



FONDO PENSIONE

GRUPPO CARIPARMA CRÉDIT AGRICOLE



## **COMMENTO DEI GESTORI**

**AL 31/12/2014**

***Allegato B***



## **Contesto economico**

All'inizio del 2014 la crescita prevista è stata meno forte in Cina e nei paesi emergenti, rispetto ad altri paesi. Gli indicatori business climate sono stati a rialzo, in particolare nella zona euro. Negli Stati Uniti, dopo l'episodio di arresto, sembra che il picco di irresponsabilità fiscale sia passato e che la Federal Reserve abbia dato inizio al tapering QE. Un rischio geopolitico era in corso di attuazione in Ucraina con la protesta del governo filo-russo e l'annessione della Crimea.

Nel secondo trimestre la ripresa economica e l'inflazione hanno continuato a rallentare nella zona euro, aumentando i tassi attuali, e penalizzando il credito e gli investimenti. La continua bassa inflazione è diventata un problema quasi mondiale. Nel suo discorso, la BCE ha aperto la strada ad azioni non convenzionali: iniezioni di liquidità a più lungo termine, introduzione di tassi negativi, supporto per le cartolarizzazioni, e, infine, acquisti di asset. Negli Stati Uniti, dopo un primo trimestre disastroso, la crescita ha rimbalzato con forza e il tasso di disoccupazione si è ridotto più velocemente del previsto. Nel frattempo, la Cina ha continuato a rallentare, con segnali di una brusca correzione nel settore immobiliare.

All'inizio dell'estate, la BCE interveniva con un calo dei tassi di rifinanziamento con l'introduzione di tasso negativo sui depositi bancari, e un'iniezioni di liquidità per sostenere la produzione di credito (TLTRO). L'euro ha cominciato a correggere dopo due anni di apprezzamento. La priorità diventa l'allentamento delle condizioni monetarie nella zona euro. Il percorso è molto diverso invece per la FED, dove la situazione era pronta per una uscita dalla politica dei tassi di interesse pari a zero. Si è creata dunque un contesto atipico con una politica monetaria radicalmente diversa tra la FED e la BCE, che può essere spiegata dal cambiamento del ciclo economico. Alla fine di agosto, al simposio di Jackson Hole, Mario Draghi esprime la sua preoccupazione circa la bassa inflazione e la sua incapacità a risolvere tutti i problemi della zona euro, in assenza di riforme da parte degli Stati. I mercati rispondono coi tassi ai minimi (rendimento del bund sotto l'1%).

L'ultimo trimestre ha visto la caduta del prezzo del petrolio e l'apprezzamento del dollaro. Alcune economie rimangono in difficoltà come la Russia con la sua moneta in deprezzamento. Il calo del prezzo del petrolio è equivalente ad un "taglio fiscale" per i paesi consumatori come l'Europa, ma favorisce anche l'inflazione a zero, situazione problematica per la BCE. Tuttavia, l'attivismo monetario delle banche centrali resta un fattore di supporto per i mercati finanziari. L'economia della zona euro rimane lenta, ma alcune statistiche sono positive come l'indicatore economico business climate in Germania. Entro la fine dell'anno, le aspettative di un QE sovrano da parte della BCE sono così profondamente radicate che BCE non può deludere le attese. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, l'anno termina con una crescita robusta e con un tasso quasi di piena occupazione. Il 2015 sembra essere quello in cui le principali banche centrali avranno diversi orizzonti, come una politica di tasso zero per il Regno Unito e gli Stati Uniti.

## **Strategia di gestione**

### **ORIZZONTE 10**

Nel corso del primo semestre del 2014, il portafoglio ha adottato un profilo più offensivo con un sovrappeso sui titoli azionari europei compreso tra l'1,8% e il 3,6%. Nello stesso tempo, la modified duration del portafoglio è stata mantenuta con approccio difensivo. Anticipando una politica monetaria più aggressiva da parte della Fed e della BOE, l'allocazione è stata mantenuta a favore di obbligazioni europee con una preferenza per l'Italia e la Spagna. L'allocazione del mercato monetario è stata mantenuta ad un livello basso intorno al 5%.

Con la conferma di una crescita negativa americana nel primo trimestre, l'allocazione azionaria è stata ridotta del 3% nel mese di giugno. Questa allocazione è stata rivista 2 mesi più tardi, quando Mario Draghi ha espresso di nuovo la sua capacità di guidare i tassi sotto lo zero. Quindi nel mese di settembre, il peso azionario europeo è stato aumentato del 2%. A questo punto, l'allocazione in valuta euro è stata progressivamente ridotta dall'82% al 78%.

Nell'ultimo trimestre 2014, l'allocazione dei governativi US e UK è stata rafforzata e allineata al peso del benchmark. Alla fine dell'anno, la modified duration è stata aumentata a 5,1. L'allocazione in Italia e Spagna è ancora una delle nostre principali posizioni, e rappresenta circa il 50% a partire da quest'estate.

Con le banche centrali accomodanti, il contesto dovrebbe favorire il mercato azionario nel 2015.

## **ORIZZONTE 20**

Nel corso del primo semestre del 2014, il portafoglio ha adottato un profilo più offensivo con un sovrappeso sui titoli azionari europei compreso tra l'2,3% e il 5,3%. Nello stesso tempo, la modified duration del portafoglio è stata mantenuta con approccio difensivo. Anticipando una politica monetaria più aggressiva da parte della Fed e della BOE, l'allocazione è stata mantenuta a favore di obbligazioni europee con una preferenza per l'Italia e la Spagna. L'allocazione del mercato monetario è stata mantenuta ad un livello basso intorno al 5%.

Con la conferma di una crescita negativa americana nel primo trimestre, l'allocazione azionaria è stata ridotta del 3% nel mese di giugno. Questa allocazione è stata rivista 2 mesi più tardi, quando Mario Draghi ha espresso di nuovo la sua capacità di guidare i tassi sotto lo zero. Quindi nel mese di settembre, il peso azionario europeo è stato aumentato del 2%. A questo punto, l'allocazione in valuta euro è stata progressivamente ridotta dall' 64% al 61%.

Nell'ultimo trimestre 2014, l'allocazione dei governativi US e UK è stata rafforzata e allineata al peso del benchmark. Alla fine dell'anno, la modified duration è stata aumentata a 3,9. L'allocazione in Italia e Spagna è ancora una delle nostre principali posizioni, e rappresenta circa il 36% a partire da quest'estate.

Con le banche centrali accomodanti, il contesto dovrebbe favorire il mercato azionario nel 2015.

## **ORIZZONTE 30**

Nel corso del primo semestre del 2014, il portafoglio ha adottato un profilo più offensivo con un sovrappeso sui titoli azionari europei compreso tra l'3,1% e il 7,1%. Nello stesso tempo, la modified duration del portafoglio è stata mantenuta con approccio difensivo. Anticipando una politica monetaria più aggressiva da parte della Fed e della BOE, l'allocazione è stata mantenuta a favore di obbligazioni europee con una preferenza per l'Italia e la Spagna. L'allocazione del mercato monetario è stata mantenuta ad un livello basso intorno all'1%.

Con la conferma di una crescita negativa americana nel primo trimestre, l'allocazione azionaria è stata ridotta del 7% nel mese di giugno. Questa allocazione è stata rivista 2 mesi più tardi, quando Mario Draghi ha espresso di nuovo la sua capacità di guidare i tassi sotto lo zero. Quindi nel mese di settembre, il peso azionario europeo è stato aumentato del 2%.

Nell'ultimo trimestre 2014, l'allocazione dei governativi US e UK è stata rafforzata e allineata al peso del benchmark. Alla fine dell'anno, la modified duration è stata aumentata a 2,8. L'allocazione in Italia e Spagna è ancora una delle nostre principali posizioni, e rappresenta circa il 25% a partire da quest'estate.

Con le banche centrali accomodanti, il contesto dovrebbe favorire il mercato azionario nel 2015.

**ANIMA**



---

# **Fondo Pensione Cariparma**

---

**Relazione Annuale 2014**

## Commento alla gestione

---

### COMPONENTE OBBLIGAZIONARIA

Per quanto concerne l'esposizione sui bond area Euro l'esposizione complessiva al rischio di tasso è stata in linea con il benchmark di riferimento con l'eccezione dei mesi di marzo e agosto, nei quali la posizione è stata portata sottopeso. In marzo l'esposizione al rischio di tasso è stata portata sottopeso nell'idea che l'attuazione del "tapering" e quindi la riduzione degli acquisti di titoli di stato da parte della Federal Reserve potesse comportare una pressione al rialzo sui rendimenti in Europa; con l'emergere di spinte deflazionistiche nell'area Euro e il formarsi di attese per misure espansive di politica monetaria da parte della BCE la posizione è stata riportata in linea con il benchmark nel mese di aprile. Similmente l'esposizione complessiva al rischio di tasso è stata inferiore al benchmark tra luglio e agosto nell'idea che le prospettive positive sulla crescita globale e l'imminente fine delle politiche di quantitative easing negli Stati Uniti avrebbero comportato una pressione al rialzo dei tassi a lunga scadenza americani, che si sarebbe trasmessa sui tassi omologhi europei. A inizio settembre le evidenze di un rallentamento maggiore delle attese delle economie dell'area Euro, unite all'accentuarsi delle tendenze deflazionistiche, ci hanno indotto a riportare l'esposizione al rischio di tasso sulla neutralità rispetto al benchmark di riferimento, mantenendo l'esposizione su tale livello fino alla fine dell'anno.

