



## **COMMENTO DEI GESTORI**

**AL 31/12/2011**

***Allegato B***

## Commento di gestione sul 2011 e prospettive per il 2012

Gennaio 2012

## Commento 2011

I mercati finanziari hanno oscillato in un contesto difficile nel 2011. Nonostante la ripresa avviata all'inizio del 2009, l'anno è stato caratterizzato da un rallentamento della crescita globale. Gli eventi principali sono stati la crisi politica in diversi paesi del Medio Oriente, il terremoto seguito da un devastante tsunami in Giappone, e l'intensificazione della crisi del debito nella zona euro.

Per quanto riguarda l'attività economica, gli Stati Uniti hanno mostrato un lieve aumento del PIL del 1,7% (media annuale). Tuttavia alla fine del 2011, il mercato immobiliare e del lavoro ha visto alcuni segnali di ripresa, anticipando una prospettiva potenziale favorevole per la domanda privata nel 2012. Nel frattempo, sotto l'effetto di un contesto internazionale meno vivace a causa della crescente incertezza sul futuro dell'Unione economica e monetaria, la zona euro è entrata in un significativo rallentamento iniziato in primavera. Dopo Grecia e Irlanda, il Portogallo ha raggiunto le tensioni in primavera e ha portato a misure di austerità e di un cambio di governo. Poco dopo, problemi sui conti governativi greci hanno portato a nuove misure di austerità votate a fine giugno dal Parlamento greco. E' durante l'estate del 2011 che le tensioni sono culminate nell'aumento importante dei rendimenti obbligazionari in Italia. Al cuore del sistema, la crisi ha costretto la BCE ad acquistare il debito pubblico dei paesi in difficoltà, e ha portato ad annunci di ristrettezza sulla governance nella zona euro, soprattutto in occasione del vertice europeo del 9 dicembre con la prospettiva di un nuovo trattato. Le decisioni hanno temporaneamente calmato i mercati, che hanno messo in dubbio la loro effettiva attuazione. La crisi del debito ha anche attraversato l'Atlantico durante l'estate con il declassamento da parte di Standard and Poors degli Stati Uniti da AAA ad AA+, giustificato dal ritardo nella politica fiscale statunitense.

In questo contesto, i rendimenti sui mercati obbligazionari principali si sono ridotti, più di 100 punti base per i bond tedeschi 10 anni (1,83% a fine periodo). Allo stesso tempo, lo spread sui tassi d'interesse dei paesi periferici ha registrato diversi percorsi: ampio in modo significativo in Grecia, in linea con il crescente timore di insolvenza, e in Italia, mentre ristretto in Irlanda e Spagna grazie alla maggiore credibilità delle politiche di bilancio attuate in questi paesi. I mercati del credito sono stati preservati dalla forza degli utili societari e dai bassi tassi di default attesi prima di soffrire con l'inasprimento delle condizioni di liquidità e di aumento dei premi al rischio: gli spread sono stati intorno ai livelli del terzo trimestre del 2008, nonostante le condizioni di business molto più favorevoli.

Di conseguenza, la performance dei mercati azionari sono state negative, con una perdita dell'indice MSCI World in Euro del 4,5% sull'anno, la maggior parte della quale è stata registrata durante il terzo trimestre del 2011.

Il mercato americano ha registrato risultati migliori, grazie alla pubblicazione dei risultati di business migliori del previsto. L'indice S & P 500 è addirittura aumentato dello 0,85% su base annua. I mercati emergenti, inizialmente influenzati da timori d'inflazione, in seguito con il ritiro degli investitori internazionali, sono significativamente stati colpiti dal mercato cinese. E' nella zona euro (-17,5% in un anno per l'MSCI EMU), soprattutto nei paesi periferici che la correzione è stata più alta, diversamente dal mercato del Regno Unito che ha tratto beneficio dalla sua non-appartenenza alla zona euro. In termini di settori, i titoli finanziari (-29,8%) sono stati colpiti dall'impatto dei timori sul debito

sovrano. I settori industriali e consumer discretionary hanno sottoperformato significativamente. Diversamente il settore energia, beni di consumo e i settori sanitari sono stati i migliori risultati.

