



## Nota Illustrativa alla Relazione Semestrale al 30 giugno 2016

### Scenario macroeconomico

Nel corso del primo semestre dell'anno la crescita dell'economia mondiale è proseguita su ritmi nel complesso modesti, affiancata da un'inflazione che si è mantenuta generalmente su tassi storicamente molto bassi, con pochissime eccezioni.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, la crescita nel primo trimestre dell'anno è stata deludente e si attestata ad un +1,1% su base trimestrale annualizzata, principalmente a causa del calo delle scorte e del rallentamento dei consumi privati. Nei primi mesi dell'anno la produzione industriale ha registrato una dinamica negativa risentendo del calo degli investimenti nel settore energetico, penalizzati dai bassi prezzi del petrolio; mentre il comparto dei servizi, sebbene in lieve rallentamento ha continuato a trainare in maniera significativa la crescita del paese e dell'occupazione. Inoltre, il mercato immobiliare ha proseguito il graduale recupero e il mercato del lavoro ha continuato la fase di espansione, sebbene su tassi più contenuti rispetto al trimestre precedente, affiancato da pressioni salariali ancora modeste. I dati disponibili per il secondo trimestre dell'anno hanno suggerito un contenuto rafforzamento della ripresa, verso tassi di crescita intorno al 2-2,5% su base annua, in linea con la sua crescita potenziale. Le dinamiche occupazionali hanno registrato un'attenuazione, ma le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste, nel complesso, solide, affiancate da segnali di ripresa dei salari e di ri-accelerazione dei consumi. Gli indicatori anticipatori si sono mantenuti su livelli espansivi sia per il settore manifatturiero che per quello dei servizi. All'interno di questo scenario la Federal Reserve, dopo aver deciso il primo rialzo dei tassi a dicembre, ha preso atto del peggioramento del quadro globale, soprattutto in termini di rischi finanziari, e fino a giugno ha lasciato invariato il livello dei tassi ufficiali. I messaggi della FED si sono mantenuti nel complesso molto accomodanti e hanno ribadito la dipendenza delle prossime decisioni di politica monetaria dai dati che verranno resi noti e l'attenzione all'impatto che l'evoluzione del contesto internazionale potrebbe avere sull'economia USA. A giugno le previsioni sui tassi di riferimento dei membri della FED sono rimaste molte contenute e stimavano in media due rialzi di 25 punti base per il 2016.

Nell'area Euro, il PIL è cresciuto oltre le attese nel primo trimestre (+0,6% su base trimestrale). L'espansione è stata spinta principalmente dalla domanda interna, soprattutto dai consumi privati, oltre che dagli investimenti, mentre il commercio estero ha fornito un contributo negativo. A livello di paesi la crescita è stata trainata dalla Germania (+0,7% su trimestre), ma anche da Francia e Spagna (+0,6% e +0,8%, rispettivamente) mentre la crescita italiana è rimasta più moderata (+0,3%). I dati disponibili per il secondo trimestre appaiono in linea con il proseguimento dell'espansione su tassi contenuti. Gli indicatori anticipatori sono apparsi sostanzialmente stabili o in lieve risalita, sia per la Germania che per i paesi periferici come l'Italia, la Spagna e l'Irlanda. Segnali positivi sono venuti dal mercato del lavoro, dove il tasso di disoccupazione, pur rimanendo ben sopra il livello di pieno impiego, è tornato ai valori più bassi dal 2011. La domanda interna, oltre che dal graduale riassorbimento della disoccupazione, ha continuato a essere sostenuta dalle misure di politica monetaria espansive e dall'inflazione molto contenuta, che hanno supportato il reddito reale disponibile delle famiglie. Inoltre, anche l'orientamento delle politiche di bilancio dei Governi è rimasto leggermente espansivo. In tale contesto, e in un quadro di inflazione rimasta prossima allo 0%, nella riunione di marzo la BCE ha annunciato l'introduzione di una serie di nuove misure di allentamento monetario e creditizio che hanno superato le aspettative degli analisti. Il presidente dell'istituto, Draghi, ha annunciato un taglio di tutti i principali tassi di riferimento e, in particolare, del tasso di rifinanziamento principale, portato da 0,05% allo 0%, del tasso di rifinanziamento marginale, da 0,3% a 0,25%, e del tasso sui depositi, da -0,3% a -0,4%. Per quanto