In termini di allocazione geografica l'esposizione sui paesi core è stata sottopeso nel corso dell'anno, sebbene l'entità di tale posizione sia stata gradualmente nel secondo semestre, dato che il rallentamento delle economie europee si è rivelato maggiore rispetto alle aspettative, toccando anche paesi core come la Germania oltre alle economie dei paesi periferici. L'esposizione è stata mantenuta sottopeso in quanto abbiamo ritenuto più interessante l'assunzione di posizioni

sovrappeso sui paesi periferici dato il differenziale di rendimento positivo rispetto ai rendimenti offerti dai bond dei paesi core e il potenziale di restringimento dei relativi spread in funzione delle attese di interventi monetari espansivi da parte della BCE.

L'esposizione sui paesi semiperiferici è stata gestita in modo dinamico, passando da posizioni tra moderatamente sottopeso e neutrali nella prima parte dell'anno a posizioni tendenzialmente sovrappeso nella seconda metà dell'anno, per compensare l'esposizione sottopeso sui paesi core data la forte correlazione tra i rendimenti di questi due gruppi di paesi. L'esposizione sui paesi semiperiferici è stata portata neutrale tra novembre e dicembre in quanto lo spread tra titoli francesi e tedeschi si è stretto fino a tornare su livelli precedenti alla crisi del 2011.

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 costituissero 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. Il posizionamento in termini di curva è stato caratterizzato da una posizione sovrappeso su scadenze brevi e intermedie accompagnato da posizioni sovrappeso su scadenze lunghe in fasi in cui appariva più evidente il potenziale di appiattimento delle curve di questi paesi. L'esposizione sovrappeso sui paesi periferici è stata concentrata prevalentemente su titoli italiani.

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 con entità variabile, nell'idea che uno scenario di crescita dell'economia Usa e il proseguimento del "tapering" da parte della Federal

Reserve avrebbero determinato un rialzo dei rendimenti sui Treasury; tale posizione sottopeso è stata temporaneamente neutralizzata in febbraio dato il rallentamento nella crescita americana causato in parte dal maltempo dei mesi invernali, e quindi su fine anno per l'emergere di tensioni deflazionistiche a livello globale e considerato il differenziale di rendimento positivo offerto dai titoli americani rispetto a titoli di altre aree geografiche. Il posizionamento è stato gestito con la previsione di un appiattimento della curva; il sottopeso è stato quindi concentrato sulle scadenze brevi e intermedie, più sensibili a un riprezzamento delle aspettative di rialzo dei tassi ufficiali; gli acquisti fatti in dicembre sono stati concentrati sulla parte a lunga della curva. La posizione sulle obbligazioni in sterline è stata mantenuta neutrale 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. 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 e dei farmaceutici, mentre i sottopesi erano concentrati su energy, telecom, utilities, materials, consumer staples.



Fino alla fine di marzo questa impostazione si è rivelata corretta, mentre nei mesi di aprile-maggio si è verificato un momentum-value trade scatenato da segnali deflazionistici, da dati macroeconomici sia in Europa che in USA più deboli delle attese e da una reporting season che non ha dato supporto. I settori più penalizzati sono stati proprio finanziari, tech e industriali, mentre il mercato ha continuato a salire ma privilegiando temi difensivi e ricercando dividend yield elevati soprattutto tra telecom, utilities e energy.

Il quadro è stato ulteriormente complicato dalle tensioni geopolitiche scaturite in prima battuta in Ucraina e successivamente in Iraq.

Le revisioni più importanti attuate al portafoglio alla fine del primo semestre sono state:

- Incremento del settore energy fino ad una posizione di sovrappeso sia per avere un hedge nel caso si inasprissero le tensioni internazionali, sia perché il settore ha mostrato buoni dati durante la reporting season, anche a livello di cash flow generato e di dividendi.
- Spostamento su temi di ciclo più avanzato, soprattutto sulla parte internazionale del portafoglio e riduzione del sottopeso sui consumer staples.
- Riduzione tattica dei finanziari: la ripresa in Europa si dimostra piuttosto flebile e i rendimenti a breve in USA non danno segnali di forza.

Complessivamente la visione è rimasta moderatamente positiva sul mercato azionario, in quanto si è ritenuto che il rischio recessione fosse bassissimo, grazie anche alle politiche monetarie effettive o programmate. Le valutazioni ragionevoli (15xP/E per l'S&P 500, leggermente più basse per l'Europa) e una fervida attività di M&A si pensava potesse dare supporto al mercato globale, mentre si è continuato a privilegiare l'azionario europeo a nostro avviso il migliore come potenzialità visti i livelli estremamente bassi di crescita di partenza.

Nel secondo semestre 2014, l'investito complessivo del portafoglio azionario è rimasto intorno alla neutralità sulla base della view sopradescritta, temperata dalla performance già impressionanti di alcuni settori e mercati supportati da aspettative di crescita che poi non si sono concretizzate.

A livello di allocation 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 e mantenere l'opportuna esposizione al dollaro, ci ha spinti ad una posizione in sovrappeso su Stati Uniti a svantaggio di Canada e Australia. Strategicamente in sottopeso UK a favore della Svizzera .

Dopo il primo semestre in cui il portafoglio è stato costruito sulla base di una visione di crescita globale in aumento e tassi in USA in rialzo, le tematiche espresse dal portafoglio sono state gradualmente riviste alla luce della situazione macro e dell'approccio delle Banche Centrali e dopo l'estate il focus si è spostato definitivamente sui dividendi, il permanere dei tassi bassi a livello globale e il deprezzamento dell'euro.

A livello settoriale il portafoglio si è evoluto come segue:

- Sono state mantenute in sottopeso le Utilities: i trend operativi sono in deterioramento sia per il deprezzamento delle commodities che per la diminuzione della domanda energetica dovuta al rallentamento della produzione industriale;
- Sono stati mantenuti in sottopeso i Materials: a maggior ragione date la revisione della crescita globale, della riduzione dei consumi di materie prime soprattutto in Cina e del rafforzamento del dollaro.
- E' stato aumentato il peso del settore Farmaceutico, in un primo tempo in quanto posizione difensiva e successivamente per via dei fondamentali: le vendite hanno mostrato una crescita sostenibile, la solidità dei bilanci e l'alta generazione di cash flow favoriscono la remunerazione per gli azionisti;

- Sono stati abbassati intorno alla neutralità i Finanziari, privilegiando le Assicurazioni: il miglioramento della generazione di cassa permetterà di rendere agli azionisti una remunerazione più alta della media di mercato;
- Dopo l'estate è stato riabbassato il peso delle Energy, che era stato tatticamente aumentato per tenere conto dei rischi geopolitici;
- Nell'ultimo trimestre sono stati incrementati il peso dei Consumer staples e quello dei Consumer discretionary: i bassi tassi di interesse e il ribasso del mercato del prezzo delle commodities dovrebbero agevolare la ripresa dei consumi, in particolare in USA e in Asia.

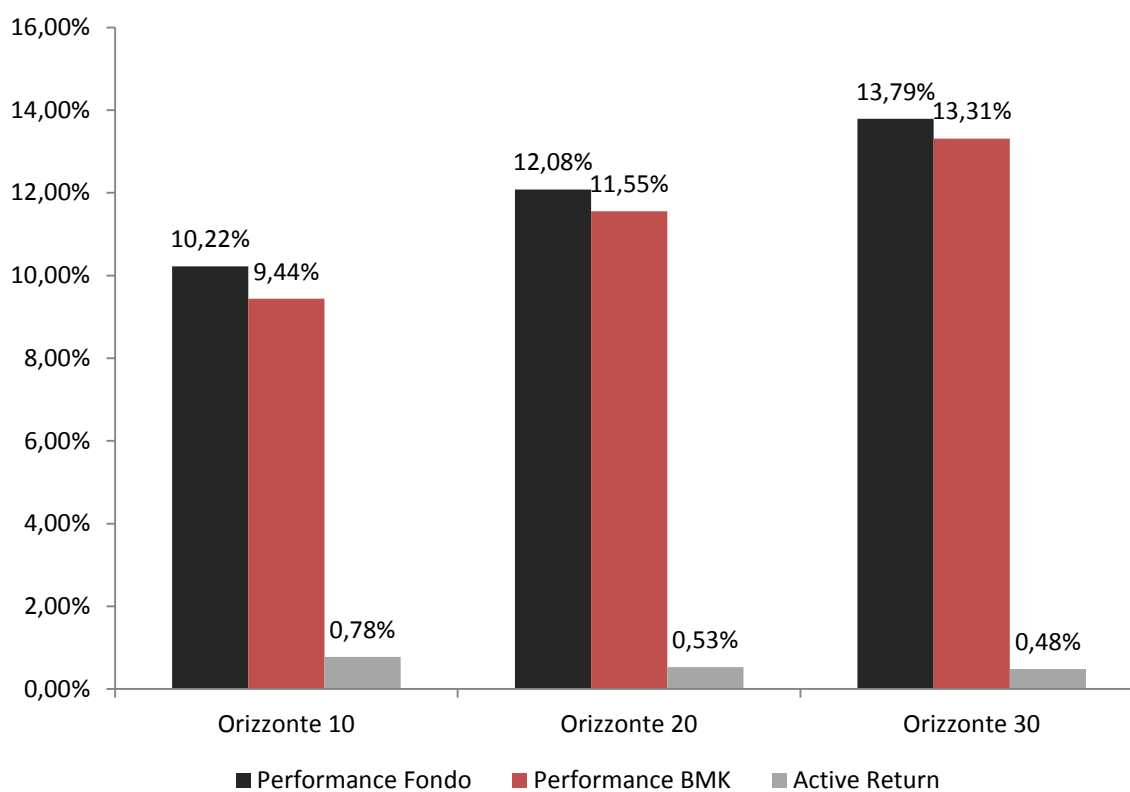
Nulla di particolare da segnalare sui settori Industriali (sottopeso) e IT (sovrappeso), posizioni legate alle nostre aspettative di ciclo economico, e sul settore Telecom portato alla neutralità in funzione del tema dei dividendi.

