

# UBI Pramerica

## RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2015

del Fondo Comune di Investimento Mobiliare Aperto Armonizzato  
“UBI Pramerica Multiasset Italia”

**Istituiti, promossi e gestiti da UBI Pramerica SGR S.p.A.**

Il presente rendiconto è stato redatto in data 29 luglio 2015

## Nota Illustrativa alla Relazione Semestrale al 30 giugno 2015

### Scenario macroeconomico

Nel corso del primo semestre dell'anno la graduale ripresa dell'economia mondiale è proseguita, a un ritmo più moderato rispetto a quello registrato nei mesi finali del 2014. Il rallentamento è stato più marcato per le economie emergenti, a fronte di una maggiore tenuta di quelle avanzate, sebbene le dinamiche siano state molto differenziate non solo a livello di aree ma anche di singoli paesi. Nel periodo considerato l'inflazione a livello internazionale ha rallentato significativamente sulla scia del calo dei prezzi del petrolio ed è stata limitata anche dalla contenuta dinamica ciclica.

Tra i paesi avanzati, nell'area dell'Euro la ripresa economica ha mostrato un consolidamento nei primi mesi dell'anno. Nel primo trimestre il PIL reale è aumentato dello 0,4% in termini congiunturali, dopo un aumento dello 0,4% nel quarto trimestre del 2014. La crescita è stata trainata dalla domanda domestica, mentre il commercio estero netto ha fornito un contributo negativo, sulla scia del rallentamento delle esportazioni, in particolare verso i mercati emergenti. Inoltre, la ripresa ha interessato tutti i principali paesi, sia core che periferici dell'area. Le letture degli indicatori disponibili per il secondo trimestre, tra cui quelle degli indici PMI sulle attese dei responsabili degli acquisti delle imprese suggeriscono una prosecuzione del recupero, favorito dai bassi livelli delle quotazioni petrolifere, che sostengono il potere d'acquisto dei consumatori, dalle condizioni finanziarie particolarmente accomodanti, dal graduale esaurirsi dei processi di risanamento dei bilanci pubblici e privati e dalla debolezza dell'Euro. Inoltre, le condizioni del mercato del lavoro hanno continuato a migliorare gradualmente, favorendo un calo del tasso di disoccupazione all'11,1% in maggio, dall'11,3% di gennaio. Il tasso di inflazione, dopo aver toccato un minimo pari a -0,6% su base annua a gennaio è gradualmente risalito, riportandosi in territorio positivo (+0,2% in giugno), riflettendo principalmente l'impatto degli aumenti dei prezzi petroliferi. In questo contesto al fine di contrastare i rischi connessi con un periodo eccessivamente prolungato di bassa crescita dei prezzi, la BCE, oltre ad avere mantenuto i tassi ufficiali di riferimento sui minimi, nel mese di gennaio ha annunciato un piano di acquisto di titoli, pubblici e privati, per 60 miliardi di Euro mensili, da marzo del 2015 fino ad almeno settembre 2016, o, comunque, finché non si osserverà un aggiustamento dell'inflazione su un percorso che appare coerente con il raggiungimento del target, rappresentato da un tasso su base annua al di sotto, ma vicino, al 2% nel medio termine.

L'economia statunitense nel primo trimestre dell'anno ha registrato un andamento più negativo delle attese, riportando una contrazione del PIL dello 0,2% su base trimestrale annualizzata, in brusco rallentamento dal 2,2% del quarto trimestre 2014. Tuttavia, a tale dinamica hanno contribuito in misura rilevante una serie di fattori di natura temporanea, quali gli impatti di condizioni meteorologiche sfavorevoli e di una serie di scioperi che hanno congestionato l'attività nei principali porti della West Coast. A questo si è aggiunto il taglio degli investimenti nel settore energetico, in particolare nell'ambito dello shale oil e dello shale gas, in seguito al calo dei prezzi del petrolio, che si è rivelato più brusco delle attese. Inoltre, il tasso di risparmio delle famiglie americane è salito e, quindi, l'aumento di potere d'acquisto determinato dalla riduzione dei costi dell'energia non si è tradotto in misura significativa in un aumento dei consumi. Nel complesso, però, le condizioni di fondo dell'economia sono rimaste favorevoli. Il mercato del lavoro ha proseguito il percorso di normalizzazione e il mercato del credito al dettaglio ha continuato ad espandersi. Inoltre, l'effetto ricchezza per i consumatori generato dalla salita delle quotazioni immobiliari e dei listini azionari è

aumentato. Le indicazioni sull'economia statunitense disponibili per il secondo trimestre hanno rafforzato l'ipotesi di una riaccelerazione della crescita, sebbene più graduale delle aspettative. In particolare, segnali di recupero più deciso sono venuti dal mercato immobiliare e dai consumi, oltre che dal mercato del lavoro, in cui si è osservata anche una limitata ripresa del costo del lavoro. Al contempo, nella prima metà dell'anno l'inflazione complessiva ha segnato un rallentamento sulla scia del calo dei prezzi delle materie prime energetiche, affiancato anche da una dinamica molto contenuta dell'inflazione core. In tale contesto la Federal Reserve, ormai orientata verso un'uscita progressiva dalla politica monetaria caratterizzata dal mantenimento di tassi a zero, la cosiddetta ZIRP (Zero Interest Rate Policy), ha più volte ribadito un atteggiamento molto cauto verso l'inizio del rialzo dei tassi. L'istituto, prendendo atto del rallentamento più marcato delle attese della crescita nei primi mesi dell'anno, ha rivisto al ribasso le stime sulla crescita per il 2015 e, più volte, anche quelle sui tassi mediani attesi dai membri del comitato di politica monetaria per il 2015, 2016 e 2017. Questo ha favorito un progressivo riprezzamento delle aspettative di mercato in relazione al percorso di rialzo dei tassi della FED, verso un avvio più ritardato (atteso tra settembre e dicembre) e una prosecuzione più graduale. In ogni caso, l'istituto ha ribadito la dipendenza delle decisioni di politica monetaria dai dati macroeconomici che verranno resi noti.