riguarda le misure non convenzionali, il target per gli acquisti mensili di titoli sul mercato da parte dell'istituto è stato aumentato da 60 a 80 miliardi di euro, con l'inclusione nel programma anche delle obbligazioni societarie in euro, investment grade, emesse da società non bancarie stabilite nell'area Euro e con l'estensione del limite sulle quote per gli acquisti di titoli emessi da organismi sovranazionali, dal 33% al 50%, sia per emissione che per emittente. Inoltre, è stata annunciata una serie di 4 nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per le banche (TLTRO II) a partire da giugno 2016, ciascuna con una durata di 4 anni. L'importo massimo che le banche potranno ricevere come finanziamento sarà pari al 30% dei prestiti in essere al 31 gennaio 2016 e il tasso di interesse applicato sarà determinato sulla base del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale dell'Eurosistema, ma per le banche il cui credito netto erogato risulterà superiore a un determinato benchmark, tale tasso sarà abbassato fino al limite inferiore del tasso sui depositi (ora a -0.4%). Nelle riunioni successive Draghi ha mantenuto invariati i tassi ufficiali di riferimento e ribadito che si attende che i tassi "rimangano su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività" da parte dell'istituto e che la BCE è pronta ad utilizzare "ogni strumento disponibile all'interno del proprio mandato per riportare l'inflazione vicina al target del 2%."

Per quanto riguarda l'economia giapponese, dopo una contrazione nell'ultima parte del 2015, nel corso del primo trimestre del 2016 il PIL è cresciuto oltre le attese, con un incremento ad un tasso dell'1,9% su base trimestrale annualizzato. La ripresa del PIL è prevalentemente riconducibile ad un incremento della spesa pubblica, delle esportazioni nette e ad un inatteso aumento della spesa per consumi, anche se nel complesso quest'ultima dinamica appare ancora debole. I dati disponibili per il secondo trimestre sono tornati a evidenziare una certa debolezza della ripresa. L'implementazione delle riforme strutturali portate avanti dal Governo Abe sta procedendo con fatica. Le pressioni del Governo sulle imprese per aumentare le retribuzioni dei dipendenti hanno favorito un aumento dei salari più lento di quanto i policy maker si attendessero, nonostante gli utili aziendali abbiano mostrato una buona crescita, favoriti anche dal taglio della tassazione sulle imprese. Anche la componente degli investimenti aziendali, benché positiva, ha contribuito meno del previsto alla crescita, risentendo dell'impatto del rafforzamento dello Yen sulle esportazioni e del ridimensionamento della crescita di alcune economie emergenti. L'inflazione è rimasta molto al di sotto dei target di lungo termine della Bank of Japan che nel meeting di gennaio aveva deciso di portare in territorio negativo, al -0,1%, il tasso di interesse su una parte dei depositi delle istituzioni finanziarie presso la Banca Centrale. Negli incontri successivi la Banca Centrale ha mantenuto invariati i tassi ufficiali di riferimento e ha confermato il piano di allentamento qualitativo e quantitativo della politica monetaria attraverso l'acquisto di titoli (sia obbligazioni, sia asset più rischiosi) per incrementare la base monetaria di 80 trn Yen l'anno. Inoltre, l'istituto ha lasciato aperta la porta a un ulteriore allentamento della politica monetaria qualora dovesse rendersi necessario per allontanare il rischio della deflazione e favorire il raggiungimento del target di inflazione al 2% nel medio termine.

