

RISULTATI DEI COMPARTI DI INVESTIMENTO NEL 2014

Comparto Assicurativo (UnipolSai Assicurazioni)

La Compagnia di Assicurazione ha comunicato in via ufficiosa che il comparto avrà un rendimento pari al **3,945%** (al lordo dell'imposta sostitutiva) che verrà applicato ai contributi versati dal 1° marzo 2015 al 29 febbraio 2016.

Comparto Bilanciato (Pioneer Investments)*

La quota del Comparto Bilanciato al 31 dicembre 2014 ha il valore di € 14,550 che rispetto al 31 dicembre 2013 è cresciuto del **10,82%** (al netto dell'imposta sostitutiva).

Comparto Obbligazionario Misto (Pioneer Investments)*

La quota del Comparto Obbligazionario Misto al 31 dicembre 2014 ha il valore di € 13,792 che rispetto al 31 dicembre 2013 è cresciuto del **9,42%** (al netto dell'imposta sostitutiva).

** Il valore delle quote è stato calcolato tenendo conto del regime fiscale previgente alla Legge 190 del 23 dicembre 2014 (Legge di stabilità). Si attendono i chiarimenti da parte dell'AGE che conterranno modifiche al sistema di tassazione dell'imposta sostitutiva.*

CONSIDERAZIONI DI PIONEER INVESTMENTS

• Andamento dei mercati finanziari

I dati economici pubblicati nel corso dell'anno hanno confermato la debolezza del ciclo economico dell'area Euro. La crescita del PIL resta debole con un'estensione della debolezza anche nei paesi cosiddetti "core" (Francia, Germania, Inghilterra, Olanda, Finlandia). Le indicazioni prospettiche che vengono dagli indicatori di fiducia restano deboli.

Contestualmente si è evidenziata un'ulteriore decelerazione della dinamica dei prezzi al consumo. Le prospettive del ciclo economico sono inoltre indebolite dall'evoluzione della crisi Russa e in generale dal rallentamento della crescita globale. La BCE utilizzerà altre misure non convenzionali che contemplino l'acquisto di una pluralità di attività finanziarie, nello specifico di titoli del debito pubblico (Quantitative Easing). Negli Stati Uniti, la crescita del PIL ha evidenziato un'accelerazione nel corso dell'anno, raggiungendo una crescita del 5%.

Coerentemente con il buon andamento del ciclo economico, la Federal Reserve ha proseguito il processo di normalizzazione della politica monetaria. Il Comitato di politica monetaria ha infatti proseguito la riduzione del piano di acquisti di attività finanziarie fino a deliberarne la conclusione nel mese di ottobre.

Nel primo semestre, i mercati azionari hanno risentito solo marginalmente del manifestarsi di rischi geo-politici a livello globale. Gli indici azionari USA sono stati supportati da dati economici in miglioramento, dopo il primo trimestre, e dall'approccio cauto della Fed. Gli indici europei hanno invece beneficiato delle valutazioni interessanti, degli interventi di politica monetaria espansiva da parte della BCE e delle ampie prospettive di miglioramento del ciclo economico. Tali fattori hanno alimentato i flussi di investimento da parte degli operatori finanziari verso l'area. In Giappone, alla fase

di debolezza dei primi mesi dell'anno è seguita una fase di recupero dei corsi azionari in virtù di dati di crescita e di inflazione in miglioramento.

Nel secondo semestre gli indici azionari USA hanno proseguito il rialzo. Le tensioni in Russia, i dati economici deludenti e le preoccupazioni sulla crescita mondiale, con implicazioni sulle esportazioni, hanno invece frenato gli indici azionari europei, che hanno comunque archiviato l'anno in positivo. Il calo marcato del prezzo del petrolio, soprattutto nella parte finale del secondo semestre 2014, ha alimentato tensioni sui mercati azionari emergenti di paesi con maggiori criticità strutturali per i timori di impatti negativi sulla dinamica di crescita e sui flussi di capitale.

Le nuove misure di politica monetaria espansiva e l'impegno della BCE a favore di nuovi interventi, fino ad includere l'acquisto di titoli del debito pubblico, hanno determinato un calo generalizzato dei tassi di rendimento europei su tutte le scadenze. In USA, le attese di rialzi del tasso ufficiale, anche se non nell'immediato, hanno determinato un movimento verso l'alto dei tassi a breve termine.

I mercati obbligazionari societari hanno chiuso l'anno con generalizzati cali dei rendimenti e degli spread, soprattutto per i segmenti a più alto merito di credito.

Il segmento del mercato a più basso merito di credito ha invece evidenziato dinamiche negative nella seconda metà dell'anno quando il calo dei tassi di riferimento è stato più che compensato dall'ampliamento dello spread essendo il settore maggiormente influenzato dall'acuirsi delle tensioni geo-politiche e dal peggioramento del ciclo economico.

