



COMMENTO DEI GESTORI

AL 31/12/2010

Allegato D

FP CARIPARMA MONETARIA Commento di Gestione – Anno 2010

Scenario macro e mercati

Il tema dominante nel 2010 è stata la crisi del debito sovrano nell'area Euro.

Pur con una situazione economica in miglioramento sia negli Stati Uniti sia in Europa, anche se ad un ritmo moderato, gli investitori hanno concentrato la loro attenzione sul deficit di bilancio della Grecia e sul consistente allargamento degli spreads dei titoli governativi di questo paese rispetto alla Germania (più di 1100 bps contro i 250 bps del primo gennaio 2010).

Data la crescente avversione al rischio e il conseguente minor interesse per le asset class rischiose, si è assistito ad un movimento di *flight to quality* verso i titoli governativi.

Lo Schatz a 2 anni, ad esempio, si è ridotto di 90bps da 1,35% a 0,45% a metà maggio e l'Euro Stoxx 50 ha perso il 17,50% nello stesso periodo.

La crisi della Grecia ha influenzato altri paesi periferici dell'Area Euro. L'Unione Europea e il FMI hanno messo in atto 2 piani di "stabilizzazione": 110 miliardi di Euro per la Grecia per un periodo di 3 anni e 750 miliardi di euro a favore dei paesi europei che si dovessero trovare in difficoltà. I successivi declassamenti di rating di diversi paesi europei hanno amplificato l'avversione al rischio e il timore degli investitori nei confronti dell'eurozona.

Lo scenario è stato piuttosto simile anche nel secondo semestre 2010. Per quanto riguarda il credito, a metà giugno, si è assistito al ritorno degli investitori sul mercato primario, gli spread hanno iniziato a stabilizzarsi e successivamente a restringersi fino a ottobre.

Inoltre, i risultati aziendali sono stati superiori al *consensus* per il 77% delle aziende che compongono l'indice Euro Stoxx e per l'85% delle aziende che compongono l'indice S&P500.

Nello stesso tempo, nonostante il successo del MRO (Main Refinancing Operations) e dell'LTRO (Long Term Refinancing Operation) da parte della BCE, l'attenzione degli investitori si è concentrata:

- sul piano di salvataggio della Anglo Irish Bank;
- sulle dichiarazioni sia della Germania sia della Francia in merito alla partecipazione del settore privato nel salvataggio del debito pubblico e alla possibilità di una ristrutturazione del debito;
- sulla difficoltà di messa in atto e sulla "credibilità" del piano EFSF (European Financial Stability Facility)

Di conseguenza, si è nuovamente assistito ad un aumento dell'avversione al rischio; tutte le asset class rischiose (azioni, mercato del credito, valute, mercati emergenti) sono state penalizzate, l'interesse si è nuovamente concentrato sui titoli governativi tedeschi. Lo Schatz a 2 anni, per esempio, ha raggiunto lo 0,85% dall'1,10% di fine ottobre.

Gestione del portafoglio

Nella gestione del portafoglio abbiamo mantenuto una modified duration da neutrale a leggero sotto peso dato che ritenevamo possibile un miglioramento dei risultati macroeconomici sia in Europa sia negli Stati Uniti. Data questa nostra view sulla situazione macroeconomica, abbiamo avuto posizioni di flattening sul tratto 10-30 anni e sul tratto 2-10 anni; tali posizioni sono state compensate e reintrodotte durante l'anno.

Per quanto riguarda l'allocazione geografica, siamo stati in sovra peso principalmente su Italia e Francia; nel corso dell'anno è stata incrementata l'esposizione a Belgio e Olanda. Il portafoglio è stato in sotto peso sui titoli tedeschi poiché ci attendevamo un aumento dei rendimenti, grazie alla ripresa dell'economia e quindi un rally dei paesi periferici rispetto alla Germania.

Nel mese di Aprile la gestione è stata penalizzata dalla modified duration del portafoglio e dal sotto peso di titoli governativi tedeschi in un momento in cui gli spread dei titoli governativi degli altri paesi europei rispetto alla Germania si erano ampliati.

Abbiamo creduto all'investimento corporate dato l'impegno delle società a migliorare i propri bilanci, a ridurre le spese in conto capitale e ad aumentare i propri flussi di cassa. Abbiamo pertanto mantenuto l'esposizione a questa asset class di poco inferiore al 10% (massimo consentito), partecipando ad alcune emissioni primarie (Edenred 3,625% 10/2017, Banque PSA 3.25% 11/2012 ...) e vendendo alcune obbligazioni a tasso fisso a favore di obbligazioni a tasso variabile.

Prospettive

In un'ottica prospettica, continuiamo a credere che date le prospettive di miglioramento dell'economia (in particolare per gli Stati Uniti e Germania), assisteremo ad un aumento dei rendimenti e ad una over performance del debito dei paesi periferici (rispetto alla Germania).

Ci potrà ancora essere volatilità per alcuni paesi periferici e ancora alcune sfide per l'economia (tasso di disoccupazione, mercato immobiliare residenziale ...), ma con l'inizio di una crescente inflazione e con le revisioni al rialzo del PIL per diversi paesi (paesi emergenti, Stati Uniti, Germania ...) i rendimenti dovrebbero aumentare per il prossimo anno anche se riteniamo che non ci saranno aumenti dei tassi sia da parte della BCE sia da parte della Federal Reserve.