Tra le economie emergenti, nel corso del primo trimestre dell'anno il PIL cinese ha rallentato, al 6,7% su base annua, raggiungendo il livello più basso dal 2009. Le statistiche disponibili per il secondo trimestre suggeriscono una stabilizzazione della crescita, su tassi intorno al 6,5%, il nuovo target indicato dal Plenum del Partito Comunista Cinese di fine ottobre. Il graduale rallentamento della crescita cinese si inserisce in un processo di ribilanciamento dei suoi squilibri, in particolare in una normalizzazione dell'incidenza degli investimenti sul PIL, che supera il 50%, verso livelli più fisiologici per economie più mature (intorno al 15%). Questo a vantaggio di un incremento dei consumi che in Cina sono solamente il 35% del PIL contro il 60-70% delle economie avanzate. In questo contesto, la stabilizzazione dell'attività è stata sostenuta soprattutto dagli interventi di politica economica volti ad evitare un rallentamento troppo brusco, che si sono indirizzati principalmente verso gli investimenti in infrastrutture e lo stimolo della ripresa del mercato

immobiliare attraverso maggiori concessioni creditizie. A questo si è aggiunta l'espansione della politica monetaria attraverso sei tagli dei tassi di interesse e quattro riduzioni del coefficiente di riserva obbligatoria implementati dalla Banca Centrale Cinese dalla fine del 2014. L'economia brasiliana è rimasta in recessione, dopo la marcata contrazione del 2015. Gli squilibri delle finanze pubbliche e della bilancia commerciale insieme al deficit di credibilità del paese, aggravato dagli scandali per corruzione che hanno coinvolto il governo guidato dalla Rousseff, hanno contribuito a una svalutazione del cambio molto significativa, che ha generato inflazione da un lato e fuga di capitali dall'altro. Nonostante il positivo cambio di leadership, dopo l'avvio del processo contro la Rousseff, accusata di avere infranto regole di bilancio ed essere coinvolta in scandali di corruzione, l'incertezza legata alla possibilità che il nuovo Governo riesca a risanare in tempi brevi le condizioni dell'economia resta molto elevata. Anche l'economia russa ha riportato un'ulteriore moderata contrazione dell'attività nel primo trimestre dell'anno, dopo la marcata recessione del 2015, risentendo degli effetti negativi del calo dei prezzi energetici e delle sanzioni imposte dopo la crisi con l'Ucraina. Gli ultimi dati suggeriscono l'avvio di una graduale stabilizzazione, grazie a un processo di adeguamento dell'economia a una "nuova normalità" caratterizzata da bassi prezzi del petrolio e dalle sanzioni commerciali. Le sanzioni commerciali hanno incentivato un maggior sviluppo della produzione domestica, soprattutto nei comparti agricolo e alimentare e di alcuni settori manifatturieri, tra cui la chimica, mentre gli investimenti e i consumi hanno continuato a contrarsi. Queste dinamiche, insieme a una lieve ripresa dei prezzi del petrolio, stanno favorendo una graduale stabilizzazione della crescita su tassi ancora negativi ma più contenuti.

## Andamento dei mercati

Nel corso della prima parte del semestre i mercati finanziari hanno evidenziato un andamento molto volatile ed hanno risentito di un generale aumento dell'avversione al rischio. Solo dal mese di marzo le condizioni dei mercati sono diventate più stabili, ma in seguito è tornata a prevalere l'incertezza all'interno di un quadro in cui emergevano nuovi rischi politici ed economici, soprattutto, in Europa.