L'economia giapponese, dopo essere entrata in una recessione "tecnica" nel secondo e terzo trimestre del 2014, in seguito agli effetti dell'aumento dell'IVA di aprile che erano stati sottovalutati dai policy-maker, nel quarto trimestre dello scorso anno ha avviato una graduale ripresa. Il recupero si è rafforzato significativamente nel primo trimestre del 2015, che ha visto una crescita del PIL del 3,9% su base trimestrale annualizzata. Sebbene alla crescita abbia contribuito in misura significativa un accumulo delle scorte, essa appare sostenuta anche da una ripresa del ciclo degli investimenti, a sua volta favorito dall'aumento degli utili aziendali su livelli record. Inoltre, anche i salari hanno fornito qualche segnale di accelerazione e se questo trend si dovesse consolidare sarebbe un elemento fondamentale per una ripartenza anche dei consumi e un'uscita dalla deflazione. Le indicazioni disponibili per il secondo trimestre suggeriscono una prosecuzione della ripresa, sebbene a ritmi più moderati rispetto a inizio anno. Sul fronte dei prezzi, la dinamica dei prezzi delle materie prime ha rallentato la ripresa dell'inflazione, che ha risentito anche dell'effetto base legato all'aumento dell'IVA del 2014, rallentando allo 0,5% su base annua in maggio. In tale contesto, la Banca del Giappone ha proseguito il programma di allentamento qualitativo e quantitativo della politica monetaria, annunciato a fine ottobre 2014, attraverso acquisti di titoli (sia obbligazioni che asset più rischiosi) per 80 trilioni di Yen l'anno. Qualora i tempi della ripresa dei prezzi al consumo dovessero allungarsi troppo, è possibile che vengano annunciate nuove misure di stimolo.

Tra i paesi emergenti, in Cina i dati relativi alla prima parte dell'anno hanno mostrato un accentuarsi del trend di decelerazione della crescita (+7% il PIL su anno nel primo trimestre), guidato dal rallentamento degli investimenti, in particolare immobiliari, e del credito al dettaglio. I policy maker sono rimasti focalizzati sul ribilanciamento degli squilibri interni dell'economia, verso una crescita maggiormente sostenuta dai consumi e meno sbilanciata verso gli investimenti, per migliorarne la sostenibilità nel tempo, attraverso un importante piano di riforme strutturali. Per contenere il rallentamento della crescita le autorità hanno varato stimoli fiscali contenuti e selettivi e un allentamento della politica monetaria. In Brasile, il PIL nel primo trimestre è tornato a contrarsi dopo una lieve ripresa nei due trimestri precedenti. L'economia ha risentito del calo dei prezzi delle materie prime (ferro e soia), della marcata svalutazione del Real, che ha alimentato l'impennata dell'inflazione, e dell'impatto delle politiche monetarie e fiscali restrittive messe in atto dai policy maker, volte a contenere

l'inflazione e migliorare gli squilibri strutturali. Tali politiche sono volte anche a ridurre la vulnerabilità dell'economia in vista di un possibile rialzo dei tassi della FED. Anche in Russia nel primo trimestre il PIL si è contratto, riflettendo l'impatto negativo del calo dei prezzi energetici e delle sanzioni commerciali imposte dagli organismi internazionali a seguito della crisi in Ucraina. Inoltre, la marcata svalutazione registrata dal rublo nel corso del 2014, solo in parte recuperata nel primo semestre del 2015, ha contribuito a una decisa accelerazione dell'inflazione che ha compresso il potere d'acquisto dei consumatori. La Banca Centrale Russa, dopo aver portato i tassi di riferimento al 17% nel dicembre 2014, ha effettuato quattro tagli nel primo semestre del 2015.

## **Andamento dei mercati**

### **Mercati azionari**

Per quanto riguarda i mercati azionari i primi mesi del 2015 sono stati dominati dalla nuova fase di allentamento monetario che ha interessato un gran numero di Banche Centrali sia nelle economie avanzate che in quelle emergenti.

