 5,25-5,50%.

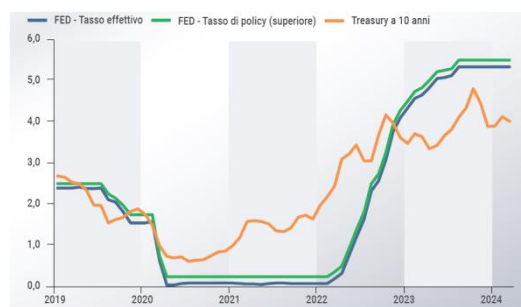
Dopo i rialzi decisi da marzo 2022 e perdurati fino a luglio 2023. Si tratta dell'ottavo mese di stasi, dopo i rapidi rialzi decisi da marzo 2022 (quando il tasso di riferimento era a 0,00-0,25%) e proseguiti fino a luglio 2023. Dallo 0,08% prima dei rialzi il tasso effettivo FED si è stabilizzato a 5,33% a marzo.

Rispetto al picco del 2022 con +9,1% a giugno, l'inflazione USA a subito una forte riduzione ma negli ultimi mesi la flessione non ha tenuto il trend interrompendosi, passando da +3,1% a giugno 2023 a +3,5% annuo a marzo 2024, su valori molto sopra l'obiettivo del +2,0% e registrando una misura core anche più alta del +3,8%. A marzo 2024 FED, in un suo comunicato, ha manifestato la volontà di possibili tagli del tasso ufficiale. Condizionando il taglio ai prossimi dati, non indicando un timing, ma con l'impegno verso una discesa dell'inflazione verso il 2%.

Per far scendere più rapidamente l'inflazione USA, essendo esclusi altri rialzi, c'è una elevata possibilità che la FED scelga di tenere bloccati i tassi per più tempo di quanto ci si possa aspettare, allo scopo di far scendere l'inflazione Americana. Questo potrebbe però trascinare al ribasso l'economia USA e di rimbalzo incidere sull'economia dell'eurozona. Con l'eventualità che possa indurre la BCE, nell'incertezza di eventuali ripercussioni sull'Euro, a continuare nell'inseguire la politica economica e finanziaria degli Stati Uniti. Non considerando che l'economia reale degli USA risulta più dinamica di quella dell'Eurozona che è in stagnazione.



Tassi americani: del rialzo, vicini i tagli
(USA, valori %, medie mensili)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Refinitiv.

Infatti, analizzando i tassi si riscontra una analogia nella direzione seguita dal tasso FED come quello della BCE, in tutta la fase di rialzo dal 2022 è nelle fasi di stazionarietà. Nel 2023 la distanza in media è stata di +1,2 punti e si stima a +1,1 sia nel 2024 che nel 2025. Il trend di svalutazione dell'euro, che si era sviluppato nella prima parte del 2022, è stato finora evitato dalla BCE che ha saputo tenere sotto controllo questo differenziale. Questo ha permesso un importante risultato ai fini dell'andamento dei prezzi in Europa, che ha posto la FED al momento in una posizione di Leader nelle decisioni sui tassi e di conseguenza la BCE in una posizione di follower.

Per quanto riguarda l'Area Euro ci si attende nel biennio di previsione una crescita moderata dell'attività. Anche per effetto dell'andamento dell'economia tedesca, ancora negativa e prevedendo una performance debole +0,5% in media d'anno. Uno slancio alla crescita dell'Eurozona, sarà prevista a partire dalla seconda metà del 2024 grazie agli aumenti salariali attesi, che consentono il recupero del potere d'acquisto delle famiglie, unitamente al progressivo calo dei tassi di interesse ed al rafforzamento della domanda globale, che si prevede continuerà nel 2025 ad un ritmo medio di (+1,1%).

Nel 4° trimestre del 2023 l'economia dell'Area euro è rimasta quasi piatta (-0,05%), dopo una lieve contrazione nel 3° (-0,1%); Con una timida crescita nel 2023 che ha registrato +0,5% in media d'anno.

Per il terzo anno consecutivo, In Italia l'espansione del PIL nel 2023, è stato trainato principalmente da due fattori, dagli investimenti, in modo particolare rispetto a tutti agli altri paesi euro, e dai consumi delle famiglie.

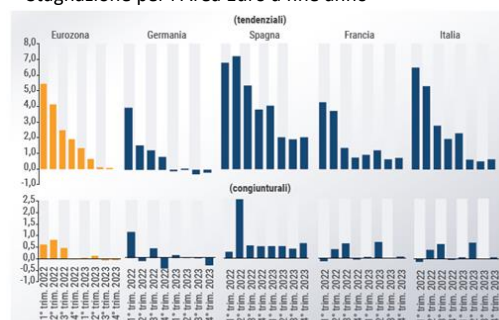
Per quanto concerne l'Area euro, i segnali derivanti dai fondamentali indicatori congiunturali degli ultimi mesi mostrano una fase di stabilità che viene riflessa anche nel sentiment di famiglie ed imprese che non si aspettano ne fasi

di miglioramento ne di indebolimento. Un' influenza positiva hanno avuto la normalizzazione dei prezzi energetici, in particolare quello del gas come anche la discesa dell'inflazione.

