



COMMENTO DEI GESTORI

AL 31/12/2015

Allegato B

al Bilancio 2015

Commento di gestione 2015

Contesto economico

Nel 2015, la crescita economica globale è proseguita ad un ritmo di circa il 3%, simile al 2014. Nei principali paesi sviluppati la ripresa economica ha continuato, beneficiando in particolare di sostegno per il consumo da parte dei prezzi del carburante in declino. Negli Stati Uniti, la crescita è rimasta forte, pur senza accelerazione, mentre nella zona euro è migliorata in modo significativo. Tuttavia, alcuni dei principali paesi emergenti hanno visto le loro economie decelerare in modo importante come in Cina o, in modo più profondo, in Russia e Brasile. I mercati hanno avuto a che fare con diversi picchi di tensione (crisi greca e, soprattutto, una maggiore incertezza per l'economia cinese) e l'intensificazione delle divergenze di politica monetaria su entrambi i lati dell'Atlantico. I rendimenti dei titoli a 10 anni hanno chiuso l'anno a livelli leggermente più elevati rispetto alla fine del 2014, mentre i rendimenti a breve termine hanno registrato movimenti più divergenti. I principali indici azionari europei hanno chiuso l'anno a rialzo (anche se lontano dai massimi) mentre negli Stati Uniti sono leggermente diminuiti e la performance delle azioni emergenti in dollari è stata negativa.

Il PIL nella zona euro probabilmente è cresciuto di circa l'1,4% nel 2015, significativamente maggiore rispetto al 2014 (0,9%). I diversi fattori positivi sono stati: il calo del prezzo del petrolio, le politiche di austerità meno intensive, la ripresa dei sistemi bancari dei paesi periferici e il lancio da parte della Banca centrale europea (BCE) di un programma di acquisti di obbligazioni sovrane a marzo. Quest'ultima misura (estesa a dicembre, insieme ad una ulteriore riduzione dei tassi di deposito in un territorio ancora più negativo) ha particolarmente contribuito a migliorare il credito e ad ancorare l'euro ad un livello significativamente più basso rispetto al dollaro nel 2014. La crisi greca a luglio, prima di trovare una soluzione, almeno temporanea, non ha fermato questo recupero che, alla fine dell'anno, sembrava anche resistere alla crescente incertezza dei paesi emergenti. Anche il mercato del lavoro è migliorato, anche se in misura molto diversa a seconda degli Stati membri. Gli investimenti delle imprese, ancora ad un livello basso alla fine del 2015, sono rimasti l'anello debole della ripresa. Infine, sono emerse nuove incertezze di politica interna: nel mese di ottobre, le elezioni indecise in Portogallo hanno portato alla formazione di un governo di minoranza in situazioni di fragilità, mentre alla fine di dicembre, i risultati delle elezioni spagnole sembravano offrire poche prospettive di un governo stabile.

Negli Stati Uniti, dopo una breve sosta nel primo trimestre, l'economia ha chiuso l'anno con una crescita vicino al livello registrato nel 2014 (crescita del PIL di circa il 2,4%). La divergenza tra settori deboli e forti, quali i consumi, i servizi e l'immobiliare è aumentata. In effetti, il settore industriale ha dovuto affrontare lo shock triplo di declino del prezzo del petrolio (che ha fortemente penalizzato gli attori del settore energia), il dollaro in aumento e il rallentamento dei paesi emergenti. Molto meno esposti al contesto, il settore dei servizi e delle costruzioni hanno beneficiato del miglioramento del potere d'acquisto delle famiglie e il continuo miglioramento del mercato del lavoro (il tasso di disoccupazione è passato dal 5,6% di fine 2014 al 5% nel mese di novembre 2015). La Federal Reserve ha condotto a metà dicembre il primo rialzo dei tassi dal 2009 per effetto del miglioramento dell'occupazione (il target tasso sui Fed Funds è stato aumentato di un quarto di punto, a 0,5%). Tuttavia, mentre l'inflazione è rimasta molto bassa (l'indice della Federal Reserve è cresciuto solo dell'1,3% anno su anno a novembre), l'aumento del tasso è stato accompagnato da una comunicazione molto conservatrice sottolineando la gradualità di eventuali altri aumenti dei tassi futuri e non di un programma predeterminato.

Nel mondo emergente, le differenze tra paesi esportatori e importatori netti di materie prime sono cresciute nel 2015. I paesi esportatori netti, come Russia, Brasile, Sudafrica o i principali paesi dell'America Latina (Cile, Perù, Colombia), Africa e Medio Oriente (Nigeria, Arabia Saudita ecc) sono stati colpiti da un contesto macroeconomico e finanziario negativo: deprezzamento delle loro valute, inflazione, ricavi in calo, etc.. A ciò si sono aggiunte queste altre difficoltà politiche (scandali e corruzione in Brasile, crisi ucraina, conflitti in Medio Oriente),

che hanno solo ulteriormente pesato sull'attività. Al contrario, i paesi importatori netti di materie prime hanno beneficiato del calo dei loro prezzi provenienti da i) un rafforzamento del potere d'acquisto dei consumatori e un aumento del consumo privato e ii) una riduzione dei costi di produzione e di conseguenza di un aumento della competitività. L'India sembra essere stato il paese che ha beneficiato maggiormente di questi effetti e la sua economia ha continuato a crescere ad un ritmo costante. Tuttavia, le preoccupazioni per il rallentamento in Cina hanno segnato l'anno 2015 (caduta del mercato azionario, la svalutazione della moneta, ecc). Nell'Europa emergente, la crescita ha beneficiato di una riduzione dei prezzi delle materie prime, nonché il buon andamento dell'economia tedesca.

Politica di gestione

LINEA 10

Il 2015 è iniziato con un calo dei prezzi del petrolio, meno politiche di austerità intensiva e il lancio da parte della Banca centrale europea (BCE) di un programma di acquisti di obbligazioni sovrane. Queste condizioni sono state favorevoli per un sovrappeso sui titoli azionari di circa il 3,5%, con una preferenza sulla zona euro. Sul fronte del reddito fisso, il portafoglio ha mantenuto una duration globale leggermente al di sotto del benchmark. Le obbligazioni in Euro e GBP sono state in sovrappeso data l'azione della propria banca centrale, in contrasto con quanto deciso dalla Federal Reserve. Nella zona euro, l'Italia e la Spagna sono stati i paesi preferiti come per il 2014. Il 1° trimestre ha registrato buoni risultati con una performance del 6,2% e 66 bp di sovraperformance.

Il 2° trimestre ha visto il rialzo dei tassi di 50 bp per il 10 anni tedesco in seguito all'inizio del QE della BCE, ad un nuovo fermento greco, mentre il 3° trimestre è stato caratterizzato dalla nuova politica cinese del Renminbi, che ha spinto ad una correzione del 10% sul mercato azionario US. La crescita in Cina appare debole, e porta anche ad una correzione sul prezzo del petrolio. In questo contesto il sovrappeso, anche se ridotto, dell'allocazione azionaria ha penalizzato leggermente il portafoglio rispetto al benchmark nei primi due trimestri. Su questo periodo, il portafoglio ha registrato una performance -3,32%.

A causa di queste nuove turbolenze, la Federal Reserve ha adottato una politica più accomodante o almeno ha abbandonato il graduale aumento dei tassi di riferimento. Questo nuovo respiro ha consentito al mercato di rimbalzare e l'allocazione in titoli del Tesoro USA è stata progressivamente rafforzata. L'allocazione in obbligazioni denominate USD è stata aumentata oltre il 14%. Con un sovrappeso modesto su titoli azionari, l'allocazione non è stata redditizia. Tuttavia grazie alla preferenza per le azioni della zona Euro e i titoli treasury, la selezione è stata il principale contributore della performance. L'ultimo trimestre ha registrato una performance di 0,94% con 42 bp di sovraperformance.

LINEA 20

Il 2015 è iniziato con un calo dei prezzi del petrolio, meno politiche di austerità intensiva e il lancio da parte della Banca centrale europea (BCE) di un programma di acquisti di obbligazioni sovrane. Queste condizioni sono state favorevoli per un sovrappeso sui titoli azionari di circa il 4,3%, con una preferenza sulla zona euro. Sul fronte del reddito fisso, il portafoglio ha mantenuto una duration globale leggermente al di sotto del benchmark. Le obbligazioni in Euro e GBP sono state in sovrappeso data l'azione della propria banca centrale, in contrasto con quanto deciso dalla Federal Reserve. Nella zona euro, l'Italia e la Spagna sono stati i paesi preferiti come per il 2014. Il 1° trimestre ha registrato buoni risultati con una performance del 9,21% e 86 bp di sovraperformance.

Il 2° trimestre ha visto il rialzo dei tassi di 50 bp per il 10 anni tedesco in seguito all'inizio del QE della BCE, ad un nuovo fermento greco, mentre il 3° trimestre è stato caratterizzato dalla nuova politica cinese del Renminbi, che ha spinto ad una correzione del 10% sul mercato azionario US. La crescita in Cina appare debole, e porta anche ad una correzione sul prezzo del petrolio. In questo contesto il sovrappeso, anche se ridotto, dell'allocazione azionaria ha

penalizzato leggermente il portafoglio rispetto al benchmark nei primi due trimestri. Su questo periodo, il portafoglio ha registrato una performance -5,51%.

A causa di queste nuove turbolenze, la Federal Reserve ha adottato una politica più accomodante o almeno ha abbandonato il graduale aumento dei tassi di riferimento. Questo nuovo respiro ha consentito al mercato di rimbalzare e l'allocazione in titoli del Tesoro USA è stata progressivamente rafforzata. L'allocazione in obbligazioni denominate USD è stata aumentata oltre il 9%. Con un sovrappeso modesto su titoli azionari, l'allocazione non è stata redditizia. Tuttavia grazie alla preferenza per le azioni della zona Euro e i titoli treasury, la selezione è stata il principale contributore della performance. L'ultimo trimestre ha registrato una performance di 2,76% con 51 bp di sovraperformance.