In termini di performance il portafoglio azionario chiude il 2014 con un risultato positivo sia in termini assoluti che relativi, grazie principalmente alle posizioni assunte sul settore Energy e Materials. Buono il posizionamento su IT e la selezione su Health care. Il sottopeso in termini di divisa UK ha penalizzato il portafoglio, mentre il sottopeso su CAD e AUD è stato recuperato dal sovrappeso su USD.

## Performance

Al 31 dicembre 2014, le scelte allocative implementate hanno generato le seguenti performance:

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



## OUTLOOK MACROECONOMICO

---

Nella prima metà del 2014 i principali *asset* finanziari sui mercati sviluppati hanno prodotto risultati generalmente positivi, fatta eccezione per il comparto azionario nipponico. Si sono collocati agli estremi i mercati azionari continentali europei, con ritorni a doppia cifra, a fronte del cedimento dell'*equity* in Giappone (il quale ha poi recuperato parte delle perdite nel secondo trimestre 2014, in virtù delle ulteriori riforme annunciate). Nel primo semestre 2014 i mercati azionari hanno capitalizzato ulteriori guadagni rispetto alle chiusure del 2013, sebbene con una crescita più moderata rispetto a quella registrata nell'anno precedente. Tale consolidamento dei listini si è verificato in uno scenario macroeconomico caratterizzato da attese positive per la crescita globale, da un'inflazione contenuta e da una significativa disponibilità di liquidità nel sistema. Nel periodo non sono mancate delle fasi di significativa volatilità, in particolare nel corso del primo trimestre 2014, coincidenti con pubblicazioni di dati macroeconomici di valenza eterogenea, i quali hanno generato qualche temporaneo dubbio sulla tenuta della ripresa negli Stati Uniti o sulla sostenibilità della crescita nei mercati emergenti (Cina, in particolare). Il rafforzamento del Dollaro *USA vs Euro* ha riflettuto le attese della progressiva riduzione degli acquisti di titoli da parte della *Fed*. Il progressivo acuirsi della crisi politica in Ucraina ha determinato effetti e ripercussioni che hanno interessato sia i mercati azionari sia quelli obbligazionari, innescando una fase di forte volatilità con l'alternarsi di correzioni e recuperi di entità significativa. I mercati obbligazionari periferici hanno beneficiato di una progressiva e costante riduzione dei premi per il rischio riducendo gli *spread* ai minimi storici, favoriti dalle considerazioni di possibili mosse espansive da parte della BCE. Nel corso del secondo trimestre 2014, in mancanza di significativi *shock* esogeni (stante le capacità del mercato di assorbire anche rischi geopolitici crescenti, quali si sono manifestati in Ucraina, Libia ed Iraq), il *trend* crescente si rivelato meno discontinuo. Il sostegno più evidente agli investimenti azionari è stato

determinato dalle scelte monetarie delle principali Banche Centrali, in particolare le manovre espansive intraprese dalla *BoJ* e dalla *BCE*, senza tuttavia escludere la *Fed*, che pur avviandosi a terminare gli acquisti di titoli governativi, è rimasta improntata ad una politica accomodante. Va sottolineato come il rialzo dei mercati azionari si sia verificato in un contesto negativo di revisione delle stime degli utili aziendali, ove hanno gravato sfavorevoli movimenti delle valute internazionali ed il rallentamento di alcune economie dei paesi emergenti. L'interesse per gli investimenti azionari è stato favorito da una continua ricerca di rendimenti (significativa in Europa la *performance* dei settori farmaceutico, energetico e dei consumi durevoli, caratterizzati da elevati dividendi), in un contesto in cui i tassi di interesse sul comparto obbligazionario si sono rivelati piuttosto contenuti ed in tendenza flettente. Anche il mercato azionario italiano ha vissuto un prima parte dell'anno particolarmente positiva: solo in occasione della crisi politica che ha portato al passaggio dal Governo Letta al Governo Renzi, e prima delle elezioni politiche Europee, (per il timore del prevalere di forze anti-europeiste) il mercato domestico ha avuto momenti di debolezza. L'esito elettorale, inatteso nelle proporzioni, è stato ben accolto dagli investitori che vi hanno visto un forte sostegno popolare all'azione riformatrice del governo in carica. Hanno inoltre prevalso, nel semestre, le aspettative di una graduale ripresa economica unitamente ad una politica monetaria che, per scongiurare rischi deflazionistici, si è mantenuta molto accomodante. Significativa è stata la discesa dei rendimenti (e dello *spread*) sui titoli di stato dell'Europa mediterranea e dell'Italia con conseguenti benefici sia sulla spesa per interessi (liberando possibili risorse dal bilancio dello Stato) sia per l'attrattività dell'investimento azionario. Nel primo semestre 2014 l'indice *S&P500* del mercato azionario statunitense ha registrato nuovi massimi. Nei primi mesi del 2014 l'area azionaria Asia/Pacifico ha vissuto le aspettative di un rallentamento economico successivo all'aumento della tassa sui consumi e la delusione delle aspettative di ulteriori misure di politica monetaria in Giappone. A comporre un quadro eterogeneo hanno concorso i crescenti timori di un rallentamento del

comparto immobiliare e l'instabilità finanziaria in Cina, le crescenti attese per una svolta elettorale favorevole al mercato in India ed Indonesia. Dopo una prima fase negativa soprattutto in Giappone e Cina, il successivo prevalere di politiche monetarie accomodanti hanno consentito il recupero dei maggiori listini. I mercati emergenti hanno vissuto nei primi mesi del 2014 una fase di incertezza, per le condizioni di scarsa liquidità globale potenzialmente inferte dal *tapering USA*, per gli equilibri valutari incerti, per il rallentamento causato dall'aumento di alcuni tassi di interesse domestici, per timori di instabilità finanziaria in Cina e per le conseguenze della crisi in Ucraina. Successivamente, il mantenimento di una politica monetaria accomodante in USA, le crescenti prospettive di azioni di sostegno da parte della BCE ed il dissiparsi di alcune incertezze hanno riattrato flussi di investimento verso le obbligazioni emergenti, spinto l'apprezzamento delle valute più indebolite e consentito il recupero dei maggiori mercati azionari. Sul fronte obbligazionario, dopo che il 2013 si è chiuso con i tassi d'interesse a breve termine molto vicini ai loro minimi storici in quasi tutti i paesi dell'area Euro, l'avvio del 2014 ha generato volumi considerevoli in acquisto ed i mercati obbligazionari hanno prodotto risultati positivi, pur condizionati da rendimenti in valore assoluto piuttosto bassi. Il 2014 è stato caratterizzato di un progressivo *trend* discendente dei tassi. Le banche centrali hanno di fatto guidato le aspettative degli operatori di mercato, limitando ogni movimento che creasse turbolenze. Oltre all'abbondante liquidità, le crescenti aspettative in merito ad interventi della BCE, in risposta al pericoloso perdurare di evidenze deflazionistiche all'interno dell'area Euro, hanno spinto ulteriormente al ribasso i tassi di interesse nei primi mesi dell'anno. La stessa Banca Centrale, che già aveva ridotto il tasso ufficiale allo 0,25% nel Novembre 2013, si è sempre fortemente dichiarata disponibile ad attuare interventi di tipo non convenzionale con l'obiettivo di evitare un periodo troppo lungo di bassa inflazione, o addirittura di deflazione, e di ripristinare il corretto funzionamento del mercato del credito. I rendimenti in Europa hanno proseguito per quasi tutto il semestre il loro *trend* al ribasso, incontrando una brusca fase di correzione e volatilità solo

nella seconda settimana di maggio, a ridosso delle elezioni Europee, nelle quali si preannunciava una forte affermazione dei movimenti euro-scettici. Tuttavia, sono poi ripresi i positivi andamenti dei titoli di stato italiani (e periferici più in generale) sostenuti dalle rinnovate ipotesi di stimoli quantitativi derivanti dalle aperture annunciate dal Governatore Draghi. Da metà maggio 2014 sui mercati obbligazionari è prevalsa la ricerca di sicurezza: i deludenti dati sul PIL in Area Euro (in particolare per quello italiano), ad evidenza di una crescita incerta e modesta (fatta eccezione per la Germania), hanno indotto un allargamento degli *spread* (con *BTP/Bund* risalito a 190 punti) per effetto di un brusco aumento dei rendimenti sui titoli di stato periferici (Italia, Spagna, Portogallo e Grecia) ed una sostanziale stabilità dei rendimenti *core* (Germania, in particolare). Successivamente alla riunione del Consiglio Direttivo della BCE i segnali di un possibile allentamento della politica monetaria hanno progressivamente spinto la relazione *EUR/USD* al di sotto dell'area 1,3700 (più in generale, tuttavia, verso metà maggio la divisa statunitense è apparsa in ripresa anche vs *JPY* e *GBP*). A conclusione del semestre, nel mese di giugno 2014 la BCE ha finalmente soddisfatto le aspettative dei mercati annunciando un ampio pacchetto di misure di stimolo, in parte superiori alle attese: tra di esse, un nuovo taglio del tasso ufficiale allo 0,15%, tassi di deposito negativi (-0,10%) per contrastare l'apprezzamento dell'Euro, e la possibilità per le banche di prendere a prestito ingenti somme di liquidità vincolate ad un incremento da parte delle stesse dell'attività di finanziamento al settore privato (*TLTRO*). Questo ha contribuito a rafforzare l'impegno e la credibilità della Banca Centrale Europea nel raggiungere gli obiettivi prefissati. Il rendimento dei BTP ha seguito un *trend* discendente con un forte calo della volatilità; altrettanto è valso per gli altri mercati obbligazionari governativi europei. La forte reazione dei mercati, a valere soprattutto sull'area Euro periferica e sul comparto finanziario, ha prodotto un sensibile ulteriore calo dei premi per il rischio (e dello *spread* vs *Bund*) per le emissioni domestiche. Tale situazione si è riverberata altresì sulle positive chiusure dei mercati azionari europei, in generale, e di quello



