



**CASSA DI RISPARMIO
DI VOLTERRA S.p.A.**

**RELAZIONE SEMESTRALE
AL 30.06.2011**

**del Fondo Comune di Investimento Mobiliare Aperto Armonizzato
VOLTERRA TOTAL RETURN GLOBALE**

**e dei Fondi Comuni di Investimento Mobiliare Aperti Non Armonizzato
VOLTERRA DINAMICO e VOLTERRA MODERATO**

La presente Relazione Semestrale è stata redatta in data 29 luglio 2011

La presente Relazione Semestrale al 30.06.2011 è relativo ai seguenti fondi comuni di investimento aperti:

| | |
|------------------------|---|
| ARMONIZZATI | ● VOLTERRA TOTAL RETURN GLOBALEPAG. 10 |
| NON ARMONIZZATI | ● VOLTERRA DINAMICOPAG. 13 |
| | ● VOLTERRA MODERATO (operativo dal 01.03.2011)PAG. 16 |

ALETTI GESTIELLE SGR S.p.A. è inoltre la Società di gestione dei seguenti Fondi comuni d'investimento mobiliare:

| | |
|--|---|
| ARMONIZZATI | |
| ● SISTEMA GESTIELLE | Gestielle Bond Dollars, Gestielle BT Cedola (già Gestielle Cedola), Gestielle Emerging Markets Bond, Gestielle Etico per All, Gestielle IT Euro, Gestielle MT Euro, Gestielle Obbligazionario Corporate, Gestielle Obbligazionario Internazionale, Gestielle Obiettivo America (già Gestielle America), Gestielle Obiettivo Brasile (già Gestielle Brasile), Gestielle Obiettivo Cina (già Gestielle Cina), Gestielle Obiettivo East Europe (già Gestielle East Europe), Gestielle Obiettivo Emerging Markets (già Gestielle Emerging Markets), Gestielle Obiettivo Europa (già Gestielle Europa), Gestielle Obiettivo India (già Gestielle India), Gestielle Obiettivo Internazionale (già Gestielle Internazionale), Gestielle Obiettivo Italia (già Gestielle Italia), Gestielle Obiettivo Pacifico (già Gestielle Pacifico), Gestielle Total Return , Gestielle Total Return Obiettivo Cash (già Gestielle Cash Euro) |
| ● GESTIELLE CEDOLA OBBLIGAZIONI BANCARIE EURO (operativo dal 01.07.2011) | |
| ● GESTIELLE TOTAL RETURN OBIETTIVO CEDOLA | |
| ● GESTIELLE TOTAL RETURN OBIETTIVO PIÙ | |
| ● GESTIELLE TOTAL RETURN OBIETTIVO PIÙ II | |
| ● GESTIELLE TOTAL RETURN OBIETTIVO PIÙ VALORE | |
| ● LAURIN MONEY | |

| | |
|-------------------------------|---|
| NON ARMONIZZATI | |
| ● AGA ABSOLUTE RETURN | |
| ● GESTIELLE GLOBAL ASSET PLUS | |
| ● SISTEMA GESTIELLE HARMONIA: | Gestielle Harmonia Moderato, Gestielle Harmonia Dinamico, Gestielle Harmonia Vivace |

| | |
|--------------------|---|
| SPECULATIVI | |
| | Gestielle Hedge Concentrated Low 1, Gestielle Hedge Concentrated Medium 1, Gestielle Hedge Credit Fund, Gestielle Hedge High Volatility, Gestielle Hedge Long Short World, Gestielle Hedge Low Volatility, Gestielle Hedge Multi-Strategy, Gestielle Hedge Opportunity, Gestielle Hedge Concentrated Low – Side Pocket, Gestielle Hedge Concentrated Medium – Side Pocket |

nonché Società Promotrice del fondo Comune di Investimento Mobiliare:

Gestielle Doppia Opportunità 2015 – Fondo a Formula (Fondo Comune Armonizzato)

Tutti i fondi sono ad accumulazione dei proventi ad eccezione dei fondi Gestielle BT Cedola, Gestielle Total Return Obiettivo Cedola e Gestielle Cedola Obbligazioni Bancarie Euro, che prevedono la distribuzione dei proventi di gestione.

Il capitale sociale di AleTTi Gestielle SGR S.p.A. è di euro 32.962.100,00 interamente versato; la sua sede legale è in Milano - Via Tortona n.35 – Numero Verde 800 337 602.

I prospetti del presente rendiconto sono redatti sulla base del provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 attuativo dell'art.6, comma 1, lett. c), n. 3 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

Banca Depositaria dei fondi gestiti da AleTTi Gestielle SGR S.p.A.

Banco Popolare Società Cooperativa, con sede a Verona in Piazza Nogara n. 2.

Sito Internet: www.gestielle.it

**NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2011
DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO APERTI GESTITI DA ALETTI GESTITILE SGR S.p.A.**

Quadro Macroeconomico

Il primo semestre 2011 ha visto un generalizzato rallentamento della crescita, soprattutto nei Paesi sviluppati, in particolare negli Stati Uniti, nei Paesi periferici dell'Area Euro, in Gran Bretagna ed in Giappone. Questo rallentamento, insieme ai rinnovati timori sulla solvibilità della Grecia, ha portato correzioni nei mercati azionari nei primi mesi dell'anno. Resta da appurare quanto di questo rallentamento sia imputabile a fattori transitori (rialzi nei prezzi delle materie prime, rivolte in Medio Oriente e Nord Africa, terremoto ed emergenza nucleare in Giappone, problemi nella periferia dell'Area Euro e preoccupazioni riguardo il rialzo del tetto massimo di debito pubblico emettibile negli Stati Uniti) e quanto sia invece imputabile ad un rallentamento ciclico. Per il momento l'ipotesi più probabile resta quella di un rallentamento esasperato da fattori temporanei, ma con crescita sottostante più debole di quanto ci si aspettasse ad inizio anno. Infatti, contrariamente a quanto accaduto nel 2010, non vi è più elevata necessità di ricostituzione scorte. Inoltre, i Paesi emergenti stanno rallentando a causa delle politiche monetarie restrittive adottate dalla maggior parte delle banche centrali. Le similitudini con quanto accaduto nei mesi centrali del 2010 sono molte: negli Stati Uniti la crescita era deludente, il mercato del lavoro era debole, il primo programma di acquisti su larga scala della Fed si era concluso ed il settore immobiliare conosceva un double dip dopo la scadenza del credito d'imposta. Contemporaneamente, la crisi dei debiti sovrani nella periferia di Eurozona era nel pieno. A questi fattori nel 2011 si sono aggiunti i rincari delle materie prime, la carenza di riforniture dal Giappone e le preoccupazioni riguardo il limite massimo di debito negli US. La differenza fondamentale, però, rispetto al 2010 risiede nell'outlook di inflazione. Infatti, nell'estate 2010 il rischio deflazione era non trascurabile, tanto da spingere la Fed a varare un nuovo piano di acquisti. Oggi, invece, il rischio deflazione pare più remoto e difficilmente vedremo nuove espansioni del bilancio della Fed. Nelle seguenti sezioni sono evidenziate le principali caratteristiche che hanno determinato lo scenario macroeconomico dei singoli Paesi, i punti in comune e le principali differenze.