Agiscono invece in direzione opposta le incertezze sul fronte internazionale, causate dal conflitto israelo-palestinese, congiuntamente alla debolezza della domanda mondiale, ed ai tassi che continuano a rimanere alti. L'Economic Sentiment Indicator, che misura il clima di fiducia, è tornato anche se moderatamente a ridursi nei primi due mesi del 2024, da 96,4 a dicembre 2023, a 95,4 a febbraio, anche se con una piccola ripresa a marzo (96,3).

Un'influenza significativa sulla performance dell'intera area Euro ha avuto la Germania, con il suo peso in termini di PIL del 27,6% del totale dell'Eurozona, che sembrava non avrebbe presentato una inversione di tendenza nel breve periodo. Seppur in maniera minore rispetto ai mesi scorsi, l'inflazione tra paesi europei

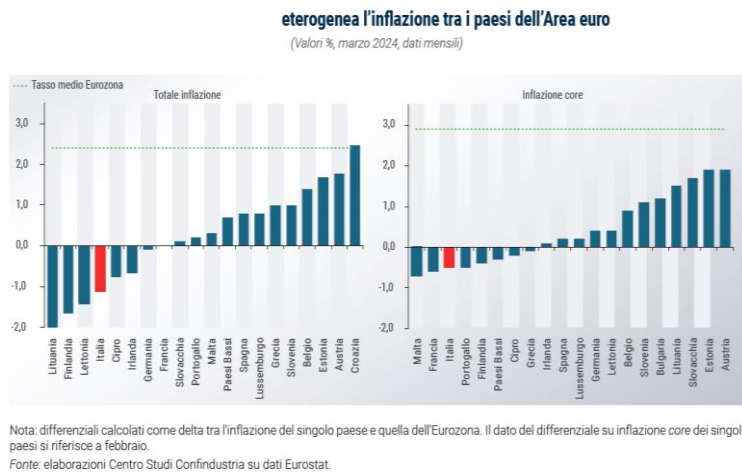
Stagnazione per l'Area Euro a fine anno



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

risulta ancora eterogenea. Con valori che vanno da +4.9% annuo a Marzo della Croazia, che risulta la più distante dalla media dell'area euro a +2.5% alla Lettonia con uno 0.6%, con il valore più vicino alla media europea. Un +1,3% di crescita dei prezzi al consumo, che ha portato il gap con l'Eurozona a -1,1 punti.

Come mostrato dal grafico su "inflazione tra i paesi dell'Area euro" l'andamento dell'inflazione core nei vari

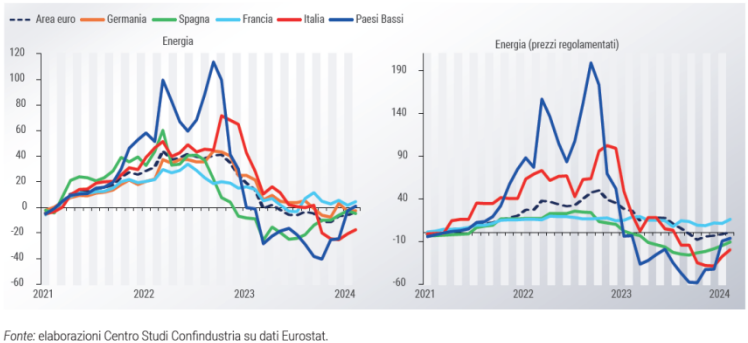


paesi europei si manifesta con valori simili a quelli dell'inflazione totale. Facendo comunque evidenziare che la distanza tra i paesi che si collocano sotto la media nell'inflazione core risulta più contenuta rispetto a quanto misurato sull'inflazione totale.

In termini di inflazione totale, i prezzi energetici hanno svolto un ruolo rilevante nel determinare il differenziale tra i paesi europei. Negli ultimi anni i prezzi al consumo dell'energia si sono differenziati in funzione anche della diversa dipendenza energetica dei paesi con la Russia.

Per quanto riguarda i tassi nell'aprile 2024 la BCE ha mantenuto ancora fermi i tassi ufficiali per il settimo mese consecutivo (a 4,50% sui prestiti alle banche, 4,00% sui loro depositi), dopo la forte e rapida stretta monetaria tra luglio 2022 e settembre 2023. La BCE aspetta ora di vedere se i rialzi sono in grado di accompagnare l'inflazione fino all'obiettivo del +2,0%. Dopo una rapida riduzione, l'inflazione

Grafico 36 - Discesa dell'inflazione eterogenea tra i paesi europei
(Variazioni % annue, dati mensili)



totale dell'Eurozona, ha rallentato la sua caduta, grazie al rientro dei prezzi energetici. Con un differenziale di solo -0,5 punti negli ultimi 5 mesi, (ottobre 2023 era a +2,9% e a marzo 2024 a +2,4%. Osservando che l'andamento di fondo dei prezzi, al netto di alimentari ed energia, ha rallentato finora solo al +2,9%, con un(- 1,3 punti) negli ultimi 5 mesi.