FP CARIPARMA OBBLIGAZIONARIA 5 Commento di Gestione – Anno 2010

Scenario macro e mercati

L'economia mondiale ha continuato nel 2010 a migliorare dopo la crisi più grave mai avuta dalla fine della seconda guerra mondiale. I timori di un double dip nell'economia degli Stati Uniti si sono presentati nel mese di agosto, ma si sono rivelati eccessivi visti alcuni segnali di ripresa della domanda interna, con una crescita delle vendite al dettaglio a un ritmo mai visto dalla fine del 2001. In Europa, l'economia tedesca è ripartita a pieno regime, sostenuta dalle esportazioni, ma anche dalla ripresa di domanda interna. Anche il Giappone è cresciuto a un ritmo soddisfacente.

Le economie emergenti, nonostante alcuni segnali di rallentamento conseguenti a misure di politica economica restrittive e a una diminuzione degli scambi commerciali globali, sono state trainanti, mentre le economie sviluppate hanno sorpreso al rialzo.

In conclusione, il PIL mondiale è aumentato di un altro 4,5%, analogamente a quanto registrato nel 2009.

Il 2010 ha visto anche alcuni trend positivi sui mercati finanziari, anche se sarà piuttosto ricordato per le crisi legate alla solvibilità finanziaria dei governi in una serie di paesi sviluppati e per le misure non convenzionali decise dalle principali banche centrali al fine di far fronte agli effetti persistenti di tale crisi. In un contesto di incertezza circa la capacità dell'economia degli Stati Uniti di sostenere la propria ripresa, la Federal Reserve ha annunciato a novembre un altro programma di *quantitative easing* (QE2), con l'immissione illimitata di liquidità almeno fino ad aprile 2011.

In Europa, la crisi del debito sovrano dei paesi periferici ha indotto la BCE ad acquistare i titoli di stato emessi dai paesi più deboli, e le autorità europee ad istituire un Fondo per la stabilità finanziaria per sostenere, grazie anche all'aiuto supplementare delle risorse del FMI, i governi con livello di debito insostenibile.

Gestione del portafoglio

Nonostante i buoni fondamentali, le ansie crescenti sui problemi di bilancio in Europa e sulle possibili conseguenze sulla ripresa mondiale, hanno portato nel primo semestre ad un'esposizione azionaria del portafoglio più cauta soprattutto in Europa. In ottica difensiva, abbiamo preferito i titoli azionari statunitensi. Abbiamo anche privilegiato l'investimento nei mercati emergenti beneficiando del dinamismo della loro crescita economica e del buon andamento dei consumi domestici di questi paesi.

Con le preoccupazioni degli investitori che si sono spostate dalla crisi del debito sovrano nella zona Euro alla effettiva sostenibilità della ripresa economica negli Stati Uniti, è stata ridotta durante l'estate l'esposizione all'azionario USA e favore dell'azionario Euro. Grazie ai buoni risultati degli stress test delle banche, l'allocazione sul settore bancario europeo è stata rafforzata.

In un contesto così rischioso, con i tassi storicamente bassi, la duration è stata ridotta di circa un anno nel secondo semestre (da 4.35 anni di fine giugno a 3.54 anni di fine dicembre), sia sui titoli US sia sui titoli dell'Eurozona. Con i tassi a breve termine a livelli bassi la strategia di flattening è stata mantenuta tutto l'anno a discapito delle scadenze a 3 anni. L'effetto di questa strategia non è stato particolarmente premiante nell'ultimo trimestre.

Abbiamo mantenuto la preferenza per i titoli di stato tedeschi e italiani e nessuna esposizione a Irlanda, Grecia e Portogallo. Anticipando la messa in atto da parte dell'Unione Europea di un meccanismo anticrisi permanente, nell'ultima settimana di novembre sono state tatticamente acquistate obbligazioni a 10 anni della Spagna (2.78% il peso in portafoglio a fine anno).

Con gli spread che sono tornati a livelli elevati, una migliore visibilità sulle capacità di rifinanziamento e sull'attività aziendale, a inizio estate abbiamo iniziato ad investire in titoli corporate; la percentuale di

esposizione è stata poi mantenuta intorno al 10% per il resto dell'anno (9.05% a fine dicembre).

Prospettive

La crescita globale dovrebbe procedere ad un ritmo soddisfacente, grazie a politiche economiche generalmente favorevoli. Alcune economie emergenti hanno messo in atto una politica monetaria restrittiva per combattere le nascenti pressioni inflazionistiche con l'obiettivo di evitare bruschi rallentamenti. Grazie ai benefici economici in USA dati dal recente pacchetto fiscale e da un mercato del lavoro migliore che ha aiutato la domanda interna, la crescita del PIL potrebbe avvicinarsi al 3% secondo le previsioni più recenti. Le business surveys puntano ad una forte e continua crescita delle principali economie europee, anche se persisterà una forte eterogeneità poiché i paesi Euro coinvolti nella crisi del debito rimarranno negativamente influenzati dalle politiche fiscali restrittive.