Sui mercati valutari, l'Euro si è inizialmente rafforzato con un picco di 1,48 \$ / € ai primi di maggio, grazie ad una politica monetaria più accomodante da parte della Fed rispetto alla BCE. Durante la seconda metà dell'anno l'Euro ha registrato una forte perdita a causa di timori crescenti di un collasso della moneta, terminando l'anno a 1,296 \$ / €, contro 1,337 dell'anno precedente. Il flight to quality ha beneficiato anche il franco svizzero a 1.25 CHF / € al 31 Dic 2010 da un minimo di 1,07 nel mese di agosto, costringendo la Banca nazionale svizzera ad annunciare misure per frenare l'apprezzamento della sua moneta attraverso l'introduzione di un intervento sistematico a 1,20 CHF / €. Infine, con la diffusa crisi di fiducia, il prezzo dell'oro è salito sopra i 1900 dollari per oncia nel mese di agosto, prima di concludere l'anno a 1565 \$.

### **Performance Portafoglio:**

#### **FP CARIPARMA linea Monetaria:**

Durante l'anno non ci sono state posizioni sui titoli governativi dell'Irlanda, Portogallo, Spagna e Grecia.

Il portafoglio è stato sottoponderato di duration fino a settembre, dati i primi due trimestri con buoni dati macroeconomici, per poi tornare in posizione neutrale. Sulla curva abbiamo mantenuto una posizione di flattening da dicembre 2010 ad ottobre 2011. Sul lato breve della curva del Belgio siamo stati lunghi in un 'ottica di carry. Sull'Italia, siamo rimasti lunghi con un'esposizione di circa il 30%. Questa esposizione è stata cambiata verso una concentrazione sulla parte breve della curva, attraverso CCT che offrono buon carry su queste scadenze.

#### **FP CARIPARMA linea Bilanciata, Mista 30 e Obbligazionaria 5:**

All'inizio del 2011, abbiamo mantenuto la nostra posizione di sovrappeso sulle azioni, soprattutto in Europa, poiché i dati economici confermavano il miglioramento della crescita globale. Inoltre, abbiamo mantenuto la nostra posizione corta di duration data la presenza di un contesto economico più favorevole del previsto.

Nel mese di febbraio abbiamo leggermente ridotto il nostro sovrappeso sulle azioni, traendone profitto. Abbiamo ulteriormente incrementato il nostro sottopeso di duration data la nostra aspettativa di ulteriori sorprese in termini di attività economica. La lunga esposizione azionaria e la posizione corta di duration sono state mantenute fino a maggio. Quando le tensioni sul debito periferico europeo sono iniziate a crescere, la duration dei portafogli è stata leggermente aumentata nel mese di giugno.

Dopo le notizie deludenti negli Stati Uniti e l'aumento del contagio della crisi del debito, abbiamo deciso di ridurre il sovrappeso sulle azioni nel mese di luglio. Abbiamo anche ridotto la duration del portafoglio vendendo parte della posizione del debito italiano. Tuttavia, questo non è stato sufficiente per proteggere il portafoglio dalla caduta del mercato.

Nel mese di agosto, abbiamo fortemente ridotto l'esposizione azionaria a favore di una

posizione in sottopeso, anticipando un terzo trimestre ancora più difficile. Da settembre a dicembre abbiamo mantenuto il sottopeso con una preferenza per i titoli azionari statunitensi a discapito di azioni europee. La duration del portafoglio è stata mantenuta neutrale rispetto al benchmark. Abbiamo partecipato anche alle nuove emissioni sul mercato primario obbligazionario, poiché rimaniamo positivi sulla classe d'attivo data la capacità di recupero dei fondamentali aziendali, e il livello alto attuale di spread offre una interessante opportunità.

Alla fine dell'anno eravamo sotto pesati sull'azionario del 5% sulla linea Bilanciata, di circa il 3% sulla linea Mista 30 e di circa il 2% sulla linea Obbligazionaria 5. La nostra preferenza per le azioni US è stata mantenuta. Abbiamo terminato l'anno con un sottopeso di duration in seguito alla continua diminuzione della nostra esposizione in Italia. Rimaniamo positivi sulle obbligazioni corporate, in quanto riteniamo che il credito rimanga in questo contesto una delle asset class più attraenti rispetto ai titoli di Stato.