LINEA 30

Il 2015 è iniziato con un calo dei prezzi del petrolio, meno politiche di austerità intensiva e il lancio da parte della Banca centrale europea (BCE) di un programma di acquisti di obbligazioni sovrane. Queste condizioni sono state favorevoli per un sovrappeso sui titoli azionari di circa il 5,4%, con una preferenza sulla zona euro. Sul fronte del reddito fisso, il portafoglio ha mantenuto una duration globale leggermente al di sotto del benchmark. Le obbligazioni in Euro e GBP sono state in sovrappeso data l'azione della propria banca centrale, in contrasto con quanto deciso dalla Federal Reserve. Nella zona euro, l'Italia e la Spagna sono stati i paesi preferiti come per il 2014. Il 1° trimestre ha registrato buoni risultati con una performance del 11,22% e 113 bp di sovraperformance.

Il 2° trimestre ha visto il rialzo dei tassi di 50 bp per il 10 anni tedesco in seguito all'inizio del QE della BCE, ad un nuovo fermento greco, mentre il 3° trimestre è stato caratterizzato dalla nuova politica cinese del Renminbi, che ha spinto ad una correzione del 10% sul mercato azionario US. La crescita in Cina appare debole, e porta anche ad una correzione sul prezzo del petrolio. In questo contesto il sovrappeso, anche se ridotto, dell'allocazione azionaria ha penalizzato leggermente il portafoglio rispetto al benchmark nei primi due trimestri. Su questo periodo, il portafoglio ha registrato una performance -7,27%.

A causa di queste nuove turbolenze, la Federal Reserve ha adottato una politica più accomodante o almeno ha abbandonato il graduale aumento dei tassi di riferimento. Questo nuovo respiro ha consentito al mercato di rimbalzare e l'allocazione in titoli del Tesoro USA è stata progressivamente rafforzata. L'allocazione in obbligazioni denominate USD è stata aumentata oltre il 5%. Con un sovrappeso modesto su titoli azionari, l'allocazione non è stata redditizia. Tuttavia grazie alla preferenza per le azioni della zona Euro e i titoli treasury, la selezione è stata il principale contributore della performance. L'ultimo trimestre ha registrato una performance di 4,15% con 54 bp di sovraperformance.

2016 outlook

I dati recenti negli Stati Uniti e in Cina hanno aumentato i timori degli investitori che la crescita economica possa frenare, ma, a nostro avviso, il rischio di recessione è limitato. Infatti, vi è una serie di fattori che possono ancora giocare a favore degli attivi rischiosi per quest'anno:

- la crescita economica nei paesi sviluppati è bassa, ma ancora positiva
- la FED ha alzato il tasso di riferimento, ma le banche centrali continuano a sostenere la crescita globale, in particolare nella zona euro e nella maggior parte dei paesi sviluppati
- i prezzi bassi dell'energia mettono maggior pressione sui paesi esportatori di petrolio (ovvero Russia, Arabia Saudita, Brasile ...), però i prezzi della benzina più bassi dovrebbero promuovere la domanda dei consumatori
- ultimo ma non meno importante, dopo molti anni di stretta fiscale, alcuni paesi possono finalmente allentare la politica di bilancio per compensare la debolezza della domanda estera. Detto questo, il recente calo dei prezzi dell'energia (da \$45/bl a \$33/bl) e il deprezzamento del CNY richiedono il re-pricing di uno scenario deflazionistico alternativo che sarebbe certamente caratterizzato da una crescita economica più bassa. Questo re-pricing è attualmente in corso. Il 2016 sarà un anno volatile, dunque la gestione dovrà essere particolarmente reattiva.

ANIMA



Fondo Pensione Cariparma

Relazione Annuale 2015

Commento alla gestione

COMPONENTE OBBLIGAZIONARIA

Per quanto concerne la porzione obbligazionaria dei portafogli l'esposizione complessiva al rischio di tasso è stata superiore al benchmark di riferimento nella prima parte dell'anno per sfruttare la possibilità di interventi espansivi da parte della BCE; in concomitanza con il brusco rialzo dei rendimenti verificatosi tra fine aprile e inizio maggio l'esposizione complessiva al rischio di tasso è stata portata neutrale. Durante il periodo estivo l'accelerazione nella discesa del prezzo del petrolio e la svalutazione dello yuan cinese hanno evidenziato la debolezza del ciclo economico in Cina e nei paesi emergenti, ponendo le premesse per un indebolimento della congiuntura a livello globale. Dato un rinnovato orientamento espansivo da parte della BCE l'esposizione al rischio di tasso è stata sovrappeso tra settembre e novembre. Su fine anno con il primo rialzo dei tassi ufficiali negli Stati Uniti è stato adottato un posizionamento difensivo nell'idea che i tassi a lungo termine europei potessero risentire della dinamica di rialzo dei rendimenti negli Stati Uniti; pertanto in dicembre l'esposizione al rischio di tasso è stata portata sottopeso.

In termini di allocazione geografica nell'area Euro l'esposizione sui paesi core è stata sottopeso nel corso dell'anno; l'entità di tale posizione è stata gradualmente aumentata nel secondo semestre dato il basso rendimento assoluto raggiunto dai rendimenti, preferendo concentrare l'esposizione al rischio di tasso sui paesi periferici nella tesi che ulteriori interventi espansivi da parte della BCE avrebbero favorito un restringimento dello spread btp-bund.

L'esposizione sui paesi semiperiferici è stata tendenzialmente neutrale durante l'anno; in questo ambito sono state implementate posizioni sottopeso tattiche tra maggio e giugno durante la fase di mercato rialzo dei rendimenti sperimentata dai mercati obbligazionari europei.

Sui paesi periferici è stata mantenuta un'esposizione costantemente sovrappeso nel corso dell'anno, seppure con entità variabile. Abbiamo ritenuto che la possibilità di misure monetarie espansive da parte della BCE costituisca un elemento favorevole: la BCE ha di fatto introdotto un supporto ai prezzi dei bond periferici rispetto a scenari negativi in cui lo stallo della crescita e le tendenze deflazionistiche complicano la sostenibilità del debito per paesi come Italia e Spagna. Pertanto nel corso dell'anno è stata mantenuta una impostazione dei portafogli volta a beneficiare di un possibile restringimento dello spread tra paesi periferici e paesi core. L'entità della posizione è stata ridotta tra giugno e luglio per i rischi posti dalla crisi greca e poi nuovamente aumentata in agosto. L'esposizione sovrappeso sui paesi periferici è stata concentrata prevalentemente su titoli italiani; nella prima parte dell'anno sono stati in sovrappeso anche i titoli spagnoli, posizione poi portata neutrale nel secondo semestre dati i rischi politici posti dalle tendenze indipendentistiche in Catalogna.

Per quanto riguarda l'esposizione sui bond internazionali la posizione sui titoli di stato americani è stata sottopeso rispetto al benchmark di riferimento per buona parte dell'anno sulla base di uno scenario costruttivo per la crescita dell'economia Usa che avrebbe permesso alla Federal Reserve di aumentare i tassi ufficiali; il posizionamento è stato gestito con la previsione di un appiattimento della curva e il sottopeso è stato quindi concentrato sulle scadenze brevi e intermedie, più sensibili a un riprezzamento delle aspettative di rialzo dei tassi ufficiali. Per motivazioni simili è stata implementata una posizione sottopeso sui titoli di stato inglesi tra giugno e agosto. L'intensificarsi dei segnali di rallentamento nelle economie dei paesi emergenti e il calo delle aspettative di inflazione nei paesi sviluppati hanno allontanato la prospettiva di un rialzo dei tassi negli Stati Uniti e in Gran Bretagna. La posizione sottopeso sulla Gran Bretagna è stata chiusa nel mese di settembre, mentre la posizione sottopeso sugli Stati Uniti è stata ridotta; entrambe le posizioni hanno dato un contributo negativo alla performance dei portafogli nel corso dell'anno.

L'esposizione sui titoli in yen è stata implementata con un titolo di un emittente sovranazionale (BEI) ed è stata neutrale nel corso dell'anno, con un profilo di curva che ha privilegiato le scadenze lunghe per sfruttare il massimo rendimento della posizione e puntando a un appiattimento della relativa curva dei tassi.

A partire da marzo sono state gradualmente inserite in portafoglio posizioni su bond indicizzati all'inflazione italiani e statunitensi in quanto ritenevamo troppo basse le aspettative di inflazione scontate del mercato; tali aspettative si situano su livelli inferiori alle medie storiche e pertanto i livelli attuali rappresentano interessanti punti di ingresso per acquisire protezione da inflazione in un'ottica di medio-lungo periodo.

È stato poi aumentato nel corso dell'anno il peso della componente corporate bond al fine di sfruttare i rendimenti superiori ai btp offerti da emittenti finanziari italiani.

Sulla componente monetaria i portafogli sono stati investiti in titoli italiani per l'interessante profilo di rendimento offerto dai BOT rispetto a emissioni di altri paesi di pari scadenza e una sostanziale stabilità degli spread data l'assenza di rischi di tipo sistemico. La relativa esposizione al rischio di tasso è stata superiore al benchmark di riferimento per l'attesa di provvedimenti espansivi di politica monetaria da parte della BCE.

COMPONENTE AZIONARIA

La view macro espressa nei portafogli all'inizio dell'anno era quella di un'economia in ripresa a livello globale e di un graduale innalzamento dei rendimenti in America.

Di conseguenza il portafoglio era impostato ciclicamente con sovrappeso sui settori della tecnologia, dei finanziari, dei consumi discrezionali e dei farmaceutici, mentre il sottopeso era concentrato su energy, telecom, utilities, materials.

La dicotomia tra processo di QE da parte della ECB e di normalizzazione invece da parte della FED, che ha portato al primo rialzo dei tassi in dicembre, è stato alla base del bias geografico a favore dell'Area Euro rispetto al Nord America

I primi tre mesi hanno registrato performance molto positive a livello di indici di borsa, in Europa trainate soprattutto dalle manovre di politica monetaria espansive varate da Draghi alla fine dell'anno precedente, mentre già alla fine del primo semestre la situazione fondamentale risultava complicata, dapprima dalla crisi greca e poi dai dubbi sempre più pressanti sulla crescita dei paesi emergenti, in particolare della Cina. La crescente forza del dollaro ha spinto le autorità cinesi ad una graduale svalutazione della propria valuta, mentre i prezzi del petrolio e delle materie prime in generale subivano un'ulteriore pressione sui rispettivi prezzi. Il risultato di queste spinte deflazionistiche generalizzate e le continue revisioni al ribasso dei livelli di crescita mondiale hanno portato a correzioni ripetute dei listini che si sono protratte da agosto fino a dicembre, con un incremento della volatilità .