Tra gennaio e la prima metà di aprile i principali listini europei hanno registrato un movimento rialzista uniforme, che si è intensificato dopo l'annuncio di Draghi, nel mese di gennaio, sull'introduzione del programma di allentamento quantitativo, attraverso l'acquisto di titoli di stato, di obbligazioni di istituzioni sovranazionali europee, di covered bond bancari e di asset backed security per 60 miliardi al mese, tra marzo 2015 e fino ad almeno settembre 2016. La salita degli indici azionari europei è stata probabilmente supportata anche dal rafforzamento delle prospettive congiunturali dell'area, come evidenziato dal miglioramento dei dati macroeconomici pubblicati. A partire dalla seconda metà del mese di aprile i listini europei hanno mostrato un incremento della volatilità ed hanno ridotto in parte i guadagni realizzati nel periodo precedente, all'interno di uno scenario caratterizzato dalle crescenti tensioni e dall'assenza di progressi nelle trattative tra la Grecia e le istituzioni creditrici internazionali, a fronte del rifiuto del governo greco di accettare alcune condizioni chiave imposte dai creditori per concedere l'accesso alle successive tranches di aiuti. La Grecia è stata in grado di onorare i pagamenti all'FMI facendo ricorso principalmente a misure straordinarie come il trasferimento di liquidità dagli enti locali alla Banca Centrale e l'utilizzo di riserve di emergenza. Tuttavia, lo stallo nelle trattative con i creditori ha alimentato nei mercati crescente incertezza sulla possibilità che il paese ellenico potesse rispettare il pagamento di 1,6 miliardi di euro all'FMI previsto per il 30 giugno. Infine, la brusca interruzione del negoziato tra la troika e il governo greco nell'ultimo fine settimana di giugno e l'annuncio del Premier Tsipras sulla volontà di indire un referendum per fare decidere ai cittadini greci se approvare o respingere le condizioni proposte dai creditori internazionali ha alimentato una forte incertezza sull'evoluzione della vicenda e sulle eventuali ricadute sull'Unione Monetaria, innescando vendite sui listini azionari europei. Ad aumentare la volatilità sui mercati azionari europei nei mesi primaverili ha contribuito probabilmente anche la pubblicazione di alcuni dati macroeconomici in chiaro scuro, sia per gli Stati Uniti che per la zona Euro. Un supporto ai mercati è venuto, invece, dall'andamento positivo della reporting season relativa al primo trimestre per le società europee, che ha evidenziato nel complesso risultati superiori rispetto alle attese. Nel complesso l'indice Euro Stoxx 50 ha chiuso il semestre in rialzo dell'8,8%, il DAX dell'11,6% e il FTSE MIB del 18,1%\*.

I listini statunitensi hanno mostrato un andamento altalenante nei primi mesi dell'anno, sulla scia dell'incertezza sulle mosse di politica monetaria della Federal Reserve e dei timori legati agli impatti di un eventuale rialzo anticipato dei tassi di riferimento. Tali timori sono poi a più

riprese stati stemperati dai comunicati della Banca Centrale che hanno evidenziato un atteggiamento molto prudente verso l'avvio del ciclo di rialzo dei tassi. Ad alimentare l'incertezza si è aggiunta la pubblicazione di una serie di dati contrastanti sul fronte macroeconomico, mentre un supporto ai listini statunitensi è venuto dall'annuncio delle misure di QE da parte di Draghi. Tra marzo e la fine di maggio i listini statunitensi hanno poi messo a segno un grande rialzo, che ha portato l'indice S&P 500 a toccare nuovi massimi storici, sull'utilizzo di toni più cauti delle attese da parte della FED sull'approccio della politica monetaria e sugli esiti positivi della reporting season, che ha evidenziato in media utili societari superiori alle attese. A fine semestre, la brusca interruzione delle trattative tra la Grecia e la troika per l'erogazione dell'ultima tranche del piano di salvataggio e l'incertezza sull'evoluzione della vicenda che ne è derivata, ha impattato negativamente anche sui listini statunitensi, che hanno ritracciato gran parte dei guadagni realizzati in precedenza. Nel complesso l'indice S&P 500 ha chiuso il semestre sostanzialmente invariato (+0,2%).

In Giappone l'indice Nikkei ha beneficiato di un significativo miglioramento del quadro macroeconomico e della continuazione della politica monetaria fortemente espansiva attuata dalla Banca Centrale, mettendo a segno un significativo rialzo nel primo semestre (+16%).

I mercati azionari delle principali economie emergenti hanno avuto performance eterogenee in un quadro caratterizzato da una crescente differenziazione delle dinamiche macroeconomiche: +32,2% per lo Shanghai Composite Index, +6,1% per l'indice brasiliano Bovespa e +18,5% per il russo Micex.