Per quanto riguarda le nostre prospettive sui mercati finanziari, riteniamo che prevarrà il contrasto tra il settore corporate, in buone condizioni, e i governi pesantemente indebitati; questo giustifica la nostra cauta posizione sui principali mercati dei titoli di Stato e il mantenimento dell'esposizione al settore corporate. Tuttavia il trend degli spread creditizi più bassi si è probabilmente concluso per cui, l'investimento azionario è più interessante rispetto all'investimento corporate.

La capacità dei governi dell'area Euro di trovare una soluzione istituzionale convincente alla crisi del debito, l'evoluzione della politica degli Stati Uniti che deve far fronte a obiettivi conflittuali di sostenimento dell'economia e di taglio del disavanzo pubblico, così come la capacità dei paesi emergenti (Cina in particolare) al controllo dell'inflazione, saranno i temi principali da seguire nel 2011.

FP CARIPARMA MISTA 30 Commento di Gestione – Anno 2010

Scenario macro e mercati

L'economia mondiale ha continuato nel 2010 a migliorare dopo la crisi più grave mai avuta dalla fine della seconda guerra mondiale. I timori di un double dip nell'economia degli Stati Uniti si sono presentati nel mese di agosto, ma si sono rivelati eccessivi visti alcuni segnali di ripresa della domanda interna, con una crescita delle vendite al dettaglio a un ritmo mai visto dalla fine del 2001. In Europa, l'economia tedesca è ripartita a pieno regime, sostenuta dalle esportazioni, ma anche dalla ripresa di domanda interna. Anche il Giappone è cresciuto a un ritmo soddisfacente.

Le economie emergenti, nonostante alcuni segnali di rallentamento conseguenti a misure di politica economica restrittive e a una diminuzione degli scambi commerciali globali, sono state trainanti, mentre le economie sviluppate hanno sorpreso al rialzo.

In conclusione, il PIL mondiale è aumentato di un altro 4,5%, analogamente a quanto registrato nel 2009.

Il 2010 ha visto anche alcuni trend positivi sui mercati finanziari, anche se sarà piuttosto ricordato per le crisi legate alla solvibilità finanziaria dei governi in una serie di paesi sviluppati e per le misure non convenzionali decise dalle principali banche centrali al fine di far fronte agli effetti persistenti di tale crisi. In un contesto di incertezza circa la capacità dell'economia degli Stati Uniti di sostenere la propria ripresa, la Federal Reserve ha annunciato a novembre un altro programma di *quantitative easing* (QE2), con l'immissione illimitata di liquidità almeno fino ad aprile 2011.

In Europa, la crisi del debito sovrano dei paesi periferici ha indotto la BCE ad acquistare i titoli di stato emessi dai paesi più deboli, e le autorità europee ad istituire un Fondo per la stabilità finanziaria per sostenere, grazie anche all'aiuto supplementare delle risorse del FMI, i governi con livello di debito insostenibile.

Gestione del portafoglio

Nonostante i buoni fondamentali, le ansie crescenti sui problemi di bilancio in Europa e sulle possibili conseguenze sulla ripresa mondiale, hanno portato nel primo semestre ad un'esposizione azionaria del portafoglio più cauta soprattutto in Europa. In ottica difensiva, abbiamo preferito i titoli azionari statunitensi. Abbiamo anche privilegiato l'investimento nei mercati emergenti beneficiando del dinamismo della loro crescita economica e del buon andamento dei consumi domestici di questi paesi.

Con le preoccupazioni degli investitori che si sono spostate dalla crisi del debito sovrano nella zona Euro alla effettiva sostenibilità della ripresa economica negli Stati Uniti, è stata ridotta durante l'estate l'esposizione all'azionario USA e favore dell'azionario Euro. Grazie ai buoni risultati degli stress test delle banche, l'allocazione sul settore bancario europeo è stata rafforzata.

In un contesto così rischioso, con i tassi storicamente bassi, la duration è stata ridotta di circa un anno nel secondo semestre (da 3.52 anni di fine giugno a 2.70 anni di fine dicembre), sia sui titoli US sia sui titoli dell'Eurozona. Con i tassi a breve termine a livelli bassi la strategia di flattening è stata mantenuta tutto l'anno a discapito delle scadenze a 3 anni. L'effetto di questa strategia non è stato particolarmente premiante nell'ultimo trimestre.

Abbiamo mantenuto la preferenza per i titoli di stato tedeschi e italiani e nessuna esposizione a Irlanda, Grecia e Portogallo. Anticipando la messa in atto da parte dell'Unione Europea di un meccanismo anticrisi permanente, nell'ultima settimana di novembre sono state tatticamente acquistate obbligazioni a 10 anni della Spagna (1.87% il peso in portafoglio a fine anno).

Con gli spread che sono tornati a livelli elevati, una migliore visibilità sulle capacità di rifinanziamento e sull'attività aziendale, a inizio estate abbiamo iniziato ad investire in titoli corporate; la percentuale di

esposizione è stata poi mantenuta intorno al 10% per il resto dell'anno (9.2% a fine dicembre).

Prospettive

La crescita globale dovrebbe procedere ad un ritmo soddisfacente, grazie a politiche economiche generalmente favorevoli. Alcune economie emergenti hanno messo in atto una politica monetaria restrittiva per combattere le nascenti pressioni inflazionistiche con l'obiettivo di evitare bruschi rallentamenti. Grazie ai benefici economici in USA dati dal recente pacchetto fiscale e da un mercato del lavoro migliore che ha aiutato la domanda interna, la crescita del PIL potrebbe avvicinarsi al 3% secondo le previsioni più recenti. Le business surveys puntano ad una forte e continua crescita delle principali economie europee, anche se persisterà una forte eterogeneità poiché i paesi Euro coinvolti nella crisi del debito rimarranno negativamente influenzati dalle politiche fiscali restrittive.