Fin dall'inizio dell'anno la BCE ha ritenuto necessario tenere bloccate alla soglia del +2% le aspettative di inflazione nell'Eurozona. La dinamica dei prezzi al consumo, è stata frenata dai rialzi della BCE nell'area Euro. L'impatto restrittivo sulla domanda interna, consumi e investimenti, provocato da elevati tassi ha indebolito la dinamica dell'economia. Il tasso di mercato Euribor, che è il parametro principale, che fa da riferimento nei finanziamenti degli investimenti e dei consumi, a marzo 2024 si mantiene in media elevato 3.93%. Un tasso di

mercato così elevato fa presagire nel breve periodo un taglio dei tassi ufficiali. La BCE deciderà i tassi da applicare di volta in volta sulla base dei dati dell'economia reale ed dell'inflazione. Considerando al momento il livello più appropriato per i tassi e da mantenere per un lungo periodo affinché possano contribuire al rientro dell'inflazione, spingendo l'economia Italiana in una direzione favorevole.

La Banca centrale sulla base dei nuovi dati su economia reale ed inflazione deciderà di seduta in seduta il percorso dei tassi da applicare. La BCE considera il livello dei tassi attuale appropriato e da mantenere invariato per un "periodo sufficientemente lungo", per contribuire al rientro dell'inflazione. Ciò agirebbe in direzione favorevole per l'economia italiana, che dato il tasso di inflazione italiano sotto il 2% fin da ottobre, prolungherebbe la sua già eccessiva stretta monetaria. Il rischio di un ulteriore successivo rialzo dei tassi può considerarsi praticamente nullo al momento. Non è da escludere che la BCE, probabilmente seguendo il percorso della la FED, decida di ritardare ancora la discesa dei tassi, orientativamente per la fine del 2024, a causa della persistenza dell'inflazione europea che supera la soglia del +2%. Questo però porterebbe l'economia italiana in una direzione sfavorevole, perché prolungherebbe la stretta monetaria.

Una prossima inversione di rotta, è indicata da diverso tempo, dai future sull'Euribor. Infatti il tasso Euribor registrerebbe una flessione che arriverà a toccare nel dicembre 2024 il 3.22%, proseguendo con un ulteriore ribasso nel corso del 2025. Quindi secondo i mercati i tassi rimarranno stabili ancora per ulteriori mesi prima di iniziare a scendere.

Rimangono comunque sempre in evidenza le possibili conseguenze riguardanti:

- Rischio strategico degli investimenti finanziari;
- Rischio di performance negativa degli investimenti finanziari.

2 Performance e analisi della gestione finanziaria

Il rischio di investimento deriva dalla compresenza di una gestione a ripartizione (con un proprio patrimonio di garanzia) e una a capitalizzazione (un comparto bilanciato e una gestione assicurativa garantita).

La gestione a ripartizione beneficia di una Asset Allocation Strategica elaborata con la finalità di massimizzare la probabilità di conseguimento del rendimento minimo utile a finanziare la gestione; la gestione a capitalizzazione (comparto bilanciato) si basa sulle usuali logiche di replicazione del benchmark; la gestione garantita è una GS assicurativa. Sono attivi i presidi di controllo e monitoraggio del rischio. Il rischio residuo è basso.

2.1 Gestione a capitalizzazione (comparto Garantito, comparto Bilanciato)

2.2 Comparto Garantito (polizza AXA-MPS)

Gli investimenti assicurativi effettuati in gestione diretta sono rappresentati dai contratti di polizze assicurative rivalutabili a capitale garantito legati alla gestione separata di AXA-MPS. Tra le condizioni previste nei contratti di polizza viene prevista la restituzione del capitale versato nel comparto capitalizzato a un tasso del 2.25% (minimo garantito) su base annua, al netto di eventuali anticipazioni non reintegrate e riscatti parziali. Le polizze presentano una maggiore stabilità dei rendimenti rispetto alla gestione bilanciata che deriva (oltre che dal consolidamento annuale) anche dai differenti principi contabili applicabili dalle gestioni separate nella valutazione degli investimenti. Esse possono infatti valutare gli investimenti al costo di acquisto e, di conseguenza, non risentono delle oscillazioni di valore dei titoli quotati (a meno che non vengano effettivamente venduti). Al contrario, il valore del portafoglio in gestione esterna è esposto a continue oscillazioni perché i titoli ivi contenuti devono essere valutati ai prezzi di mercato.