statunitense, mentre, per i titoli di Stato, è emerso un andamento ampiamente divergente tra *UST* e *bond* governativi europei (con incremento dei rendimenti per i primi e sensibili cali per i secondi). Il secondo semestre si è aperto all'insegna della volatilità. Già sul finire del mese di giugno 2014, la pubblicazione di alcuni dati inferiori alle attese (in particolare il PIL statunitense) e le tensioni geo-politiche in essere avevano indotto una serie di correzioni sui comparti azionari e favorito un'ulteriore riduzione dei rendimenti obbligazionari. In un contesto di aumento della volatilità, ha pesato la debolezza del settore finanziario, in parte rientrata dopo metà luglio con l'allentamento della tensione relativa alla crisi dell'istituto portoghese *Banco Espírito Santo*, in virtù del sostegno espresso dalla Banca Centrale del Portogallo e della disponibilità di ricapitalizzazione da parte degli azionisti. Il mese di luglio si è tuttavia chiuso con ampie prese di beneficio: le indicazioni deludenti provenienti dalle trimestrali societarie, il *default* tecnico dell'Argentina e l'acuirsi delle preoccupazioni sul fronte geo-politico hanno condizionato i mercati azionari europei. Il nuovo inatteso rallentamento dell'inflazione ha confermato uno scenario di ripresa incerta ed estremamente debole. I segnali di estensione della fase recessiva in Italia, unitamente al rallentamento tedesco, e ad una situazione internazionale poco incline all'assunzione di rischio ad inizio agosto hanno sospinto bruscamente i differenziali di rendimento fra BTP e *Bund* sino in area 180 punti base sulla scadenza decennale, in un clima di fiducia deteriorato ed in concomitanza con una sensibile ulteriore discesa dei corsi azionari. Dopo l'avvio dell'ultima decade di agosto, i rendimenti europei si sono mossi generalmente in flessione sino a ridiscendere in un'area inferiore ai 160 punti base. La divergenza espressa dalla sequenza di dati positivi sulla congiuntura statunitense ed il solido miglioramento dell'occupazione oltre oceano, a fronte di una perdurante debolezza dei dati europei, ha contribuito a deprimere progressivamente il cambio *EUR/USD*. L'ultima settimana di agosto ha fornito nuovi spunti di volatilità e si è aperta con listini azionari in sensibile rialzo. Lo *spread BTP/Bund*, nel periodo, ha registrato un'ulteriore flessione su livelli inferiori a 150 punti

base. In data 4 settembre 2014 la BCE ha annunciato un'ulteriore taglio dei tassi ufficiali portando il livello del *REFI* e quello sui depositi rispettivamente a 0,05% e -0,20%. La mossa, motivata anche dal crescente disagio per il declino delle prospettive di crescita e dalle aspettative di inflazione, concomitante con l'annuncio di un forte impegno di *credit easing* su *ABS* e *corporate*, ha sorpreso i mercati, sostenendo soprattutto i listini europei e favorendo un'ulteriore deprezzamento dell'Euro al di sotto della soglia psicologica di 1,30 nella relazione *EUR/USD*. I mercati nel prosieguo del mese di settembre 2014 hanno poi affrontato e superato alcuni eventi di rilievo quali il *FOMC* ed il referendum scozzese senza particolari scossoni. Nel mese di ottobre si è innescata una forte flessione del comparto azionario europeo ed una risalita dei rendimenti e dei premi per il rischio sui titoli di stato periferici. La reazione negativa dei mercati alle dichiarazioni rilasciate nella conferenza stampa del 2 ottobre 2014 del presidente della BCE, Draghi (il quale ha deluso le attese di un'estensione del programma di acquisti ai titoli di stato) ha fatto emergere un eccesso di aspettative sul potenziale di azione della BCE. Le evidenze di notizie e dati pubblicati successivamente (i positivi dati occupazionali USA, la debolezza degli ordinativi tedeschi, il peggioramento delle aspettative sull'andamento globale dell'economia, i toni accomodanti del *FOMC*) hanno innescato movimenti volatili nell'ambito dei quali è comunque prevalsa una tendenza cedente dell'*equity* ed un aumento dell'avversione al rischio. Il differenziale tra *BTP/Bund* si è mosso dapprima in un intorno superiore ai 140 punti base per poi impennarsi con violenza oltre quota 160 e superare quindi il livello 200 attestandosi poi in area 175. In prossimità di metà ottobre, i timori per possibili effetti di interferenza della debolezza europea sulla crescita statunitense (unitamente alla fine degli acquisti di titoli da parte della *Fed*) hanno gravato sugli indici azionari d'oltre oceano, e, di riflesso, hanno contribuito ad indebolire ulteriormente i mercati del vecchio continente, inducendo un'elevata volatilità e forti flessioni. Si è assistito ad un crollo della propensione al rischio (che ha diffusamente colpito soprattutto le aree "periferiche") indotto da una combinazione di fattori

strutturali (la debolezza dell'economia di cui sopra e l'apparente ritardo della BCE nelle azioni volte a contrastare la crisi) e di eventi contingenti (la pubblicazione di alcuni dati USA, tra cui le vendite al dettaglio, inferiori alle attese, ed i timori di elezioni anticipate in Grecia, unitamente alla possibilità di un'uscita anticipata dal programma di sostegno della *Troika*). Tuttavia, con la chiusura della seconda decade di ottobre si è assistito ad un parziale riassorbimento delle pregresse tensioni, anche in virtù dei positivi dati economici pubblicati negli *USA*: il rimbalzo degli indici azionari, in particolare di quelli europei, si è accompagnato ad una modesta contrazione dei differenziali tra emissioni governative "core" e periferiche. Nel corso dell'ultima settimana del mese di ottobre la reazione dei mercati azionari europei alle risultanze emerse in merito alla valutazione patrimoniale delle banche (*AQR* e *stress test*) è apparsa negativa, soprattutto in Italia, ove anche i rendimenti dei BTP hanno subito un'impennata, in controtendenza con i movimenti registrati sugli altri emittenti sovrani. Tuttavia, la chiusura del mese di ottobre ha beneficiato di un aumento della propensione al rischio sui mercati finanziari, con chiusure di segno positivo generalizzate a livello mondiale sugli indici azionari in virtù del nuovo intervento espansivo annunciato da parte della *BoJ*. La relazione *EUR/USD* ha visto alterne fasi di rafforzamento e di successivo indebolimento del biglietto verde: l'evidenza di positivi dati macroeconomici statunitensi e la svolta della politica monetaria della *Fed*, con la cessazione degli acquisti di titoli, hanno favorito il rafforzamento del cambio effettivo del dollaro statunitense sia nei confronti dell'Euro sia dello *Yen*. In prossimità di metà novembre 2014, gli indici azionari hanno espresso nuovamente volatilità, ed la delusione generata dal dato preliminare sul PIL nipponico, molto al di sotto delle attese, ha depresso bruscamente l'indice *Nikkei 225*. Successivamente, tuttavia, le dichiarazioni di Draghi al parlamento europeo (tra le misure non convenzionali potenzialmente adottabili dalla BCE è stata inclusa la possibilità di acquistare titoli di stato) hanno sospinto gli indici azionari del Vecchio Continente. Il differenziale *BTP/Bund* si è ristretto proseguendo la fase flettente avviata da metà ottobre,