Per quanto riguarda le nostre prospettive sui mercati finanziari, riteniamo che prevarrà il contrasto tra il settore corporate, in buone condizioni, e i governi pesantemente indebitati; questo giustifica la nostra cauta posizione sui principali mercati dei titoli di Stato e il mantenimento dell'esposizione al settore corporate. Tuttavia il trend degli spread creditizi più bassi si è probabilmente concluso per cui, l'investimento azionario è più interessante rispetto all'investimento corporate.

La capacità dei governi dell'area Euro di trovare una soluzione istituzionale convincente alla crisi del debito, l'evoluzione della politica degli Stati Uniti che deve far fronte a obiettivi conflittuali di sostenimento dell'economia e di taglio del disavanzo pubblico, così come la capacità dei paesi emergenti (Cina in particolare) al controllo dell'inflazione, saranno i temi principali da seguire nel 2011.

FP CARIPARMA BILANCIATA Commento di Gestione – Anno 2010

Scenario macro e mercati

L'economia mondiale ha continuato nel 2010 a migliorare dopo la crisi più grave mai avuta dalla fine della seconda guerra mondiale. I timori di un double dip nell'economia degli Stati Uniti si sono presentati nel mese di agosto, ma si sono rivelati eccessivi visti alcuni segnali di ripresa della domanda interna, con una crescita delle vendite al dettaglio a un ritmo mai visto dalla fine del 2001. In Europa, l'economia tedesca è ripartita a pieno regime, sostenuta dalle esportazioni, ma anche dalla ripresa di domanda interna. Anche il Giappone è cresciuto a un ritmo soddisfacente.

Le economie emergenti, nonostante alcuni segnali di rallentamento conseguenti a misure di politica economica restrittive e a una diminuzione degli scambi commerciali globali, sono state trainanti, mentre le economie sviluppate hanno sorpreso al rialzo.

In conclusione, il PIL mondiale è aumentato di un altro 4,5%, analogamente a quanto registrato nel 2009.

Il 2010 ha visto anche alcuni trend positivi sui mercati finanziari, anche se sarà piuttosto ricordato per le crisi legate alla solvibilità finanziaria dei governi in una serie di paesi sviluppati e per le misure non convenzionali decise dalle principali banche centrali al fine di far fronte agli effetti persistenti di tale crisi. In un contesto di incertezza circa la capacità dell'economia degli Stati Uniti di sostenere la propria ripresa, la Federal Reserve ha annunciato a novembre un altro programma di *quantitative easing* (QE2), con l'immissione illimitata di liquidità almeno fino ad aprile 2011.

In Europa, la crisi del debito sovrano dei paesi periferici ha indotto la BCE ad acquistare i titoli di stato emessi dai paesi più deboli, e le autorità europee ad istituire un Fondo per la stabilità finanziaria per sostenere, grazie anche all'aiuto supplementare delle risorse del FMI, i governi con livello di debito insostenibile.

Gestione del portafoglio

Nonostante i buoni fondamentali, le ansie crescenti sui problemi di bilancio in Europa e sulle possibili conseguenze sulla ripresa mondiale, hanno portato nel primo semestre ad un'esposizione azionaria del portafoglio più cauta soprattutto in Europa. In ottica difensiva, abbiamo preferito i titoli azionari statunitensi. Abbiamo anche privilegiato l'investimento nei mercati emergenti beneficiando del dinamismo della loro crescita economica e del buon andamento dei consumi domestici di questi paesi.

Con le preoccupazioni degli investitori che si sono spostate dalla crisi del debito sovrano nella zona Euro alla effettiva sostenibilità della ripresa economica negli Stati Uniti, è stata ridotta durante l'estate l'esposizione all'azionario USA e favore dell'azionario Euro. Grazie ai buoni risultati degli stress test delle banche, l'allocazione sul settore bancario europeo è stata rafforzata.

In un contesto così rischioso, con i tassi storicamente bassi, la duration è stata ridotta di circa un anno nel secondo semestre (da 2.50anni di fine giugno a 1.82 anni di fine dicembre), sia sui titoli US sia sui titoli dell'Eurozona. Con i tassi a breve termine a livelli bassi la strategia di flattening è stata mantenuta tutto l'anno a discapito delle scadenze a 3 anni. L'effetto di questa strategia non è stato particolarmente premiante nell'ultimo trimestre.

Abbiamo mantenuto la preferenza per i titoli di stato tedeschi e italiani e nessuna esposizione a Irlanda, Grecia e Portogallo. Anticipando la messa in atto da parte dell'Unione Europea di un meccanismo anticrisi permanente, nell'ultima settimana di novembre sono state tatticamente acquistate obbligazioni a 10 anni della Spagna (2.22% il peso in portafoglio a fine anno).

Con gli spread che sono tornati a livelli elevati, una migliore visibilità sulle capacità di rifinanziamento e sull'attività aziendale, a inizio estate abbiamo iniziato ad investire in titoli corporate; la percentuale di

esposizione è stata poi mantenuta intorno al 6% per il resto dell'anno (5.59% a fine dicembre).