Nel corso dell'anno, l'evoluzione dello scenario economico e il ridimensionamento delle valutazioni sottostanti ad alcuni settori si sono tradotte a livello di portafoglio nei seguenti principali interventi:

- settore finanziario: è stata avviata in luglio nella parte europea e durante l'autunno anche nella parte americana del portafoglio un'importante riduzione dell'esposizione. A fronte di un movimento al rialzo della parte a breve dei rendimenti, la parte a lunga non ha avuto movimenti significativi, e questo ha penalizzato i finanziari, gravati inoltre dall'incremento delle tensioni sul mercato del credito relativamente alle società produttrici di petrolio.

- Consumer Staples, Telecom e Utilities: sono stati incrementati tali settori (in sovrappeso gli staples e neutrali gli altri) in quanto offrono un buon dividendo.
- Nell'ultimo trimestre è stato ridotto il sottopeso sui petroliferi, prediligendo come nomi le grandi società integrate per i livelli di valutazione

Sulla parte ciclica è rimasto costante il sovrappeso sulla tecnologia (soprattutto i grossi nomi della tecnologia americana, grazie alle valutazioni ragionevoli e ad un cash flow stabile) e sui consumi discrezionali, in particolare americani, sulla base della solidità mostrata dai dati sulla disoccupazione e sui salari.

Analogamente si è mantenuto il sottopeso sui materials e sul comparto industriale perché al contrario i dati presentati da queste società hanno continuato a mostrare una situazione di contrazione con continui tagli sulle stime degli utili.

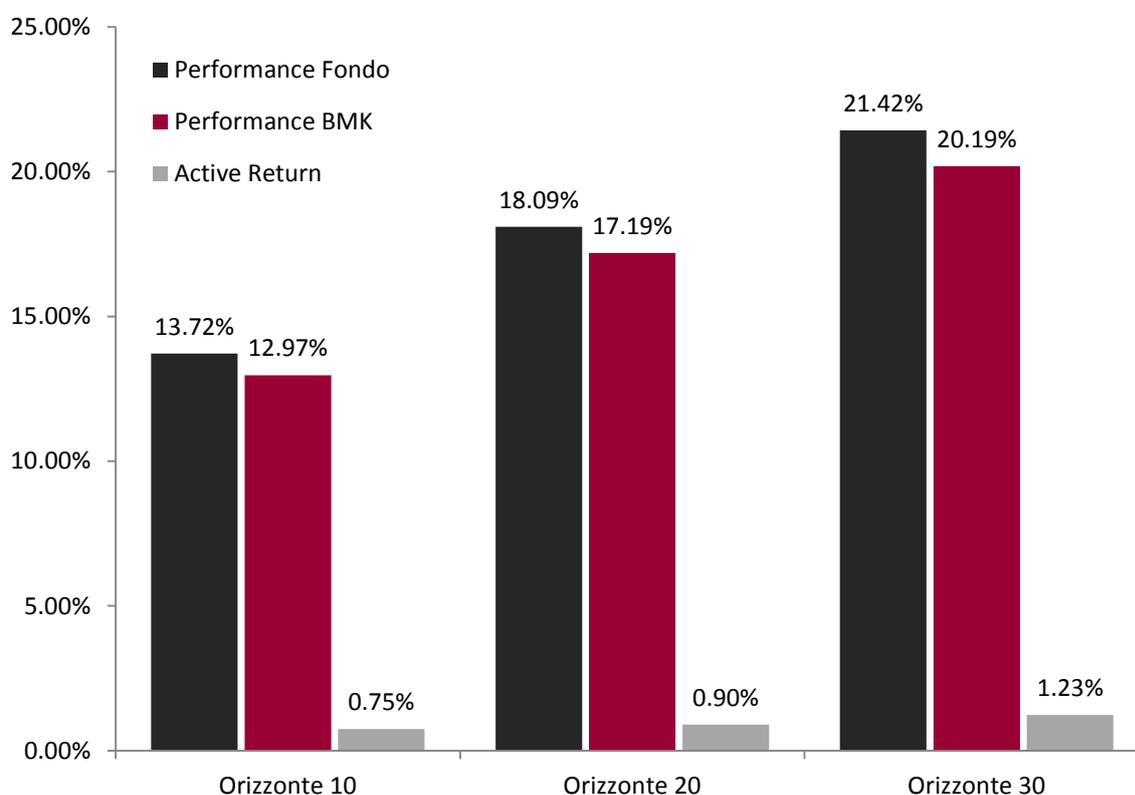
A livello di allocazione geografica sono stati mantenuti in sovrappeso variabile l'area Euro e il Giappone entrambi nel medio periodo ritenuti mercati più convenienti sia in termini di valutazioni che di prospettive di politica monetaria. La necessità di contenere il rischio tramite la diversificazione tra le aree geografiche e quella di mantenere un'adeguata esposizione al dollaro, è alla base di una posizione in sovrappeso su Stati Uniti (ritenuto un mercato meno attraente in termini di valutazioni) a svantaggio di Canada e Australia. Strategico il sottopeso su UK a favore della Svizzera.

L'investito complessivo del portafoglio azionario è rimasto intorno alla neutralità, al netto di riduzioni tattiche. Nonostante la volatilità in aumento, abbiamo mantenuto uno scenario di crescita moderata nei Paesi Sviluppati e politica monetaria di ECB e BOJ potenzialmente ancora espansiva. Abbiamo preferito quindi ribilanciare il portafoglio su settori più difensivi.

Performance

Al 31 dicembre 2015, le scelte allocative implementate hanno generato le seguenti performance:

Performance STD (Data Inizio: 24/01/2014)



OUTLOOK MACROECONOMICO

Le previsioni sullo scenario economico globale permangono incerte. La crescita globale potrebbe manifestare un deterioramento a fronte della riduzione delle stime di crescita per le economie sviluppate (indagini *PMI* segnalano un diffuso rallentamento). Continuano a sussistere alcuni rischi in ambito internazionale connessi al sensibile incremento delle tensioni geo-politiche, e, nel complesso, l'economia mondiale si colloca su ritmi di sviluppo moderati o modesti, anche in relazione ai timori sull'andamento della crescita nei Paesi Emergenti e, in particolare in Cina. Rimane dominante il tema della divergenza tra le politiche monetarie sulle due sponde dell'Atlantico e le relative spinte che le caratterizzano, con possibili effetti sui movimenti di capitale tra le diverse valute: mentre la *Fed* ha appena mosso un primo passo di stretta, la BCE ha confermato l'orientamento in direzione opposta.

Il Fondo Monetario Internazionale prospettando un'accelerazione della crescita mondiale basa le proprie valutazioni su stime più contenute per il 2016 ed il 2017, rispetto alle previsioni dello scorso autunno: mentre i paesi più avanzati dovrebbero confermare la tendenza positiva, sussistono rischi verso il basso per lo scenario globale, principalmente avvalorati da un possibile stallo della crescita nei Paesi Emergenti indotto da un più forte rallentamento della Cina, da un rafforzamento ulteriore del Dollaro USA e da un aumento dell'avversione al rischio degli investitori.

Negli Stati Uniti la *Fed* il 16 dicembre 2015 ha aumentato di 0,25% il tasso di interesse. I verbali della riunione del FOMC avevano riportato considerazioni ottimistiche sulla crescita, sull'inflazione e sul mercato del lavoro con un progressivo avanzamento verso la riduzione delle risorse inutilizzate. La *Fed* persegue un sentiero di rialzo graduale dei tassi: questo è il primo *step*, dopo l'ultimo taglio del 2008, dal 2006.

Un eventuale ulteriore prolungamento del posticipo dell'inizio della normalizzazione della politica monetaria avrebbe potuto rendere necessarie successive fasi di "stretta" con passi relativamente bruschi e con rischi di possibili squilibri sui mercati e sull'economia. Tassi mantenuti ai livelli precedenti per un tempo eccessivamente lungo avrebbero potuto compromettere la stabilità finanziaria. Tuttavia la politica monetaria USA dovrebbe mantenere un'impronta ancora accomodante. Nel prosieguo risulterà cruciale il progressivo percorso di risalita dei tassi nel 2016, ipotizzato con passi gradualmente, non meccanici né predefiniti, subordinati piuttosto all'evoluzione dei dati sulla dinamica dei prezzi e dell'occupazione, con la massima cautela da parte del *FOMC*. *Janet Yellen* ha infatti confermato un cammino lento e graduale anche in virtù dell'assenza di attese di un surriscaldamento dell'economia tale da far temere impennate inflative. L'economia statunitense continua ad esprimere una dinamica di buon tono in virtù di consumi ed investimenti interni sufficienti a compensare il freno costituito dall'*export*. I più recenti dati di stima sul PIL statunitense hanno confermato una buona tenuta dell'economia domestica, con una crescita tendenziale annualizzata prevista a +2,0%. Il dato, che nella stima finale per il terzo trimestre 2015 ha registrato una lieve revisione verso il basso, si giova di una tenuta dei consumi, mentre la domanda complessiva risulta condizionata dalla debolezza di esportazioni e scorte. La produzione industriale è stata registrata in lieve calo negli ultimi tre mesi del 2015. Sia il *CPI* sia l'indice *core* hanno riportato a novembre valori tendenziali in crescita. L'indicatore *ISM* manifatturiero ha segnato in dicembre un ulteriore calo confermandosi sotto quota 50 ed anche la fiducia dei consumatori si è parzialmente indebolita. L'*employment report* di dicembre ha confermato dati positivi: il tasso di disoccupazione, ha raggiunto già ad ottobre 2015 il *target Fed*, ed è ai minimi dal 2008, i salari esprimono una tendenza ascendente e la crescita dell'occupazione appare solida prefigurando prospettive ottimistiche per la tenuta dei consumi nei prossimi mesi. Preoccupa maggiormente la dinamica inflativa e la possibilità di raggiungere l'obiettivo di medio termine del 2%.