Area Euro

Negli ultimi due anni grande rilevanza nell'economia dell'Area Euro è stata rivestita dai problemi relativi ai debiti sovrani di alcuni Paesi periferici, in particolare di Grecia, Irlanda e Portogallo, e dei rimedi messi in atto per arginare la crisi. A maggio 2010 era infatti stata approvata la costituzione dell'European Financial Stability Facility (EFSF), ovvero un veicolo finanziario che può erogare prestiti ai Paesi dell'Area Euro che non sono in grado finanziarsi sul mercato a causa di costi troppo elevati. Tale veicolo è di durata triennale, ovvero fino a giugno 2013, prevede 440 miliardi di euro di disponibilità totale versati dagli Stati membri dell'Unione Monetaria ed è garantito congiuntamente da tali Governi. In seguito, all'Ecofin di dicembre 2010 era stata delineata la costituzione dell'European Stabilization Mechanism (ESM), definita con maggiori dettagli al summit dell'Unione Europea di marzo 2011. Questo nuovo ente sarà in vigore a partire da giugno 2013, andando a sostituire l'EFSF, e avrà una capacità effettiva di finanziamento pari a 500 miliardi di euro, a fronte di un capitale sottoscritto di 700 miliardi, di cui 620 miliardi di garanzie e capitale esigibile e 80 miliardi che i Paesi membri dovranno versare a partire dal 2013. Con questo nuovo meccanismo a partire da luglio 2013 ogni Paese membro che richiedere assistenza sarà sottoposto ad un'attenta analisi di sostenibilità del debito a cura di Commissione Europea, Fondo Monetario Internazionale e Banca Centrale Europea. Se lo Stato verrà considerato solvibile, allora l'ESM fornirà supporto nello stesso modo utilizzato dall'EFSF ed i creditori del settore privato saranno incoraggiati a mantenere le proprie esposizioni. Al contrario, se il Paese verrà considerato potenzialmente insolvente, questo dovrà negoziare un piano di ristrutturazione del debito con i creditori privati, in linea con la prassi adottata dal Fondo Monetario Internazionale. In questo caso, comunque, l'ESM potrà fornire un sostegno di liquidità durante il processo di ristrutturazione. Passando ad analizzare più nel dettaglio l'evoluzione della crisi dei periferici, a fine marzo il

primo ministro portoghese Socrates ha presentato un nuovo piano di austerità, bocciato in Parlamento, portando così alla caduta del Governo. All'inizio di aprile il Portogallo ha di conseguenza richiesto ufficialmente gli aiuti alla cosiddetta Troika (Unione Europea, Fondo Monetario Internazionale e Banca Centrale Europea). Il piano di aiuti ha una durata di tre anni ed ammonta a 78 miliardi di euro, di cui 58 per necessità finanziarie, 12 per la ricapitalizzazione del settore bancario e 8 come cuscinetto per eventuali ulteriori necessità. Contestualmente sono state annunciate nuove misure di austerità, portando ad un consolidamento fiscale totale previsto di 5.3% del PIL nel 2011 e del 5.1% del PIL nel biennio 2012-2013. Il piano prevede, fra le altre misure, una serie di riforme strutturali, in particolare del mercato del lavoro, oltre ad una ristrutturazione della pubblica amministrazione. All'inizio di giugno si sono tenute le elezioni politiche, vinte dal Partito Socialdemocratico di centro-destra guidato da Coelho, e a metà giugno il Paese riceve la prima tranche di aiuti della Troika per un importo pari a 8 miliardi di euro. Nel frattempo, la Grecia ha sofferto una crisi più grave, come continuazione di quanto emerso nel 2010, portando ad un piano di salvataggio a maggio 2010 di 110 miliardi di euro per 3 anni, di cui 80 miliardi sotto forma di prestiti bilaterali dai Paesi di Eurozona, coordinati dalla Commissione Europea, e 30 miliardi dal FMI. A partire da aprile 2011, però, sono tornate ad emergere preoccupazioni per la sostenibilità del debito greco, in quanto i risultati effettivi nella riduzione del deficit sono stati inferiori rispetto a quanto previsto nel piano del 2010, richiedendo così un rientro del Paese sul mercato nel biennio 2012-2013 per un importo pari a circa 65 miliardi di euro. Nello stesso mese sono quindi state approvate misure di austerità addizionali pari a 3 miliardi di euro per il 2011 che comprendono ulteriori tagli alla spesa fiscale e lotta all'evasione fiscale. Contestualmente è stato varato anche un piano di privatizzazioni per un importo pari a 50 miliardi di euro entro il 2015, di cui circa 15 miliardi dovrebbero essere raccolti nel biennio 2011-2012. A fine maggio viene diffusa la quarta revisione della Troika, che riconosce un progresso nel consolidamento fiscale nel primo anno, ma richiede un maggiore impegno per ulteriore consolidamento fiscale e riforme strutturali, il cui tasso di implementazione ha rallentato dopo la fase iniziale. La condizione preliminare per la concessione di un prestito da parte del Fondo Monetario Internazionale è però che il Paese abbia le garanzie finanziarie per i successivi dodici mesi. Questa condizione non sembra essere soddisfatta per la Grecia proprio a causa dei 65 miliardi di euro per cui si dovrebbe rifinanziare sul mercato nel prossimo biennio, di cui 27 miliardi già nel 2012. E' quindi emersa la necessità di un ulteriore piano di aiuti, la cui approvazione è stata condizionata ad un nuovo e più importante piano di austerità fiscale. A metà giugno, dopo non aver raggiunto la maggioranza in Parlamento sul voto di approvazione del nuovo piano di austerità fiscale da circa 28 miliardi di euro, il primo ministro Papandreu effettua un rimpasto di Governo, con il quale riesce ad ottenere la fiducia il 21 giugno. A fine giugno, infine, il nuovo Governo ottiene l'approvazione del piano di austerità in Parlamento e della legge di attuazione del piano. Il 2 luglio l'Eurogruppo sblocca così la quinta rata del pacchetto di aiuti alla Grecia di 12 miliardi di euro, versata entro il 15 luglio. Il Fondo Monetario Internazionale sblocca la parte di propria competenza il giorno seguente. Nonostante questi problemi, nel 2011 l'Eurozona ha proseguito la ripresa iniziata nel terzo trimestre 2009, sebbene molto disomogenea all'interno dell'Unione Monetaria, con una forte divergenza tra i Paesi "core" (in primis la Germania) ed i Paesi periferici (Portogallo, Spagna, Irlanda e Grecia). L'economia dell'area Euro ha infatti aperto il 2011 in forte accelerazione, crescendo dello 0.8% qoq dopo lo 0.3% qoq dell'ultimo trimestre 2010, grazie alla forte ripresa degli investimenti, sia in costruzioni (grazie alle condizioni meteo più favorevoli dopo quelle eccezionalmente negative dell'ultimo trimestre del 2010) che in macchinari ed impianti. Gli investimenti sono tornati così in forte crescita positiva (2.3% qoq) dopo due trimestri di modesta contrazione. Un buon contributo alla crescita è venuto anche dalla spesa governativa, in aumento dello 0.8% qoq, e da consumi privati, in crescita dello 0.3% qoq. Questi ultimi hanno proseguito così la ripresa in atto, supportati dalla riduzione del tasso di risparmio e dall'iniziale miglioramento del mercato del lavoro. Il tasso di