Prospettive

La crescita globale dovrebbe procedere ad un ritmo soddisfacente, grazie a politiche economiche generalmente favorevoli. Alcune economie emergenti hanno messo in atto una politica monetaria restrittiva per combattere le nascenti pressioni inflazionistiche con l'obiettivo di evitare bruschi rallentamenti. Grazie ai benefici economici in USA dati dal recente pacchetto fiscale e da un mercato del lavoro migliore che ha aiutato la domanda interna, la crescita del PIL potrebbe avvicinarsi al 3% secondo le previsioni più recenti. Le business surveys puntano ad una forte e continua crescita delle principali economie europee, anche se persisterà una forte eterogeneità poiché i paesi Euro coinvolti nella crisi del debito rimarranno negativamente influenzati dalle politiche fiscali restrittive.

Per quanto riguarda le nostre prospettive sui mercati finanziari, riteniamo che prevarrà il contrasto tra il settore corporate, in buone condizioni, e i governi pesantemente indebitati; questo giustifica la nostra cauta posizione sui principali mercati dei titoli di Stato e il mantenimento dell'esposizione al settore corporate. Tuttavia il trend degli spread creditizi più bassi si è probabilmente concluso per cui, l'investimento azionario è più interessante rispetto all'investimento corporate.

La capacità dei governi dell'area Euro di trovare una soluzione istituzionale convincente alla crisi del debito, l'evoluzione della politica degli Stati Uniti che deve far fronte a obiettivi conflittuali di sostenimento dell'economia e di taglio del disavanzo pubblico, così come la capacità dei paesi emergenti (Cina in particolare) al controllo dell'inflazione, saranno i temi principali da seguire nel 2011.

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: 02/88219233 giovanna.angari@gruppoesperia.com

Luigi Introzzi: 02/88219249 luigi.introzzi@gruppoesperia.com

Indice degli argomenti:

- **Commento alla gestione 2010**
- **Prospettive mercati 2011**

Commento alla gestione 2010

2681 Linea Monetaria

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 costante rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Il mandato gestito da Duemme Sgr, nel corso del 2010 ha segnato un rendimento assoluto positivo anche se leggermente inferiore rispetto al benchmark assegnato:

Rendim. lordo	+0,92 %
Benchmark	+1,15 %

Il portafoglio è rimasto costantemente investito in titoli di Stato denominati in Euro con duration complessiva costantemente sottopesata rispetto al benchmark del mandato di circa il 20%.

All'interno della componente obbligazionaria il portafoglio è stato costantemente sovrappesato per quanto riguarda i titoli governativi italiani e dei Paesi Core dell'area Euro, mentre nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIGS che hanno subito durante varie fasi dell'anno pesanti allargamenti degli spread a causa dell'intensificarsi dei timori sulla sostenibilità del debito pubblico e dell'inefficacia percepita dal mercato degli interventi di sostegno da parte di Governi ed autorità monetarie.

Una componente del portafoglio è stata investita in titoli a tasso variabile e indicizzati all'inflazione. La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è stata progressivamente ridotta, fino ad essere quasi azzerata verso la fine dell'anno, in conseguenza del venire meno della convenienza relativa di tali strumenti i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si sono compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

L'allargamento dei differenziali di rendimento sui titoli di debito pubblico italiano anche a brevissima scadenza verificatosi negli ultimi giorni dell'anno a seguito di importanti aste di Titoli di

Stato che hanno avuto bassi tassi di adesione a causa della illiquidità del periodo, hanno determinato la sottoperformance del mandato nel 2010.

La normalizzazione delle condizioni del mercato obbligazionario e monetario nei primi giorni del 2011 consentirà di recuperare velocemente il differenziale di rendimento del mandato rispetto al suo benchmark.

2682 Linea Mista 30

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

Il mandato gestito da Duemme Sgr nel corso del 2010 ha avuto il seguente risultato positivo sia in termini assoluti che relativamente al benchmark assegnato:

Rendim. lordo	+6,56 %
Benchmark	+6,22 %

L'investimento effettivo sui mercati azionari, è rimasto costantemente allineato durante l'anno rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento in un contesto di mercato caratterizzato da valutazioni fondamentali coerenti con uno scenario di ripresa moderata ma sostenibile per le principali economie mondiali.

Nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio il portafoglio è stato impostato privilegiando titoli e settori difensivi caratterizzati da significativi scostamenti tra valore di mercato e valore intrinseco. I settori più legati alla crescita globale e delle economie emergenti sono diventati progressivamente più "cari" nel corso dell'anno e pertanto sono stati costantemente sottopesati nel portafoglio.

Il portafoglio obbligazionario è rimasto costantemente investito in titoli di Stato denominati in Euro con duration complessiva costantemente sottopesata rispetto al benchmark del mandato di circa il 25%. In particolare si è mantenuto un forte sottopeso sul segmento intermedio della curva dei rendimenti, privilegiano le scadenze brevissime e quelle più lunghe che avrebbero beneficiato del progressivo appiattimento della curva stessa.