Nel terzo trimestre 2024 non è ancora possibile conoscere il tasso di rendimento della gestione separata che sarà noto solo alla fine del quarto trimestre 2024. Il tasso annuo di rendimento finanziario, realizzato nell’esercizio 2023 dalla Gestione Speciale MPV (AXA-MPS), è stato pari al 1,95%. L’aliquota di retrocessione del rendimento contrattualmente riconosciuta è del 100% con un rendimento minimo a favore della Compagnia dello 0,45%. Il tasso annuo di rivalutazione delle prestazioni contrattuali sarebbe stato pari al 1,50%, corrispondente al tasso annuo di rendimento retrocesso.

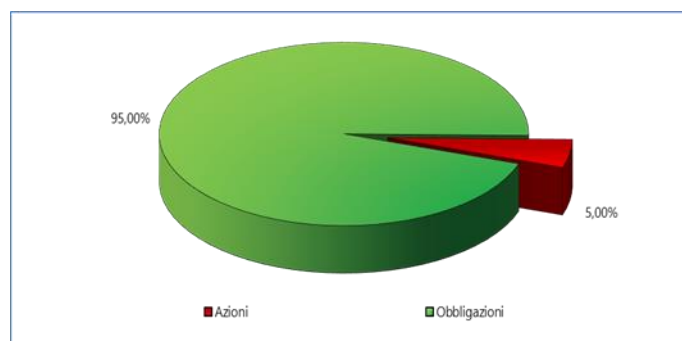
Tuttavia, alla polizza, secondo quanto previsto all’Art. 14 comma A delle Condizioni di Assicurazione “Tasso di Rivalutazione”, è stato attribuito un tasso pari al 2,25% corrispondente al tasso minimo di rivalutazione garantito.

Si riportano di seguito la composizione della gestione separata e i rendimenti:

Rendimenti storici del portafoglio Garantito

COMPARTO	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
GARANTITO	2,79	3,39	3,20	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25

Composizione del comparto Garantito espressa mediante areogrammi per settori circolari



Implicazioni per il Fondo

La gestione del Comparto Garantito è volta a realizzare con elevata probabilità rendimenti che siano almeno pari a quelli del TFR, in un orizzonte temporale pluriennale. La presenza di una garanzia di risultato a un tasso minimo del 2.25% copre il Fondo verso il rischio di rendimenti finanziari negativi da parte del mercato e garantisce un buon rendimento agli iscritti anche in fase di sofferenza dei mercati finanziari. Le tipologie di investimenti presenti nella gestione separata, Titoli di Stato e Obbligazioni, costituiscono la quasi totalità dei titoli mobiliari presenti nel patrimonio della gestione separata, cui fanno riferimento le polizze assicurative rivalutabili. Il loro rischio principale è che la controparte che ha emesso il titolo diventi insolvente e non onori i termini di pagamento previsti dal piano di rimborso, rischio che si presenta in forma bassa e residuale. Il perdurare di livelli di inflazione alta come stiamo riscontrando dal 2022 nel tempo potrebbe non rendere competitivo il comparto se paragonato al rendimento ottenuto sul TFR da parte degli iscritti. Il fondo TFR, infatti, si rivaluta per legge ad un tasso annuo composto pari all' 1.5% più il 75% del tasso di inflazione. Tuttavia, le dichiarazioni della Banca Centrale Europea e gli *outlook* di mercato definiscono il fenomeno inflattivo di natura temporanea e non di lungo periodo.

Comparto Garantito

Analisi del Rischio:

Rischio finanziario			
	Rischio potenziale	Strumenti di mitigazione	Rischio residuo
Investimento	Basso	Efficaci	Basso
Controparte	Basso	Efficaci	Basso
Rischio specifico	Basso	Efficaci	Basso
Cambio	Basso	Efficaci	Basso
Liquidità	Basso	Efficaci	Basso
Concentrazione	Basso	Efficaci	Basso

2.3 Comparto Bilanciato (gestione Mediobanca)

La gestione risponde alle esigenze di un soggetto che privilegia la continuità dei risultati nei singoli esercizi, comunque accettando un'esposizione al rischio moderata. La gestione non presenta una garanzia di rendimento ed è di tipo semi attivo con il perseguimento di un benchmark.

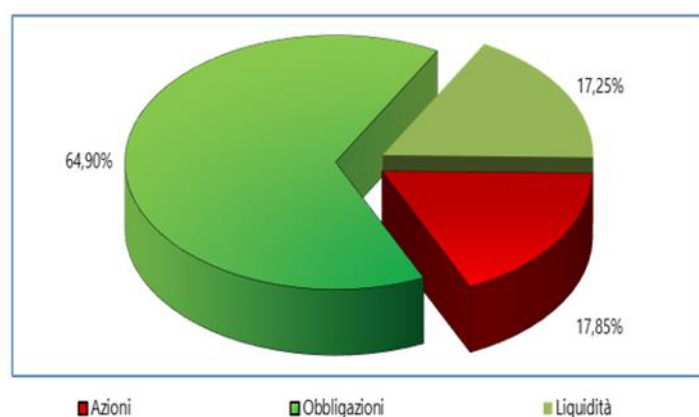
Di seguito gli indici che compongono il benchmark del comparto:

Parametro di Riferimento:

MSCI Daily TR NetEurope \$	15,00%
ICE BofA IceEuro Govt idx	50,00%
ICE BofA Euro Treas Bil	5,00%
MSCIDlyTRNetWorldExEurope	15,00%
ICE BofA EMU Corp Bond	15,00%

Si riporta di seguito la composizione del comparto per tipologia di strumenti finanziari nel terzo trimestre 2024:

Composizione del portafoglio Bilanciato al 31.12.2024



Principali indicatori di rischio e rendimento:

Tracking Error (TE): esprime lo scostamento medio dei rendimenti del Comparto relativamente al Benchmark. La TE è calcolata sulla serie storica dei differenziali di rendimento mensili tra Comparto e Benchmark da inizio del corrente anno.

Tracking Error Volatility (TEV): esprime la variabilità del Comparto relativamente al Benchmark: il rischio, in questo caso, è inteso come variabilità dei rendimenti del Comparto rispetto al Benchmark. È la volatilità calcolata sulla serie storica dei differenziali di rendimento mensili tra Comparto e Benchmark da inizio del corrente anno, ed è riportata in misura annuale in ipotesi di normalità della distribuzione statistica dei rendimenti

Volatilità: è una misura della variazione percentuale del valore del portafoglio nel corso del tempo. Corrisponde alla deviazione quadratica standard dei tassi di rendimento mensili. Il dato viene calcolato in base

alla serie storica dei tassi di rendimento mensili da inizio del corrente anno, riportato in misura annuale in ipotesi di normalità della distribuzione statistica dei rendimenti.

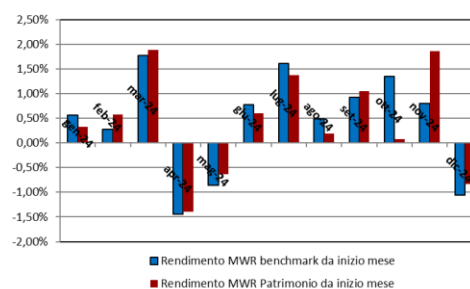
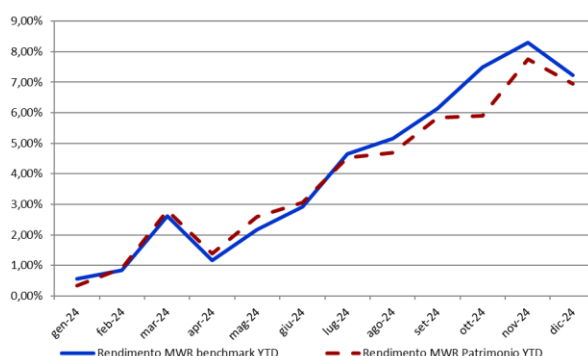
Indice di Sharpe: un indicatore di performance corretto per il rischio; individua il maggiore (o minore) rendimento registrato dal fondo rispetto all'investimento privo di rischio.

Information Ratio: consente di valutare la capacità del gestore di sovraperformare il benchmark, in relazione al rischio assunto. E' calcolato rapportando il differenziale di rendimento tra fondo e indice di riferimento, alla Tracking Error Volatility.

Principali Indicatori di Rendimento e di Rischio

		Da inizio anno	Ultimo mese
Rendimento	<i>patrimonio</i>	6,95%	-0,84%
	<i>benchmark</i>	7,24%	-1,06%
	<i>differenza</i>	-0,29%	0,22%
Volatilità*	<i>patrimonio</i>	8,40%	3,58%
	<i>benchmark</i>	9,56%	3,61%
	<i>differenza</i>	-1,16%	-0,03%
Indice di Sharpe* (Indice di efficienza)	<i>patrimonio</i>	0,83	-0,23
	<i>benchmark</i>	0,76	-0,29
	<i>differenza</i>	0,07	0,06
Indici di Performance relativa*	<i>TE</i>	-0,21%	-0,01%
	<i>TEV</i>	1,82%	1,87%
	<i>Information ratio</i>	-0,12	-0,01

* le misure sono espresse su base annua



Implicazioni per il Fondo

Il portafoglio obbligazionario è stato investito in titoli di Stato e Bond emessi da Agencies e Organismi Sovranazionali denominati in Euro la cui duration è stata ulteriormente marginalmente aumentata e riavvicinata al rispettivo benchmark nel corso del secondo semestre dell'anno, coerentemente con il repricing sulle curve dei tassi e dell'inflazione che ha mantenuto i rendimenti reali a livelli interessanti dopo anni di "financial repression" che avevano azzerato l'attrattività dell'asset class fixed income globale. All'interno della componente obbligazionaria, la compressione degli spreads e l'adeguato livello assoluto dei tassi nominali hanno consentito di aumentare ulteriormente la diversificazione sugli emittenti Core rispetto ai sovrappesati titoli governativi italiani e Spagnoli anche sulle scadenze più brevi, mentre rimane la preferenza per emittenti Sovranazionali e dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe. La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è stata infine mantenuta invariata durante il secondo semestre del 2024, continuando a beneficiare del carry positivo nell'universo Fixed Income IG.