\*Nota: variazioni indici in valuta locale

## **Mercati obbligazionari**

Per quanto riguarda il mercato delle obbligazioni governative, i rendimenti dei titoli di tutti i paesi della zona Euro, eccetto la Grecia, hanno registrato un calo nei primi mesi dell'anno, in seguito all'annuncio del programma di acquisto di attività del settore pubblico e privato da parte della BCE in gennaio, più ampio delle attese, e sulla sua successiva implementazione. Questo movimento di compressione dei rendimenti è proseguito fino alla metà di aprile, spingendo sui minimi storici sia i rendimenti dei titoli tedeschi che quelli di paesi periferici come l'Italia e la Spagna. I rendimenti sui titoli tedeschi sono scesi addirittura in territorio negativo fino alle emissioni a 7 anni. Tra la metà di aprile e la fine di giugno il movimento si è invertito e si è avviato un recupero dei rendimenti, che ha interessato in modo molto più accentuato i titoli dei paesi con merito di credito più basso. Il movimento di rialzo si è associato ad un'augmentata volatilità sui mercati, sul succedersi di notizie contrastanti sulla prosecuzione dei negoziati tra la Grecia e la troika che hanno evidenziato, nel complesso, forti difficoltà nel giungere ad un accordo, alimentando crescenti incertezze sulla possibilità del paese di poter accedere alle successive tranche di aiuti e, quindi, di riuscire a onorare le scadenze di giugno dei prestiti verso le istituzioni internazionali. Al rialzo più accentuato dei rendimenti dei titoli dei paesi periferici hanno contribuito probabilmente anche le maggiori emissioni di titoli con scadenze più lunghe in alcuni di essi. Infine, l'inaspettato annuncio, il 28 giugno, della rottura delle trattative tra la Grecia e i creditori internazionali, a fronte della volontà del premier greco Tsipras di indire un referendum per permettere ai greci di votare sulle proposte d'accordo ricevute dalle istituzioni internazionali, ha innescato una serie di vendite dei titoli di stato dei paesi periferici, causando un significativo rialzo dei rendimenti, e favorito acquisti di titoli di stato tedeschi, ritenuti più sicuri.

Nel complesso, nel primo semestre i rendimenti sui titoli di stato decennali tedeschi e italiani sono saliti, rispettivamente, di 22 punti base, a 0,76%, e di 44 punti base, a 2,33%, a fine giugno 2015.

Per quanto riguarda le obbligazioni governative statunitensi, tra gennaio e metà aprile hanno mostrato una dinamica piuttosto altalenante, mettendo a segno nel complesso una moderata discesa. L'andamento altalenante dei rendimenti ha riflesso l'impatto della pubblicazione di dati macroeconomici contrastanti e la rimodulazione delle aspettative dei mercati sulle tempistiche dell'avvio del ciclo di rialzo dei tassi da parte della Federal Reserve, verso un inizio più ritardato e un incremento più graduale, in seguito alle audizioni della Governatrice Yellen, che hanno evidenziato un approccio estremamente cauto. A partire da metà aprile i rendimenti dei titoli statunitensi hanno realizzato una risalita in seguito a una serie di vendite innescatesi su crescenti timori legate al raggiungimento di valutazioni eccessive dei titoli obbligazionari, in un quadro caratterizzato da segnali dell'avvio di una graduale ripresa dell'inflazione negli Stati Uniti e dalla scarsa liquidità del mercato secondario. In chiusura del mese, il movimento si è parzialmente invertito sulla rottura dei negoziati tra la Grecia e i creditori internazionali che hanno favorito lo spostamento degli investitori verso i titoli ritenuti più sicuri, tra cui i Treasury.

Nel complesso i rendimenti sui titoli decennali statunitensi sono saliti di 18 punti base, al 2,35%.

Relativamente al mercato corporate, gli spread sul debito societario, dopo un forte rialzo in dicembre, hanno evidenziato un ridimensionamento sia nelle economie avanzate che in quelle emergenti. Il brusco calo delle quotazioni petrolifere aveva contribuito a far salire gli spread creditizi, in particolare, delle imprese statunitensi operanti nel comparto energetico; quando i prezzi del greggio sono tornati ad aumentare nel corso del mese di febbraio i costi di indebitamento di queste società si sono maggiormente stabilizzati ed hanno segnato un'inversione di rotta. Nel complesso il semestre si è caratterizzato per una riduzione degli spread, soprattutto, per le obbligazioni high yield che hanno evidenziato un andamento leggermente migliore rispetto a quelle investment grade. Per quanto concerne i paesi emergenti, le condizioni finanziarie sono migliorate; i deflussi di capitali si sono interrotti e vi è stato un parziale ritorno degli investimenti di portafoglio nel comparto obbligazionario. Nonostante le tensioni e le difficoltà presenti in alcuni paesi, come la Russia o il Brasile, gli spread sul debito sovrano emergente si sono generalmente ridotti.

## **Mercati Valutari e Commodities**

Nel corso del primo semestre dell'anno la volatilità dei tassi di cambio è cresciuta in modo considerevole. Nei primi mesi dell'anno l'Euro ha accentuato il deprezzamento nei confronti delle principali valute e a metà aprile ha toccato nuovi minimi storici. L'indebolimento della valuta comune in questa fase è molto probabilmente riconducibile alle aspettative degli operatori circa una protratta divergenza fra le politiche monetarie dell'area e delle altre economie. Questo è avvenuto, soprattutto, per l'introduzione delle misure di allentamento quantitativo da parte della BCE a fronte della decisione da parte della FED di procedere, seppure in modo molto cauto, ad una normalizzazione della politica dei tassi a zero. Successivamente l'Euro ha evidenziato un movimento di apprezzamento in un contesto caratterizzato dalla riduzione dei differenziali sui rendimenti delle obbligazioni a lungo termine tra gli USA e l'area Euro. A fine semestre, comunque, il bilancio era quello di un indebolimento della valuta comune nei confronti del Dollaro, chiudendo il periodo di



riferimento in area 1,11 con una perdita rispetto ad inizio anno di circa l'8%. Situazione analoga nei confronti dello Yen, con una flessione del tasso di cambio di quasi il 6% a 136,5.