portandosi con l'avvio del mese di dicembre sotto quota 130 punti base. Anche l'indice azionario statunitense *S&P500* ha proseguito l'ascesa verso nuovi massimi. Con l'avvio della seconda settimana di dicembre, il rimbalzo dello *spread BTP-Bund* oltre quota 120 è apparso connesso più alla discesa dei rendimenti tedeschi che non al declassamento dell'Italia operato da *S&P* e alla risalita dei rendimenti del BTP. La prima decade di dicembre si è chiusa con forti tensioni sui mercati finanziari, indotte dalla situazione politica greca e dai timori di una stretta creditizia in Cina, dove l'economia ha palesato segnali di rallentamento. Gli indici azionari hanno sofferto marcate correzioni ed anche il differenziale *BTP/Bund* ha scontato la risalita dell'avversione per il rischio con un rimbalzo sopra quota 135 (il rendimento del BTP decennale si è riportato sopra al 2%). La relazione *EUR/USD* si è mossa con fluttuazioni tra l'area 1,23 (toccando livelli anche inferiori) e 1,24, la relazione *USD/JPY* si è attestata in un intorno di area 118 - 120. Le quotazioni petrolifere hanno proseguito la fase di forte flessione già iniziata alla fine della prima metà del 2014. La riunione semestrale di fine novembre dell'*OPEC* ha confermato un *target* di produzione invariato a 30 milioni di barili giornalieri deprimendo ulteriormente le quotazioni. Complessivamente nel 2014 i principali mercati azionari sviluppati hanno fatto segnare risultati generalmente positivi (fatta eccezione, in ambito europeo, per le flessioni registrate dalle borse di Londra e Parigi): le migliori performance sono state messe a segno dagli indici azionari statunitensi. Tra i diversi comparti di attività, a livello globale, hanno eccelso i settori *health care* e *technology* a fronte delle perdite registrate dai settori *energy* e *materials*. Il secondo semestre 2014 ha evidenziato alcune sofferenze nell'ambito dei comparti ciclici europei per effetto del *deflation trend*. Una consistente discriminante per gli esiti registrati sia a livello geografico sia a livello settoriale ha insistito sul crollo dei prezzi delle materie prime ed in particolare del petrolio (su cui continua ad avere un peso determinante l'eccesso di offerta rispetto alla domanda), con sofferenze per i principali produttori esportatori (quali ad esempio, nell'ambito dei paesi emergenti, Russia e Brasile) e benefici per i maggiori utilizzatori (quali

ad esempio Cina ed India). Sui mercati obbligazionari governativi in area Euro lungo il corso del 2014 si è assistito ad una progressiva riduzione dei rendimenti. Anche il differenziale tra BTP e *Bund* ha segnato valori flettenti dai valori massimi registrati in gennaio (oltre 200 punti base), se pure in un contesto in cui non sono mancati accenni di volatilità e di ripresa dell'avversione per il rischio (in maggio, luglio, agosto, ottobre e dicembre), concludendo l'anno sulla soglia di 132 punti base. Il comparto *corporate bond* ha evidenziato una costante flessione del premio per il rischio nel corso del primo semestre 2014; il secondo semestre ha palesato un incremento della volatilità ed un andamento meno composto in cui sono emersi significativi rimbalzi dell'avversione al rischio nei mesi di agosto, ottobre e dicembre. Nell'ambito delle principali divise, nel corso del 2014, è emerso un andamento generalmente flettente dell'Euro sia nei confronti del Dollaro statunitense sia nei confronti della Sterlina britannica, mentre sul fine anno è apparsa sostanzialmente invariata la relazione tra Euro e Yen.

## Le prospettive di mercato per il 2015

I mercati finanziari potrebbero continuare ad essere caratterizzati da una significativa volatilità connessa a fattori di incertezza e di disturbo, sia per effetto dei rischi percepiti sulle dinamiche geo-politiche atti ad indurre repentine virate della predisposizione al rischio, sia per le aspettative in merito alle eventuali future azioni delle Banche Centrali, sia, soprattutto, per le attese e le eventuali sorprese di tempo in tempo emergenti sulla dinamica della crescita delle principali economie sviluppate.

Sul comparto azionario, alla chiusura dell'esercizio 2014, le valutazioni su alcune tematiche connesse all'evoluzione della situazione economica globale, sia in relazione alle dinamiche macroeconomiche, sia ai livelli prospettici attesi sui tassi a breve statunitensi, tenuta in debito conto la persistenza di potenziali rischi geo-politici, inducono ad esprimere tatticamente una *view*

tendenzialmente neutrale per l'*asset class equity*, in generale. Giova sottolineare come, nell'ambito del contesto asiatico, in Giappone le evidenze premianti del *corporate Quantitative Easing* suggeriscano di adottare un approccio tattico attivo. Sussiste una divergenza in termini economici, di inflazione, e, di conseguenza, tra le politiche monetarie delle principali banche centrali sulle due sponde dell'Atlantico (tendenzialmente restrittiva negli USA, espansiva, ma con esiti da valutare, e con possibili ulteriori iniziative da parte della BCE per l'Area Euro) che guiderà molte scelte d'investimento future. Mentre una politica monetaria più neutrale da parte della Fed induce la necessità di adottare una maggiore cautela sul mercato azionario statunitense, una *view* moderatamente positiva per i mercati azionari europei attende l'attivazione di alcuni *catalyst* rilevanti. In primo luogo, durante il *meeting* della BCE tenutosi in data 4 dicembre u.s. la retorica adottata ha lasciato aperta la porta per iniziative di *Quantitative Easing*, di possibile attuazione nel corso primo semestre 2015. Anche la presenza di tassi di deposito negativi dovrebbe costituire un fattore di supporto per l'*equity* europeo. La dinamica della base monetaria, che solitamente anticipa un miglioramento della situazione macro-economica appare coerente con l'ipotesi di una ripresa economica nei prossimi trimestri. Si ritiene che l'apporto della politica monetaria, un più efficace compromesso, a livello europeo, nel contemperare il perseguimento di crescita e rigore, ed il deprezzamento dell'Euro, possano innescare una ripresa nei prossimi trimestri. Per attuare un adeguato sostegno della crescita non appare sufficiente l'adozione di stimoli monetari: ad essi va affiancata la flessibilità fiscale ed il sostegno alla domanda interna, con posizioni quindi più morbide, rispetto al passato, sulla flessibilità all'interno del Patto di stabilità. Si ritiene che tale situazione di contesto, unitamente all'inflazione estremamente bassa ed in ulteriore discesa, consenta e giustifichi margini di intervento piuttosto ampi da parte delle autorità monetarie. Avendo riguardo alla situazione italiana, malgrado lo scenario attuale moderatamente recessivo, è auspicabile che il 2015 possa costituire un punto di svolta e di ripresa per il PIL. La dinamica dei prezzi

conferma uno scenario non inflazionistico. Coerentemente con quanto vale per l'Eurozona, si ritiene che il *mix* di politica monetaria, una maggiore flessibilità fiscale, il calo del prezzo del petrolio ed il deprezzamento dell'Euro possano dare sostegno al mercato nei prossimi mesi. L'auspicabile prosecuzione del deprezzamento della divisa comune suggerisce l'incremento selettivo di peso su alcune società più esposte a contesti "globali" e all'*export*. Avendo riguardo al mercato azionario statunitense, il livello delle valutazioni raggiunte appare elevato ed induce ad adottare un approccio prudenziale e particolarmente selettivo. In un'ottica volta al 2015, il settore tecnologico si conferma interessante sotto il profilo del valore dell'attivo dei bilanci aziendali. Sui settori più difensivi le stime di espansione dei margini permangono relativamente conservative. Occorre sottolineare come il mercato statunitense abbia beneficiato di fattori favorevoli (crescita economica, politica monetaria e fiscale accomodante, dollaro debole) prospetticamente atti a scemare: alla conferma della crescita non si sommano i restanti predetti fattori dal momento che la politica monetaria assumerà una connotazione tendenzialmente restrittiva ed il rafforzamento di *USD* è già ampiamente in atto. Possibili condizionamenti con implicazioni negative potrebbero derivare da eventuali azioni adottate da parte della *Fed*, ovvero della probabilità che nel futuro possa subentrare con forza la tematica dei tassi di interesse come ulteriore fattore di disturbo. In Giappone il mercato dovrebbe confermare una moderata ripresa: la crescita degli utili aziendali appare significativamente migliore rispetto a quella di Europa, *USA* e mercati emergenti, con il contributo significativo del deprezzamento della valuta e del controllo dei costi. Nell'ambito dei mercati emergenti, i riflettori sono puntati sull'attuale collocazione dei prezzi petroliferi e delle altre principali *commodity*. Sul comparto obbligazionario la debolezza che ha intaccato anche la Germania e l'inflazione progressivamente cedente depongono a favore di un mercato le cui attese sono rivolte ad un attivo interventismo della BCE, con il passaggio dal controllo dei tassi all'effettivo governo quantitativo di bilancio. Sui mercati obbligazionari governativi, in relazione al contesto attuale, nel breve

periodo, viene espressa una *view* prudenzialmente neutrale sia globalmente sull'*asset class* obbligazionaria sia sulla *duration* in generale, tenuto conto del perdurante livello di bassi tassi di interesse, che si riflettono sui rendimenti obbligazionari. La collocazione dei tassi rende maggiormente appetibili allocazioni tattiche su emissioni dell'area periferica dell'Euro. Nel corso del 2015 potranno emergere sensibili impulsi di volatilità sia sulle obbligazioni sia sui cambi. La valutazione della durata della debolezza europea si accompagna a quella relativa alla dinamica inflativa, ed in particolare verte sull'individuazione di un possibile rallentamento dello scenario di disinflazione. Il futuro dibattito verterà altresì sul livello del tasso neutrale di equilibrio per l'economia statunitense (la dinamica dei salari rappresenta ora la discriminante fondamentale di decisione per attivare eventuali future variazioni sui tassi) e sulla lettura delle mosse della BCE, soprattutto nel caso in cui dovessero emergere azioni sorprendenti, atte a superare le attese dei mercati. Le condizioni di liquidità restano ampiamente di supporto alle emissioni obbligazionarie societarie e, al contempo, gli stimoli promossi dalla BCE fanno sì che, nel medio termine, possano emergere ancora spunti interessanti per il settore *corporate bond*, anche per le nuove emissioni, tenendo comunque nella dovuta considerazione il livello già molto compresso dei rendimenti. Sui mercati obbligazionari emergenti sussiste l'opportunità di adottare adeguate cautele in termini di *country allocation*, laddove i fattori di rischio, di caratterizzazione aleatoria, potrebbero provenire da un peggioramento delle aspettative di crescita economica. Il contesto generale risulta tuttavia estremamente eterogeneo, poiché, oltre a sottostare all'alea delle dinamiche dei prezzi delle materie prime, si articola tra situazioni virtuose (Messico, India) favorite dalle riforme attuate e degli esiti elettorali, e situazioni più problematiche (quale, ad esempio, quella russa, a causa delle tensioni geo-politiche in atto e delle possibili conseguenze economiche degli embarghi incrociati).