All'interno della componente obbligazionaria il portafoglio è stato costantemente sovrappesato per quanto riguarda i titoli governativi italiani e dei Paesi Core dell'area Euro, mentre nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIGS che hanno subito durante varie fasi dell'anno pesanti allargamenti degli spread a causa dell'intensificarsi dei timori sulla sostenibilità del debito pubblico e dell'inefficacia percepita dal mercato degli interventi di sostegno da parte di Governi ed autorità monetarie.

Una componente del portafoglio è stata investita in titoli a tasso variabile e indicizzati all'inflazione. La componente del portafoglio investita obbligazioni societarie è stata progressivamente ridotta, fino ad essere quasi azzerata verso la fine dell'anno, in conseguenza del venire meno della convenienza relativa di tali strumenti i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si sono compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

La componente di bond denominati in divise estere è stata investita in titoli supranationals con rating AAA.

2683 Linea Bilanciata

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Duemme Sgr è stato investito, coerentemente con il benchmark assegnato per ciascun mandato, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto allo

stesso parametro di riferimento e nel costante rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Il mandato gestito da Duemme Sgr nel corso del 2010 ha avuto il seguente risultato positivo sia in termini assoluti che relativamente al benchmark assegnato:

Rendim. lordo	+8,37 %
Benchmark	+7,81 %

L'investimento effettivo sui mercati azionari, è rimasto costantemente allineato durante l'anno rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento in un contesto di mercato caratterizzato da valutazioni fondamentali coerenti con uno scenario di ripresa moderata ma sostenibile per le principali economie mondiali.

Nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio il portafoglio è stato impostato privilegiando titoli e settori difensivi caratterizzati da significativi scostamenti tra valore di mercato e valore intrinseco. I settori più legati alla crescita globale e delle economie emergenti sono diventati progressivamente più "cari" nel corso dell'anno e pertanto sono stati costantemente sottopesati nel portafoglio.

Il portafoglio obbligazionario è rimasto costantemente investito in titoli di Stato denominati in Euro con duration complessiva costantemente sottopesata rispetto al benchmark del mandato di circa il 25%. In particolare si è mantenuto un forte sottopeso sul segmento intermedio della curva dei rendimenti, privilegiano le scadenze brevissime e quelle più lunghe che avrebbero beneficiato del progressivo appiattimento della curva stessa.

All'interno della componente obbligazionaria il portafoglio è stato costantemente sovrappesato per quanto riguarda i titoli governativi italiani e dei Paesi Core dell'area Euro, mentre nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIGS che hanno subito durante varie fasi dell'anno pesanti allargamenti degli spread a causa dell'intensificarsi dei timori sulla sostenibilità del debito pubblico e dell'inefficacia percepita dal mercato degli interventi di sostegno da parte di Governi ed autorità monetarie.

Una componente del portafoglio è stata investita in titoli a tasso variabile e indicizzati all'inflazione. La componente del portafoglio investita obbligazioni societarie è stata progressivamente ridotta, fino ad essere quasi azzerata verso la fine dell'anno, in conseguenza del venire meno della convenienza relativa di tali strumenti i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si sono compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

La componente di bond denominati in divise estere e' stata investita in titoli supranationals con rating AAA.

2684 Linea Obbligazionaria

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

Il mandato gestito da Duemme Sgr nel corso del 2010 ha conseguito un rendimento assoluto positivo in linea con quello del benchmark assegnato:

Rendim. lordo	+3,42 %
Benchmark	+3,49 %

L'investimento effettivo sui mercati azionari, è rimasto costantemente allineato durante l'anno rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento in un contesto di mercato caratterizzato da valutazioni fondamentali coerenti con uno scenario di ripresa moderata ma sostenibile per le principali economie mondiali.

Il portafoglio obbligazionario è rimasto costantemente investito in titoli di Stato denominati in Euro con duration complessiva costantemente sottopesata rispetto al benchmark del mandato di circa il 25%. In particolare si è mantenuto un forte sottopeso sul segmento intermedio della curva dei rendimenti, privilegiano le scadenze brevissime e quelle più lunghe che avrebbero beneficiato del progressivo appiattimento della curva stessa.

All'interno della componente obbligazionaria il portafoglio è stato costantemente sovrappesato per quanto riguarda i titoli governativi italiani e dei Paesi Core dell'area Euro, mentre nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIGS che hanno subito durante varie fasi dell'anno pesanti allargamenti degli spread a causa dell'intensificarsi dei timori sulla sostenibilità del debito pubblico e dell'inefficacia percepita dal mercato degli interventi di sostegno da parte di Governi ed autorità monetarie.

Una componente del portafoglio è stata investita in titoli a tasso variabile e indicizzati all'inflazione.

La componente del portafoglio investita obbligazioni societarie è stata progressivamente ridotta, fino ad essere quasi azzerata verso la fine dell'anno, in conseguenza del venire meno della convenienza relativa di tali strumenti i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si sono compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

La componente di bond denominati in divise estere e' stata investita in titoli supranationals con rating AAA.