## Mercati azionari

All'interno di un contesto in cui si rafforzavano i timori circa l'evoluzione della crescita mondiale e si registrava un ulteriore calo delle quotazioni petrolifere, nella prima parte del periodo di riferimento si è assistito ad una discesa dei principali mercati azionari che hanno accentuato la fase ribassista iniziata nei primi giorni di dicembre dello scorso anno. Questo movimento è durato all'incirca fino alla metà di febbraio, poi la tendenza al ribasso si è in parte invertita grazie, molto probabilmente, al rialzo delle quotazioni petrolifere, alla pubblicazione di dati macroeconomici superiori alle attese e alle crescenti aspettative di ulteriori stimoli di politica monetaria da parte di alcune Banche Centrali, come la BCE. Il secondo trimestre dell'anno si è caratterizzato per una dinamica altalenante dei principali listini azionari che ha riflesso soprattutto le incertezze degli operatori circa l'impatto di una serie di incognite presenti nello scenario globale. Certamente l'esito del referendum sulla permanenza del Regno Unito nell'Unione Europea ha rappresentato il principale fattore di rischio. A partire dalle prime settimane di giugno i principali listini azionari hanno riportato dei cali sulla pubblicazione di un numero crescente di sondaggi che segnalavano la prevalenza dei voti a favore dell'uscita dall'Unione Europea, in un quadro di incertezza in aumento. L'inattesa vittoria dei sostenitori dell'uscita della Gran Bretagna dall'UE (c.d. Brexit) ha innescato un brusco aumento dell'avversione al rischio da parte degli investitori che si è tradotto in mercati ribassi da parte dei principali listini azionari e, in particolare, di quelli europei. Sul quadro

complessivo ha pesato l'incertezza sulle conseguenze reali che tale evento potrà avere nei prossimi mesi, considerata la mancanza di un precedente storico.

Per quanto concerne il mercato statunitense, dopo l'iniziale fase di calo, ha evidenziato un movimento di recupero all'interno di un quadro macro in cui le prospettive di crescita sono andate gradualmente a rafforzarsi. In questo contesto la FED, dopo il primo rialzo dei tassi avvenuto nel corso del meeting di dicembre 2015, ha preso atto dei crescenti rischi, soprattutto di carattere finanziario, ed ha deciso di mantenere un livello dei tassi ufficiali invariato, fornendo nel complesso dei messaggi accomodanti che sono stati accolti favorevolmente dagli investitori. Il mercato statunitense ha evidenziato un andamento sostanzialmente laterale fino al termine del semestre e ha chiuso il periodo di riferimento in recupero; l'indice S&P 500 ha registrato una variazione positiva del 2,70%.

L'andamento dei listini europei è stato decisamente più volatile rispetto a quello evidenziato dai listini statunitensi; la fase di relativa stabilizzazione nel corso della parte centrale del semestre non è stata sufficiente a ridurre le perdite iniziali, che si sono peraltro accentuate nel corso del mese di giugno quando è aumentata l'incertezza sull'esito del referendum inglese. Molto probabilmente nella seconda parte del semestre hanno pesato anche altri fattori di natura politica, come l'incertezza circa l'esito dei negoziati tra la Grecia e le istituzioni internazionali per la concessione di una nuova tranche di finanziamenti in maggio e le elezioni politiche in Spagna, con il rischio di una nuova situazione di stallo. Nel complesso il mercato dell'area Euro ha chiuso il semestre in flessione, così come evidenziato dall'andamento dell'indice Euro Stoxx che ha perso l'11,3%. La differenza fra i paesi sono state abbastanza significative; il Dax tedesco, per esempio, ha perso il 9,9% mentre un listino come il FtseMib addirittura il 24,2%. Il mercato italiano ha risentito dell'andamento particolarmente negativo del comparto bancario sul quale hanno continuato a pesare i timori circa la redditività generale del settore e le incertezze circa le soluzioni da adottare per risolvere i problemi legati alle sofferenze e alle eventuali necessità di ricapitalizzazione da parte di alcuni istituti. Da evidenziare l'andamento del listino inglese che, nonostante la vicenda Brexit, ha chiuso il semestre addirittura in progresso del 4,3%.

All'interno di un contesto macro molto volatile caratterizzato dal rafforzamento dello Yen e dalle incertezze circa le prossime mosse da parte della BOJ, il listino giapponese è stato particolarmente penalizzato dalla vendite, con il Nikkei che ha segnato una flessione del 18%. Relativamente ai paesi emergenti, pur con performance eterogenee fra i diversi mercati, l'area nel suo complesso ha registrato un andamento moderatamente positivo; l'indice MSCI Emerging Markets espresso in Dollari ha guadagnato il 5%.