## Prospettive per 2012:

Per il 2012, il nostro scenario centrale è caratterizzato da una crescita globale ad un ritmo moderato. L'area dell'euro dovrebbe essere in graduale ripresa dopo una breve recessione alla fine del 2011 - inizio 2012, mentre l'economia statunitense dovrebbe aumentare di circa un tasso annuo del 2% grazie a dati positivi nel mercato immobiliare e del lavoro. Le economie emergenti dovrebbero mantenere un ritmo dinamico di crescita, anche se più lento rispetto a quella osservato nel 2011, a causa del rallentamento della crescita globale. In questo contesto, la politica monetaria dovrebbe rimanere accomodante, con una riduzione potenziale dei tassi di rifinanziamento nella zona euro e in molti paesi emergenti, mentre un ulteriore quantitative easing non è da escludere negli Stati Uniti se la situazione economica non sarà all'altezza delle aspettative.

In termini di prospettive di mercato, riteniamo che i titoli di Stato non avranno un forte potenziale di crescita. Manteniamo una preferenza per le obbligazioni societarie poiché riteniamo che siano sottovalutate in seguito alla correzione nel terzo trimestre 2011 e che abbiamo una qualità costante dei bilanci aziendali. I mercati azionari statunitensi dovrebbero beneficiare di un miglioramento economico e di un rafforzamento nel settore privato. Anche i mercati emergenti dovrebbero trarre vantaggio dalla loro assenza di squilibri macroeconomici. I mercati europei invece, potrebbero rimanere colpiti dalle incertezze nella risoluzione della crisi del debito nella zona euro e da una propensione all'investimento inferiore da parte degli investitori internazionali.

Infine, ci aspettiamo un tasso di cambio piuttosto forte del dollaro nei confronti dell'euro, in linea con il divario nelle aspettative di crescita e di tassi di interesse tra i due paesi.

## Disclaimer

Il documento prodotto da Amundi, società di gestione finanziaria autorizzata dalla Autorité des Marchés financiers (autorità di regolamentazione del settore finanziario in Francia) con il numero GP04000036. Questo documento è stato creato solo per vostro uso interno a finalità informativa. Le caratteristiche delle informazioni contenute non sono appropriate per la generalità della clientela e non sono diffuse al pubblico indistinto. Il presente documento è diretto solo a investitori considerati "professionali" quali descritti nell'articolo D 533-11 del Codice Monetario e Finanziario Francese conosciuto come categorizzazione MIF.

Il presente documento è distribuito unicamente a scopo informativo. Le informazioni in esso riportate non costituiscono un'offerta ad acquistare o una sollecitazione a vendere nessuna azione o quota di qualsiasi fondo cui si fa riferimento né nessun servizio, da parte o per qualunque soggetto in tutte le giurisdizioni in cui tale offerta, sollecitazione o distribuzione sia illegale, o in cui la persona che presenta tale offerta o sollecitazione non sia qualificata per farlo, o nelle giurisdizioni in cui sia illegale rivolgere tale offerta o sollecitazione al destinatario. Se non è diversamente indicato, tutte le opinioni espresse sono in ogni momento soggette a cambiamento, in base al mercato e ad altre condizioni, e non è possibile assicurare che i Paesi, i mercati o i settori registrino le performance attese. In conformità con le leggi e i regolamenti applicabili, si richiede di informare che gli investimenti comportano certi rischi, tra cui rischi legati alla situazione politica e ai mercati valutari. Il valore dell'investimento e il suo rendimento potrebbero perciò diminuire così come aumentare e gli investitori potrebbero perdere tutto l'importo investito. La Società formula per iscritto, applica e mantiene una politica di gestione dei conflitti di interesse che tiene conto delle circostanze connesse con la struttura e le attività dei soggetti appartenenti al medesimo Gruppo. Per ulteriori informazioni siete invitati a richiedere un prospetto gratuito. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di effettuare un investimento. Il rendimento passato non è garanzia di analoghi rendimenti futuri. Quanto fin qui presentato non deve in alcun modo essere copiato e/o distribuito a terzi, né per nessun motivo può essere utilizzato nei confronti della clientela.

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](mailto:giovanna.angari@gruppoesperia.com)

Luigi Introzzi: 02/85961371 [luigi.introzzi@gruppoesperia.com](mailto:luigi.introzzi@gruppoesperia.com)

## **Indice degli argomenti:**

- **Commento alla gestione 2011**
- **Prospettive mercati 2012**

### **Commento alla gestione 2011**

#### **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 rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Il mandato gestito da Duemme Sgr, nel corso del 2011 ha segnato un rendimento assoluto positivo anche se leggermente inferiore rispetto al benchmark assegnato:

Rendim. lordo	+1,36 %
Benchmark	+1,74 %

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; investimenti marginali sono stati fatti, in ottica di diversificazione, su Titoli di Stato Spagnoli, mentre nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti FIG.