La risalita della volatilità nei mercati delle materie prime è stata trainata dalle ampie oscillazioni del prezzo del petrolio. Dopo essere sceso fino a 45 Dollari al barile (qualità Brent) a metà del mese di gennaio, le quotazioni sono risalite ed hanno chiuso il semestre a 63,5 Dollari al barile, con un incremento superiore all'11%.

## **Il Secondo Semestre**

Per quanto concerne il secondo semestre, l'economia mondiale, dopo un marginale deterioramento nella prima parte dell'anno, dovrebbe mantenere una certa tenuta; la recente debolezza dell'attività, infatti, sembrerebbe costituire un fenomeno congiunturale e non un rallentamento più sostanziale.

Relativamente all'economia statunitense, nella seconda parte dell'anno dovremmo assistere ad una stabilizzazione della crescita verso il nuovo trend sostenibile (2,5/3%) con possibilità di registrare anche delle sorprese positive. Gli elementi positivi che sostengono questo scenario sono rappresentati dall'accesso al credito, dall'effetto ricchezza, dall'andamento delle quotazioni delle materie prime energetiche, dal fatto che il 2015 si caratterizzerà per un minor tightening fiscale e dal recupero del mercato immobiliare. Il principale rischio di downside è rappresentato dal potenziale effetto negativo derivante dal rialzo dei tassi di interesse a medio e lungo termine per l'avvio dell'uscita dalla "zero interest-rate policy" da parte della FED; altri fattori negativi sono rappresentati da un Dollaro troppo forte e/o una significativa decelerazione della crescita nel resto del mondo e dal mercato calo degli investimenti nel settore energetico, causato dal calo del prezzo del petrolio. I principali upside risk, invece, sono rappresentati da un'accelerazione degli investimenti (i livelli dell'ISM e l'attività di M&A confermano l'ottimismo delle imprese), da una ripartenza dei consumi, in linea con la crescita registrata nelle ultime tre riprese (+3,5%). Per quanto concerne la FED, riteniamo che la probabilità di un primo rialzo dei tassi a settembre sia diminuita e, comunque, appare sempre più probabile che quest'anno si registri un solo rialzo.

Per quanto riguarda l'area Euro, dovrebbe confermarsi una ripresa contenuta con rischi di upside, guidata dalle esportazioni (grazie all'indebolimento dell'Euro), dall'attenuazione del restringimento fiscale marginale, dalle condizioni finanziarie molto accomodanti (anche le condizioni di accesso al credito sono migliorate sensibilmente) e dalle quotazioni delle materie prime in calo. La disoccupazione resta elevata, ma ha probabilmente toccato il picco. L'inflazione dovrebbe restare su livelli molto contenuti, anche se i rischi di deflazione sembrano essersi attenuati. Il lancio da parte della BCE dell'importante piano di QE rappresenta un elemento di ulteriore contenimento dei rischi di downside, anche se iniziative dei policymaker volte a risolvere il problema della mancanza di domanda aggregata della zona Euro, per stimolare la fiducia di famiglie e imprese e implementare riforme strutturali necessarie a migliorare il potenziale di crescita di lungo termine, sembrano ancora lontane. Nella seconda parte dell'anno si assisterà agli esiti dei negoziati fra la Grecia e i suoi creditori. In caso di esito negativo, il rischio di un contagio più sistemico a livello europeo dipenderà dalle soluzioni politiche che saranno trovate per favorire un processo di maggiore integrazione che salvaguardi l'idea di Unione e i paesi membri maggiormente esposti ai rischi finanziari.

In Giappone la crescita dovrebbe stabilizzarsi tra l'1-2%, guidata dal capex (sostenuto dagli utili aziendali e dal nuovo trend di “on-shoring” della nuova capacità produttiva in Giappone da parte di grandi società industriali), dai consumi (grazie alla crescita dei salari) e dal deprezzamento dello Yen (target implicito di politica monetaria). Relativamente all'inflazione, riteniamo estremamente improbabile il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione al 2% nella prima parte del 2016; questo dovrebbe indurre la BOJ ad allargare il suo piano di allentamento quantitativo arrivando a contemplare l'acquisto di asset azionari.

Per i Paesi Emergenti in generale, in un quadro di breve termine caratterizzato da rischi stabili per la crescita economica, l'impatto della fine della politica dei tassi a zero da parte della FED sui rendimenti a lunga in USA resta il tema centrale per il medio termine.