I Conti Finanziari pubblicati a dicembre dalla *Fed* evidenziano una flessione della ricchezza netta delle famiglie indotta prevalentemente nel terzo trimestre 2015 dalle correzioni dei mercati azionari. Il *Beige Book* predisposto dalla *Fed* in previsione del *FOMC* di gennaio ha evidenziato un'espansione della crescita marginalmente in calo nel confronto con il passato ed in linea con i più recenti dati, è stata riscontrata una crescita occupazionale solida e diffusa ma non sono emerse pressioni salariali ed inflative.

In Area Euro l'inflazione, in base ai dati stimati da *Eurostat*, si è collocata a 0,2%, l'inflazione *core* (depurata da cibo e prodotti energetici) a 0,9%. Il Consiglio dei Governatori della BCE nella riunione del 3 dicembre u.s. ha rafforzato ulteriormente il livello di stimolo monetario sull'economia dell'Eurozona con l'obiettivo di sospingere la dinamica inflativa. Tuttavia, sono state approvate misure espansive di entità inferiore a quelle che erano state lasciate intendere, soprattutto avendo riguardo a quelle attese dai mercati finanziari. La revisione del programma di acquisti è stata infatti limitata ad un allungamento sino a marzo 2017, pur senza un aumento mensile degli acquisti. In termini assoluti la delusione riscontrata può essere approssimativamente quantificata in circa 200/250 miliardi di Euro di acquisti in meno rispetto alle attese degli operatori. In realtà le dichiarazioni di Draghi hanno annunciato nuove misure di politica monetaria assolutamente non trascurabili che migliorano struttura ed efficacia del *QE*. L'abbassamento del tasso sui depositi delle banche presso la BCE ha collocato la nuova soglia a -0,30% dal precedente livello di -0,20%, con l'obiettivo di incrementare la velocità di circolazione del denaro. Sono stati inseriti nel piano degli acquisti i titoli "regionali" per un valore di circa 250 miliardi di Euro, allungando la vita del programma ed introducendo il principio del "reinvestimento" che va a rafforzare l'impegno della BCE nel mantenere elevato il posizionamento dei titoli nel suo bilancio per un lungo periodo, ben oltre l'attuale scadenza e termine degli acquisti (l'attuale scadenza media dei titoli in portafoglio è di circa otto anni).

E' possibile che l'insoddisfazione dei mercati in prima battuta non abbia colto l'elemento di discontinuità laddove la BCE ha incrementato le misure accomodanti in un quadro contestuale di crescita prospettica rivista al rialzo e di inflazione pressoché stabile. Il successo delle misure non convenzionali, secondo l'intervento di Draghi, richiede un maggiore intervento condizionato al perseguimento del *target* di inflazione del 2%. Sulla debole dinamica del livello dei prezzi si concentra la massima attenzione della BCE dal momento che si riscontra un aumento dei rischi verso il basso (in relazione all'andamento del prezzo del petrolio). Sussiste l'impegno del Governatore della BCE di rivedere nel corso del primo trimestre 2016 la struttura ed i tecnicismi dell'intero programma, così come sussistono strumenti per ulteriori stimoli se la situazione lo richiederà, senza escludere una continuità oltre il termine del 2017. In Area Euro la produzione industriale, già cresciuta ad ottobre 2015 oltre le attese, in novembre ha specularmente registrato un calo oltre le aspettative (ascrivibile in prevalenza al calo della produzione di energia favorito dal clima mite), mentre la disoccupazione, in calo marginale, si è attestata a novembre a 10,5%. Il dato *PMI* manifatturiero di dicembre è stato rivisto marginalmente al rialzo (in calo il dato composito gravato dai servizi) mentre le vendite al dettaglio hanno espresso un'ulteriore minima flessione. L'indice di fiducia economica della Commissione Europea è aumentato a dicembre 2015 oltre le attese. La fase di ripresa dell'economia in Area euro potrebbe proseguire nel 2016 con una dinamica congiunturale del PIL in lieve accelerazione favorita da una politica economica e monetaria ampiamente accomodante. L'indagine sul credito condotta dalla BCE nel mese di dicembre 2015 evidenzia condizioni più favorevoli per imprese e famiglie in virtù del calo degli oneri per interessi passivi. Tuttavia, permangono alcuni rischi sia di natura congiunturale, connessi al contesto internazionale e al rallentamento dei paesi emergenti, sia di natura politica, connessi alla volontà di perseguire effettivamente una maggiore integrazione a livello europeo e alla gestione dei flussi migratori.

In Spagna l'esito della consultazione elettorale ha consegnato uno scenario incerto sulle possibili coalizioni di governo stante la frammentazione del quadro politico emerso dal voto e le rivendicazioni indipendentiste regionali.

In *Italia* tra ottobre 2014 e settembre 2015 il PIL, sulla base dei dati ISTAT rilevati in Q3 2015, è cresciuto di +0,8% tendenziale (con una revisione al ribasso di -0,1% rispetto alle previsioni pubblicate a metà novembre u.s.) e di +0,2 nel trimestre. Un'osservazione in termini relativi evidenzia che il *GDP* nell'ultimo anno è aumentato negli *USA* di +2,3%, in Germania di +1,7% (dove i conti nazionali confermano per il 2015 una crescita solida dell'economia, trainata soprattutto da consumi privati, mentre gli investimenti aziendali scontano una debolezza ascrivibile all'incertezza sulle prospettive della crescita e della domanda globale) ed in Francia di +1,2%, con un dato medio per l'Eurozona di +1,6%. Il tasso di disoccupazione rilevato a novembre dall'ISTAT si è attestato a 11,3%. A novembre, dopo la flessione di ottobre, il commercio estero si è ripreso tornando nuovamente in fase ascendente, così come sono cresciuti la produzione industriale, fatturato ed ordini industriali. Sempre a novembre, invece, è stato registrato un calo dei prezzi al consumo superiore alle previsioni a conferma di una dinamica dei prezzi debole, mentre la lieve flessione rilevata sulla produzione industriale ha riportato il dato tendenziale su base annua a 0,9%. L'intonazione delle vendite al dettaglio, tendenzialmente in crescita, malgrado il calo di ottobre 2015, supporta una lieve ripresa dei consumi. Domina lo scenario politico l'acuirsi del contrasto con l'UE in merito alla gestione dei possibili interventi connessi alle sofferenze bancarie, della flessibilità di bilancio, oltre alle problematiche relative ai flussi migratori. E proprio sulla crisi del settore bancario si concentra l'attenzione della vigilanza, (recenti le disposizioni di divieto di vendite allo scoperto sui titoli degli istituti maggiormente sotto pressione BMPS, Carige, Banco Popolare).

In *UK* la crescita è prevista stabile e la *BoE* ha mantenuto invariato a 0,50% l'*Official Bank Rate*.

In Giappone, la *BoJ* non è intervenuta a modificare l'obiettivo di variazione della base monetaria (ma ha modificato la composizione, e, marginalmente, la dimensione del programma di acquisto titoli) malgrado il rapporto macroeconomico semestrale dell'Istituto riferisca previsioni di crescita riviste verso il basso per effetto di esportazioni e consumi deboli. Per interrompere continuo differimento delle previsioni di raggiungimento del *target* inflativo del 2% (ad ottobre è salita a +0,3% su base annua ma al netto degli alimentari freschi risulta marginalmente in calo) occorre che si instaurino condizioni più positive per le dinamiche di salari e consumi. Il PIL in Q3 2015 è cresciuto di +0,3% e ad ottobre il tasso di disoccupazione è disceso a 3,1%, la produzione industriale è aumentata di +1,4% su base mensile, sempre ad ottobre crescono nettamente gli ordinativi di macchinari e le vendite al dettaglio appaiono in aumento su base annua mentre i consumi delle famiglie soffrono un *trend* flettente che perdura dal periodo estivo. Nel quarto trimestre 2015 l'indice *Tankan* ha fornito indicazioni di stabilità sia per le grandi imprese manifatturiere sia per quelle non manifatturiere malgrado attese di correzione.

Nell'ambito dei Paesi Emergenti la Cina sta vivendo una delicata fase di transizione verso un progressivo rallentamento della crescita del PIL (6,9% su base annua, 6,8% in Q4 2015), con un'economia in cui consumi e domanda interna assumeranno un ruolo sempre più rilevante. Il valore di importazioni ed esportazioni a novembre è stato registrato in calo. Il Fondo Monetario Internazionale ha dato il via libera all'introduzione del *Renmimbi Yuan* nel paniere di divise *SDR* (*Special Drawing Rights*, valute di riferimento *IMF* comprendenti sino ad ora *USD*, *EUR*, *JPY*, *GBP*). Il *CNY* costituirà la quinta divisa dal 1° ottobre 2016 con un peso di poco inferiore a 11%, comportando il ridimensionamento delle altre quattro. La moneta cinese ha assunto un ruolo significativo nell'ambito del commercio mondiale.

A livello globale permangono strutturalmente generalizzate pressioni al ribasso sui prezzi delle materie prime, ivi incluso il petrolio, anche a fronte di timori di *over-supply*.

In particolare i cedimenti sul mercato petrolifero, se da una parte favoriscono la crescita e la spesa per consumi, dall'altro ostacolano in parte il perseguimento dei *target* di inflazione delle banche centrali.

La presente nota è redatta con l'intento di fornire riflessioni utili alla stesura delle relazioni annuali che la Clientela Istituzionale è di norma chiamata a redigere.

