

# UBI Pramerica

## RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2015

del Fondo Comune di Investimento Mobiliare Aperto Armonizzato  
“UBI Pramerica Europe Multifund”

**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

umentato. 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 tranche di aiuti. La Grecia è stata in grado di onorare i pagamenti 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' aumentata 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 EUROPE MULTIFUND**

### **Politica di gestione**

Nel corso del semestre l'esposizione ai mercati azionari europei è stata incrementata. Come indicato dai modelli di tactical asset allocation, nel corso dei primi mesi dell'anno sono state incrementate le posizioni lunghe di DJ Euro Stoxx e FTSE100, poi leggermente ridotte verso la fine del semestre. Per quanto concerne la selezione dei fondi non si segnalano variazioni significative. Per quanto concerne la componente total return, nel periodo sono stati inseriti i seguenti comparti: JPM Global Strategic Bond EH, Invesco Global Absolute Return Fund, Nordea Stable Return, AXA WF Global Strategic Bonds EH, JB BF Credit Opportunities Bond, Threadneedle Focus Credit Opportunities, JPMorgan Income Opportunity, JB Abs Ret Bond Fund Defender, PIMCO Unconstrained Bond Fund EH e PIMCO Credit Absolute Return. I comparti eliminati sono: FT Global Total Return EH, PIMCO Total Return Bond Fund EH e Invesco Balanced Risk Allocation. Nel corso del primo semestre il fondo ha registrato una performance assoluta positiva superiore rispetto a quella dell'indice di riferimento.

### **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 strumenti derivati con finalità di copertura del rischio o allo scopo di raggiungere l'esposizione desiderata.

### **Linee strategiche**

L'approccio gestionale continuerà a caratterizzarsi per l'utilizzo delle metodologie quantitative sia a livello di asset allocation tattica che di processo di fund picking.

La raccolta netta del periodo appena concluso è risultata pari a Euro -74.184.351,31.

Il Patrimonio al 30 giugno ammonta a Euro 422.726.691,52.

## 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>413.220.282</b>	<b>96,366</b>	<b>438.989.590</b>	<b>94,670</b>
A1. Titoli di debito	2.602.576	0,607	1.998.771	0,431
A1.1 Titoli di Stato	2.602.576	0,607	1.998.771	0,431
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di OICR	410.617.706	95,759	436.990.819	94,239
<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>				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<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>8.386.588</b>	<b>1,955</b>	<b>15.261.284</b>	<b>3,291</b>
F1. Liquidità disponibile	9.414.331	2,195	15.427.155	3,327
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	306.219	0,071	37.240	0,008
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-1.333.962	-0,311	-203.111	-0,044
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>7.198.189</b>	<b>1,679</b>	<b>9.452.859</b>	<b>2,038</b>
G1. Ratei attivi	230.987	0,054	148.805	0,032
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	6.967.202	1,625	9.304.054	2,006
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>428.805.059</b>	<b>100,000</b>	<b>463.703.733</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>		
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>2.608.634</b>	<b>819.454</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	2.608.634	819.454
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>3.469.733</b>	<b>377.036</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	3.469.733	376.721
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre		315
N3.1 Creditori diversi		
N3.2 Rateo minusvalenze da contratti a termine in divisa		
N3.3 Altre		
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>6.078.367</b>	<b>1.196.490</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO (comparto)</b>	<b>422.726.692</b>	<b>462.507.243</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>74.242.960,294</b>	<b>87.147.003,394</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>5,694</b>	<b>5,307</b>

Movimenti delle quote nell' esercizio	
Quote emesse	0,000
Quote rimborsate	12.904.043,100