## **UBI PRAMERICA MULTIASSET ITALIA**

### **Politica di gestione**

Durante il semestre il Fondo ha espresso una duration complessiva compresa tra i 2,5 ed i 4,5 anni, con un contributo di duration della componente governativa italiana mediamente tra i 3,5 e i 4 anni. Nel corso del mese di gennaio il Fondo ha subito una profonda riallocazione. Sui titoli governativi italiani, alcuni interventi legati ad opportunità sulla curva dei rendimenti, hanno ridisegnato il portafoglio, mantenendo un consistente posizionamento in flattening 15-30 anni contro 3-7 anni. La componente corporate è cresciuta, invece, di oltre 7 punti sino al 19%, privilegiando l'acquisto di scadenze entro i due anni di emissioni in gran parte subordinate bancarie e di emittenti ad elevato rating (spesso di area extra-Euro). Nei due mesi successivi, da un lato, stante l'eccezionale performance dei tratti extra-lunghi della curva italiana, è stata chiusa buona parte della posizione di flattening, dall'altro, sul portafoglio corporate è iniziato un processo volto ad ottenere una maggior diversificazione nel medio periodo. Nel secondo trimestre hanno prevalso le operazioni in derivati (sia opzioni che futures), sul mercato obbligazionario tedesco ed americano. A metà aprile il trend di ribasso dei tassi che durava da inizio 2014 si è invertito. Sul Fondo sono state implementate diverse strategie di "corto", il cui contributo di duration è arrivato (tra fine aprile ed inizio maggio) sino a -2 anni. Successivamente, soprattutto in ottica di presa di profitto, queste posizioni sono state gradualmente ridotte, sino ad essere quasi azzerate a fine maggio. Contemporaneamente sul portafoglio governativo italiano è stata riaperta una piccola posizione extra-benchmark sulla parte più lunga della curva, posizione moderatamente incrementata sino a fine periodo e diversificata su scadenze tra i 15 e i 25 anni. La componente corporate si è stabilizzata intorno al 20% del Nav: il processo di riduzione dell'esposizione a singoli emittenti ha portato ad un incremento del numero di titoli (circa 60 a fine giugno), grazie anche a frequenti partecipazioni al mercato primario. Infine, l'esposizione alle divise, che a inizio anno era stata azzerata, è stata riaperta a fine aprile, tramite due opzioni scadenti nel terzo trimestre, volte a sfruttare un apprezzamento dell'Euro contro Franco svizzero e Sterlina inglese.

La politica di investimento seguita ha dato molta enfasi al processo di selezione dei singoli titoli attraverso un'attenta analisi delle prospettive di sviluppo, della solidità patrimoniale, delle capacità reddituali e delle valutazioni delle singole società. Questo tipo di selezione e un'opportuna diversificazione settoriale, infatti, permettono di mantenere l'investimento azionario anche in difficili fasi di mercato e di beneficiare del necessario ristabilimento nel medio-lungo termine della relazione che deve sussistere tra valori aziendali e prezzi di borsa. La politica di gestione del fondo si è caratterizzata per il mantenimento di un portafoglio titoli molto limitato (circa 30-40) e per la selezione di quelle società che si riteneva avessero oltre a caratteristiche qualitative eccellenti (settore di appartenenza, posizione di mercato, capacità e onestà del management) anche valutazioni particolarmente attraenti non rispecchianti il reale valore dell'attività d'impresa sottostante. La movimentazione del portafoglio è stata piuttosto bassa e la vendita o riduzione di un titolo è avvenuta solo nel caso di raggiungimento o superamento della valutazione teorica, di modifica strutturale dei presupposti di acquisto o di raggiungimento dei limiti di esposizione interni o normativi. Dal punto di vista settoriale nel corso del semestre è stato aumentato il peso delle telecomunicazioni, dei beni ciclici e dei servizi di pubblica utilità, mentre è stato ridotto quello dei beni non ciclici e dei finanziari. In generale è stato mantenuto un sottopeso di petroliferi e servizi di pubblica utilità e un sovrappeso di industriali e tecnologia.

### **Motivazioni di eventuali performance negative**

Il fondo non ha registrato una performance assoluta negativa

### **Operatività su strumenti finanziari derivati**

Nel corso del periodo di riferimento sono stati utilizzati anche strumenti derivati con finalità di parziale copertura del rischio o allo scopo di raggiungere l'esposizione desiderata. In particolare, nei primi quattro mesi dell'anno si è fatto uso di futures sulla componente azionaria per aumentare l'esposizione a questa asset class.

## **Linee strategiche**

Negli ultimi mesi il quadro macroeconomico globale non è variato molto, nonostante la dinamica della prima parte dell'anno sia stata inferiore alle aspettative. Rimane, quindi, una previsione di una crescita moderata ma in accelerazione, con pressioni inflazionistiche sempre modeste tuttavia più in linea con gli obiettivi delle principali Banche Centrali.

Il rischio maggiore resta legato alla situazione della Grecia: l'ipotesi prevalente rimane che non esca dall'Euro, ma indubbiamente gli eventi delle ultime settimane hanno alimentato forti dubbi in merito. Un'uscita della Grecia dall'Euro avrebbe buone probabilità di rimandare Eurozona (o perlomeno i paesi periferici) in recessione e di causare rinnovate tensioni sugli spread.

Riguardo l'evoluzione macro, gli Stati Uniti rimangono l'area con i migliori fondamentali e probabilmente l'unica in grado di trascinare una ripresa globale più consistente. Il notevole rallentamento del primo trimestre sembra in buona parte legato a fattori temporanei (clima, scioperi dei porti, oltre che rafforzamento del Dollaro e crollo delle quotazioni petrolifere) e nelle ultime settimane sono emersi segnali di accelerazione.

Il mercato del lavoro continua ad evidenziare una notevole forza, con un aumento medio di nuovi occupati mensili ormai stabilmente ben sopra alle 200 mila unità e un tasso di disoccupazione che continua a scendere più velocemente rispetto alle previsioni della Fed.

La crescita salariale rimane molto contenuta, anche se negli ultimi mesi è emerso qualche segnale di accelerazione. Questo fattore rende probabile che nella seconda parte di quest'anno la Fed darà il via ad un processo di normalizzazione dei tassi ufficiali, fermi a zero ormai da quasi 7 anni.