I contatti per eventuali esigenze sono:

Giovanna Angari: 02/85961 331 giovanna.angari@gruppoesperia.com

Luigi Introzzi: 02/85961 371 luigi.introzzi@gruppoesperia.com

Indice degli argomenti:

- **Commento alla gestione 2015**

- **Prospettive mercati 2016**

Commento alla gestione 2015

2682 Linea Orizzonti 20

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Duemme Sgr è stato investito, coerentemente con il benchmark assegnato, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto allo stesso parametro di riferimento e nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Nonostante la volatilità che ha contraddistinto la seconda metà dell'anno, il mandato gestito da Duemme Sgr ha realizzato anche nel 2015 una performance decisamente positiva in termini assoluti e, per il terzo anno consecutivo, decisamente superiore rispetto al ritorno medio atteso di lungo periodo di una asset allocation comunque tendenzialmente conservativa quale quella prevista dal bmk di riferimento:

Rendim. lordo + 5.06 %

Benchmark + 5.06 %

Il sovrappeso dell'investimento effettivo sui mercati azionari rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento, già ridotto nella seconda metà del 2014, è stato progressivamente annullato fino a passare ad un leggero sottopeso nella seconda metà del 2015.

Mentre i primi mesi dell'anno sono stati caratterizzati dal proseguimento dei trend rialzisti in atto da anni sui mercati azionari globali, supportato dai nuovi stimoli monetari nell'Eurozona e dall'accelerazione del ciclo economico globale, con l'inizio dell'estate i mercati azionari hanno iniziato a diventare sempre più volatili e a segnare battute di arresto a causa del susseguirsi di timori legati al progressivo divergere delle politiche monetarie tra US e resto del mondo, ad una situazione geopolitica sempre più complessa e surriscaldata a livello globale, al ribilanciamento e conseguente rallentamento dell'economia Cinese ed all'inevitabile crollo del prezzo di petrolio e commodities, alle conseguenze per le economie dei paesi emergenti esportatori, a cui si sono aggiunte le incertezze legate alle diverse consultazioni elettorali in Europa, al prossimo referendum sulla possibile uscita del Regno Unito dalla UE e il disappunto per "scandali aziendali" quali le vicende di Banco Espírito Santo e Volkswagen.

Nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio, la componente azionaria del portafoglio è stata impostata privilegiando titoli e settori caratterizzati da significativi scostamenti tra valore di mercato e valore intrinseco. È stata privilegiata l'esposizione ai settori più ciclici e legati ai consumi in quanto caratterizzati da valutazioni ancora sostenibili, mentre abbiamo mantenuto il sottopeso su Utilities e titoli del settore Telecom e Pharma. Nella seconda metà dell'anno è stata marginalmente aumentata l'esposizione al settore energetico.

Il portafoglio obbligazionario è stato investito in titoli di Stato e Bond emessi da Agencies e Organismi Sovrannazionali denominati in Euro e Sterline la cui duration complessiva è stata sottopesata rispetto al benchmark del mandato di circa il 25% nel corso dell'anno. Nonostante la continua discesa dei tassi nominali, spinti al ribasso dalle politiche monetarie espansive e dagli acquisti di Bond da parte delle Banche Centrali costringa gli investitori ad allungare le scadenze dei propri investimenti alla ricerca di rendimenti accettabili (o anche solo positivi), continuiamo a ritenere infatti che tale operazione risulti particolarmente poco opportuna in presenza di premi per il rischio decisamente negativi per investimenti sul tratto medio/lungo della curva.

L'andamento del mercato obbligazionario nel corso del 2015 ha evidenziato tali rischi in modo evidente: i primi mesi dell'anno sono infatti stati caratterizzati dal proseguimento del rally di tutti gli investimenti fixed income globali supportati dalle aspettative sul lancio del programma di QE nell'Area dell'Euro, dalla assenza di pressioni inflative per via del calo dei prezzi di petrolio e materie prime, e dal rafforzamento da parte degli operatori delle attese di Banche Centrali volte a mantenere i tassi "più bassi e più a lungo"; allo stesso tempo, gli investitori alla ricerca di rendimenti accettabili hanno continuato a ruotare i propri portafogli dagli investimenti in Governativi Core verso Periferici, Crediti IG e High Yields determinando una ulteriore compressione degli spreads in un contesto di rendimenti degli investimenti privi di rischio prossimi allo zero se non addirittura negativi. Il secondo trimestre dell'anno ha improvvisamente segnato una risalita violenta dei tassi reali, un generalizzato irripidimento delle curve e una risalita delle aspettative di inflazione che ha determinato una violenta correzione dei prezzi dei bond che, partendo da valutazioni troppo compresse hanno iniziato a scontare l'imminente inversione della politica monetaria della Fed in un contesto di crescita economica in accelerazione. Durante l'estate infine, con il crescere dei rischi e dei timori sul ciclo economico globale di cui trattato in precedenza, i tassi sono di nuovo scesi e Bunds e Treasury hanno recuperato buona parte delle perdite subite in primavera, mentre è iniziata una fase di profonda debolezza per titoli corporate e specialmente per i bond High Yield.

All'interno della componente obbligazionaria del portafoglio sono stati costantemente sovrappesati, nel rispetto dei limiti concordati con il Fondo, i titoli governativi italiani e in misura inferiore Spagnoli sulla parte più breve della curva e quelli dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è rimasta stabilmente intorno al 25% della componente obbligazionaria complessiva: le aspettative di inflazione sono oggi particolarmente compresse e l'acquisto di titoli indicizzati alla crescita dei prezzi equivale in molti casi ai prezzi attuali ad una opzione "gratuita" sull'efficacia dell'azione delle Banche Centrali.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta marginale anche durante il 2015, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si erano, prima della correzione in atto, progressivamente compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

Il rendimento del mandato nel 2015 è stato determinato da contributi positivi provenienti sia dalla componente azionaria che da quella obbligazionaria del portafoglio che, pur in un contesto di volatilità crescente, hanno continuato a beneficiare della abbondante liquidità iniettata nel sistema dalle Banche Centrali che ha determinato una progressiva compressione dei premi al rischio richiesti dagli investitori.

La volatilità sperimentata nel 2015 evidenzia la perdurante divergenza tra i prezzi di alcune asset class finanziarie di investimento e l'andamento delle economie sottostanti: tassi nominali nulli o negativi spingono infatti gli investitori, in cerca di rendimenti in grado di coprire le proprie "passività" di lungo periodo, a estendere la scadenza dei propri investimenti, a diversificare su emittenti di qualità sempre inferiore e ad aumentare la quota di investimenti azionari; i prezzi di tali asset class salgono quindi in modo non sempre allineato a quello degli utili aziendali o alle aspettative di inflazione/crescita rendendo il ritorno atteso di tali investimenti sempre meno attraente qualora ponderato per il rischio.

La scelta prudentiale, coerente con l'approccio "fondamentale" agli investimenti di Duemme, di sottopesare sistematicamente rispetto al proprio benchmark quegli investimenti azionari e obbligazionari i cui prezzi non appaiono più in linea con valutazioni fondamentali e rischi impliciti, ha penalizzato la performance relativa vs bmk nel 2014 ed è stata solo marginalmente più efficace nel 2015, ma costituisce un presupposto per una efficace protezione del valore reale degli investimenti in una futura fase di normalizzazione delle condizioni di mercato, evitando di rimanere coinvolti in quei posizionamenti, oggi ancora particolarmente "affollati" e che si riveleranno sempre più pericolosi.

Il contributo alla performance annuale determinato infine dalla diversificazione valutaria, è risultato estremamente positivo in un anno che ha visto, sulle attese di una prossima divergenza delle politiche monetarie, un significativo apprezzamento vs Euro di USD e GBP.

2683 Linea Orizzonti 30

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Duemme Sgr è stato investito, coerentemente con il benchmark assegnato, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto allo stesso parametro di riferimento e nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Nonostante la volatilità che ha contraddistinto la seconda metà dell'anno, il mandato gestito da Duemme Sgr ha realizzato anche nel 2015 una performance decisamente positiva in termini assoluti e, per il terzo anno consecutivo, decisamente superiore rispetto al ritorno medio atteso di lungo periodo di una asset allocation comunque tendenzialmente conservativa quale quella prevista dal bmk di riferimento:

Rendim. lordo + 6.20 %
Benchmark + 6.07 %

Il sovrappeso dell'investimento effettivo sui mercati azionari rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento, già ridotto nella seconda metà del 2014, è stato progressivamente annullato fino a passare ad un leggero sottopeso nella seconda metà del 2015.

Mentre i primi mesi dell'anno sono stati caratterizzati dal proseguimento dei trend rialzisti in atto da anni sui mercati azionari globali, supportato dai nuovi stimoli monetari nell'Eurozona e dall'accelerazione del ciclo economico globale, con l'inizio dell'estate i mercati azionari hanno iniziato a diventare sempre più volatili e a segnare battute di arresto a causa del susseguirsi di timori legati al progressivo divergere delle politiche monetarie tra US e resto del mondo, ad una situazione geopolitica sempre più complessa e surriscaldata a livello globale, al ribilanciamento e conseguente rallentamento dell'economia Cinese ed all'inevitabile crollo del prezzo di petrolio e commodities, alle conseguenze per le economie dei paesi emergenti esportatori, a cui si sono aggiunte le incertezze legate alle diverse consultazioni elettorali in Europa, al prossimo referendum sulla possibile uscita del Regno Unito dalla UE e il disappunto per "scandali aziendali" quali le vicende di Banco Espírito Santo e Volkswagen.

Nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio, la componente azionaria del portafoglio è stata impostata privilegiando titoli e settori caratterizzati da significativi scostamenti tra valore di mercato e valore intrinseco. È stata privilegiata l'esposizione ai settori più ciclici e legati ai consumi in quanto caratterizzati da valutazioni ancora sostenibili, mentre abbiamo mantenuto il sottopeso su Utilities e titoli del settore Telecom e Pharma. Nella seconda metà dell'anno è stata marginalmente aumentata l'esposizione al settore energetico.

Il portafoglio obbligazionario è stato investito in titoli di Stato e Bond emessi da Agencies e Organismi Sovrannazionali denominati in Euro e Sterline la cui duration complessiva è stata sottopesata rispetto al benchmark del mandato di circa il 25% nel corso dell'anno. Nonostante la continua discesa dei tassi nominali, spinti al ribasso dalle politiche monetarie espansive e dagli acquisti di Bond da parte delle Banche Centrali costringa gli investitori ad allungare le scadenze dei propri investimenti alla ricerca di rendimenti accettabili (o anche solo positivi), continuiamo a ritenere infatti che tale operazione risulti particolarmente poco opportuna in presenza di premi per il rischio decisamente negativi per investimenti sul tratto medio/lungo della curva.