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

Luigi Introzzi: 02/85961 371 [luigi.introzzi@gruppoesperia.com](mailto:luigi.introzzi@gruppoesperia.com)

## **Indice degli argomenti:**

- **Commento alla gestione 2014**

- **Prospettive mercati 2015**

### **Commento alla gestione 2014**

#### **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.

Il mandato gestito da Duemme Sgr, dopo due anni di ritorni particolarmente positivi rispetto al ritorno medio atteso di lungo periodo di una asset allocation comunque tendenzialmente conservativa quale quella prevista dal bmk di riferimento, anche nel 2014 ha conseguito una performance decisamente positiva in termini assoluti sebbene inferiore rispetto a quella registrata dal parametro di riferimento assegnato:

Rendim. lordo + 10.47 %

Benchmark + 11.86 %

Il sovrappeso dell'investimento effettivo sui mercati azionari rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento, è stato progressivamente ridotto nel corso del primo semestre del 2014 ed è rimasto modesto anche nel corso del quarto trimestre dell'anno in un contesto di valutazioni dei corsi azionari sostanzialmente in linea con le medie storiche e in alcuni settori tendenti a diventare eccessive rispetto a tassi di crescita degli utili positivi, ma generalmente inferiori alle attese. In un confronto con le altre asset class di investimento il mercato azionario continua tuttavia a risultare più conveniente, soprattutto in termini risk-adjusted rispetto a bond governativi e titoli corporate i cui rendimenti rimangono molto compressi dalla politica ultra espansiva delle Banche Centrali e dalla abbondanza di liquidità presente sul mercato.

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, le cui valutazioni sono state probabilmente gonfiate nel corso del secondo semestre dell'anno da afflussi di acquisti di investitori attirati dagli elevati dividendi distribuiti.

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 delle Banche Centrali costringa gli investitori ad allungare le scadenze dei propri investimenti alla ricerca di rendimenti accettabili ( o anche solo positivi), riteniamo 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.

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. Nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIG.

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 quarto trimestre 2014, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si sono progressivamente compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

Il rendimento del mandato nel 2014 è stato determinato da contributi positivi provenienti sia dalla componente azionaria che da quella obbligazionaria del portafoglio, che hanno beneficiato, come già sopra accennato, della abbondante liquidità iniettata nel sistema dalle Banche Centrali che ha determinato una progressiva compressione dei premi al rischio richiesti dagli investitori in un contesto di stabilizzazione del quadro macroeconomico complessivo.

Sempre di più, appare però evidente la 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 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 particolarmente "affollati" che potrebbero rivelarsi particolarmente pericolosi in una ipotesi di inversione delle tendenze in atto..

Il contributo alla performance annuale determinato dalla diversificazione valutaria, è risultato estremamente positivo in un anno che ha visto, sulle attese di una imminente espansione del bilancio della BCE e allargamento della politica monetaria espansiva, una decisa svalutazione dell'Euro vs USD e Sterlina Britannica, e una sostanziale stabilità della divisa Europea verso lo Yen giapponese.

### **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.

Il mandato gestito da Duemme Sgr, dopo due anni di ritorni particolarmente positivi rispetto al ritorno medio atteso di lungo periodo di una asset allocation comunque tendenzialmente conservativa quale quella prevista dal bmk di riferimento, anche nel 2014 ha conseguito una performance decisamente positiva in termini assoluti sebbene inferiore rispetto a quella registrata dal parametro di riferimento assegnato:

Rendim. lordo	+ 12.03 %
Benchmark	+ 12.99 %

Il sovrappeso dell' investimento effettivo sui mercati azionari rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento, è stato progressivamente ridotto nel corso del primo semestre del 2014 ed è rimasto modesto anche nel corso del quarto trimestre dell'anno in un contesto di valutazioni dei corsi azionari sostanzialmente il linea con le medie storiche e in alcuni settori tendenti a diventare eccessive rispetto a tassi di crescita degli utili positivi, ma generalmente inferiori alle attese. In un confronto con le altre asset class di investimento il mercato azionario continua tuttavia a risultare più conveniente, soprattutto in termini risk-adjusted rispetto a bond governativi e titoli corporate i cui rendimenti rimangono molto compressi dalla politica ultra espansiva delle Banche Centrali e dalla abbondanza di liquidità presente sul mercato.

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. E' 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, le cui valutazioni sono state probabilmente gonfiate nel corso del secondo semestre dell'anno da afflussi di acquisti di investitori attirati dagli elevati dividendi distribuiti.

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 delle Banche Centrali costringa gli investitori ad allungare le scadenze dei propri investimenti alla ricerca di rendimenti accettabili ( o anche solo positivi ), riteniamo 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.

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. Nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIG.

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 quarto trimestre 2014, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si sono progressivamente compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

Il rendimento del mandato nel 2014 è stato determinato da contributi positivi provenienti sia dalla componente azionaria che da quella obbligazionaria del portafoglio, che hanno beneficiato, come già sopra accennato, della abbondante liquidità iniettata nel sistema dalle Banche Centrali che ha determinato una progressiva compressione dei premi al rischio richiesti dagli investitori in un contesto di stabilizzazione del quadro macroeconomico complessivo.

Sempre di più, appare però evidente la 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 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 particolarmente "affollati" che potrebbero rivelarsi particolarmente pericolosi in una ipotesi di inversione delle tendenze in atto.

Il contributo alla performance annuale determinato dalla diversificazione valutaria, è risultato estremamente positivo in un anno che ha visto, sulle attese di una imminente espansione del bilancio della BCE e allargamento della politica monetaria espansiva, una decisa svalutazione dell'Euro vs USD e Sterlina Britannica, e una sostanziale stabilità della divisa Europea verso lo Yen giapponese.

### **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.

Il mandato gestito da Duemme Sgr, dopo un anno deludente in termini di performance assoluta, è tornato a realizzare nel 2014 una performance molto positiva, e superiore rispetto al ritorno medio atteso di lungo periodo di una asset allocation comunque tendenzialmente conservativa quale quella

prevista dal bmk di riferimento, sebbene decisamente inferiore rispetto a quella realizzata dal proprio benchmark:

Rendim. lordo + 8.70 %  
Benchmark +10.23%

Il sovrappeso dell'investimento effettivo sui mercati azionari, seppure marginale nell'asset allocation del mandato, rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento, è stato progressivamente ridotto nel corso del primo semestre del 2014 ed è rimasto modesto anche nel corso del quarto trimestre dell'anno in un contesto di valutazioni dei corsi azionari sostanzialmente in linea con le medie storiche e in alcuni settori tendenti a diventare eccessive rispetto a tassi di crescita degli utili positivi, ma generalmente inferiori alle attese.

In un confronto con le altre asset class di investimento il mercato azionario continua tuttavia a risultare più conveniente, soprattutto in termini risk-adjusted rispetto a bond governativi e titoli corporate i cui rendimenti rimangono molto compressi dalla politica ultra espansiva delle Banche Centrali e dalla abbondanza di liquidità presente sul mercato.

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, le cui valutazioni sono state probabilmente gonfiate nel corso del secondo semestre dell'anno da afflussi di acquisti di investitori attirati dagli elevati dividendi distribuiti.

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 delle Banche Centrali costringa gli investitori ad allungare le scadenze dei propri investimenti alla ricerca di rendimenti accettabili ( o anche solo positivi ), riteniamo 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.

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. Nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIG.

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 quarto trimestre 2014, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si sono progressivamente compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

Il rendimento del mandato nel 2014 è stato determinato da contributi positivi provenienti sia dalla pur limitata componente azionaria che da quella obbligazionaria del portafoglio, che hanno beneficiato, come già sopra accennato, della abbondante liquidità iniettata nel sistema dalle Banche Centrali che ha determinato una progressiva compressione dei premi al rischio richiesti dagli investitori in un contesto di stabilizzazione del quadro macroeconomico complessivo.

Sempre di più, appare però evidente la 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 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 particolarmente "affollati" che potrebbero rivelarsi particolarmente pericolosi in una ipotesi di inversione delle tendenze in atto.

Il contributo alla performance annuale determinato dalla diversificazione valutaria, è risultato estremamente positivo in un anno che ha visto, sulle attese di una imminente espansione del bilancio della BCE e allargamento della politica monetaria espansiva, una decisa svalutazione dell'Euro vs USD e Sterlina Britannica, e una sostanziale stabilità della divisa Europea verso lo Yen giapponese.

## **Prospettive mercati 2015**

### ***Mercato obbligazionario***

Le nostre aspettative per il 2015 prevedono una accelerazione del ciclo economico globale con una crescita del GDP mondiale che passa dal 3% circa del 2014 al 3.5%. Gli Stati Uniti continueranno nella loro fase di accelerazione ciclica e segnali di ripresa verranno da Europa e Giappone e da alcune economie emergenti anche grazie alla svalutazione del cambio e al calo del prezzo del petrolio; la Cina riuscirà a gestire il rallentamento del proprio tasso di crescita che si assesterà intorno al 7%.