disoccupazione è infatti sceso al 9.9% a partire da marzo 2011, proseguendo una tendenza di calo in atto da novembre 2010, dopo aver toccato a metà 2010 il 10.2%, massimo degli ultimi tredici anni. Il commercio con l'estero ha invece dato un contributo nullo nel primo trimestre. Nel frattempo, le pressioni inflazionistiche hanno continuato ad accelerare nel 2011, passando dal 2.2% yoy di dicembre 2010 al 2.7% yoy di giugno 2011, spinte dai rincari sia dei beni energetici, sulla scia dell'aumento del prezzo delle materie prime, ed in particolare del petrolio, nei primi quattro mesi dell'anno, sia dei beni alimentari. Il tasso di inflazione al netto delle componenti più volatili di beni alimentari ed energetici ha mostrato una dinamica più stabile e moderata nell'anno, accelerando da 1.0% yoy di dicembre 2010 a 1.5% yoy di maggio 2011. In questo contesto, la Banca Centrale Europea ha proseguito nell'estensione delle aste ad un mese e a 3 mesi a tasso fisso e "a rubinetto" fino a settembre 2011. Contemporaneamente, però, la Banca Centrale Europea ha iniziato a rialzare i tassi dal minimo storico dell'1.0% a cui erano rimasti per quasi 2 anni, a causa dei rischi al rialzo sull'inflazione. Sono stati così decisi due rialzi di 25 punti base del tasso di rifinanziamento principale, portato così dall'1.0% di inizio anno all'1.50% a luglio. Nel corso dei primi sei mesi del 2011 la BCE ha inoltre proseguito nel programma iniziato a maggio 2010 di acquisti di bond governativi di alcuni Paesi dell'Area Euro per assicurare la liquidità nei mercati non funzionali, operazioni interamente sterilizzate tramite aste a una settimana per evitare un possibile impatto inflazionistico. Con riferimento ai singoli Paesi dell'area, l'economia tedesca è fra quelle che si sono riprese più velocemente dopo la recessione 2008/2009 e che ha continuato a registrare crescita maggiore rispetto alla media dell'Area. Nel primo trimestre 2011 la Germania ha infatti registrato un'espansione economica reale ben superiore al potenziale, crescendo dell'1.5% qoq, rimbalzando dopo la performance debole del quarto trimestre 2010, quando il PIL era stato in frenata da condizioni meteo particolarmente fredde ed era cresciuto solamente dello 0.4% qoq. I fondamentali economici tedeschi sono ben più solidi di quelli di altri Paesi dell'area Euro, grazie anche ad un esteso periodo di aggiustamento strutturale iniziato dopo l'unificazione. Nel primo trimestre 2011 i consumi privati hanno registrato la quinta espansione trimestrale consecutiva, crescendo dello 0.4% qoq, supportati dal miglioramento del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione, infatti, ha iniziato a scendere già a fine 2009, dal massimo dell'attuale ciclo economico di 8.3% registrato nel terzo trimestre 2009 fino a 7.0% nel secondo trimestre 2011, minimo storico dall'unificazione del Paese. Segnali confortanti vengono anche dall'aumento delle posizioni vacanti, che lasciano supporre un proseguimento del miglioramento del mercato del lavoro nei prossimi mesi. Nel frattempo, gli investimenti hanno registrato una notevole espansione nel primo trimestre, crescendo del 5% qoq. Hanno registrato una forte accelerazione sia gli investimenti in macchinari ed impianti, favoriti dalle esportazioni, sia gli investimenti in costruzioni, favoriti da un effetto confronto positivo dopo che nell'ultimo trimestre 2010 il comparto era stato penalizzato dalle condizioni climatiche particolarmente fredde e nevose. Il commercio netto con l'estero ha fornito un contributo positivo nel primo trimestre 2011, grazie ad una crescita dell'export ben più forte di quella contestuale dell'import. Dai dati disponibili per il secondo trimestre emerge un quadro misto. Mediamente, ad aprile e maggio, infatti, le vendite al dettaglio reali (con l'esclusione di auto e benzina) hanno mostrato una contrazione rispetto al primo trimestre, mentre sia la produzione industriale che le esportazioni hanno mostrato un rallentamento ad aprile per poi recuperare a maggio. Difficilmente, quindi, il secondo trimestre replicherà l'eccezionale risultato di crescita del primo trimestre.

Stati Uniti

La storia sembra ripetersi per gli Stati Uniti e quanto visto nella prima metà 2011 ricalca gli sviluppi della prima metà 2010. Sono infatti emersi segnali di rallentamento, in parte esacerbati da fattori transitori (avverse condizioni meteo, rincari energetici e venire meno delle forniture dal Giappone). Ma esistono anche elementi di debolezza più strutturali, come la continua depressione degli Investimenti in strutture e di quelli Residenziali. Infatti, il PIL di Q1 ha visto una crescita debole, all'1.9% qoq annualizzato, in netto rallentamento dal 3.1% del quarto trimestre 2010. I consumi privati hanno conosciuto un netto peggioramento, a 2.2% qoq da 4% qoq di Q4, dato più basso da un anno. Anche gli investimenti fissi nel complesso

hanno visto una crescita particolarmente debole, a 1.3% qoq da 6.8% qoq di Q4, con un risultato negativo dagli investimenti in strutture (-14.8% qoq) e dagli Investimenti Residenziali (-1.9% qoq), mentre risultano positivi gli Investimenti in Equipment e Software, a 8.7% qoq. La spesa pubblica ha visto una correzione marcata (-5.8% qoq), con drag consistente dalla spesa per difesa (-11.8% qoq), imputabile agli acquisti di beni capitale per difesa. Probabilmente i problemi del Congresso a febbraio e marzo nel finanziamento del budget 2011 hanno ritardato tali acquisti. Il dato di Net Export ha visto un modesto restringimento nel trimestre, mentre le scorte sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto al quarto trimestre 2010. Nel frattempo, il miglioramento del mercato del lavoro ha conosciuto una fase di stallo nei mesi centrali dell'anno, ma le assunzioni dovrebbero proseguire nei prossimi mesi, sia pure ad un trend modesto. Infatti, il mercato del lavoro ha segnato una battuta d'arresto a maggio, con soltanto 54K nuovi posti di lavoro dal rivisto 232K di aprile, mostrando la crescita mensile di posti di lavoro più debole da settembre 2010, quando erano ancora evidenti gli effetti dei licenziamenti post-Censimento decennale della popolazione. Su alcuni settori hanno impattato fattori temporanei, come nel caso del Manifatturiero, dove l'occupazione è scesa di 5K dopo il 24K di aprile, risentendo l'impatto delle mancate forniture dal Giappone in seguito al terremoto di marzo. Un fattore temporaneo ha pesato anche nel sottocomparto della lavorazione di cibo, scesa di 7K, risentendo l'impatto delle alluvioni lungo il Mississippi. Fattori temporanei hanno pesato anche sulle vendite al dettaglio, dove l'occupazione è scesa di 9K dal +64K di aprile, che rappresentava l'aumento più consistente da aprile 2000. Il dato di aprile era stato eccezionalmente forte a causa del timing tardivo di Pasqua quest'anno. Il dato di maggio rappresenta quindi una correzione fisiologica dopo il rialzo eccezionale di aprile. Più preoccupante e strutturale invece il calo di occupazione registrato nel comparto Leisure, in calo di 6K a maggio dopo il +32K di aprile. In tale comparto ci aspettavamo un dato fortemente positivo grazie all'impatto della massiccia campagna di assunzioni di Mc Donald's pubblicizzata in tutto il Paese. In effetti, l'occupazione nel sottocomparto Food Service è salita solamente di 14K, circa la metà del trend dei mesi precedenti, più che compensato dal calo negli altri sottocomparti. A questi risultati si è unito il peggioramento nel tasso di disoccupazione, migliorato nel primo trimestre, passando da 9% di gennaio a 8.8% di marzo, dopo di che è peggiorato fino a 9.1% a maggio. Particolarmente preoccupante è il fatto che il rialzo nel numero di disoccupati sia imputabile a maggiori licenziamenti e ad un calo nel numero di persone passate dallo status di disoccupato a quello di occupato. Si tratta dei motivi più preoccupanti fra quelli che possono portare un rialzo nel tasso di disoccupazione. In questo contesto, le pressioni salariali restano contenute. Il settore manifatturiero ha risentito in maniera massiccia gli effetti temporanei delle mancate forniture dal Giappone (soprattutto nel comparto Auto) in seguito al terremoto di marzo. Infatti, la produzione in tale comparto ha registrato due contrazioni congiunturali consecutive a marzo e ad aprile (-1.5% mom e -6.5% mom rispettivamente). Esistono però anche segnali di rallentamento più strutturale del comparto, come mostrato dall'andamento dell'ISM manifatturiero, passato da 60.8 di gennaio a 53.5 di maggio, con cali preoccupanti nella componente dei nuovi ordini. Un settore che invece non accenna a migliorare è l'immobiliare, con gli Investimenti residenziali che hanno corretto nel primo trimestre, scendendo dall'1.9% qoq annualizzato, e con i prezzi delle case nuovamente in correzione, fino al -4% yoy di aprile. La politica fiscale sta conoscendo dei mesi piuttosto turbolenti. Infatti, dopo numerose "Continuing Resolutions" per permettere di proseguire la spesa pubblica a legislazione corrente, l'Amministrazione Obama è finalmente riuscita ad aprile ad ottenere l'approvazione del budget 2011. Infatti, in seguito alle elezioni di metà mandato di novembre 2010 che hanno visto la sconfitta del partito democratico, la Camera dei deputati è passata sotto il controllo del partito repubblicano, obbligando quindi l'amministrazione democratica a scendere a patti con il Partito dell'elefantino e ad adottare politiche che non siano a scendere completamente sgradite. Esempiare del braccio di ferro fra i due partiti è la discussione in atto riguardo il rialzo del limite massimo di debito pubblico emissibile. Infatti, l'attuale limite di 14.294 tril USD è stato praticamente raggiunto il 16 maggio (restano 25 mn USD disponibili sotto il limite). Da allora il Tesoro ha iniziato ad utilizzare misure straordinarie, per prendere tempo fino al 2 agosto, con cassa