L'andamento del mercato obbligazionario nel corso del 2015 ha evidenziato tali rischi in modo evidente: i primi mesi dell'anno sono infatti stati caratterizzati dal proseguimento del rally di tutti gli investimenti fixed income globali supportati dalle aspettative sul lancio del programma di QE nell'Area dell'Euro, dalla assenza di pressioni inflative per via del calo dei prezzi di petrolio e materie prime, e dal rafforzamento da parte degli operatori delle attese di Banche Centrali volte a mantenere i tassi "più bassi e più a lungo"; allo stesso tempo, gli investitori alla ricerca di rendimenti accettabili hanno continuato a ruotare i propri portafogli dagli investimenti in Governativi Core verso Periferici, Crediti IG e High Yields determinando una ulteriore compressione degli spreads in un contesto di rendimenti degli investimenti privi di rischio prossimi allo zero se non addirittura negativi. Il secondo trimestre dell'anno ha improvvisamente segnato una risalita violenta dei tassi reali, un generalizzato irripidimento delle curve e una risalita delle aspettative di inflazione che ha determinato una violenta correzione dei prezzi dei bond che, partendo da valutazioni troppo compresse hanno iniziato a scontare l'imminente inversione della politica monetaria della Fed in un contesto di crescita economica in accelerazione. Durante l'estate infine, con il crescere dei rischi e dei timori sul ciclo economico globale di cui trattato in precedenza, i tassi sono di nuovo scesi e Bunds e Treasury hanno recuperato buona parte delle perdite subite in primavera, mentre è iniziata una fase di profonda debolezza per titoli corporate e specialmente per i bond High Yield.

All'interno della componente obbligazionaria del portafoglio sono stati costantemente sovrappesati, nel rispetto dei limiti concordati con il Fondo, i titoli governativi italiani e in misura inferiore Spagnoli sulla parte più breve della curva e quelli dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è rimasta stabilmente intorno al 25% della componente obbligazionaria complessiva: le aspettative di inflazione sono oggi particolarmente compresse e l'acquisto di titoli indicizzati alla crescita dei prezzi equivale in molti casi ai prezzi attuali ad una opzione "gratuita" sull'efficacia dell'azione delle Banche Centrali.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta marginale anche durante il 2015, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si erano, prima della correzione in atto, progressivamente compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

Il rendimento del mandato nel 2015 è stato determinato da contributi positivi provenienti sia dalla componente azionaria che da quella obbligazionaria del portafoglio che, pur in un contesto di volatilità crescente, hanno continuato a beneficiare della abbondante liquidità iniettata nel sistema dalle Banche Centrali che ha determinato una progressiva compressione dei premi al rischio richiesti dagli investitori.

La volatilità sperimentata nel 2015 evidenzia la perdurante divergenza tra i prezzi di alcune asset class finanziarie di investimento e l'andamento delle economie sottostanti: tassi nominali nulli o negativi spingono infatti gli investitori, in cerca di rendimenti in grado di coprire le proprie "passività" di lungo periodo, a estendere la scadenza dei propri investimenti, a diversificare su emittenti di qualità sempre inferiore e ad aumentare la quota di investimenti azionari; i prezzi di tali asset class salgono quindi in modo non sempre allineato a quello degli utili aziendali o alle aspettative di inflazione/crescita rendendo il ritorno atteso di tali investimenti sempre meno attraente qualora ponderato per il rischio.

La scelta prudentiale, coerente con l'approccio "fondamentale" agli investimenti di Duemme, di sottopesare sistematicamente rispetto al proprio benchmark quegli investimenti azionari e obbligazionari i cui prezzi non appaiono più in linea con valutazioni fondamentali e rischi impliciti, ha penalizzato la performance relativa vs bmk nel 2014 ed è stata solo marginalmente più efficace nel 2015, ma costituisce un presupposto per una efficace protezione del valore reale degli investimenti in una futura fase di normalizzazione delle condizioni di mercato, evitando di rimanere coinvolti in quei posizionamenti, oggi ancora particolarmente "affollati" e che si riveleranno sempre più pericolosi.

Il contributo alla performance annuale determinato infine dalla diversificazione valutaria, è risultato estremamente positivo in un anno che ha visto, sulle attese di una prossima divergenza delle politiche monetarie, un significativo apprezzamento vs Euro di USD e GBP.

2684 LineaOrizzonti 10

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Duemme Sgr è stato investito, coerentemente con il benchmark assegnato, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto allo stesso parametro di riferimento nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Nonostante la volatilità che ha contraddistinto la seconda metà dell'anno, il mandato gestito da Duemme Sgr ha realizzato anche nel 2015 una performance positiva in termini assoluti e, superiore rispetto al ritorno reale medio atteso di lungo periodo di una asset allocation comunque tendenzialmente conservativa quale quella prevista dal bmk di riferimento:

Rendim. lordo + 3.24 %
Benchmark + 3.23%

Il sovrappeso dell'investimento effettivo sui mercati azionari, seppure marginale nell'asset allocation del mandato, rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento, già ridotto nella seconda metà del 2014, è stato progressivamente annullato fino a passare ad un leggero sottopeso nella seconda metà del 2015.

Mentre i primi mesi dell'anno sono stati caratterizzati dal proseguimento dei trend rialzisti in atto da anni sui mercati azionari globali, supportato dai nuovi stimoli monetari nell'Eurozona e dall'accelerazione del ciclo economico globale, con l'inizio dell'estate i mercati azionari hanno iniziato a diventare sempre più volatili e a segnare battute di arresto a causa del susseguirsi di timori legati al progressivo divergere delle politiche monetarie tra US e resto del mondo, ad una situazione geopolitica sempre più complessa e surriscaldata a livello globale, al ribilanciamento e conseguente rallentamento dell'economia Cinese ed all'inevitabile crollo del prezzo di petrolio e commodities, alle conseguenze per le economie dei paesi emergenti esportatori, a cui si sono aggiunte le incertezze legate alle diverse consultazioni elettorali in Europa, al prossimo referendum sulla possibile uscita del Regno Unito dalla UE e il disappunto per "scandali aziendali" quali le vicende di Banco Espirito Santo e Volkswagen.

Nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio, la componente azionaria del portafoglio è stata impostata privilegiando titoli e settori caratterizzati da significativi scostamenti tra valore di mercato e valore intrinseco. È stata privilegiata l'esposizione ai settori più ciclici e legati ai consumi in quanto caratterizzati da valutazioni ancora sostenibili, mentre abbiamo mantenuto il sottopeso su Utilities e titoli del settore Telecom e Pharma. Nella seconda metà dell'anno è stata marginalmente aumentata l'esposizione al settore energetico.

Il portafoglio obbligazionario è stato investito in titoli di Stato e Bond emessi da Agencies e Organismi Sovrannazionali denominati in Euro e Sterline la cui duration complessiva è stata sottopesata rispetto al benchmark del mandato di circa il 25% nel corso dell'anno. Nonostante la continua discesa dei tassi nominali, spinti al ribasso dalle politiche monetarie espansive e dagli acquisti di Bond da parte delle Banche Centrali costringa gli investitori ad allungare le scadenze dei propri investimenti alla ricerca di rendimenti accettabili (o anche solo positivi), continuiamo a ritenere infatti che tale operazione risulti particolarmente poco opportuna in presenza di premi per il rischio decisamente negativi per investimenti sul tratto medio/lungo della curva.

L'andamento del mercato obbligazionario nel corso del 2015 ha evidenziato tali rischi in modo evidente: i primi mesi dell'anno sono infatti stati caratterizzati dal proseguimento del rally di tutti gli investimenti fixed income globali supportati dalle aspettative sul lancio del programma di QE nell'Area dell'Euro, dalla assenza di pressioni inflative per via del calo dei prezzi di petrolio e materie prime, e dal rafforzamento da parte degli operatori delle attese di Banche Centrali volte a mantenere i tassi "più bassi e più a lungo"; allo stesso tempo, gli investitori alla ricerca di rendimenti accettabili hanno continuato a ruotare i propri portafogli dagli investimenti in Governativi Core verso Periferici, Crediti IG e High Yields determinando una ulteriore compressione degli spreads in un contesto di rendimenti degli investimenti privi di rischio prossimi allo zero se non addirittura negativi. Il secondo trimestre dell'anno ha improvvisamente segnato una risalita violenta dei tassi reali, un generalizzato irripidimento delle curve e una risalita delle aspettative di inflazione che ha determinato una violenta correzione dei prezzi dei bond che, partendo da valutazioni troppo compresse hanno iniziato a scontare l'imminente inversione della politica monetaria della Fed in un contesto di crescita economica in accelerazione. Durante l'estate infine, con il crescere dei rischi e dei timori sul ciclo economico globale di cui trattato in precedenza, i tassi sono di nuovo scesi e Bunds e Treasury hanno recuperato buona parte delle perdite subite in primavera, mentre è iniziata una fase di profonda debolezza per titoli corporate e specialmente per i bond High Yield.

All'interno della componente obbligazionaria del portafoglio sono stati costantemente sovrappesati, nel rispetto dei limiti concordati con il Fondo, i titoli governativi italiani e in misura inferiore Spagnoli sulla parte più breve della curva e quelli dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è rimasta stabilmente intorno al 25% della componente obbligazionaria complessiva: le aspettative di inflazione sono oggi particolarmente compresse e l'acquisto di titoli indicizzati alla crescita dei prezzi equivale in molti casi ai prezzi attuali ad una opzione "gratuita" sull'efficacia dell'azione delle Banche Centrali.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta marginale anche durante il 2015, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si erano, prima della correzione in atto, progressivamente compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

Il rendimento del mandato nel 2015 è stato determinato da contributi positivi provenienti sia dalla componente azionaria che da quella obbligazionaria del portafoglio che, pur in un contesto di volatilità crescente, hanno continuato a beneficiare della abbondante liquidità iniettata nel sistema dalle Banche Centrali che ha determinato una progressiva compressione dei premi al rischio richiesti dagli investitori.