Nota: variazioni indici in valuta locale

## **Mercati obbligazionari**

Per quanto riguarda le obbligazioni governative, la tendenza di fondo per i principali mercati, pur considerando differenze specifiche fra le varie aree, è stata quella di un calo dei rendimenti che ha interessato maggiormente la parte a lunga della curva, determinandone un movimento di appiattimento. Relativamente alle emissioni ritenute maggiormente sicure il semestre si è caratterizzato per un marcato calo dei tassi che in diversi casi hanno raggiunto anche livelli negativi. Nella prima parte dell'anno l'aumento dell'avversione al rischio ha creato le condizioni per un flight to quality massiccio che ha premiato in maniera significativa i titoli decennali statunitensi e tedeschi. Molto probabilmente questa tendenza è stata rafforzata anche dalle preoccupazioni sull'evoluzione del quadro macro e dalle crescenti aspettative circa la possibilità di ulteriori misure espansive da parte di alcune Banche Centrali. Nella parte centrale del periodo di riferimento i tassi core hanno esibito un movimento più laterale, interrotto nella fase del post-Brexit quando hanno amplificato ulteriormente la discesa. Nel complesso il tasso a due anni tedesco è sceso di 31 punti

base, da -0,35% a -0,66%, mentre quello statunitense si è ridotto di 46 pb, da 1,05% a 0,58%. Il calo sulla parte a lunga è stato più ampio e ha seguito una tendenza più definita. Per la prima volta nella storia il decennale tedesco ha espresso rendimenti negativi, chiudendo il semestre a -0,13% in calo di 76 pb rispetto alla chiusura di fine anno; in forte riduzione anche il tasso decennale statunitense passato dal 2,27% all'1,47%. Le pressioni al ribasso sui tassi hanno interessato anche il mercato inglese, dove il rendimento a due anni è passato dallo 0,64% allo 0,10% e quello decennale è calato addirittura di 109 pb dall'1,95% allo 0,86%. All'interno di uno scenario dominato dall'incertezza sull'evoluzione del quadro macro e dalle attese per ulteriori mosse da parte della BOJ (dopo la decisione di portare i tassi sui depositi in territorio negativo), anche il Giappone ha sperimentato l'ulteriore appiattimento della curva dei tassi: il due anni è passato da -0,01% a -0,29% e il decennale, anche in questo caso per la prima volta, ha raggiunto livelli negativi, chiudendo a -0,22% dal precedente 0,26%.

Per quanto concerne l'andamento dei tassi periferici, il semestre si è caratterizzato per una significativa volatilità e per una riduzione che è stata meno marcata rispetto a quelli delle emissioni core. In apertura d'anno, l'aumento dell'avversione al rischio ha penalizzato gli spread periferici che hanno allargato rispetto a quelli core. In concomitanza con il rafforzamento delle aspettative per nuovi interventi espansivi da parte della BCE è iniziata la discesa, che si è successivamente amplificata proprio in seguito all'annuncio di nuove misure di Quantitative Easing. Nel secondo trimestre, però, questa tendenza si è nuovamente invertita e la fase di avversione al rischio ha nuovamente penalizzato questi titoli. Questo è avvenuto in un contesto caratterizzato dall'incertezza per l'esito del referendum inglese e dei negoziati fra la Grecia e le istituzioni internazionali per la concessione di una nuova tranche di finanziamenti. Nella fase post-Brexit i rendimenti dei periferici non hanno subito movimenti significativi e sul finire del trimestre si sono anche ridotti, a conferma dell'efficacia della rete di protezione rappresentata dalla BCE. Relativamente al mercato italiano, il tasso a due anni è calato da 0,1% a -0,08% e il decennale dall'1,59% all'1,33%.