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

Il primo rialzo dei tassi da parte della Fed avverrà non prima della seconda metà del 2015, mentre BCE, BOJ e PBC continueranno la loro espansione di bilancio a ritmo sostenuto.

Una crescita più sostenuta, l'inflazione che si stabilizza, Banche Centrali ancora proattive nella gestione del ciclo economico e tassi reali negativi o prossimi allo zero rappresentano un contesto decisamente supportivo per i prezzi delle attività finanziarie anche nel 2015.

Per quanto riguarda gli investimenti obbligazionari, riteniamo 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 delle curve, non incorporano tuttavia alcun tipo di “term premium” e sono artificialmente compressi da squilibri tra flussi di domanda e offerta e suggeriscono pertanto di 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 intraprendere le riforme necessarie per stabilizzare la propria situazione finanziaria, mentre confermiamo l’atteggiamento molto costruttivo nei confronti delle emissioni italiane anche in considerazione delle caratteristiche del programma di QE della BCE e sulle curve degli emittenti sovranazionali e delle agenzie governative.

### ***Credit spreads***

Il mercato dei corporate bonds rimane dominato da uno strutturale eccesso di domanda rispetto a emissioni nette in costante diminuzione.

In generale, come per molte asset class nel mondo fixed income, anche l’investimento in crediti incorpora oggi un premio al rischio decisamente poco attraente e tassi di default attesi più bassi di quelli generalmente rilevati in fasi analoghe alla attuale del ciclo economico.

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 2015 possiamo affermare che l’anno appare caratterizzato da una combinazione ancora non negativa: le valutazioni, seppure piuttosto tirate in particolare sui settori “duration sensitive” e ad alta distribuzione di dividendi, appaiono ancora accettabili in termini di multipli reddituali ( P/E ratio di 16/17 volte gli utili attesi) soprattutto se raffrontati con i rendimenti di Titoli di Stato e Bond Investment Grade.

Sorprese positive dal lato della crescita e dei margini potrebbero arrivare sull’Equity Europeo atteso esaurire la fase di sottoperformance rispetto agli US

Il sentiment/posizionamento degli investitori appare ancora non presentare quegli eccessi di compiacenza tipici delle fasi che precedono lo scoppio delle bolle speculative.

### ***Valute***

La svalutazione competitiva continua a rimanere uno degli obiettivi perseguiti dai Governi e dalle Banche centrali per stimolare la anemica ripresa economica interna. In questo contesto la BCE nel 2015 sostituirà 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.

L'EURO appare pertanto destinato a rimanere debole nei confronti di GBP, USD e CHF.



**COMMENTO GESTIONE RISPEVI**

<b>ANNO</b>	<b>2014</b>
-------------	-------------

*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	%
TITOLI GOVERNATIVI	54,07%	ITALIA	76,32%
OBBLIGAZIONI SOCIETARIE	30,21%	EUROPA	18,47%
FONDI IMMOBILIARE	7,34%	STATI UNITI	3,72%
FONDI FLESSIBILE	2,42%	EUROPA (non euro)	1,49%
PARTECIPAZIONI ALTRE	1,66%	<b>Totale complessivo</b>	<b>100,00%</b>
AZIONARIO	1,60%		
FONDI AZIONARIO	1,16%	<b>Rating</b>	<b>%</b>
LIQUIDITA'	0,92%	AAA	0,38%
FONDI SPECULATIVO	0,49%	AA	0,27%
FONDI OBBLIGAZIONARIO	0,13%	A	1,16%
<b>Totale complessivo</b>	<b>100,00%</b>	BBB	77,65%
		BB	10,22%
		B	2,96%
		CCC/C	0,48%
		Non Rated / Not I.G.	6,89%
		<b>Totale complessivo</b>	<b>100,00%</b>
<b>SETTORE</b>	<b>%</b>	<b>DURATA MEDIA FINANZIARIA (duration modificata)</b>	<b>4,20</b>
DEBITO PUBBLICO	51,52%		
BANCARIO	17,73%	<b>Esposizione valutaria</b>	<b>%</b>
FINANZIARIO	8,26%	EUR	99,35%
F. C. INV. CHIUSI	7,55%	GBP	0,32%
UTILITIES	2,86%	USD	0,33%
ENERGIA	2,43%	<b>Totale complessivo</b>	<b>100,00%</b>
INDUSTRIALE	1,81%		
COMUNICAZIONI	1,70%	<b>TURNOVER 2014</b>	<b>39,99%</b>
ASSICURATIVO	1,69%		
COMMERCIO	1,33%		
F. DI COM. INVEST.	0,85%		
IMMOBILIARE	0,75%		
ALTRO	0,60%		
TECNOLOGICO	0,30%		
MORTGAGE SEC.	0,28%		
ABS	0,23%		
TRASPORTI	0,10%		
SERVIZI TURISMO	0,03%		
<b>Totale complessivo</b>	<b>100,00%</b>		

*Il rendimento annuo realizzato dalla gestione nei mesi del IV trimestre è riportato nella seguente tabella.*

Mese	Rendimento
Ottobre 2014	<b>4,13%</b>
Novembre 2014	<b>4,11%</b>
Dicembre 2014	<b>4,12%</b>

Verona, 20 febbraio 2015



## IMPORTI IN EURO

RI.SPE.VI.	Alla chiusura del periodo di osservazione 31/10/2014	Alla chiusura del periodo di osservazione precedente 31/10/2013
<b>Obbligazioni ed altri titoli a reddito fisso</b>	<b>1.678.912.579</b>	<b>1.462.463.063</b>
BTP	713.701.611	606.745.586
CCT	94.877.111	29.318.698
Altri titoli di Stato emessi in euro	171.650.577	186.052.163
Altri titoli di Stato emessi in valuta	2.526.333	
Obbligazioni quotate in euro	683.148.606	626.363.306
Obbligazioni quotate in valuta	13.008.341	
Obbligazioni non quotate in euro		11.043.710
Obbligazioni non quotate in valuta		2.887.570
Altre tipologie di titoli di debito di cui: Obbligazioni quotate convertibili		52.030
		52.030
<b>Titoli di capitale</b>	<b>64.953.216</b>	<b>58.189.937</b>
Azioni quotate in euro	32.786.400	26.023.121
Azioni non quotate in euro	32.166.816	32.166.816
<b>Altre attività patrimoniali</b>	<b>269.587.309</b>	<b>275.938.060</b>
Prestiti	2.152.426	2.815.905
Quote di OICR	227.753.173	214.575.584
Liquidità	17.904.825	39.644.975
Altre tipologie di attività di cui: Ratei attivi su titoli	21.776.885	18.901.596
	21.776.885	18.901.596
<b>Passività patrimoniali</b>	<b>34.672</b>	<b>31.191</b>
Debiti per spese di revisione contabile	34.672	31.191
<b>Saldo attività della gestione separata</b>	<b>2.013.418.432</b>	<b>1.796.559.869</b>
	Alla chiusura del periodo di osservazione 31/10/2014	Alla chiusura del periodo di osservazione precedente 31/10/2013
<b>Riserve matematiche</b>	<b>1.975.924.796</b>	<b>1.751.568.189</b>
<b>Riserve matematiche relative a contratti stipulati con le controparti di cui all'articolo 5 del Regolamento Isvap n 25/2008</b>		
<b>Premi del periodo di osservazione relativi a contratti stipulati con le controparti di cui all'articolo 5 del Regolamento Isvap n 25/2008</b>		
<b>Oneri relativi a sinistri, sostenuti nel periodo di osservazione, relativi a contratti stipulati con le controparti di cui all'articolo 5 del Regolamento Isvap n 25/2008</b>		

Pubblicazione ai sensi delle disposizioni IVASS vigenti



## IMPORTI IN EURO

### RI.SPE.VI.

#### Proventi ed oneri distinti per categorie di attività

#### IMPORTI

<b>Proventi da investimenti</b>	<b>A</b>	<b>82.135.537</b>
Interessi su titoli di Stato in euro		32.744.876
Interessi su titoli di Stato in valuta		213.068
Interessi su titoli obbligazionari in euro		36.335.174
Interessi su titoli obbligazionari in valuta		10.024
Dividendi su azioni in euro		4.197.828
Altre tipologie di proventi:		8.634.567
di cui: Quote di OICR		8.528.816
Liquidità		105.751
<b>Utili/perdite da realizzi</b>	<b>B</b>	<b>(5.192.438)</b>
Titoli di Stato in euro		1.621.133
Titoli di Stato in valuta		1.192.344
Titoli obbligazionari quotati in euro		861.838
Titoli obbligazionari non quotati in euro		39.640
Titoli azionari quotati in euro		(8.251.433)
Altre tipologie di utili/perdite		(655.960)
di cui: Quote di OICR		(655.960)
<b>Retrocessione di commissioni e altre utilità</b>	<b>C</b>	
<b>Risultato finanziario lordo</b>	<b>A+B+C</b>	<b>76.943.099</b>
<b>Spese di revisione contabile</b>	<b>D</b>	<b>34.672</b>
<b>Spese per l'acquisto e la vendita di attività</b>	<b>E</b>	<b>14.897</b>
<b>Risultato finanziario netto</b>	<b>A+B+C-D-E</b>	<b>76.893.530</b>
<b>Giacenza media delle attività investite</b>		<b>1.861.994.124</b>

#### Tasso medio di rendimento relativo al periodo di osservazione 4,13

Tassi medi di rendimento realizzati nel periodo di osservazione	Tasso realizzato
da 01/12/2012 a 30/11/2013	4,16
da 01/01/2013 a 31/12/2013	4,15
da 01/02/2013 a 31/01/2014	4,13
da 01/03/2013 a 28/02/2014	4,12
da 01/04/2013 a 31/03/2014	4,13
da 01/05/2013 a 30/04/2014	4,03
da 01/06/2013 a 31/05/2014	4,02
da 01/07/2013 a 30/06/2014	4,12
da 01/08/2013 a 31/07/2014	4,15
da 01/09/2013 a 31/08/2014	4,11
da 01/10/2013 a 30/09/2014	4,13
da 01/11/2013 a 31/10/2014	4,13

Publicazione ai sensi delle disposizioni IVASS vigenti



## GESTIONE SEPARATA FONDICOLL UNIPOLSAI

La gestione separata Fondicoll UnipolSai, nata dalla fusione delle gestioni separate Fondicoll e Geprecoll, 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 2014 l'operatività in Titoli di Stato si è focalizzata principalmente su acquisti di titoli italiani su varie scadenze della curva, anche in formato *zero coupon* (Btp Strip), con l'obiettivo di ottenere scadenze e rendimenti coerenti con il profilo delle passività. Sono stati acquistati anche Titoli di Stato italiani in *asset swap* a tasso fisso. Si è inoltre diversificato il rischio paese, investendo in titoli governativi spagnoli e irlandesi su scadenze medio-lunghe della curva dei rendimenti.