sufficiente fino a metà mese. Infatti, dalle attuali prospettive traspare come il Tesoro dovrebbe riuscire ad effettuare le aste in programma il 1 agosto, saldate il 2 agosto, pagare le cedole in scadenza il 15 agosto, ma potrebbe non avere cassa sufficiente per pagare i circa 9 bln USD di benefici di sicurezza sociale in scadenza il 17 agosto. Queste previsioni possono cambiare in maniera significativa nelle prossime settimane alla luce del gettito effettivo. Sembra comunque probabile che, dopo il dibattito in corso, i due partiti giungano ad un accordo per un rialzo del limite a fronte di un programma di tagli alla spesa piuttosto significativo, scongiurando così il possibile fallimento del Paese. Sul fronte inflazione, il 2011 ha visto un'accelerazione, con il CPI passato da 1.6% yoy di gennaio a 3.6% yoy di maggio, a causa dei rincari delle materie prime (e del petrolio in particolare) nei primi mesi dell'anno, in corrispondenza dello scoppio della guerra in Libia. In rialzo anche i deflatori dei consumi, sia headline che core. Infatti, il primo è passato da 1.2% yoy di gennaio a 2.5% yoy di maggio (da confrontarsi con un obiettivo di lungo periodo della Fed fra 1.7% e 2%) ed il secondo è passato da 0.8% yoy di gennaio a 1.2% yoy di maggio. In particolare, i dati da marzo a maggio hanno anche risentito l'impatto significativo dei rincari di Autoveicoli (sia nuovi che usati) a causa delle mancate forniture dal Giappone, mentre la componente OER (costo opportunità di vivere in una casa di proprietà) risulta in rallentamento, riflettendo la situazione ancora depressa dell'immobiliare. Nel frattempo, la Fed ha portato a compimento a fine giugno come previsto il secondo programma di acquisti di asset su larga scala lanciato a novembre 2010 per 600 bln, senza diluizioni e con proseguimento della politica di reinvestimento. Al momento sembra poco probabile che venga varato un terzo programma di acquisti, in quanto i benefici marginali ottenibili in termini di calo dei tassi e di svalutazione del dollaro sarebbero inferiori ai costi marginali di ulteriore ampliamento del bilancio. Nel frattempo, i Fed Funds sono fermi nel range 0%-0.25% da dicembre 2008 e permane l'indicazione che verranno mantenuti prossimi allo zero per un periodo esteso. Nella seconda metà dell'anno la Fed dovrebbe proseguire nella via dell'Exit Strategy, cioè del ritiro graduale delle misure eccezionali di politica monetaria messe in atto durante la crisi finanziaria.

I dati di contabilità nazionale **giapponesi** per Q1 mostrano una contrazione dello 0.9% qoq, risentendo l'impatto del terremoto, tsunami ed emergenza nucleare dell'11 marzo, ma mostrando anche come il deterioramento dell'economia nipponica fosse già in corso prima del terremoto, in corrispondenza del termine di vari pacchetti di stimoli che avevano sostenuto soprattutto i consumi nei trimestri precedenti. L'economia giapponese è così tornata in recessione dopo aver registrato una crescita negativa (-0.7% qoq) anche in Q4 2010. Dopo il terremoto i consumatori hanno ulteriormente tirato la ghinghia, per i timori di radiazioni, per le interruzioni nella rete di trasporti e per il razionamento di energia elettrica. A parziale compensazione del calo vi è stato l'aumento, nelle settimane seguenti il terremoto, della spesa per i beni essenziali persi durante il terremoto. I drag maggiori alla crescita in Q1 sono venuti dai Consumi, da Net Trade e dagli investimenti non residenziali. In particolare, i consumi sono scesi dello 0.6% qoq in termini reali, mentre le esportazioni sono salite solamente dello 0.7% qoq, con la crescita limitata dalla capacità delle imprese di rispettare le consegne a causa dell'interruzione nei trasporti seguita al terremoto e del razionamento di energia elettrica. Contemporaneamente, le importazioni hanno accelerato a 1.9% qoq in termini reali, risentendo dell'indebolimento della valuta. Dovrebbero accelerare ulteriormente nei prossimi trimestri a causa della necessità di importare beni che al momento non possono essere prodotti in Giappone. Di conseguenza, Net Export dovrebbe continuare a fornire contributo negativo anche nei prossimi trimestri. Anche gli investimenti non residenziali hanno corretto in Q1, come accennato sopra, scendendo dell'1.3% qoq. Si tratta della prima contrazione da Q3 2009. Nei prossimi trimestri il capex dovrebbe guidare la ricostruzione per la necessità di sostituzione degli impianti danneggiati. I consumi pubblici sono invece saliti dell'1% qoq grazie ai servizi d'emergenza forniti dal governo. Gli investimenti pubblici dovrebbero poi salire nei prossimi trimestri grazie alla necessità di sostituzione delle infrastrutture distrutte. Housing è stato l'unico settore in grado di auto sostenersi, crescendo dello 0.7% qoq in Q1 e dovrebbe accelerare ulteriormente nei prossimi