Relativamente ai comparti a spread, in generale il semestre si è caratterizzato per una riduzione dei differenziali di rendimento sul debito dei paesi emergenti rispetto ai titoli di stato dei paesi avanzati ritenuti più affidabili. Molto probabilmente questo movimento è stato favorito da una maggiore stabilità dei corsi del Dollaro e dal mantenimento di un atteggiamento molto accomodante da parte della FED, rispetto ai timori derivanti dall'inizio del ciclo di rialzi dei tassi ufficiali. Riguardo al comparto corporate, il periodo di riferimento, pur con le differenze in termini di ampiezza e di intensità fra i vari settori, ha registrato una riduzione degli spread sia sulla parte investment grade che su quella high yield. Considerando specificatamente l'area Euro, i differenziali sulle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie si sono significativamente ridotti in seguito all'annuncio del programma per l'acquisto di titoli societari (CSPP Corporate Sector Purchase Programme) da parte del Consiglio Direttivo della BCE.

## **Mercati Valutari e Commodities**

Nel corso del primo trimestre dell'anno l'Euro ha evidenziato una dinamica di apprezzamento nei confronti del Dollaro, che si è accentuata dalla metà di marzo quando sono cresciute le attese di una più graduale normalizzazione delle condizioni monetarie negli USA. Nella seconda parte del periodo, invece, la tendenza prevalente è stata quella di un deprezzamento, soprattutto, dopo l'esito del referendum inglese. Nel complesso, a fine semestre, il bilancio era quello di un apprezzamento della valuta comune nei confronti del Dollaro del 2,2% in area 1,11. Rispetto allo Yen, l'Euro ha evidenziato un indebolimento pressoché costante che lo ha portato a perdere il 12,2% raggiungendo il livello di 114,6. Situazione opposta, invece, nei confronti della Sterlina; per la maggior parte del periodo, il movimento del tasso di cambio è stato abbastanza laterale, poi in poche sedute dopo la Brexit si è assistito ad un repentino e ampio indebolimento della valuta inglese. A fine semestre l'Euro si era rafforzato del 13,3% raggiungendo il livello di 0,84.

Per quanto concerne le quotazioni petrolifere, dopo aver toccato i minimi degli ultimi dodici anni nel corso del mese di gennaio a 27 Dollari al barile, hanno mantenuto un'impostazione rialzista chiudendo il semestre a 49 Dollari al barile con un recupero del 33,9%. In recupero anche le quotazioni dell'oro che hanno chiuso il periodo di riferimento a 1317 Dollari l'oncia con un guadagno del 24%.