L'esposizione complessiva alla componente *corporate* è stata mantenuta pressoché costante, riducendo gli investimenti in titoli di emittenti non finanziari a favore di titoli di emittenti finanziari.

La componente azionaria è stata incrementata con una operatività guidata da criteri di prudenza, che ha privilegiato investimenti in società con buona visibilità sui risultati attesi.

A fine 2014 la *duration* della gestione separata Fondicoll Unipolsai si è attestata a 6.09 anni.

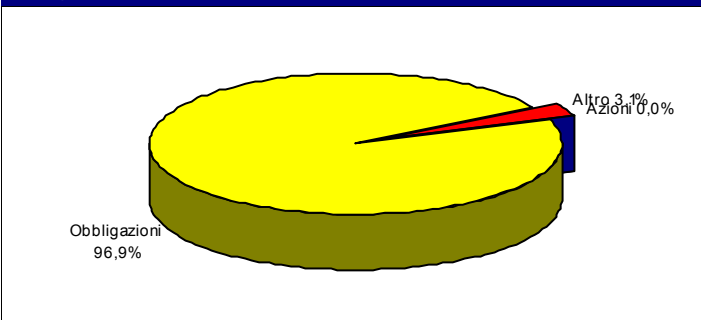




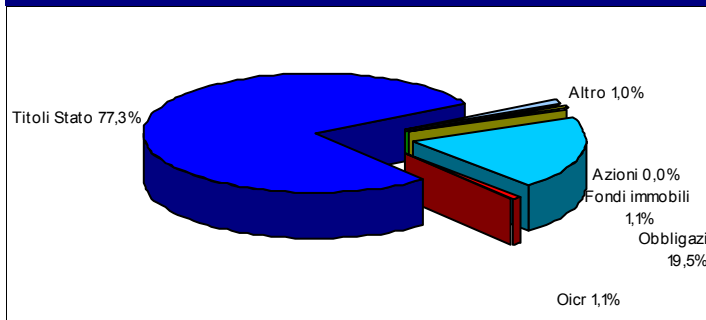
**Informazioni anagrafiche**

Tipo Fondo:	Gestione Speciale Separata	Grado di rischio:	Medio basso
Patrimonio:	9.954.919 mgl	Orizzonte temporale:	Lungo periodo
Valuta:	EUR		

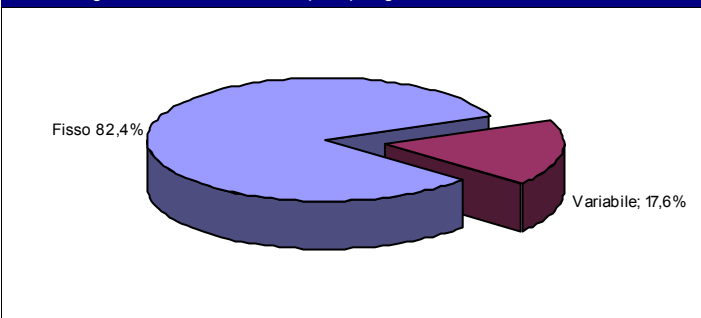
**Strategia di investimento**



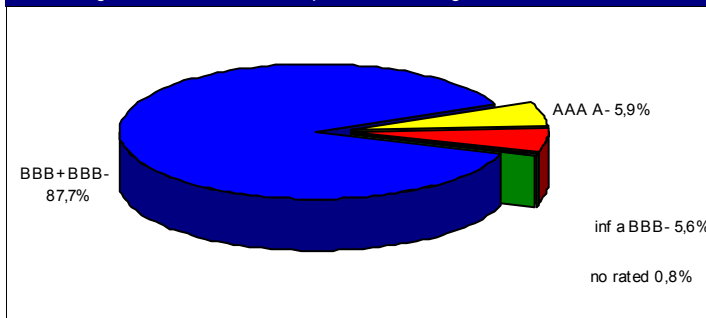
**Composizione per comparto di investimento**



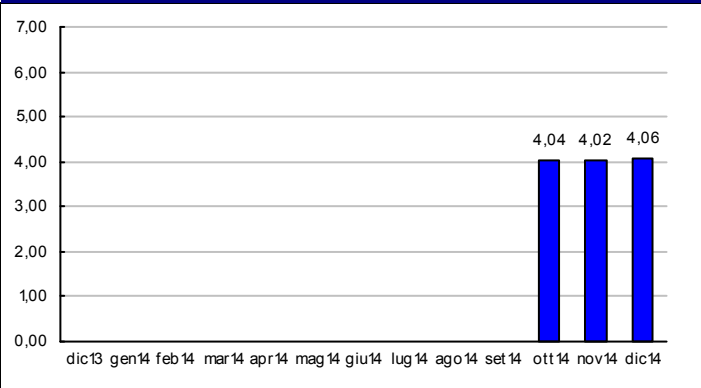
**Titoli obbligazionari: diversificazione per tipologia**



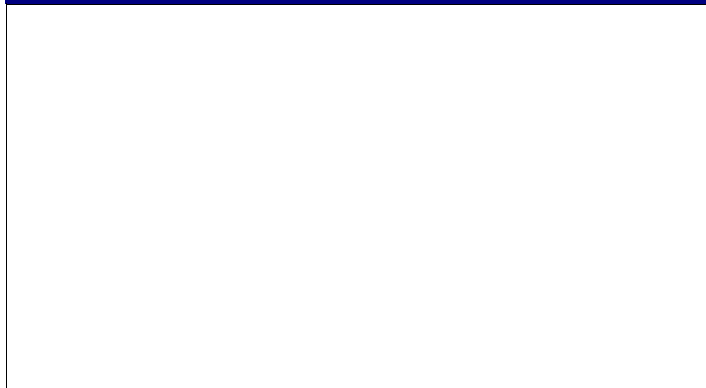
**Titoli obbligazionari: diversificazione per classi di rating**



**Rendimenti mensili annualizzati**



**Rendimenti annuali**



**Rendimenti da diverse date di entrata**



**Politica di gestione**

Il 2014 è stato caratterizzato da una crescita economica globale di poco superiore al 3%. L'area Euro, aiutata dal costante supporto della Banca Centrale Europea (BCE), dalla politica fiscale nel complesso meno restrittiva, dalla domanda interna in ripresa e dallo scenario economico internazionale sostenuto dall'accelerazione della crescita statunitense ed inglese, ha segnato un ritorno allo sviluppo, modesto e non omogeneo nei vari Paesi dell'Unione, dopo un 2013 in recessione. La BCE ha affermato che, alla luce della continua discesa dell'inflazione (-0,2% il dato di dicembre) nei primi mesi del 2015 potrà attuarsi una strategia di "Quantitative Easing", consistente in acquisti concentrati, particolarmente, sui titoli governativi degli Stati dei Paesi dell'area Euro. Negli Usa, l'attività economica nel corso del 2014, dopo la falsa partenza del primo trimestre imputabile al clima eccezionalmente freddo, si è caratterizzata da ritmi di espansione nel secondo e terzo trimestre poco inferiori al 5% annualizzato. Il mercato del lavoro si è rafforzato nel corso dell'anno, con il tasso di disoccupazione che nel 2014 è sceso di quasi un punto percentuale (5,6% a dicembre) e la Federal Reserve sta preparando i mercati al primo possibile aumento dei tassi ufficiali. L'economia italiana, pur migliorando in termini di "sentiment" e di domanda interna, grazie alla politica fiscale meno restrittiva, al contesto internazionale ed alla significativa riduzione della percezione del rischio Paese che si è tradotta in un'importante discesa dei tassi di interesse di mercato in termini assoluti e relativi rispetto ai Paesi "core", ha registrato un'ennesima crescita negativa.

**Documento per uso interno, destinato esclusivamente al CDA del Fondo**

E' vietata la diffusione al pubblico del presente documento che ha mero carattere informativo e non impegna la responsabilità della compagnia assicurativa. Fermo altresì che i rendimenti conseguiti in passato ed ivi riportati non sono indicativi di quelli futuri, il presente documento non potrà essere utilizzato a fini pubblicitari per sollecitare la sottoscrizione di prodotti assicurativi, nè per valutare l'adeguatezza degli stessi alle esigenze previdenziali e/o assicurative dei Clienti.