trimestri grazie alla ricostruzione. Anche i dati diffusi per il secondo trimestre dell'anno mostrano un impatto rilevante delle conseguenze del terremoto. Infatti, la produzione industriale ha messo a segno un rimbalzo modesto (1.6% mom) ad aprile dopo la contrazione del 1.5% mom di marzo, calo congiunturale più forte dall'inizio della rilevazione nel 1953. Contemporaneamente, le esportazioni sono scese del 12.5% yoy ad aprile, calo tendenziale più consistente degli ultimi diciotto mesi. Le consegne di auto sono state particolarmente impattate, registrando un calo del 67% yoy. Di conseguenza, il trade balance ha registrato ad aprile il primo risultato negativo (-464.8 bln JPY) da oltre due anni, peggiorato ulteriormente con il dato di maggio a -853.7 bln JPY a causa di un ritardo nella ripresa delle esportazioni e di un aumento nelle quantità di combustibile importate. Complessivamente, a maggio l'export è sceso del 10.3% yoy, secondo calo tendenziale consecutivo a doppia cifra, mentre le importazioni sono salite del 12.3% yoy dopo l'8.9% yoy di aprile. Risultano ancora in calo le esportazioni di auto, a 38.9% yoy, a cui si aggiunge un calo del 18.5% yoy nelle esportazioni di parti di auto. Tuttavia, con l'atteso miglioramento dell'export a partire da giugno di pari passo con il graduale ripristino della catena delle forniture, dovremo tornare a registrare surplus dei conti con l'estero. Le previsioni delle imprese manifatturiere sono ottimiste, in quanto si aspettano un rimbalzo della produzione industriale dell'8% mom a maggio e del 7.7% mom a giugno, con miglioramenti consistenti nel comparto Auto. A sostegno di tale previsione, il PMI manifatturiero di maggio è tornato in area di espansione a maggio, migliorando a 51.3 da 45.7 di aprile. Outlook più cupo si prospetta invece per i consumi privati, con la spesa reale per consumi delle famiglie in calo del 3% yoy ad aprile ed i Total Cash Earnings in calo dell'1.4% yoy nello stesso mese. A metà maggio le autorità hanno chiuso anche l'impianto nucleare di Hamaoka per migliorarne la sicurezza aumentando però il rischio di blackout durante l'estate. Nel frattempo, il CPI nazionale core (ex fresh food) è salito dello 0.6% yoy ad aprile, in territorio positivo per la prima volta da dicembre 2008. Il rialzo è principalmente imputabile ai rincari energetici e ad effetti confronto positivi. Non segna quindi la fine del rischio deflazione ed, anzi, ci si attendono dati di inflazione core nuovamente negativi nei prossimi mesi. Il governo ha stimato come il danno diretto derivante dal terremoto sia quantificabile in 16-25 trl JPY (3%-5% del GDP), varando un primo budget supplementare nei giorni immediatamente seguenti il disastro naturale. Il 22 aprile il parlamento ha approvato un secondo budget d'emergenza di 4 trl JPY. Esistono però contrasti all'interno della maggioranza sul modo di finanziamento della ricostruzione (se tramite rialzi delle tasse od emissione di JGBs) che potrebbero ritardare l'approvazione del terzo (e più cospicuo) pacchetto di ricostruzione fino ad agosto. Probabili le dimissioni del primo ministro Kan una volta che questo pacchetto sarà stato approvato. Contemporaneamente, nei giorni immediatamente seguenti il terremoto, la BOJ ha innettato liquidità nel sistema finanziario, ha coordinato l'intervento delle banche centrali del G7 per indebolire lo yen ed ha aggiunto 5 trl al proprio programma di acquisto di asset. Inoltre, nel tentativo di sostenere la crescita, ha annunciato il 14 giugno l'introduzione di una nuova linea di credito per 500 bln JPY per settori chiave per la crescita come infrastrutture, Energia ed Ambiente.

Dopo aver registrato una forte espansione nei primi tre trimestri 2010, addirittura sopra potenziale nel secondo e terzo trimestre, la **Gran Bretagna** ha registrato una contrazione inattesa nell'ultimo trimestre 2010 (-0.5% qoq), principalmente imputabile all'impatto delle pessime condizioni meteo che hanno colpito il Paese a dicembre, impattando soprattutto sui settori dei trasporti e delle costruzioni. Dopo questa contrazione, nel primo trimestre 2011 l'economia ha registrato un rimbalzo deludente, crescendo solo dello 0.5% qoq, e registrando così crescita mediamente nulla nei sei mesi compresi tra l'ultimo trimestre 2010 ed il primo trimestre 2011. Nel primo trimestre 2011 la crescita è stata trinita da contributi positivi della spesa governativa e del commercio con l'estero, quest'ultimo favorito da una buona crescita dell'export (2.4% qoq) a fronte di un calo dell'import (-2.4% qoq). I consumi privati hanno invece registrato la seconda contrazione consecutiva, -0.5% qoq dopo -0.2% qoq dell'ultimo trimestre 2010. Nel primo trimestre 2011 i consumi privati sono stati penalizzati dal rialzo IVA in vigore dal 4 gennaio dal 17.5% al 20.0% e dal deterioramento del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione ha infatti

registrato a gennaio 8%, massimo da settembre 1996. Nei mesi seguenti, pur rimanendo a valori elevati, ha corretto fino al 7.7% ad aprile. Gli investimenti hanno mostrato una marcata contrazione, -2.0% qoq, registrando il secondo calo congiunturale consecutivo. Rispetto alle altre economie europee, quella britannica dipende in maniera preponderante dal settore dei servizi, in particolare quelli finanziari, colpito pesantemente dalla crisi del credito e minato dalle turbolenze nei mercati. Anche questo settore sta proseguendo la ripresa, come confermato dall'indice PMI dei servizi, fermatosi in area di espansione nei primi cinque mesi 2011, sia pure in correzione dai livelli visti nella prima fase della ripresa. Dai primi dati di economia reale diffusi per il secondo trimestre è emersa una forte contrazione della produzione industriale ad aprile, causata da due effetti temporanei concentratisi nel mese, quali l'interruzione della catena di approvvigionamento dal Giappone e la riduzione del numero dei giorni lavorativi nel mese, imputabile alla festività straordinaria del matrimonio reale in prossimità delle festività pasquali, con molte aziende che hanno così effettuato una chiusura di una settimana intera, insolita per il periodo. In questo contesto, l'indice dei prezzi al consumo ha continuato ad accelerare, dal 3.7% yoy di dicembre 2010 al 4.5% yoy di maggio 2011, spinto dal già citato aumento dell'IVA a gennaio 2011, dai rincari energetici, dall'indebitamento della sterlina e dalla ricostituzione dei margini di profitto da parte delle imprese. Secondo la banca centrale, inoltre, c'è una buona probabilità che il tasso di inflazione raggiunga il 5% yoy nell'ultima parte del 2011. L'inflazione dovrebbe comunque moderare nel corso del 2012 e del 2013, quando dovrebbe venire meno l'impatto dei fattori temporanei citati, mentre dovrebbero persistere le pressioni al ribasso sui prezzi date dalla bassa capacità utilizzata. In questo contesto, la Bank of England ha mantenuto i tassi invariati al minimo storico dello 0.5% ed ha mantenuto a 200 miliardi GBP il totale del programma di acquisti di asset (prevalentemente titoli di stato britannici) finanziati tramite le riserve della banca centrale. In tutti i meeting del comitato di politica monetaria è però emersa una spaccatura in tre fazioni. In particolare, un membro (Adam Posen) ha votato in modo contrario alla maggioranza riguardo gli acquisti di asset, preferendo un aumento degli acquisti di 50 miliardi di sterline per un totale di 250 miliardi allo scopo di prevenire la discesa dell'inflazione al di sotto del target nel medio periodo a causa del significativo margine di capacità inutilizzata ancora presente nell'economia. Altri due membri (Andrew Sentance e Martin Weale), invece, hanno votato in modo contrario alla maggioranza relativamente ai tassi di interesse, preferendo un rialzo dei tassi causa di rischi di rialzo delle aspettative di inflazione e del forte aumento dei costi unitari del lavoro causati da una debole crescita dei salari a fronte di una crescita ancora inferiore della produttività.

Dopo una crescita impressionante, ma non sostenibile nel 2010, i Paesi emergenti dell'America Latina hanno iniziato il 2011 con crescita a trend, guidati da una domanda domestica buona, sia pure in rallentamento, e da condizioni esterne ancora favorevoli. Infatti, le politiche monetarie sono diventate generalmente meno espansive (con l'eccezione di Argentina e Venezuela) e la domanda globale è risultata in generale rallentamento. Contemporaneamente, l'inflazione nel 2011 sembra avviata ad essere mediamente più bassa rispetto al 2010, a causa del generale restringimento della politica monetaria, del rallentamento della domanda, sia domestica che globale, e delle valute particolarmente forti. Questa nel dettaglio l'evoluzione dei principali Paesi dell'area nei primi sei mesi 2011.