L'ostacolo principale all'effettivo inizio di un ciclo di aumento dei tassi è legato all'andamento del tasso d'inflazione che continua ad essere inferiore al target della Fed.

La Banca Centrale Americana ha più volte sottolineato come il sentiero dei rialzi sarà molto graduale ed ha anche ridotto notevolmente la previsione del livello dei Fed Funds per i prossimi anni. Uno dei rischi maggiori per la stabilità dei mercati finanziari rimane quello di una Fed che agisca in modo più incisivo rispetto a quello attualmente prezzato, magari per un'inaspettata accelerazione delle dinamiche salariali.

In Eurozona il tasso di crescita è tornato su livelli più in linea con il potenziale di lungo periodo.

Grazie anche alla diminuzione dei prezzi del petrolio, al deprezzamento dell'Euro e al QE lanciato dalla BCE è lecito aspettarsi un ulteriore miglioramento dei dati nei prossimi mesi. Naturalmente questa aspettativa si basa su una risoluzione non traumatica della crisi greca. Negli ultimi mesi le statistiche sul mercato del credito sono ulteriormente migliorate, sebbene gli standard creditizi rimangano ancora restrittivi per i Paesi periferici e per le piccole e medie imprese.

Dal lato della competitività i problemi rimangono sostanzialmente inalterati, soprattutto in Italia e Francia, mentre l'elevato tasso di disoccupazione continua a pesare sulle prospettive del consumo. Il tasso di inflazione rimane molto al di sotto dei target della BCE, ma perlomeno il trend di discesa della seconda parte dell'anno scorso si è invertito e la crescita annuale dei prezzi è ritornata in territorio positivo, dopo che a gennaio ha registrato un minimo di -0,6%.

Le aspettative di inflazione, pur rimanendo ben sotto al 2%, hanno comunque registrato un significativo incremento dal lancio del QE. Nel complesso, le notizie su questo fronte sono migliori di sei mesi fa, ma gli obiettivi e i target della BCE continuano a sembrare parecchio sfidanti.

Proprio la presenza del QE rappresenta il motivo principale per mantenere un outlook moderatamente positivo sui prodotti a spread che, oltretutto, continuano a beneficiare della massiccia ricerca di rendimento da parte di varie classi di investitori. Ovviamente la vicenda greca impone particolare cautela e pertanto le posizioni lunghe sono più moderate che in passato.

I livelli dei tassi core, nonostante i recenti rialzi, continuano ad apparire cari; pertanto il Team di Gestione rimane tendenzialmente favorevole ad un sottopeso di duration, soprattutto, sul mercato europeo.

Operativamente si preferisce adottare un approccio tattico con il frequente utilizzo di opzioni sia sui tassi che sui cambi. Su quest'ultima asset class recentemente si è iniziato ad esprimere una preferenza per lo Yen, avallata sia da motivazioni fondamentali che tecniche.

Per contro, è stato decisamente ridotto il posizionamento lungo di Dollaro che aveva caratterizzato la fine dell'anno scorso ed i primissimi mesi del 2105. I mercati azionari dovrebbero rimanere volatili in conseguenza dei timori connessi al contagio finanziario e politico legato alla gestione/soluzione della questione Grecia.

In questo contesto viene mantenuta una view prudente/neutrale sui mercati azionari che, in termini di sector allocation, si traduce in particolare nel sovrappeso di settori non ciclici.

La raccolta netta del periodo appena concluso è risultata pari a Euro -65.032.197,74.

Il Patrimonio al 30 giugno ammonta a Euro 669.774.722,62.

## SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2015		Situazione al 30/12/2014	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>649.783.812</b>	<b>96,191</b>	<b>659.030.250</b>	<b>95,249</b>
A1. Titoli di debito	427.286.421	63,254	469.657.768	67,879
A1.1 Titoli di Stato	340.800.465	50,451	414.119.136	59,852
A1.2 Altri	86.485.956	12,803	55.538.632	8,027
A2. Titoli di capitale	222.497.391	32,937	189.372.482	27,370
A3. Parti di OICR				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>1.743</b>	<b>0,000</b>		
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	1.743	0,000		
B3. Parti di OICR				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>252.120</b>	<b>0,037</b>	<b>628.444</b>	<b>0,091</b>
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	75.720	0,011	107.883	0,016
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	176.400	0,026	520.561	0,075
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>9.419.657</b>	<b>1,394</b>	<b>10.691.121</b>	<b>1,545</b>
F1. Liquidità disponibile	9.709.592	1,437	11.778.377	1,702
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	150.065	0,022	809.868	0,117
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-440.000	-0,065	-1.897.124	-0,274
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>16.064.925</b>	<b>2,378</b>	<b>21.551.678</b>	<b>3,115</b>
G1. Ratei attivi	3.639.786	0,539	6.301.317	0,911
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	12.425.139	1,839	15.250.361	2,204
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>675.522.257</b>	<b>100,000</b>	<b>691.901.493</b>	<b>100,000</b>

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2015	Situazione al 30/12/2014
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		<b>19.361</b>
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		19.361
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>3.345.293</b>	<b>235.668</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	3.345.293	235.668
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>2.402.241</b>	<b>618.812</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	2.383.621	613.437
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	18.620	5.375
N3.1 Creditori diversi		
N3.2 Rateo minusvalenze da contratti a termine in divisa		
N3.3 Altre		
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>5.747.534</b>	<b>873.841</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO (comparto)</b>	<b>669.774.723</b>	<b>691.027.652</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>125.369.199,637</b>	<b>137.323.639,041</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>5,342</b>	<b>5,032</b>

Movimenti delle quote nell' esercizio	
Quote emesse	0,000
Quote rimborsate	11.954.439,404

## Elenco strumenti finanziari

L'elenco analitico degli strumenti finanziari detenuti dal Fondo prevede quanto meno i primi 50 (in ordine decrescente di controvalore) e comunque tutti quelli che superano lo 0,5 % delle attività del Fondo.