La componente di portafoglio investita in titoli a tasso variabile e indicizzati all'inflazione è stata incrementata significativamente dopo l'estate quando, nel mezzo della crisi sul debito Governativo Europeo, asimmetrie di mercato legate agli interventi a sostegno del mercato da parte della BCE hanno creato eccezionali opportunità sulla curva dei "tassi reali" italiani.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta quasi nulla durante il 2012, confermando l'atteggiamento prudente assunto già alla fine dell'anno precedente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si erano progressivamente compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

Dopo avere mantenuto un andamento lineare, positivo e migliore di quello del benchmark nei primi dieci mesi dell'anno, il mandato gestito da Duemme ha subito, nel corso del mese di Novembre una



brusca correzione determinata dall'improvviso allargamento dei differenziali di rendimento sui titoli di debito pubblico italiano anche a brevissima scadenza ( inversione della credit curve ). Gli importanti interventi a livello politico e di autorità monetarie volti a ristabilire la credibilità per gli investitori internazionali di un Paese contraddistinto da fondamentali economici e fiscali tali da rendere comunque sostenibile il pur elevatissimo livello di indebitamento e a rilanciare opportunità per la crescita, ha determinato, già nel corso del mese di Dicembre un significativo rientro dalla situazione di stress, che è proseguito nelle prime settimane del 2012.

### **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 nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati

Il mandato gestito da Duemme Sgr, dopo i brillanti risultati dell'anno passato, nel corso del 2011 ha avuto il seguente risultato, "deludente" in termini assoluti, ma comunque non negativo e migliorativo rispetto al benchmark assegnato:

Rendim. lordo	+0,62 %
Benchmark	- 0,01 %

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 divenute via via sempre più attraenti sia su base storica che relativa pur in uno scenario caratterizzato da un significativo rallentamento della crescita globale, ma anche da rischi "di coda" sempre più rilevanti.

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. L'esposizione ai settori più legati alla crescita globale, inizialmente sottopesati nel portafoglio, hanno visto un incremento dell'esposizione nella seconda metà dell'anno quando il mercato ha iniziato a scontare un rallentamento ciclico probabilmente eccessivo e le valutazioni sono divenute nuovamente molto attraenti.

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 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; investimenti marginali sono stati fatti, in ottica di diversificazione, su Titoli di Stato Spagnoli, mentre nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIG.

La componente di portafoglio investita in titoli a tasso variabile e indicizzati all'inflazione è stata incrementata significativamente dopo l'estate quando, nel mezzo della crisi sul debito Governativo Europeo, asimmetrie di mercato legate agli interventi a sostegno del mercato da parte della BCE hanno creato eccezionali opportunità sulla curva dei "tassi reali" italiani.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta quasi nulla durante il 2012, confermando l'atteggiamento prudente assunto già alla fine dell'anno precedente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si erano progressivamente 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.

## 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 nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Il mandato gestito da Duemme Sgr, dopo i brillanti risultati dell'anno passato, nel corso del 2011 ha avuto il seguente risultato, "deludente" in termini assoluti, ma comunque quasi flat e significativamente migliorativo rispetto al benchmark assegnato:

Rendim. lordo	-0,22 %
Benchmark	-2,46 %

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 divenute via via sempre più attraenti sia su base storica che relativa pur in uno scenario caratterizzato da un significativo rallentamento della crescita globale, ma anche da rischi "di coda" sempre più rilevanti.

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. L'esposizione ai settori più legati alla crescita globale, inizialmente sottopesati nel portafoglio, hanno visto un incremento dell'esposizione nella seconda metà dell'anno quando il mercato ha iniziato a scontare un rallentamento ciclico probabilmente eccessivo e le valutazioni sono divenute nuovamente molto attraenti.

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 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; investimenti marginali sono stati fatti, in ottica di diversificazione, su Titoli di Stato Spagnoli, mentre nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIG.