L'euro si è indebolito nel corso dell'anno. La normalizzazione della politica monetaria statunitense e le nuove misure di allentamento monetario in area Euro spostano il differenziale di interesse a favore della valuta statunitense. Anche il differenziale di crescita a favore degli USA e il ruolo di investimenti sicuri ricoperto dalle attività finanziarie Usa forniscono supporto alla valuta statunitense.

• **Analisi dei comparti finanziari**

Componente obbligazionaria

Sui mercati obbligazionari europei le preoccupazioni per la dinamica di crescita globale, alimentate anche dal calo del prezzo del petrolio con implicazioni sul ciclo dei paesi emergenti e sui flussi di capitale, unitamente all'incertezza politica in Grecia hanno determinato un flight to quality e un conseguente calo dei rendimenti sui titoli di Stato dei paesi cosiddetti "core".

All'interno dei mandati Fontedir, è stato mantenuto un leggero sottopeso di duration fino a dopo l'estate in quanto si aspettava che un'economia in crescita avrebbe indotto un rialzo dei tassi nei paesi sviluppati. Nel corso del quarto trimestre, a fronte anche del forte calo del prezzo del petrolio, è stata portata la duration a neutrale, viste le forti pressioni deflazionistiche presenti nelle economie globali.

Con riferimento all'area geografica, sui bond governativi è stata privilegiata la periferia europea, Italia in primis, ma anche Spagna, beneficiando del restringimento degli spread. Tale scelta è stata premiante in termini di performance relativa.

Componente azionaria

Deboli i mercati azionari europei, appesantiti dalla pubblicazione di dati economici deboli, dall'acuirsi della crisi in Russia e dalle incertezze politiche in Grecia. Il peso dell'azionario nei primi tre trimestri è stato leggermente superiore al benchmark, poi ridotto prudenzialmente e nuovamente incrementato nell'ultimo mese dell'anno.

In merito all'allocazione geografica si è scelto di sovrappesare l'Europa, per le basse valutazioni rispetto agli altri paesi sviluppati e per le aspettative di una ripresa dell'economia che sembrava



avverarsi ad inizio anno ma che poi non si è materializzata, sia per la scarsa crescita dei paesi emergenti, sia per le sanzioni alla Russia ed anche per il ciclo del credito ancora depresso nell'area euro.

Sul mercato azionario Usa sono sempre stati leggermente sottopesati, ritenendolo decisamente più caro sui multipli. Questa scelta non ha premiato, poiché l'economia Usa, dopo una partenza lenta nel primo trimestre, ha sorpreso al rialzo mentre le altre economie globali rallentavano il passo.

• Prospettive e strategie del Gestore nel 2015

La volatilità che ha caratterizzato la fase finale del 2014 ha contraddistinto anche l'inizio del nuovo anno. I fattori che hanno generato tensioni sui mercati sono riconducibili alla debolezza del prezzo del petrolio e alle rinnovate preoccupazioni sulla stabilità dell'Eurozona per le elezioni politiche in Grecia.

La debolezza del prezzo del petrolio sembra destinata a permanere come un elemento condizionante nel futuro prossimo stante lo squilibrio tra offerta, in eccesso, e domanda, relativamente più debole. Nel breve i mercati stanno pesandone maggiormente gli effetti negativi sull'inflazione e sui paesi Emergenti esportatori rispetto all'impatto positivo che invece il greggio a basso prezzo tipicamente ha sul ciclo economico via effetto positivo sui consumi.

I timori di un ripudio totale del debito pubblico da parte del governo guidato da Tsipras dovrebbero lasciare spazio ad una maggiore consapevolezza che la soluzione potrebbe essere trovata in una negoziazione delle condizioni debitorie in modo tale da lasciare alla Grecia spazio per promuovere politiche di sostegno alla crescita senza rinnegare però l'azione di risanamento dei conti pubblici.

Lo scenario macroeconomico base, secondo Pioneer Investments, prevede ancora una crescita globale per il 2015, seppure inferiore al potenziale a causa della riduzione dell'indebitamento che continua a condizionare la crescita in molte aree.

La crescita globale si attesterà intorno al 3,5%, la stabilità dei sistemi paese sarà supportata da nuove iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali. Affinché tali misure possano sortire un effetto benefico di lungo termine è necessario che tale liquidità venga trasmessa all'economia reale da un deciso intervento di politica fiscale. Indecisioni, rallentamenti o disaccordi su questo piano potrebbero avere conseguenze significative e costituiscono, insieme al rischio geopolitico, il vero elemento di rischio per lo scenario.

La deflazione costituisce un rischio ma non è nello scenario di base, nonostante sia innegabile un aumento della probabilità di accadimento. Il prezzo del petrolio ha un livello di equilibrio che si stima essere intorno agli 87 dollari al barile. Sulla base di questa ipotesi e nell'attesa di un lento miglioramento della crescita economica è prevedibile che le banche centrali saranno in grado di mantenere ancorate le aspettative di inflazione.

Gli Stati Uniti continueranno a crescere intorno al 3%, con consumi supportati da una minore austerità fiscale, un mercato del lavoro in progressivo aggiustamento e un ciclo del debito più maturo.