Argentina: il primo trimestre ha visto una crescita reale del 2.8% qoq, 9.9% yoy, migliore delle attese. La domanda domestica ha continuato a mostrare crescita robusta (12.8% yoy), fra cui si distinguono i consumi privati (11.3% yoy) e gli investimenti (19.5% yoy). Più debole, invece, la crescita dell'export (+7.1% yoy in Q1 in termini reali), più che compensata dalla forte crescita dell'import (20.4% yoy), per un contributo alla crescita da Net trade negativo. Nei prossimi mesi dovremmo assistere ad un rallentamento della crescita, ma la domanda domestica dovrebbe confermarsi il principale driver della crescita nel 2011, grazie al miglioramento nei redditi delle famiglie, alla crescita del credito e alla buona tenuta della fiducia dei consumatori. Inoltre, gli investimenti dovrebbero beneficiare della forte spesa pubblica, sia a livello federale che locale, in vista delle elezioni presidenziali di ottobre. Comunque, per il momento, non vi è stato un deterioramento significativo dei

conti pubblici. Infatti, nei primi quattro mesi dell'anno, il forte gettito fiscale ha permesso al governo federale di aumentare la spesa primaria di circa il 30% senza portare un deterioramento dei conti fiscali. Da ricordare, inoltre, come quest'anno il governo possa ancora contare su consistenti trasferimenti di profitti dall'ANSES (agenzia per la sicurezza sociale), nazionalizzata nel 2010. Per quanto non entusiastamente, la situazione delle finanze pubbliche argentine resta migliore rispetto ad altri Paesi emergenti, giudicati in maniera più favorevole dell'Argentina dalle maggiori agenzie di rating. Nel primo semestre 2011 l'Argentina non si è ancora presentata sul mercato internazionale dei capitali e difficilmente lo farà anche nella seconda parte dell'anno, a causa dell'imposte nelle contrattazioni con il Paris Club. Quest'ultima è imputabile al gap significativo fra la proposta dell'Argentina (ripagamento del debito nel giro di parecchi anni) e la riprogrammazione richiesta dal Paris Club prima di chiedere l'intervento dell'IMF. Il Presidente Cristina Kirchner ha più volte ribadito come i termini di ripagamento del debito non debbano mettere a repentaglio l'attività economica in Argentina. Quindi, una soluzione su tale fronte difficilmente arriverà prima delle elezioni dell'anno prossimo. La forza dell'import sta portando un graduale deterioramento del Current Account, nonostante la forte crescita dell'export (imputabile sia al rialzo delle materie prime che ad un aumento dei volumi). In questo contesto, nella prima metà dell'anno il peso si è indebolito in maniera modesta nei confronti del dollaro, passando da 3.97 pesos per dollaro di inizio anno a 4.10 di fine semestre. Nella seconda metà dell'anno dovrebbe esserci un ulteriore modesto indebolimento, limitato dall'intervento del governo e della banca centrale sul mercato dei cambi per evitare eccessive svalutazioni in vista delle elezioni presidenziali e per tenere ancorata l'inflazione. A tale proposito, gli ultimi dati ufficiali pubblicati dall'INDEC mostrano un'inflazione a 0.7% mom, 9.7% yoy a maggio, in modesto rallentamento dal 10.6% yoy di gennaio. L'aumento dei prezzi degli ultimi mesi risulta distribuito fra tutte le componenti. Tuttavia, come accade oramai da alcuni anni, gli indici pubblicati dall'INDEC restano inattendibili a causa dell'ingerenza politica. Viene quindi stimato da fonti private un indice "vero" di inflazione, parallelo a quello ufficiale, che a maggio ha registrato un rialzo ben più consistente, 1.5% mom, 23.5% yoy. Anche le aspettative inflazionistiche dei consumatori sono elevate (25% - 30% yoy), portando richieste di consistenti aumenti salariali. Anche se l'opposizione critica durante il governo Kirchner per permettere all'inflazione di rimanere a livelli così elevati, difficilmente verranno adottate politiche per il suo rapido contenimento, in quanto il rallentamento della crescita implicato sarebbe un biglietto da visita poco favorevole in vista delle elezioni di ottobre. Tuttavia, dopo le elezioni ed indipendentemente dal loro esito, vi è maggiore probabilità che il nuovo governo adotti misure volte al contenimento dell'inflazione (ad esempio, riduzione nella crescita della spesa fiscale o degli aggregati monetari). A tale proposito, nelle prossime settimane vedremo sia il governo che l'opposizione concentrarsi sempre più sulla campagna elettorale in vista delle elezioni presidenziali del 23 ottobre (quando saranno rinnovati anche il Congresso e parecchi governatori locali). Il Presidente Cristina Kirchner ha annunciato il 25 giugno la propria candidatura per la rielezione. Ci aspettiamo una sua vittoria alle elezioni di ottobre, beneficiando del consistente aumento di popolarità seguito all'improvvisa morte del marito lo scorso anno e consolidata dai vari programmi sociali e di investimenti pubblici implementati negli ultimi mesi, insieme allo scenario macroeconomico complessivamente favorevole. Dagli ultimi Exit Polls emerge come Cristina Kirchner arrivi al 40% dei voti, che sarebbe sufficiente per vincere le elezioni al primo turno se l'opposizione resterà frammentata. Infatti, per vincere le elezioni al primo turno è necessario almeno il 40% dei voti favorevoli con almeno il 10% di voti in più rispetto al candidato secondo classificato. In particolare, se Cristina Kirchner sarà rieletta, ci saranno pochi cambiamenti allo status quo, con il governo che continuerà a cercare di mantenere surplus fiscale e commerciale, tassi di crescita relativamente sostenuti e stabilità del cambio nominale. Nel contempo, manterrà il suo caratteristico approccio pragmatico che potrebbe portare a misure favorevoli ai mercati per contenere l'inflazione e ridurre il costo dei sussidi governativi. Tuttavia, le misure volte a contenere l'inflazione saranno molto graduali ed il nuovo indice dei prezzi al consumo nazionale, previsto con l'assistenza tecnica dell'IMF, difficilmente sarà implementato nei primi mesi del mandato del nuovo Presidente. Allo stesso modo, aumenti delle tariffe delle Utilities (importanti per

affirare investimenti nel settore energetico) saranno implementate in maniera graduale per minimizzare il loro impatto sull'inflazione ed il costo politico.