La componente di portafoglio investita in titoli a tasso variabile e indicizzati all'inflazione è stata incrementata significativamente dopo l'estate quando, nel mezzo della crisi sul debito Governativo Europeo, asimmetrie di mercato legate agli interventi a sostegno del mercato da parte della BCE hanno creato eccezionali opportunità sulla curva dei "tassi reali" italiani.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta quasi nulla durante il 2012, confermando l'atteggiamento prudente assunto già alla fine dell'anno precedente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si erano progressivamente 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 supranazionali 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 nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Il mandato gestito da Duemme Sgr, dopo i brillanti risultati dell'anno passato, nel corso del 2011 ha avuto il seguente risultato, positivo sia in termini assoluti sia rispetto al benchmark assegnato:

Rendim. lordo	+3,10 %
---------------	---------

Benchmark +2,54 %

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 divenute via via sempre più attraenti sia su base storica che relativa pur in uno scenario caratterizzato da un significativo rallentamento della crescita globale, ma anche da rischi "di coda" sempre più rilevanti.

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 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; investimenti marginali sono stati fatti, in ottica di diversificazione, su Titoli di Stato Spagnoli, mentre nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIG.

La componente di portafoglio investita in titoli a tasso variabile e indicizzati all'inflazione è stata incrementata significativamente dopo l'estate quando, nel mezzo della crisi sul debito Governativo Europeo, asimmetrie di mercato legate agli interventi a sostegno del mercato da parte della BCE hanno creato eccezionali opportunità sulla curva dei "tassi reali" italiani.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta quasi nulla durante il 2012, confermando l'atteggiamento prudente assunto già alla fine dell'anno precedente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si erano progressivamente 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 supranazionali con rating AAA.

## Prospettive mercati 2012

### *Mercato obbligazionario*

La fase di rallentamento della crescita globale, in atto dalla primavera scorsa è destinata a protrarsi nella prima parte del 2012 nonostante gli incoraggianti segnali sulla ripresa ciclica negli US e nelle Aree Emergenti, a causa dell'intensificarsi, nell'Area Euro, della fase recessiva innescata dalle aggressive politiche fiscali restrittive intraprese al fine di stabilizzare la crisi di fiducia sul Debito Pubblico dei Paesi Periferici.

Le politiche monetarie rimarranno eccezionalmente accomodanti in tutte le maggiori aree economiche: la ECB si sta muovendo aggressivamente per fornire liquidità e supporto al sistema finanziario, i tassi ufficiali scenderanno probabilmente di altri 25bp nel primo trimestre dell'anno e continuerà l'attività di supporto al mercato del debito pubblico attraverso un mix di operatività sul mercato aperto e finanziamenti diretti ( EFSF/ESM/IMF ) ; nonostante i segnali di miglioramento del ciclo economico la politica monetaria della FED continuerà a compensare una politica fiscale che necessiterà di importanti aggiustamenti: i tassi negli US rimarranno prossimi allo zero fino alla seconda metà del 2014.

Tali fattori, in presenza di moderate spinte inflazionistiche favoriranno la prosecuzione del movimento di steepening delle curve in atto.

Cruciale nel 2012 sarà la risoluzione definitiva ed ormai non più procrastinabile del problema della sostenibilità del debito dei paesi periferici dell'area Euro: forme di aumento della unificazione fiscale dell'Area e un ruolo più "ufficiale" della BCE quale garante di ultima istanza, appaiono una come l'unica alternativa ad una progressiva disgregazione dell'Unione monetaria che avrebbe conseguenze al momento difficilmente valutabili.

Continueremo a mantenere un atteggiamento di estrema prudenza sulle emissioni dei Paesi che dimostreranno di dipendere totalmente dai programmi di sostegno Comunitario avendo perso la facoltà di accedere direttamente al mercato ( Portogallo, Grecia,) mentre confermiamo

l'atteggiamento molto costruttivo nei confronti delle emissioni italiane sul tratto fino a cinque anni e sulle curve degli emittenti sovranazionali e delle agenzie governative.

### *Credit spreads*

Nel corso del 2011, nonostante il miglioramento dei ricavi, il controllo dei costi occupazionali, e il contenimento delle spese in conto capitale abbia consentito a molte società di migliorare ulteriormente le condizioni di cassa e di ridurre il livello del debito, gli spread dei titoli corporate hanno sofferto, a partire dall'estate, del "contagio" proveniente dalla crisi di fiducia sugli emittenti Governativi e dei conseguenti timori sul futuro del ciclo economico.

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 comunque contenuto l'effettivo "repricing" dell'asset class.

Il settore finanziario, che rappresenta gran parte dell'universo investibile, ha seguito in modo più diretto la crisi dei Governativi; dopo il decisivo intervento di Dicembre della BCE, che ha fornito di fatto liquidità illimitata al sistema finanziario a tassi irrisori sia in Euro che in USD, il debito senior a breve scadenza delle primarie banche Europee rappresenta probabilmente oggi la migliore opportunità di rendimento aggiustato per il rischio nello spazio del credito.