La volatilità sperimentata nel 2015 evidenzia la perdurante divergenza tra i prezzi di alcune asset class finanziarie di investimento e l'andamento delle economie sottostanti: tassi nominali nulli o negativi spingono infatti gli investitori, in cerca di rendimenti in grado di coprire le proprie "passività" di lungo periodo, a estendere la scadenza dei propri investimenti, a diversificare su emittenti di qualità sempre inferiore e ad aumentare la quota di investimenti azionari; i prezzi di tali asset class salgono quindi in modo non sempre allineato a quello degli utili aziendali o alle aspettative di inflazione/crescita rendendo il ritorno atteso di tali investimenti sempre meno attraente qualora ponderato per il rischio.

La scelta prudentiale, coerente con l'approccio "fondamentale" agli investimenti di Duemme, di sottopesare sistematicamente rispetto al proprio benchmark quegli investimenti azionari e obbligazionari i cui prezzi non appaiono più in linea con valutazioni fondamentali e rischi impliciti, ha penalizzato la performance relativa vs bmk nel 2014 ed è stata solo marginalmente più efficace nel 2015, ma costituisce un presupposto per una efficace protezione del valore reale degli investimenti in una futura fase di normalizzazione delle condizioni di mercato, evitando di rimanere coinvolti in quei posizionamenti, oggi ancora particolarmente "affollati" e che si riveleranno sempre più pericolosi.

Il contributo alla performance annuale determinato infine dalla diversificazione valutaria, è risultato estremamente positivo in un anno che ha visto, sulle attese di una prossima divergenza delle politiche monetarie, un significativo apprezzamento vs Euro di USD e GBP.

Prospettive mercati 2016

Mercato obbligazionario

Le nostre aspettative per il 2015 prevedono un altro anno di espansione del ciclo economico globale, con una crescita del GDP mondiale che difficilmente scenderà sotto il 3% con il contributo dell'Europa in recupero vs US e Economie Emergenti..

L'inflazione si stabilizzerà dopo un ulteriore minimo nella prima parte dell'anno e le banche centrali, manterranno comunque un atteggiamento decisamente "espansivo" molto più orientato a prevenire eventuali spirali deflazionistiche che a contrastare eventuali inaspettati surriscaldamenti dei prezzi.

La Fed difficilmente rispetterà il ritmo di rialzi annunciato, ma dovrà piuttosto "tararlo" anche in base a shock esogeni che riteniamo possibili sia dal lato delle notizie sul "ribilanciamento" della crescita Cinese, sia dal lato della situazione geopolitica e mantenendosi comunque ben "dietro alla curva".

BCE, BOJ e PBC continueranno la loro espansione di bilancio a ritmo sostenuto compensando le condizioni finanziarie meno espansive degli US.

Crescita economica comunque positiva, inflazione che si stabilizza, Banche Centrali ancora proattive nella gestione del ciclo economico e tassi reali negativi o prossimi allo zero non rappresenteranno però nel 2016 una garanzia di performance positive per le asset class rischiose e di assenza di volatilità in un contesto di premi al rischio sempre più compressi.

Per quanto riguarda gli investimenti obbligazionari, in particolare, sebbene riteniamo tuttora improbabile una veloce accelerazione al rialzo dei rendimenti sulla parte lunga delle curve in un contesto di tassi monetari ancora ancorati da politiche monetarie espansive, crescita ancora modesta e liquidità abbondante dove i bond continueranno a trovare naturali compratori (in ultima istanza le Banche centrali stesse), gli attuali livelli dei tassi nominali, spesso negativi sulla parte breve ed intermedia delle curve, non incorporano tuttavia alcun tipo di "term premium" e sono artificialmente compressi da squilibri tra flussi di domanda e offerta.

Riteniamo per tanto appropriato mantenere un approccio di duration inferiore rispetto al benchmark.

Continueremo inoltre a mantenere un atteggiamento di prudenza sulle emissioni Governative dei Paesi che dimostreranno di faticare a perseguire le riforme necessarie per stabilizzare la propria situazione finanziaria, mentre confermiamo l'atteggiamento molto costruttivo nei confronti delle emissioni italiane anche in considerazione dei benefici del protrarsi del QE in termini di riduzione del costo del servizio del debito per i paesi più indebitati dell'Eurozona.

Credit spreads

La correzione della seconda metà del 2015 ha evidenziato la vulnerabilità di un mercato comunque illiquido e senza un compratore di ultima istanza quale quello dei Corporate Bond IG e High Yield. Il posizionamento particolarmente prudente del portafoglio sull'asset class lascia spazio per cogliere eventuali occasioni sia per quanto riguarda i Financial che gli Industrials, non ritenendo comunque probabile una esplosione dei tassi di default nei prossimi mesi in un contesto macro comunque non negativo.

La massima diversificazione degli emittenti rimane un punto chiave dato che permangono situazioni di rischio idiosincratice. L'analisi fondamentale e dei flussi di cassa in particolare rimane il fattore principale di analisi, ricordando comunque sempre che in presenza di fasi anche temporanee di ricrudescenza della negatività del ciclo si potrebbe assistere ad una nuova fase di allargamento degli spread con conseguente perdita di liquidità del mercato secondario.

Equity

Considerando, come sempre, i tre pilastri dell'investimento nei mercati azionari (prospettive economiche, valutazioni di mercato, sentiment degli investitori) quali driver del posizionamento nel 2016 possiamo affermare che, anche alla luce della pesante correzione dei prezzi delle prime due settimane dell'anno, l'anno stesso appare caratterizzato da una combinazione piuttosto complessa: mentre quadro macro e ora anche sentiment e posizionamento degli investitori potrebbero configurare un buon punto di ingresso sul mercato, le valutazioni rimangono piuttosto tirate in particolare sui settori "duration sensitive" e ad alta distribuzione di dividendi, in un contesto di utili aziendali in calo negli US e attesi in crescita modesta in Europa.

Sempre più premiante risulterà a nostro parere l'attività di stock picking e la capacità di individuare investimenti caratterizzati da modelli di business in grado di garantire una sostenibilità dei ritorni sul capitale nel medio periodo piuttosto che la scelta di cavalcare volatili trend e anticipare flussi di mercato.

Valute

La svalutazione competitiva continua a rimanere uno degli obiettivi perseguiti dai Governi e dalle Banche centrali per stimolare la anemica crescita economica attraverso un miglioramento dell'export. In questo contesto la BCE nel 2016 continuerà a sostituire la FED al fianco della BOJ quale maggior contributore a quell'"easing monetario globale" che al domani dello scoppio della bolla finanziaria nel 2008 ha sostenuto la fragile ripresa economica globale.

Sebbene a causa dell'accumularsi di un surplus di partite correnti sempre più rilevante l'EURO appaia già sopravvalutato rispetto a GBP e USD non ci aspettiamo pertanto un violento reversal del trend di indebolimento della divisa unica Europea nel 2016.

COMMENTO GESTIONE RISPEVI

Periodo	2015
----------------	-------------

La gestione è rivolta prevalentemente verso strumenti finanziari di tipo obbligazionario ed è effettuata anche tenendo conto del criterio di determinazione dei rendimenti basato sulla valutazione delle attività al 'costo storico'. Lo stile di gestione adottato individua i titoli considerando gli aspetti di solidità dell'emittente e privilegiando la continuità del flusso cedolare nel tempo. Le scelte di gestione tengono conto anche delle indicazioni che derivano dall'attività di monitoraggio del rischio. In particolare, la Compagnia definisce la composizione degli attivi coerentemente con la struttura degli impegni assunti nei confronti degli assicurati (Asset Liability Management). Nella attuazione della politica di gestione sono di norma esclusi investimenti diretti in imprese o istituzioni che notoriamente si occupano di commercio di armi, droghe, tabacco che si avvalgono dello sfruttamento del lavoro minorile o che usano impianti inquinanti o pericolosi. Le principali tipologie di strumenti finanziari in cui sono investite le risorse della gestione separata alla fine del trimestre ed altre informazioni relative ad essa sono rappresentate nelle seguenti tabelle.

ASSET CLASS	%	AREA GEOGRAFICA	%
BTP	45,48%	ITALIA	75,35%
OBBLIGAZIONI QUOTATE IN EURO	32,20%	EUROPA area euro	18,70%
QUOTE DI OICR	9,46%	STATI UNITI	4,08%
CCT	6,32%	ALTRI EUROPA non euro	1,78%
ALTRI TITOLI DI STATO EMESSI IN EURO	3,59%	GIAPPONE	0,09%
AZIONI NON QUOTATE IN EURO	0,94%	Totale complessivo	100,00%
AZIONI QUOTATE IN EURO	0,94%		
OBBLIGAZIONI QUOTATE IN VALUTA	0,58%	ESPOSIZIONE VALUTARIA	%
ALTRI TITOLI DI STATO EMESSI IN VALUTA	0,30%	EUR	99,26%
ALTRO	0,19%	USD	0,46%
Totale complessivo	100,00%	GBP	0,28%
		Totale complessivo	100,00%
SETTORE	%	DURATA MEDIA FINANZIARIA (duration modificata)	%
DEBITO PUBBLICO	55,54%		4,23
BANCARIO	19,02%		
FINANZIARIO	7,73%	RATING	%
F. C. INV. CHIUSI	6,08%	BBB-	64,00%
UTILITIES	2,54%	privi di rating	12,44%
ENERGIA	1,72%	BBB+	5,83%
COMUNICAZIONI	1,67%	BB-	4,39%
INDUSTRIALE	1,56%	BBB	4,14%
ASSICURATIVO	1,04%	BB	2,62%
TECNOLOGICO	0,64%	BB+	2,14%
IMMOBILIARE	0,63%	A	1,19%
COMMERCIO	0,32%	AA	0,86%
F. DI COM. INVEST.	0,31%	B	0,54%
TRASPORTI	0,12%	BB-	0,41%
MORTGAGE SEC.	0,09%	B+	0,41%
SERVIZI TURISMO	0,02%	A+	0,30%
ALTRO	0,98%	A-	0,30%
Totale complessivo	100,00%	B1	0,15%
		AA+	0,13%
		AA	0,10%
		C	0,04%
		Totale complessivo	100,00%

Il rendimento annuo realizzato dalla gestione nei 12 mesi del 2015 è riportato nella seguente tabella.