In **Breslia**, la crescita in Q1 ha accelerato a 1.3% qoq dallo 0.8% qoq di Q4. Si tratta di una crescita di tutto rispetto, sia pure in rallentamento rispetto alla media di 2.2% qoq registrata da Q2 2009 a Q2 2010. Il principale driver della crescita si è confermato essere gli investimenti privati, in accelerazione da 0.4% qoq di Q4 2010 a 1.2% qoq in Q1 2011. Buon contributo alla crescita viene anche dal rimbalzo della spesa pubblica, passata da -0.3% qoq in Q4 a 0.5% qoq in Q1. In netto rallentamento invece i consumi privati, passati da 2.3% qoq di Q4 2010 a 0.6% qoq di Q1 2011. Il rallentamento dovrebbe proseguire nei prossimi trimestri, con la crescita che dovrebbe assestarsi su valori prossimi al potenziale, riflettendo gli effetti sulla domanda domestica del restringimento della politica monetaria in atto e del rallentamento nel credito. Contemporaneamente, il Current Account continuerà a registrare un deficit nel resto del 2011, sia pure più contenuto di quanto visto nel primo trimestre e nel 2010, grazie ad un miglioramento nei terms of trade. Infatti, le esportazioni sono salite del 27.3% yoy medio da gennaio a maggio, risultato più forte delle attese. Contemporaneamente, gli FDI sono stati particolarmente consistenti. Infatti, nei dodici mesi conclusi ad aprile, gli FDI hanno raggiunto il totale di 63.7 bln USD, più che sufficienti a finanziare completamente il deficit di Current Account di 48.9 bln USD nello stesso periodo di riferimento. Per quanto riguarda gli investimenti di portafoglio, invece, sia quelli a medio che a lungo termine hanno rallentato in maniera consistente. Infatti, fra gennaio ed aprile hanno registrato un totale di 0.7 bln USD contro i 13.9 bln dello stesso periodo del 2010, a causa della regolamentazione più restrittiva sui flussi di capitali introdotta da ottobre 2010 (in particolare, l'aumento della tassa sulle transazioni finanziarie al 6%) e del venire meno dei flussi generati l'anno scorso dal collocamento di Petrobras. Per quanto riguarda le finanze pubbliche, il target di surplus primario nel 2011 dovrebbe essere centrato, grazie alle buone prospettive per il gettito fiscale. Infatti, quest'ultimo è salito dell'11.5% yoy mediamente nei primi quattro mesi dell'anno, a cui si sono uniti i tagli alla spesa pubblica annunciati a febbraio per 50.6 mln BRL e gli aumenti minori delle attese nel salario minimo e nei salari dei dipendenti pubblici. Queste misure hanno infatti permesso di ottenere un rallentamento nella spesa primaria dal 9.4% yoy medio del 2010 al 3.4% yoy medio registrato fra gennaio ed aprile. In tal modo, il governo a fine aprile ha già raggiunto il 48% dell'obiettivo di surplus primario di bilancio fissato per tutto il 2011 (117.9 bln BRL, corrispondente al 2.9% del PIL). Quindi, anche se il surplus primario dovesse assottigliarsi nei prossimi mesi, a causa delle continue pressioni provenienti dal Congresso per aumentare la spesa pubblica, probabilmente il target di surplus primario nel complesso verrà ugualmente raggiunto. Di conseguenza, il rapporto debito/PIL dovrebbe scendere dal 40.2% totale registrato nel 2010. Contemporaneamente, l'inflazione ha probabilmente toccato il picco a maggio a 6.6% yoy, in accelerazione dal 6% yoy di gennaio. Nella seconda metà dell'anno dovrebbe rimanere stabile, grazie alla stagionalità favorevole sul prezzo del cibo, che dovrebbe rimanere basso, ed alla correzione nei prezzi energetici, dell'etanolo in particolare. Comunque, anche nel 2011 nel complesso l'inflazione dovrebbe attestarsi ben al di sopra del punto medio della fascia target della banca centrale (4.5%). Di conseguenza, la banca centrale ha alzato i tassi ufficiali quattro volte da inizio anno, partendo da 10.75% a gennaio e chiudendo il primo semestre a 12.25%. Inoltre, la banca centrale ha alzato il coefficiente di riserva obbligatorio sui depositi. Sul fronte politico Dilma Rousseff ha iniziato il proprio mandato con un elevato indice di gradimento. Infatti, il 56% degli intervistati giudica la sua performance nei primi mesi del mandato come eccellente o buona, risultato migliore di quanto ottenuto dai precedenti Presidenti all'inizio del proprio mandato (con l'unica eccezione del secondo mandato di Lula). Tuttavia, nonostante la forte maggioranza di seggi controllati (387 dei 513 seggi alla Camera dei Deputati e 61 degli 81 seggi al Senato), la coalizione di governo è risultata frammentata riguardo dispute per le posizioni chiave, senza riuscire a tradurre l'elevato numero di seggi controllati in entrambe le camere in supporto politico effettivo. Inoltre, i tagli al budget varati hanno alimentato il malcontento riguardo importanti questioni politiche. Dopo solamente cinque mesi, infatti, Antonio Palocci si è dimesso da capo dello staff presidenziale. Già Ministro delle Finanze per diversi anni sotto l'amministrazione

Lula, è stato sostituito dalla Senatrice Gleisi Hoffmann. Contemporaneamente, è stata nominata Ideli Salvatti come responsabile delle relazioni politiche fra amministrazione e Congresso. Alla luce di questo rimpasto, l'approvazione di nuove leggi al Congresso richiederà dure negoziazioni.

La regione **Asia-Pacifico**, pur confermandosi come motore manifatturiero dell'economia globale nella prima metà del 2011, si è trovata a dover affrontare un generalizzato rallentamento. Contemporaneamente, le autorità si trovano a dover affrontare il problema di inflazione alta e persistente causata dai rialzi nei prezzi delle commodities. Per questo motivo, i cicli di tightening di politica monetaria sono ancora pienamente in corso. Contemporaneamente, i governi nazionali continuano ad adottare misure restrittive per evitare la formazione di nuove possibili bolle speculative, soprattutto cercando di evitare che il secondo programma di acquisti di Treasuries della Fed (portato a compimento a fine giugno) per 600 bln causasse flussi di capitale nei Paesi dell'area facendone apprezzare significativamente le valute. Di seguito la situazione dettagliata per i Paesi più rappresentativi della regione:

L'economia **indiana** ha proseguito il proprio rallentamento nell'ultimo trimestre dell'anno fiscale 2010/2011 (primo trimestre dell'anno solare 2011), crescendo del 7.8% yoy, in rallentamento dall'8.3% yoy del trimestre precedente. Si tratta della crescita tendenziale più bassa degli ultimi cinque trimestri. In particolare, è preoccupante come la crescita sia stata principalmente trainata dall'eccezionale forza del comparto agricolo (7.5% yoy), mentre si è registrata una notevole debolezza nel comparto Servizi (8.7% yoy, secondo risultato più debole dal quarto trimestre 2004). Un altro segnale non particolarmente incoraggiante viene dagli Investimenti Privati, cresciuti solamente dello 0.4% yoy, anche se ampiamente compensati dal risultato dei consumi privati (8% yoy). Segnali di rallentamento provengono anche dagli indicatori mensili, testimoniando come i rialzi della banca centrale dei mesi passati stiano iniziando a mostrare i propri effetti. In particolare, le vendite di autovetture passeggeri e di veicoli commerciali hanno registrato la crescita tendenziale più bassa degli ultimi due anni a maggio (7.0% yoy). Inoltre, il PMI dei Servizi, sempre a maggio, è sceso a 55.0, minimo da settembre 2009 e ben al di sotto della media degli ultimi cinque anni (58.2). Infine, la crescita reale dell'offerta di moneta ha rallentato in maniera marcata ed è al minimo degli ultimi dieci anni. Nonostante il rallentamento in corso, la crescita è ancora sufficientemente robusta da non scoraggiare la RBI a proseguire il proprio percorso di tightening, soprattutto alla luce dei forti dati di inflazione. Infatti, il WPI ha registrato una crescita del 9.1% yoy a maggio, quasi un punto percentuale al di sopra della stima più recente della banca centrale indiana, posta all'8%. A contribuire agli elevati dati di inflazione vi è stata anche la decisione del governo di alzare il prezzo della benzina a maggio, apportando in tal modo il rialzo più forte da dicembre 2008. Nonostante l'aumento anche nel prezzo di Diesel, Gas da cucina e Kerosene sia per ora stato rinviato, le attese sono per rialzi anche in queste voci nelle prossime settimane, facendo lievitare ulteriormente l'inflazione. Tuttavia, dovrebbe essere un effetto transitorio e per i prossimi mesi ci aspettiamo dati di inflazione più moderati, sia per effetto del rallentamento in corso che delle decisioni della banca centrale, portando, quindi, ad una probabile pausa anche nel processo di restringimento della politica monetaria. Complessivamente, infatti, da inizio anno la RBI ha alzato i tassi di interesse quattro volte, portando in tal modo il Repo rate a 7.50% a fine semestre dal 6.25% di inizio anno. Infatti, alla luce di pressioni inflazionistiche forti e persistenti, la RBI ha fatto sapere come sia pronta a sacrificare la crescita nel breve per riportare le pressioni inflazionistiche sotto controllo. Tuttavia, queste mosse non sono state ben accolte dai mercati, con il mercato indiano in correzione a causa delle preoccupazioni che i profitti e gli investimenti risentiranno del rallentamento dell'economia.