## Il Secondo Semestre

A livello globale la previsione macroeconomica di base rimane quella di una crescita moderata e sostanzialmente in linea con i trend potenziali, che appaiono comunque più bassi di quelli storici perché riflettono gli andamenti demografici negativi e la bassa crescita della produttività. Tuttavia, il secondo semestre sarà dominato dalle incertezze derivanti dallo scenario di Brexit che si è delineato in seguito al referendum del 23 giugno. A livello di evoluzione del quadro macro l'impatto diretto di questo evento sarà molto probabilmente limitato, viste le dimensioni dell'economia britannica, meno del 4% dell'economia globale in termini di PIL e circa il 7% di quella europea. I rischi rilevanti sul quadro di crescita potrebbero derivare da altri effetti veicolati da alcuni canali di trasmissione. In primo luogo, l'incertezza derivante da un evento simile potrebbe impattare negativamente il livello di fiducia degli agenti economici; è l'effetto più delicato che va monitorato nelle prossime settimane attraverso gli indicatori macro. L'effetto sulla fiducia riguarda anche la forte dipendenza del Regno Unito dagli investitori internazionali, visto il significativo deficit delle partite correnti. In secondo luogo, la reazione potrebbe portare a un restringimento delle condizioni finanziarie, anche se l'azione della BCE rende meno probabile un "credit crunch" simile a quello del 2008 o del 2011. Infine, l'uscita del Regno Unito potrebbe essere percepita come l'inizio della disgregazione di tutto il processo dell'Unione Europea e dare l'avvio ad una crisi irreversibile dell'Euro. Questa eventualità appare assai remota, ma all'interno di un quadro diventato inevitabilmente più complesso, tutto dipenderà dalla capacità di reazione delle istituzioni europee nel fornire soluzioni sistemiche e dalla volontà di rilanciare il progetto complessivo dell'Unione Europea. Nel breve la politica monetaria è quella maggiormente percepita come elemento in grado di evitare crisi sistemiche, mentre la politica fiscale richiede tempi di implementazione più lunghi e incerti perché dipende da scelte politiche. Per quanto concerne specificatamente l'economia statunitense, il primo semestre dell'anno ha parzialmente deluso le aspettative; tuttavia gli ultimi dati, soprattutto sui consumi e sulle dinamiche occupazionali, sembrano evidenziare una ri-accelerazione verso livelli di crescita maggiormente in linea con le previsioni della FED. Il quadro di incertezza a livello globale dovrebbe favorire il mantenimento di un atteggiamento accomodante da parte della FED, che potrebbe anche tradursi nel mantenimento degli attuali livelli dei tassi ufficiali per tutto il 2016. Per quanto riguarda l'area Euro, il tasso di crescita rimane in linea con il potenziale di lungo periodo, ma non si registra ancora quell'accelerazione che sarebbe stato lecito aspettarsi dopo le manovre espansive della BCE, la discesa del prezzo del petrolio ed il deprezzamento dell'Euro. Le statistiche sul mercato del credito sono ulteriormente migliorate negli ultimi mesi, soprattutto nei Paesi periferici, anche se rimane il problema dell'ammontare delle sofferenze bancarie. Il tasso di inflazione rimane stabilmente molto al di sotto dei target della BCE e anche le aspettative restano ben lontane dal 2% e vicine ai livelli precedenti al Quantitative Easing. All'interno di questo contesto è facile attendersi una politica monetaria largamente espansiva ancora a lungo e nuove misure della BCE non possono essere escluse, soprattutto, se si manifestassero alcuni effetti negativi della Brexit.

## UBI PRAMERICA PROTEZIONE MERCATO EURO

### Politica di gestione

Il fondo beneficia di due fattori di performance: la parte azionaria investita, tramite uno strumento derivato (swap), in un portafoglio di titoli azionari dell'area Euro gestito attivamente da UBI Pramerica e la componente obbligazionaria composta da titoli di stato prevalentemente italiani a breve scadenza. La metodologia quantitativa, volta a contenere il rischio che il Nav scenda al di sotto dell'80% del Nav più elevato tra quelli registrati nell'ultimo anno, ha suggerito una graduale diminuzione dell'esposizione al Volatility Target Basket fino a metà febbraio passando dal 50% di inizio gennaio al 30%. Da qui l'esposizione è stata mantenuta pressoché invariata fino a metà aprile, per poi essere riportata gradualmente ai livelli massimi del semestre ad inizio giugno. Nel corso dell'ultimo mese l'esposizione è stata nuovamente diminuita attestandosi intorno al 40%. Tale metodologia non prevede un investimento al 100% nell'attività rischiosa, per consentire una protezione degli oneri complessivi sostenuti dal fondo. Durante il semestre i titoli di stato hanno dato un contributo leggermente positivo alla performance del fondo. Per quanto riguarda il portafoglio sottostante al total return swap, è stato mantenuto un portafoglio titoli molto limitato (circa 30) con un focus su 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 che non rispecchiavano il vero valore dell'attività d'impresa sottostante, in aggiunta ad un dividend yield elevato. Il turnover del portafoglio è stato piuttosto basso, dato che dal punto di vista settoriale nel corso del semestre è stato principalmente aumentato il peso del settore tecnologico e dei beni di consumo non ciclici. In generale, in termini di sector allocation, è stato mantenuto un sottopeso di beni di consumo ciclici, finanziari, industriali, servizi di pubblica utilità e materie prime ed un sovrappeso di telecomunicazioni, petroliferi, beni consumo non ciclici e tecnologici.