TITOLO	DIVISA	QUANTITA'	CONTROVALORE	% SU TOTALE ATTIVITA'
ITALY 2,15% 13-12.11.17/INFL	EUR	60.000.000	62.284.051	9,220
ITALY 5,5% 12-01.11.22 BTP	EUR	42.000.000	51.992.723	7,697
ITALY 2,25% 13-22.4.17 BTP/INFL	EUR	38.000.000	39.222.558	5,806
ITALY 1,65% 14-23.04.20 BTP	EUR	28.000.000	29.120.778	4,311
ITALY 4,75% 08-01.08.23	EUR	22.000.000	26.378.000	3,905
ITALY 3,75% 13-01.05.21 /BTP	EUR	21.500.000	24.148.155	3,575
ITALY 4,5% 13-01.05.23 BTP	EUR	17.000.000	20.080.570	2,973
ENI SPA ROMA	EUR	1.162.000	18.499.040	2,738
ITALY 4,75% 11-01.09.21 BTP	EUR	15.000.000	17.750.940	2,628
UNICREDIT AZ	EUR	2.704.000	16.291.600	2,412
INTESA SANPAOLO SPA	EUR	4.557.000	14.819.364	2,194
ASSICURAZIONI GENERALI SPA	EUR	907.000	14.657.120	2,170
ITALY 4,5% 13-01.03.24	EUR	11.000.000	12.974.060	1,921
ITALY 5% 09-01.09.40 BTP	EUR	10.000.000	12.836.600	1,900
PRYSMIAN SPA	EUR	605.000	11.724.900	1,736
ATLANTIA SPA	EUR	501.000	11.102.160	1,643
CNH INDUSTRIAL REG SHS	EUR	1.283.927	10.502.523	1,555
SNAM AZ	EUR	2.232.762	9.529.428	1,411
ITALY 2,15% 14-15.12.21 /BTP	EUR	9.000.000	9.259.308	1,371
ITALY 3,75% 14-01.09.24 /BTP	EUR	8.000.000	8.963.744	1,327
TOTAL SA	EUR	205.000	8.931.850	1,322
FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES N.V	EUR	637.000	8.370.180	1,239
ITALY 6,5% 97-2027 BTP	EUR	5.000.000	6.961.350	1,031
ITALY 4% 05-1.2.37 BTP	EUR	6.000.000	6.726.720	0,996
LUXOTTICA GROUP	EUR	102.000	6.084.300	0,901
ITALCEMENTI SPA	EUR	1.022.596	6.053.768	0,896
FINMECCANICA /POST REGROUP.	EUR	518.000	5.843.040	0,865
BCA POPOLARE EMILIA ROMAGNA	EUR	658.375	5.267.000	0,780
SARAS RAFFINERIE SARDE	EUR	3.272.000	5.209.024	0,771
ITALY 0% 14-30.08.16 /CTZ	EUR	5.000.000	4.972.368	0,736
EVONIK INDUSTR -SHS-	EUR	145.000	4.962.625	0,735
ITALY 4,75% 13-01.09.28	EUR	4.000.000	4.883.840	0,723
BUZZI UNICEM	EUR	372.000	4.750.440	0,703
SAMPO PLC "A"	EUR	112.000	4.732.000	0,700
WORLD DUTY FREE S.P.A.	EUR	453.673	4.559.414	0,675
MONCLER S.P.A.	EUR	270.000	4.487.400	0,664
SORIN SPA	EUR	1.743.000	4.374.930	0,648
ALLERGAN PLC	USD	16.000	4.357.318	0,645
INDITEX	EUR	148.000	4.314.940	0,639
INTESA SANPAOLO /RISP-NON CONV	EUR	1.456.000	4.167.072	0,617
AZA SPA	EUR	3.822.000	4.089.540	0,605
SHIRE PLC	GBP	55.000	3.954.628	0,585
TENARIS SA	EUR	285.000	3.442.800	0,510



TITOLO	DIVISA	QUANTITA'	CONTROVALORE	% SU TOTALE ATTIVITA'
GAS NATURAL SDG /SPLIT ISSUE	EUR	157.000	3.193.380	0,473
AUTOGRILL SPA	EUR	424.818	3.190.383	0,472
RAI WAY S.P.A.	EUR	687.858	2.957.789	0,438
DANIELI+C. /RISP.N-CV	EUR	211.530	2.876.808	0,426
CEMENTIR HOLDING S.P.A	EUR	420.000	2.467.500	0,365
RECORDATI IND CHIMICA/POST RAG	EUR	128.000	2.407.680	0,356
USA 0,25% 13-30.09.15 /TBO	USD	2.500.000	2.244.700	0,332