Nonostante la volatilità che ha caratterizzato le performances dei bond a scadenza più lunga nel semestre, il risultato di gestione è stato nuovamente decisamente positivo in termini assoluti in H2 2024, sebbene leggermente inferiore rispetto al benchmark di riferimento. Contributi positivi alla performance sono infatti derivati sia dalla componente obbligazionaria a breve termine e corporate, che ha beneficiato di un carry finalmente positivo anche in termini reali, sia soprattutto dagli investimenti azionari, sostenuti da utili aziendali che hanno continuato a sorprendere al rialzo e ad un andamento congiunturale comunque migliore rispetto alle aspettative di una recessione globale a lungo incorporata nelle quotazioni di mercato. Nonostante l'andamento volatile dei prezzi delle obbligazioni a più lunga scadenza, la componente obbligazionaria del portafoglio ha infatti determinato un contributo positivo (+2.14%) alla performance complessiva di periodo, solo marginalmente peggiorativo rispetto al benchmark obbligazionario (-0.39% il delta). Significativamente positivo anche il contributo della componente azionaria del portafoglio (+1,70% vs +1.56% del benchmark), in un contesto favorevole per gli asset finanziari rischiosi nella seconda metà dell'anno.

Tabella 1 – Performance attribution dal 01-07-24 al 31-12-24

Portafoglio				Benchmark			
Asset Class	Strumento	Esposizione Media %	Contributo %	Asset Class	Strumento	Esposizione Media %	Contributo %
BOND	Corporate Fixed Bond	8,82	0,23	BOND	ML EMU Corporate	15	0,62
	Corporate Float Bond	3,95	0,08		ML Euro Govt Index	50	1,92
	Gov/Agency Fixed Bond*	38,64	1,48		ML Euro Govt Bill index	5	0,09
	Gov/Agency Float Bond	1,67	0,05				
	Inflation Linked Bond	13,79	0,29				
Totale Bond		66,86	2,14	Totale Bond		70	2,63
EQUITY	Equity Index Future	18,83	1,23	EQUITY	MSCI Net TR Eurpe USD convertito in €	15	-0,13
	Equity Security	14,31	0,43		MSCI Net TR World ex Europe USD convertito in €	15	1,69
Totale Equity		33,14	1,66	Totale Equity		30	1,56
Trading Effect			0,04				
Perf Totale		100,00	3,82	Totale		100	4,19

Comparto Bilanciato

Analisi del Rischio:

Rischio finanziario			
	Rischio potenziale	Strumenti di mitigazione	Rischio residuo
Investimento	Medio-Alto	Necessario monitoraggio	Medio-Alto
Controparte	Medio	Necessario monitoraggio	Basso
Rischio specifico	Medio	Efficaci	Basso
Cambio	Basso	Efficaci	Basso
Liquidità	Medio	Necessario monitoraggio	Basso
Concentrazione	Basso	Efficaci	Basso

3 Conclusioni

Il quarto trimestre 2024 conferma un sostanziale trend positivo dei mercati finanziari rintracciato nonostante le difficoltà dovute alle componenti volatilità dei costi energetici, diversi per aree geografiche per le politiche interne, come anche l'inflazione e le conseguenti variazioni dei tassi di interesse. Per entrambi i comparti Solidarietà e Bilanciato si è generato, che ad eccezione dei mesi di marzo ed aprile, un rendimento positivo. Il rischio di investimento sia potenziale che residuo rimane a livello Medio/Alto.

Si riportano di seguito alcune analisi di trend macroeconomiche che riguardano in particolare l'andamento previsionale degli investimenti nel settore obbligazionario, azionario e del fenomeno inflattivo.

3.1 Mercato Obbligazionario

Tassi d'interesse area euro (Euribor ed Eurirs) L'avvio a giugno dei tagli dei tassi d'interesse da parte della Banca Centrale Europea (BCE) ha determinato la discesa dei tassi Euribor. Un movimento analogo si è visto anche sui tassi Eurirs, ma solo sulle scadenze brevi e medie. Le prospettive restano di ulteriori cali sulla scia di nuovi ribassi dei tassi ufficiali nei prossimi mesi. Monetario La BCE ha avviato il taglio dei tassi ufficiali, sulla scia del proseguimento del calo dell'inflazione e a fronte di una crescita in graduale recupero ma ancora fragile. Le prospettive sono di altre riduzioni dei tassi sia quest'anno che il prossimo, alimentando un'ulteriore discesa dei rendimenti nel mercato monetario. Obbligazionario Governativo Prima metà del 2024 ancora volatile per i tassi di interesse governativi, in sostanziale stabilizzazione vicino ai massimi toccati nel 2023. I titoli governativi appaiono interessanti, soprattutto sulle scadenze brevi e medie, che offrono flussi cedolari superiori all'inflazione e possono beneficiare del probabile taglio dei tassi nella seconda metà dell'anno. Favorevole anche il contesto italiano, alla luce della stabilizzazione dei tassi europei e di uno spread interessante. I tassi di interesse governativi, si presentano ancora instabili per l'alta volatilità, nella prima metà del 2024, con una tendenza a stabilizzarsi in prossimità dei massimi raggiunti nel 2023. Appaiono interessanti i titoli governativi, in particolar modo quelli sulle scadenze brevi e medie. Questi infatti, offrono flussi cedolari superiori all'inflazione, potendo allo stesso tempo recepire il probabile taglio dei tassi che potrebbe avvenire nella seconda metà dell'anno. Con la consapevolezza di uno spread sempre più interessante e di una stabilizzazione dei tassi europei, il contesto Italiano risulterà più favorevole.