Prospettive mercati 2011

Mercato obbligazionario

Il deterioramento del ciclo economico e la profonda crisi finanziaria hanno portato nel corso del 2009 a risposte di politica economica congrue con l'eccezionale gravità del contesto che sono continuate anche nel corso del 2010. Le politiche monetarie di quantitative easing hanno portato le banche centrali a stampare moneta per acquistare attivi finanziari espandendone il bilancio. Le politiche fiscali di rilancio delle economie reali e gli interventi a sostegno del sistema finanziario in crisi hanno invece aggravato i conti pubblici già sofferenti dal lato delle entrate. Nonostante gli incoraggianti segnali di ripresa del ciclo economico ed i primi segnali di ripresa dell'inflazione nelle economie emergenti e in UK, le politiche monetarie rimangono forzatamente espansive in presenza di capacità produttiva ancora in eccesso ed elevati tassi di disoccupazione. In Eurolandia ulteriori vincoli al rialzo dei tassi sono posti dalla volontà di non aumentare ulteriormente il costo del finanziamento del debito dei paesi periferici i cui spread sono esplosi nel corso del 2010.

Tali fattori hanno determinato un rallentamento nel movimento di appiattimento delle curve atteso per il 2010.

I primi rialzi nei tassi sono comunque attesi dal mercato per il quarto trimestre del 2011. La politica monetaria sarà probabilmente dunque un fattore avverso delle curve monetarie e fino ai cinque anni. Il contesto sarà quindi di un appiattimento delle curve con tassi generalmente in aumento. A parità di rischio assoluto preferiamo posizionarci sulle ali della curva (monetario e oltre i dieci anni). La discrasia temporale e di mix tra politica monetaria, fiscale e misure non convenzionali tra USA ed Europa porta a ritenere probabile una sovraperformance statunitense grazie al sostegno degli acquisti sul tratto intermedio della curva fornito dal QE2. In generale, il livello estremamente basso su base storica dei tassi implica inoltre un giudizio sul ritorno corretto per il rischio assai poco attraente.

Cruciale nel 2011 sarà la risoluzione definitiva ed ormai non più procrastinabile del problema della sostenibilità del debito dei paesi periferici dell'area Euro: il piano di sostegno al rifinanziamento appare inadeguato soprattutto se la crisi dovesse contagiare definitivamente la Spagna dopo Grecia Portogallo ed Irlanda. Forme di aumento della unificazione fiscale dell'Area appaiono come l'unica alternativa ad una ristrutturazione del debito che avrebbe conseguenze al momento difficilmente valutabili.

Continueremo a mantenere un atteggiamento di estrema prudenza sulle emissioni dei PIGS mentre confermiamo l'atteggiamento molto costruttivo nei confronti delle emissioni italiane fino a sette anni e sulle curve degli emittenti sovranazionali e delle agenzie governative.

Credit spreads

Nel corso del 2010 l'atteso miglioramento dei ricavi, il controllo dei costi occupazionali, il contenimento delle spese in conto capitale e la riduzione dei pagamenti agli azionisti ha consentito a molte società di migliorare ulteriormente le condizioni di cassa e di ridurre il livello del debito. Profitti crescenti e debito in discesa sono stati una combinazione vincente per consentire una straordinaria performance dell'asset class nel corso dell'anno.

Importanti flussi di riallocazione dei capitali in cerca di alternative rispetto all'investimento in Titoli di Stato caratterizzati da rendimenti reali non appetibili per le emissioni dei paesi "core" e troppo rischiosi per quelli più indebitati hanno probabilmente determinato un progressivo eccesso nella riduzione del premio al rischio pagato dai corporate bond.

Il settore finanziario, che rappresenta gran parte dell'universo investibile, è rimasta forse l'unica eccezione rispetto a questa progressiva perdita di attrattività dell'asset class: il rischio intrinseco, pure se in un contesto di minore profittabilità per le istituzioni del settore, risulta ancora adeguatamente remunerato dagli spread di mercato.

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 chiave di analisi ricordando comunque sempre che in presenza di fasi anche temporanee di crudescenza 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 i tre pilastri dell'investimento nei mercati azionari (prospettive economiche, valutazioni di mercato, sentiment degli investitori) quali driver del posizionamento nel 2011 possiamo affermare che i rischi derivano dal terzo fattore in relazione alle conseguenze delle recenti performance positive del mercato. E' infatti evidente che l'overconfidence sia una conseguenza di prolungate performance positive anche se questo rischio risulta moderato nell'ambito di un'analisi di lungo termine. Sarà quindi anche tramite lo sfruttamento di eventuali mutamenti di avversione al rischio che si potranno cogliere interessanti opportunità di incremento/decremento di esposizione al rischio di mercato.

La combinazione di valutazioni ragionevoli (sia in termini assoluti che relativi), e congiuntura favorevole potrebbero rimanere elemento di sostegno anche in un'eventuale fase di volatilità determinati da news flow relativo alle exit strategies di politica economica.

L'incertezza sul ritorno atteso deriva proprio dalla difficoltà di prevedere un timing esatto nel mutamento della politica monetaria vista l'alta probabilità di errore di percezione sulla fase del ciclo. Nell'ambito di una fase del ciclo estremamente volatile, soprattutto in un'ottica di breve termine, risulta complesso prevedere una leadership netta di performance dei diversi settori del mercato. Cresce l'importanza del ritorno atteso dallo stock picking. E' probabile che le azioni high quality possano risultare più performanti di quelle low quality.

Valute

Fattori strutturali quali il deficit di partite correnti statunitense, la diversificazione delle riserve e i deflussi di capitali degli investitori statunitensi verso gli asset dei mercati emergenti a maggior tasso di crescita continueranno a mantenere debole il dollaro anche nei prossimi anni.