**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'
EPSILON FD EU.BD-I-/CAP	EUR	155.735	25.652.669	5,982
DWS INV EUR GOV FC /CAP	EUR	136.320	25.046.074	5,841
HGF PAN EUROPEAN -I- /CAP	EUR	2.360.760	24.315.828	5,671
RUSS PN EU EUR-B-AC	EUR	17.133	23.736.230	5,535
PIONEER FD EUR BD -H-	EUR	14.005	21.593.469	5,036
BLACKR STRAT EUR OPP EXT ST D2	EUR	75.040	19.697.250	4,594
PARV EQ BS EU -CLASSIC- CAP	EUR	86.130	18.442.156	4,301
NATIXIS SOUVERAINS EURO RC 4D	EUR	35.935	18.040.807	4,207
PIONEER FD TOP EUR PLA -H-	EUR	12.162	17.601.941	4,105
BR GF-EUROPEAN FOCUS/-A2- CAP	EUR	658.660	16.242.556	3,788
AWF EUR GOV BD -I- CAP	EUR	110.006	14.406.386	3,360
JPMF EU GOV BD -A-EUR/CAP	EUR	769.785	10.961.738	2,556
JANUS EUROPE RES FD/ACC-I- EUR	EUR	386.180	10.851.658	2,531
BGF EU SP S --- SHS -A2- CAP	EUR	281.555	10.606.177	2,473
PICTET EUR GOV BDS/-I-CAP	EUR	47.525	7.271.800	1,696
HEND HOR EUR CORP BOND I2 CAP	EUR	44.795	6.678.039	1,557
JPM INV-JPM EUR ST DI-CAC C-CAP	EUR	44.300	6.494.823	1,515
PARVEST EQ EUR GROWTH -C- CAP	EUR	136.100	6.411.671	1,495
EURIZON BD EUR LG LTE-Z-CAP	EUR	27.050	6.380.013	1,488
PIONEER FD EUR EQ VALUE -H-	EUR	3.610	5.429.223	1,266
FID EU DYN GR -Y-ACC-EURO/CAP	EUR	320.310	5.214.647	1,216
M&G EU ST-C-EURO AC	EUR	311.150	5.204.108	1,214
SWC(LU)EQ TOP DIV EU-J CAP	EUR	29.747	5.200.371	1,213
AGIF R EU EQ G -IT EUR- CAP	EUR	2.020	5.165.746	1,205
BLACK GF /EU VAL -A2-/CAP	EUR	74.390	4.970.740	1,159
KEM ITL L EUR C -I- EUR/CAP	EUR	3.842	4.943.079	1,153
JPMF EUR DYN /ACC-A EUR-CAP	EUR	206.620	4.760.525	1,110
FR.TEMPLETON EUR.GR.FD-A-/CAP.	EUR	274.330	4.468.836	1,042
HEND HOR P EUROP EQ -I2- /CAP	EUR	137.560	4.256.106	0,993
TLUX-PAN EUROP EQ/-IE- CAP	EUR	103.830	4.235.226	0,988
T ROWE PRICE EU EQ -Q- CAP	EUR	321.600	4.200.096	0,979
MFSMF EU RES --- SHS -I1-/CAP	EUR	20.230	4.157.063	0,969
FAST EUROPE -Y- EUR /CAP	EUR	20.445	4.119.463	0,961
MFSMF EU C EQ I1 SHS -I1-	EUR	16.911	4.100.241	0,956
INVESCO PAN EUR.STRU.EQ.-A-C	EUR	234.950	4.038.790	0,942
HSBC GI EU C BD IC/-IC-CAP	EUR	136.140	3.681.634	0,859
M&G INV FD EURO BD-C-/CAP	EUR	199.140	3.662.961	0,854
MFSMF EUROP.VALUE SHS-I1/CAP	EUR	14.375	3.454.456	0,806
UBI PRAMERICA CAP GROWTH CAP	EUR	500.000	2.869.500	0,669
GERMANY 0% 14-30.09.15 TB	EUR	2.600.000	2.602.576	0,607
DWS INV EU C BD -FC-/CAP	EUR	16.224	2.448.039	0,571
UBI PRAMERICA INF.L SHIELD CAP	EUR	500.000	2.413.000	0,563
UBI GL HY EUR H -I- CAP	EUR	470.750	2.409.769	0,562
THRED UK ABSOL -2- H INST EUR	EUR	1.422.050	2.145.731	0,500
DEXIA LONG SHORT CREDIT /CAP	EUR	1.680	1.937.174	0,452

TITOLO	DIVISA	QUANTITA'	CONTROVALORE	% SU TOTALE ATTIVITA'
JPMF GL STR BD AHC-JPM AEUR/CAP	EUR	20.200	1.928.090	0,450
M&G OPT INC AC-C-EU /CAP	EUR	96.870	1.859.836	0,434
THREAD FOCUS CREDIT OPP -2- EUR	EUR	1.426.000	1.839.426	0,429
J.BAER MULBD-CR OPP BD/-C-CAP	EUR	10.150	1.800.204	0,420
PIMCO UNCONSTR BD -I EURH-/CAP	EUR	140.000	1.713.600	0,400