3.2 Mercato Azionario

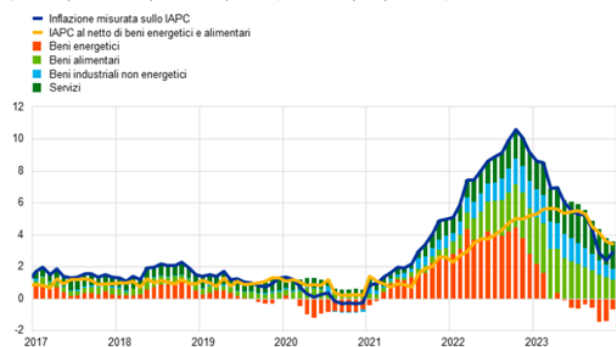
Il 2024 si è rivelato un anno estremamente favorevole per i mercati azionari globali, con una performance particolarmente brillante negli Stati Uniti. Dopo un 2023 già positivo, l'anno appena concluso ha visto una forte accelerazione degli indici, sostenuta da una combinazione di fattori macroeconomici favorevoli, ottimismo sugli utili societari e un rinnovato slancio nel settore tecnologico, trainato dall'innovazione legata all'intelligenza artificiale. L'indice S&P 500 ha chiuso l'anno con un guadagno compreso tra il +25% e il +33%, a seconda che si includano o meno i dividendi, raggiungendo nuovi massimi storici. Ancora più marcata la performance del Nasdaq, con rialzi tra il +28% e il +38%, spinto principalmente dai colossi del tech e dell'AI come Nvidia, Apple, Microsoft e Alphabet. Anche il Dow Jones ha registrato un'ottima annata, con una crescita intorno al +13%, segnando ben 48 chiusure giornaliere da record. A livello globale, i mercati azionari hanno beneficiato del buon clima economico, anche se con performance più contenute rispetto agli Stati Uniti. L'indice MSCI All Country World, che misura l'andamento delle borse mondiali, ha guadagnato circa il +25%, mentre l'MSCI World ex-USA ha segnato un +11,7% e i mercati emergenti hanno chiuso l'anno con un +14,7%. In Asia, spicca la ripresa dell'indice Hang Seng di Hong Kong, in rialzo di circa il +17,7%. Gran parte della crescita è stata trainata dai grandi nomi della tecnologia, spesso riuniti sotto l'etichetta di "Magnificent Seven". Questi titoli hanno rappresentato una quota sempre più elevata della capitalizzazione del mercato statunitense, contribuendo in modo determinante all'ascesa degli indici. Allo stesso tempo, nella seconda parte dell'anno si è osservato un ampliamento del rally, con una rotazione settoriale che ha premiato anche comparti più difensivi come utility, sanità, industriali e finanziari. Il contesto macroeconomico ha giocato un ruolo importante: il rallentamento dell'inflazione e le attese per un allentamento della politica monetaria da parte della Federal Reserve hanno favorito un clima di fiducia tra gli investitori. Tuttavia, il 2024 non è stato privo di fasi di volatilità: in estate, ad esempio, i mercati hanno subito una correzione a causa di dati economici deboli e timori legati a possibili ulteriori rialzi dei tassi. In sintesi, il 2024 è stato un anno di forte espansione per i mercati azionari, in particolare negli Stati Uniti, dove la combinazione tra tecnologia, solidità economica e prospettive di tassi più accomodanti ha creato le condizioni per uno dei rally più significativi dell'ultimo decennio. Restano però alcuni elementi di attenzione per il futuro, tra cui l'elevata concentrazione su pochi titoli e l'incertezza sulle politiche monetarie globali. Nel breve termine, la combinazione di stagionalità positiva, sentiment degli investitori ancora prudente e posizionamento scarico degli investitori ha il potenziale per estendere ulteriormente il rally se i dati economici continuano a sorprendere al rialzo e i rendimenti delle obbligazioni sovrane continuano a scendere.