La crisi intrinseca dell'Euro, minato dalle note problematiche di crescita, debito e squilibri interni potrebbe tuttavia portare fasi anche prolungate di sovraperformance della divisa americana e di altre valute "rifugio" rappresentative di economie caratterizzate da basso debito e bilancia commerciale positiva.

Permane importante il fattore carry trade.

Il 2010 verrà ricordato come l'anno in cui è scoppiata la crisi del debito sovrano e in cui l'architettura della moneta unica è entrata in una profonda crisi.

Se si guarda ai dati macroeconomici, viceversa, l'anno appena concluso è stato positivo in termini di crescita del prodotto interno lordo, con tutte le principali economie che hanno confermato di essere uscite dalla recessione e che hanno avuto una crescita migliore delle attese, in particolare Germania e Giappone. A questo va aggiunto che i paesi emergenti hanno proseguito nella loro corsa, contribuendo alla crescita mondiale molto più che in passato. Gli indici anticipatori del ciclo suggeriscono che il contesto si mantiene positivo e l'anno (manca ancora il dato di dicembre) dovrebbe essersi chiuso su livelli più alti di quanto si potesse sperare alcuni mesi fa.

Detto questo, il contesto si mantiene ancora fragile perché, come anticipato da diversi studi, una recessione causata da eccessivo debito come quella iniziata nel 2008 richiede più tempo per risolversi di una tipica recessione del ciclo. Gli effetti duraturi più negativi si vedono sul mercato del lavoro, dove a parte la Germania che ha il più basso tasso di disoccupazione degli ultimi 20 anni, tutte le principali economie o vedono il dato in salita (Inghilterra, Francia, Italia e Spagna) oppure in marginale discesa (Giappone e Stati Uniti). Nel caso degli Stati Uniti, lo scarso effetto della ripresa sull'occupazione è stato alla base della decisione da parte della Federal Reserve di comprare titoli di stato (il cosiddetto quantitative easing).

Nonostante il contesto macro economico positivo, nel mercato obbligazionario dell'area euro si sono vissuti almeno due momenti di grande tensione, il primo in primavera, a seguito della crisi greca, il secondo quest'estate, a causa dei problemi del sistema finanziario irlandese e dei suoi riflessi sulla sostenibilità del debito sovrano dell'isola. Oltre a questo, anche il Portogallo e, in misura minore, la Spagna sono entrati nel radar della crisi e hanno visto i tassi di interesse salire notevolmente rispetto a quelli tedeschi, percepiti come i più sicuri dell'area.

Le ricadute politiche di queste due crisi sono state pesanti. Ci sono stati momenti di forte tensione sulle modalità di gestione della crisi sia tra i governi che tra questi e la Banca Centrale Europea. Si pensi ad esempio a quanto avvenuto tra Francia e Germania durante la crisi greca o alle opposte vedute tra Germania e BCE durante quella irlandese. Nonostante tutto questo, è stato messo in piedi uno strumento (EFSF) di aiuto agli stati in crisi e questo ha permesso di evitare che il panico prendesse piede. Nel frattempo, è partito il dibattito sulla necessità o meno di una maggiore integrazione fiscale tra gli stati membri dell'euro mentre il rischio che la moneta unica possa cambiare forma o addirittura cessare di esistere appare un po' meno remoto di quanto si pensasse qualche mese fa.

In questo contesto di forte tensione sul debito sovrano, l'andamento dei titoli di stato italiani non è stato positivo. Se si distingue l'area Euro tra i cosiddetti paesi "core" (Germania, Francia, Olanda, Austria, Belgio) e quelli periferici (Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna), l'Italia appartiene secondo i mercati a quest'ultimo gruppo. Se l'Italia ha sostanzialmente tenuto rispetto ai paesi periferici, il differenziale di rendimento dei titoli di stato italiani rispetto a quelli tedeschi ha raggiunto livelli record su tutte le scadenze, livelli superiori a quelli toccati nel marzo 2009 al picco della crisi finanziaria. Se da un lato l'Italia ha mantenuto le finanze pubbliche in buono stato, pur tra mille difficoltà, e che se, sulla base di diversi studi, il paese ha diversi punti di forza se si guarda ai problemi relativi all'invecchiamento della popolazione e al costo della sanità, dall'altro tutto questo non ha costituito un'effettiva protezione nei giorni più difficili della crisi. Va aggiunto infine che le emissioni sul finale d'anno hanno ulteriormente esacerbato il movimento negativo in un contesto di scarsissima liquidità e di volumi ridotti ai minimi. Il risultato è stato che nel corso dell'anno, i rendimenti dei titoli dei paesi "core", soprattutto nel caso di quelli tedeschi, sono scesi mentre quelli dei paesi periferici, Italia inclusa, sono saliti.

Nel corso dell'anno, l'investimento in obbligazioni ha rappresentato la quasi totalità del portafoglio, mediamente pari al 95% del totale, preferendo i titoli di stato italiani e riducendo progressivamente l'esposizione alle obbligazioni societarie. Il resto del portafoglio è stato mediamente investito in azioni e liquidità. La preponderante presenza di titoli di stato italiani ha determinato una volatilità nell'andamento del portafoglio superiore a quanto visto in passato ed è stata penalizzante nel confronto con il benchmark.