La massima diversificazione degli emittenti rimane un punto chiave dato che permangono situazioni di rischio idiosincratico. 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, come sempre, i tre pilastri dell'investimento nei mercati azionari (prospettive economiche, valutazioni di mercato, sentiment degli investitori) quali driver del posizionamento nel 2012 possiamo affermare che l'anno appare caratterizzato da una rara combinazione piuttosto positiva: la combinazione di valutazioni estremamente convenienti (sia in termini assoluti che relativi), e un sentiment ancora molto prudente soprattutto per quanto attiene al mercato Europeo rimarranno infatti sicuramente un elemento di sostegno anche in un'eventuale fase di volatilità determinata da un eventuale ulteriore rallentamento del ciclo economico. alle exit strategies di politica economica.

Il principale rischio per questo scenario rimane legato a "rischi di coda" tra i quali il maggiore continua ad essere quello di un completo "deragliament" del processo di consolidamento fiscale dell'Area Euro che sfoci in una possibile forma di brak up. Tale rischio, pur ritenuto non probabile, è accentuato dalle frequenti scadenze elettorali in Europa (e non solo) previste nel 2012.

Dopo un anno dominato da temi macroeconomici e politici che hanno determinato costanti oscillazioni del mercato tra fasi di "risk on", caratterizzate da rialzi generalizzati per ogni titolo di ogni settore, e (più frequenti) fasi nelle quali la crescente avversione al rischio ha determinato una esplosione della correlazione al ribasso, ci aspettiamo che l'attesa fase di "normalizzazione" possa restituire valore all'attività di stock picking. E' probabile che le azioni high quality possano risultare più performanti di quelle low quality.

### *Valute*

La crisi intrinseca dell'Euro, minato dalle note problematiche di crescita, debito e squilibri interni potrebbe favorire il perdurare di fasi, anche prolungate, di sovraperformance del Dollaro e di altre valute "rifugio" rappresentative di economie caratterizzate da basso debito e bilancia commerciale

positiva, viste come unica reale possibilità di diversificazione in un contesto nel quale i tradizionali "investimenti rifugio" ( oro, Titoli di Stato e Monetari dei Paesi Core etc..) sono diventati progressivamente tanto "costosi" da rappresentare a loro volta una fonte di rischio potenziale per i portafogli.

## CATTOLICA ASSICURAZIONI

Il 2011, soprattutto nell'ultimo trimestre, ha confermato l'eredità pesante sia in termini economici che finanziari della crisi sfociata nel fallimento di Lehman Brothers. Chi ha pagato maggiormente il conto è stata l'area euro che ha vissuto una turbolenza sui titoli di stato e sulle società finanziarie addirittura maggiore di quella patita tre anni prima. All'interno dell'area euro, l'Italia è stata per la prima volta messa al centro dell'attenzione con i BTP che hanno subito perdite record da quando esiste la moneta unica.

La fonte della crisi è stata nuovamente la Grecia e l'insostenibile dinamica del suo debito. La miccia è stata la cattiva gestione della crisi da parte della comunità europea e, in primis alcuni paesi del Nord Europa. La crisi italiana, i cui prodromi si sono visti nel corso della tarda primavera, ha raggiunto il suo apice negli ultimi tre mesi e i risultati di questo processo sono stati, a livello finanziario, gli spread ai massimi storici e la curva invertita sul tratto 2-10 e, a livello politico, la caduta del governo. Il governo precedente e quello attuale hanno evaso tre manovre nel giro di pochi mesi con la priorità di fare cassa e di conseguenza aumentando le tasse su livelli mai raggiunti nella storia della Repubblica Italiana. Grazie a questi sforzi, il finale d'anno è stato positivo ma non abbastanza da annullare le perdite sui titoli di stato avute nel corso dell'anno (-6% in base agli indici JP Morgan).

A livello gestionale l'operatività è stata volta alla riduzione del rischio tasso e del rischio azionario sul quale il portafoglio non ha avuto esposizione a partire da febbraio. All'interno degli emittenti governativi, il portafoglio ha avuto un'esposizione preponderante nei confronti dell'emittente Italia. Nonostante questo, la gestione ha avuto un rendimento positivo sia in termini assoluti che rispetto al benchmark.