### Motivazioni di eventuali performance negative

Il fondo ha registrato una performance assoluta negativa da ricondurre all'andamento del mercato azionario di riferimento. Tale performance negativa risulta, comunque, più contenuta rispetto a quella degli indici azionari di area Euro grazie all'applicazione della metodologia di protezione.

### Operatività su strumenti finanziari derivati

Nel corso del periodo di riferimento, per implementare la strategia Vol Target sono stati altresì utilizzati strumenti finanziari derivati, in particolare Total Return Swap, allo scopo di raggiungere l'esposizione desiderata alla componente rischiosa del portafoglio.

### Linee strategiche

Il prodotto continuerà a caratterizzarsi per l'applicazione di una metodologia quantitativa che si basa sull'allocatione dell'investimento fra i due fattori di performance rappresentati dalla componente azionaria investita, tramite uno strumento derivato (swap), in un portafoglio di titoli azionari dell'area Euro e dalla componente obbligazionaria composta da titoli di stato. Questa metodologia ha l'obiettivo di contenere il rischio che il Nav scenda al di sotto dell'80% del Nav più elevato tra quelli registrati nell'ultimo anno. Per quanto concerne la componente azionaria di area Euro, essa continuerà ad essere gestita attivamente con un approccio bottom up fondamentale per individuare le società che presentano le caratteristiche e le potenzialità di apprezzamento ritenute più interessanti.

La raccolta netta del periodo appena concluso è risultata pari a Euro -5.737.402,04

Il Patrimonio al 30 giugno ammonta a Euro 115.030.556,15



## SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2016		Situazione al 30/12/2015	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>78.122.870</b>	<b>67,862</b>	<b>108.834.610</b>	<b>85,126</b>
A1. Titoli di debito	78.122.870	67,862	108.834.610	85,126
A1.1 Titoli di Stato	78.122.870	67,862	108.834.610	85,126
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di OICR				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>8.817.139</b>	<b>7,659</b>	<b>12.673.103</b>	<b>9,913</b>
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia			10.604.942	8,295
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	8.817.139	7,659	2.068.161	1,618
<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>25.684.184</b>	<b>22,311</b>	<b>3.312.009</b>	<b>2,591</b>
F1. Liquidità disponibile	25.684.184	22,311	3.312.601	2,591
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare			3.875	0,003
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare			-4.467	-0,003
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>2.495.695</b>	<b>2,168</b>	<b>3.031.844</b>	<b>2,371</b>
G1. Ratei attivi	606.147	0,527	659.736	0,516
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	1.889.548	1,641	2.372.108	1,855
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>115.119.888</b>	<b>100,000</b>	<b>127.851.566</b>	<b>100,000</b>

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2016	Situazione al 30/12/2015
	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>		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>		<b>251.844</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		251.844
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>89.332</b>	<b>99.906</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	89.332	99.906
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre		
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>89.332</b>	<b>351.750</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO (comparto)</b>	<b>115.030.556</b>	<b>127.499.816</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>24.749.470,043</b>	<b>25.960.090,726</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>4,648</b>	<b>4,911</b>

Movimenti delle quote nel semestre	
Quote emesse	0,000
Quote rimborsate	1.210.620,683

**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 4,75% 12-01.06.17	EUR	18.000.000	18.810.899	16,340
ITALY 4,75% 11-15.09.16 BTP	EUR	17.000.000	17.165.240	14,911
ITALY 2,75% 13-15.11.16	EUR	16.000.000	16.172.480	14,048
ITALY 4,75% 12-01.05.17 BTP	EUR	14.000.000	14.575.456	12,661
ITALY 4% 06-01.02.17 BTP	EUR	8.000.000	8.194.752	7,118
ITALY 3,5% 13-01.06.18 BTP	EUR	3.000.000	3.204.042	2,783