Mese	Rendimento	Mese	Rendimento	Mese	Rendimento	Mese	Rendimento
Gennaio 2015	4,06%	Aprile 2015	4,16%	Luglio 2015	4,12%	Ottobre 2015	4,09%
Febbraio 2015	4,04%	Maggio 2015	4,04%	Agosto 2015	4,12%	Novembre 2015	4,06%
Marzo 2015	3,92%	Giugno 2015	4,14%	Settembre 2015	3,88%	Dicembre 2015	4,12%

Percentuale di titoli pubblici considerata ai fini della determinazione dell'imposta sostitutiva sui risultati di gestione 54,41%

Rivalutazione riconosciuta alle posizioni individuali ai sensi dell'art. 3 della Convenzione 3,69%

Verona, 22 febbraio 2016

GESTIONE SEPARATA FONDICOLL UNIPOLSAI

La gestione separata Fondicoll UnipolSai adotta una politica di investimento prevalentemente incentrata su Titoli di Stato ed obbligazioni liquide denominate in Euro, caratterizzate da elevata liquidità e buon merito creditizio.

Nel corso del 2015 l'operatività in Titoli di Stato si è focalizzata principalmente su acquisti di titoli italiani e spagnoli su varie scadenze della curva, anche in formato *zero coupon* (Btp e Bonos Strip), con l'obiettivo di ottenere scadenze e rendimenti coerenti con il profilo delle passività.

L'esposizione complessiva alla componente *corporate* è rimasta sostanzialmente invariata. L'operatività ha privilegiato acquisti di emittenti finanziari a fronte di rimborsi di titoli non finanziari, mantenendo un profilo equilibrato rispetto al rischio emittente.

La componente azionaria è stata ridotta. L'operatività guidata da criteri di prudenza, ha mantenuto un'esposizione a titoli di società caratterizzate da buona visibilità sui risultati attesi.

A fine 2015 la *duration* della gestione separata Fondicoll Unipolsai si è attestata a 5.95 anni.

Informazioni anagrafiche

Gestione Separata

Patrimonio: 3.526 mln

Valuta: EUR

Grado di rischio*: Basso

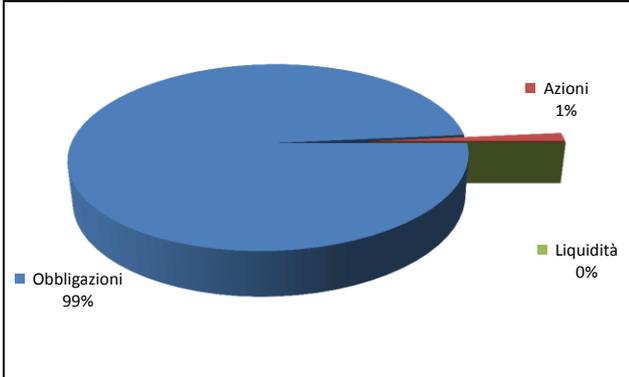
Orizzonte temporale**: Medio/Lungo periodo

Duration portafoglio: 5,95

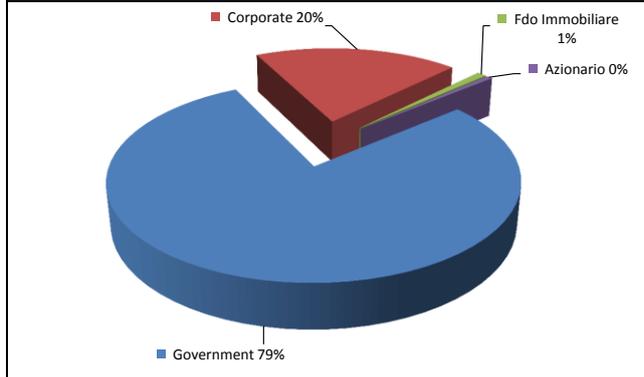
(*) Il grado di rischio si riferisce alla volatilità dei rendimenti retrocessi agli assicurati che, in generale, per le Gestioni Separate è basso.

(**) L'orizzonte temporale è identificato in base alla sensibilità (duration) del portafoglio attivi, che è solitamente coerente con la durata/duration media delle passività

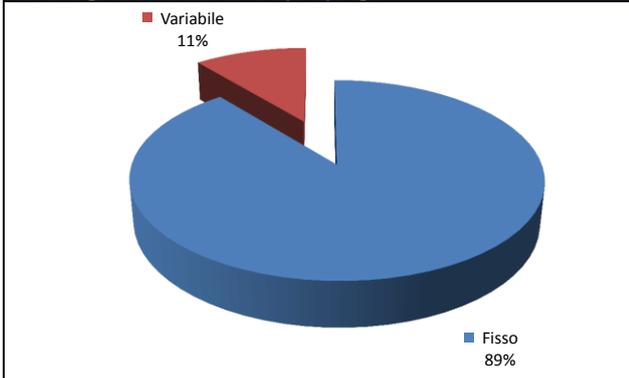
Strategia di investimento



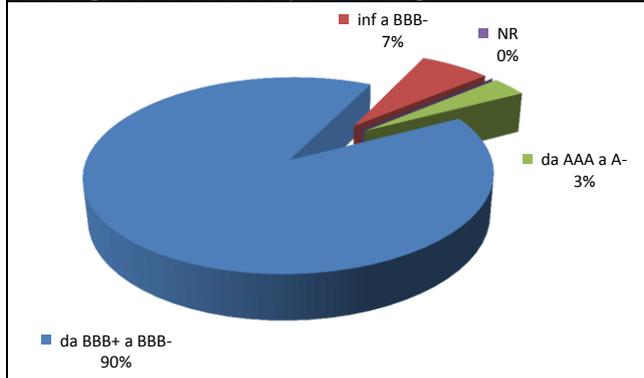
Composizione per comparto di investimento



Titoli obbligazionari: diversificazione per tipologia



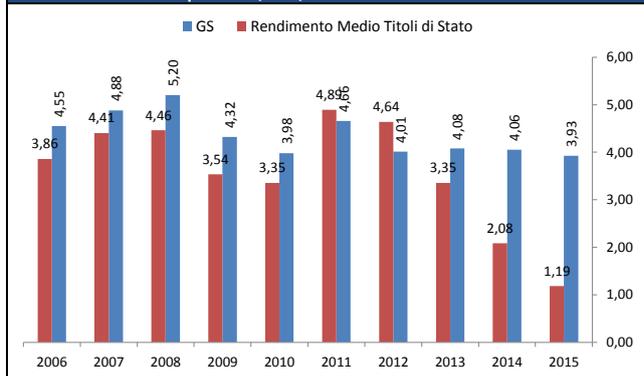
Titoli obbligazionari: diversificazione per classi di rating



Rendimenti annuali sul periodo di 12 mesi***



Rendimenti annuali sul periodo 1/1-31/12***



(***) fino a set-14: Fondicoll

Politica di gestione

Il 2015 è stato caratterizzato da una crescita economica globale di poco superiore al 3%, in leggera diminuzione rispetto al 2014. L'area Euro, aiutata dal supporto della Banca Centrale Europea (BCE), dalla politica fiscale meno restrittiva, dalla domanda interna in accelerazione, dal miglioramento dell'occupazione e dall'aumento delle esportazioni verso i Paesi industrializzati, ha conseguito un'espansione del Prodotto Interno Lordo (Pil) attorno all'1.5%. La BCE, nell'ultimo incontro dell'anno, ha procrastinato il "Quantitative easing" almeno fino a marzo del 2017 e ha ridotto da -0.20% a -0.30% il tasso di deposito pagato dall'Autorità monetaria alle banche commerciali sui fondi lasciati presso i relativi conti di tesoreria e non impiegati in attività produttive. Lo scopo di queste azioni è di supportare la ripresa economica, favorendo l'erogazione di maggior credito all'economia reale e rendendo meno oneroso il costo del credito bancario. Negli Stati Uniti l'attività economica nel 2015 si è sviluppata ad un tasso prossimo al 2.5%, in uno scenario di bassa inflazione (0.5% il dato più recente) e di costante riduzione della disoccupazione (5% il dato di dicembre). In tale contesto, la Federal Reserve, nella riunione di dicembre, ha deciso l'aumento di 25 punti base dei tassi ufficiali, ribadendo che il processo di normalizzazione della politica monetaria sarà "graduale". La Cina, continuando nel processo di cambiamento del proprio modello di sviluppo orientato a far crescere maggiormente la domanda interna e a ridurre le esportazioni e gli investimenti, ha conseguito un tasso di crescita in leggero rallentamento, al 7%. Permangono, per altro, potenziali rischi legati ad una brusca frenata dell'economia cinese a causa, soprattutto, dell'instabilità finanziaria e dell'eccessivo debito del settore privato. I Paesi emergenti, infine, hanno da un lato subito la significativa discesa del prezzo del petrolio (Russia e Paesi OPEC in generale), mentre dall'altro il rafforzamento del dollaro ha provocato tensioni in quelle Nazioni dove è stato ingente negli anni passati il ricorso all'indebitamento in dollari. L'economia italiana ha conseguito un tasso di crescita positivo, nell'intorno dello 0.7%. I fattori che hanno favorito tale risultato sono numerosi: la politica fiscale meno restrittiva, la costante azione della BCE, la debolezza dell'euro, la ripresa della domanda interna trainata dal sensibile calo del prezzo del petrolio e dalla discesa della disoccupazione e, infine, la realizzazione di alcune riforme strutturali.

Documento Riservato

Le indicazioni riportate nel presente documento, non destinate alla pubblica diffusione, hanno valenza meramente informativa e non impegnano la responsabilità della Compagnia. I rendimenti conseguiti in passato ed ivi riportati non sono significativi di quelli futuri.