3.3 Inflazione

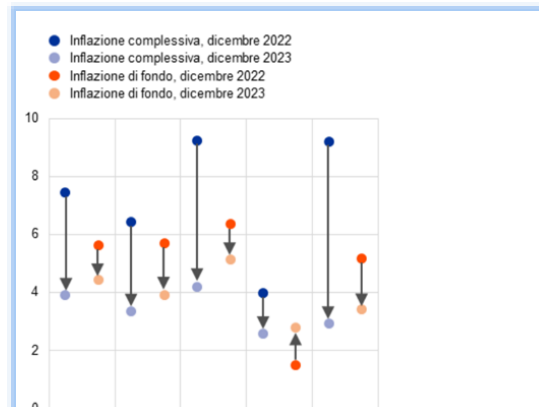
Nel 2024 l'inflazione globale ha proseguito il suo percorso di discesa, confermando il picco ormai alle spalle e aprendo la strada a un progressivo allentamento delle politiche monetarie. Negli Stati Uniti, l'inflazione core è scesa stabilmente verso il 3%, grazie al raffreddamento dei prezzi dei beni e a una moderazione nei costi dei servizi, pur rimanendo ancora sopra il target della Fed. In Europa, il calo è stato più marcato: l'inflazione dell'area euro si è avvicinata al 2,5% entro fine anno, sostenuta dal ridimensionamento dei costi energetici e dal rallentamento della domanda interna, in un contesto di crescita debole. Anche nel Regno Unito l'inflazione si è ridotta più rapidamente del previsto, mentre in Giappone ha mantenuto una dinamica moderata ma positiva, riflettendo un'economia in graduale normalizzazione. Il rallentamento generalizzato dei prezzi ha avuto un impatto diretto sulle aspettative dei mercati, contribuendo a rafforzare la convinzione che sia la Fed che la BCE inizieranno a tagliare i tassi nel 2025. Tuttavia, l'inflazione dei servizi e i salari ancora resilienti in alcuni settori mantengono alta l'attenzione delle banche centrali, che si sono mostrate caute nel dichiarare chiusa la fase restrittiva. In sintesi, il 2024 ha segnato un punto di svolta per l'inflazione: pur non essendo ancora completamente rientrata nei target ufficiali, la traiettoria in discesa è ormai consolidata e ha riaperto il dibattito su una normalizzazione graduale delle condizioni monetarie a partire dall'anno successivo.

Inflazione complessiva e relative componenti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.



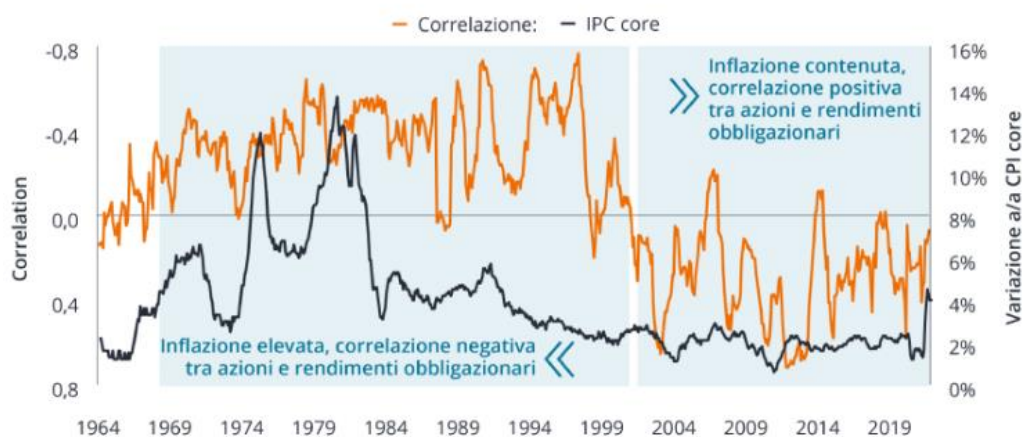
Il tasso di pareggio a 10 anni è una misura dell'inflazione attesa, che implica il livello di inflazione che gli operatori di mercato si aspettano nei prossimi 10 anni, in media. Ottenuto sottraendo il rendimento dei TIPS dai rendimenti delle obbligazioni nominali con la stessa scadenza. Dal 31 ottobre 2003 al 6 ottobre 2023.

rendimento nominale del Treasury USA a 10 anni, rendimento dei titoli del Tesoro USA a 10 anni protetti dall'inflazione (TIPS)



Possiamo pensare ai “Rendimenti reali” come al rendimento annualizzato che un investitore obbligazionario può aspettarsi di ottenere una volta considerata l'inflazione.

Inflazione IPC di fondo e correlazione tra Indice S&P 500® e rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a 10 anni



Fonte: Bloomberg, Deutsche Bank, inflazione IPC di fondo (tutte le voci meno cibo ed energia), variazione percentuale anno su anno, punti dati mensili; Correlazione tra l'indice S&P 500 e il rendimento dei titoli di stato USA a 10 anni, variazioni settimanali, 12 mesi mobili, asse invertito, dal 31 gennaio 1964 al 31 settembre 2021.