Contemporaneamente, l'attività economica **cinese** ha proseguito a crescere ad un ritmo vivace nel primo trimestre 2011, registrando un'espansione del 9.7% yoy dal 9.8% yoy dell'ultimo trimestre 2010. La crescita è stata guidata da consumi privati e da investimenti fissi, mentre contributo negativo è venuto dal commercio con l'estero. Dai dati mensili diffusi per i mesi di aprile e maggio è evidente un modesto rallentamento dell'economia in alcuni comparti, in parte dovuto alle misure di politica monetaria restrittiva adottate negli ultimi mesi. In particolare, la crescita tendenziale

delle vendite al dettaglio e della produzione industriale ha rallentato sia ad aprile che a maggio dopo le forti accelerazioni dei mesi precedenti. Al contrario, è proseguita la vivace crescita degli investimenti fissi non rurali, che hanno continuato ad accelerare fino a 25.8% yoy di maggio da 24.9% yoy di gennaio. Segnali poco incoraggianti vengono anche dalla survey di fiducia delle imprese manifatturiere (PMI), che ha toccato a maggio il minimo da luglio 2010. L'indice è rimasto in area di espansione, ma segnala un rallentamento del tasso di crescita del settore manifatturiero per i prossimi mesi. Le notizie di rallentamento dell'attività economica dovrebbero essere bene accolte dalle autorità politiche del Paese in vista della continua lotta all'inflazione, pur senza far temere una brusca frenata dell'economia. Le autorità cinesi sono infatti molto attente a cercare di prevenire possibili rivolte sociali, che potrebbero derivare da eventuali bolle speculative e forti rialzi dei prezzi. Uno degli strumenti adottati è stato il piano di urbanizzazione sociale, che consiste nel finanziamento da parte del Governo della costruzione o della ristrutturazione di 10 milioni di appartamenti per i ceti meno abbienti nel 2011. Dal lato del commercio con l'estero, le esportazioni hanno accelerato fino al 36% yoy di marzo, per poi rallentare fino al 19% yoy a maggio. Si sono mantenuti buoni in particolare gli ordini dai Paesi asiatici, mentre hanno rallentato le esportazioni verso gli Stati Uniti e l'Europa. Nel contempo, le importazioni hanno registrato una crescita molto più forte delle esportazioni nei primi mesi dell'anno, spinte dai rincari delle materie prime e del petrolio in particolare, per poi rallentare nel secondo trimestre. Questo ha contribuito ad un deficit della bilancia commerciale nel primo trimestre che, come anticipato, ha contribuito negativamente alla crescita economica. Nei due mesi seguenti, comunque, il risultato netto della bilancia commerciale è tornato in area positiva, tornando a maggio al livello di dicembre 2010 (13 miliardi USD). In questo contesto, le pressioni inflazionistiche hanno accelerato nei primi cinque mesi dell'anno, passando da 4.9% yoy di gennaio a 5.5% yoy di maggio. Questa accelerazione è stata trainata sia dal rialzo dei prezzi dei beni alimentari, che hanno accelerato da 10.3% yoy di gennaio a 11.7% yoy di maggio, sia dal rincaro dei beni non alimentari, passati da 2.6% yoy di gennaio a 2.9% yoy di maggio. Tra questi ultimi il rialzo è stato trainato fortemente dalla componente dei servizi, che pesano circa il 50% nel paniere inflazionistico, in particolare dalle componenti legate agli affitti, all'istruzione, alla sanità e ai servizi ricreativi. Proprio per cercare di contrastare i rischi di surriscaldamento dell'economia, combattere le pressioni inflazionistiche e ritirare la liquidità in eccesso dall'economia, nei primi sei mesi del 2011 la PBoC ha alzato sei volte il Coefficiente di riserva obbligatoria, portandolo da 18.5% a 21.5%. Nello stesso tempo la Banca Centrale ha anche effettuato due rialzi di 25 punti base ciascuno sui tassi di interesse per i prestiti ad un anno (1 year best lending rate), portandoli da 5.81% di inizio anno a 6.31% a partire dall'inizio di aprile 2011.

La **Corea del Sud** ha aperto il 2011 con una crescita reale dell'1.3% qoq nel primo trimestre, in forte accelerazione dall'ultimo trimestre 2010, quando aveva registrato 0.5% qoq. La crescita è stata trainata dall'export (+3.3% qoq), mentre i consumi privati hanno registrato crescita più modesta (+0.4% qoq) e gli investimenti hanno corretto (-4.3% qoq). Gli indicatori mensili di economia reale per i primi mesi del secondo trimestre mostrano segnali di rallentamento. Ad esempio, la produzione industriale ha rallentato da 9% yoy di marzo a 6.9% yoy di aprile. Questo rallentamento è stato accompagnato da una riduzione delle consegne e da un rialzo nelle scorte. Anche i consumi privati hanno registrato un andamento più deludente, con un rallentamento consistente a maggio. In generale, è atteso un rallentamento della crescita nei prossimi trimestri, complicati alcuni fattori esterni quali il rallentamento dell'economia cinese e la moderazione della crescita economica nei Paesi sviluppati. Segnali più confortanti vengono invece dal mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione che, dopo un rialzo nei primi due mesi dell'anno che lo ha portato a 4.5% a febbraio, ha iniziato a correggere a partire da marzo, arrivando a registrare a 3.2% a maggio, minimo da novembre 2010. Sul fronte del commercio estero, come anticipato, le esportazioni hanno registrato una forte crescita nel primo trimestre, a fronte di una crescita più modesta delle importazioni. Nei primi due mesi del secondo trimestre, però, le esportazioni hanno rallentato, passando da 29% yoy di marzo a 22% yoy di maggio, mentre le importazioni hanno accelerato, da 28% yoy a marzo a 30% yoy a maggio. Ci sono inoltre rischi per i prossimi mesi,

provenienti da un indebolimento della domanda dagli Stati Uniti e da altri Paesi sviluppati. Continuano a permanere anche rischi politici che potrebbero gravare sulle prospettive del Paese, specialmente quelli relativi ai rapporti con la Corea del Nord. In questo contesto, nei primi mesi dell'anno è stata registrata un'accelerazione delle pressioni inflazionistiche, sulla scia della buona espansione economica del Paese e del rincaro dei prezzi delle materie prime ed in particolare del petrolio. Il tasso tendenziale dei prezzi al consumo è salito infatti da 3.5% yoy di dicembre 2010 a 4.7% yoy a marzo 2011. A partire da aprile, però, il tasso di inflazione ha iniziato a rallentare fino a 4.1% yoy a maggio, favorito dalla diminuzione dei prezzi dei beni alimentari, in particolare di quelli di verdura e frutta, che hanno corretto grazie ad un buon raccolto. L'inflazione è così rimasta sopra il 4% nei primi cinque mesi dell'anno, ovvero al di sopra del limite superiore della banda obiettivo della Banca Centrale, posta tra il 2% ed il 4%. Proprio per cercare di contrastare l'insorgere di pressioni inflazionistiche la Banca Centrale coreana nei primi sei mesi dell'anno ha proseguito la politica di restrizione monetaria iniziata nella seconda metà 2010, decidendo tre rialzi di 25 punti base ciascuno, portando così i tassi ufficiali da 2.5% di inizio 2011 a 3.25% all'inizio di giugno.

La **Tailandia** ha registrato una crescita reale del 3% yoy in Q1, in rallentamento dal 3.8% registrato nel quarto trimestre 2010 e dal 6.6% yoy del terzo trimestre. In particolare, i consumi privati sono risultati in rialzo del 3.4% yoy e gli investimenti del 2.6% yoy. Inoltre, l'export ha accelerato al 27.4% yoy toccando il livello massimo di sempre a 56.0 bln USD. Nei mesi seguenti, il rallentamento è proseguito, come testimoniato dai risultati di aprile dei consumi privati e degli investimenti privati. Sempre ad aprile, la produzione manifatturiera ha rallentato a -7.8% yoy. In questo caso il peggioramento è netto rispetto al risultato di gennaio (4.1% yoy), risentendo gli effetti della mancanza di forniture dal Giappone in seguito al terremoto di marzo. A conferma, la produzione di Autovehicle ha registrato un drammatico calo a -27.8% yoy ad aprile. Anche la fiducia delle imprese ha registrato un calo nello stesso mese, scendendo in area di contrazione a 47.3 (aveva aperto l'anno a 52.8). Il governo continua ad attendersi crescita reale fra 3.5% e 4.5% mediamente per il 2011. Fra le sorprese positive di questo inizio anno abbiamo, invece, la performance delle esportazioni (che contano per oltre due terzi della crescita thailandese), cresciute del 26.6% yoy in media nei primi quattro mesi dell'anno. La crescita globale, attesa ancora buona sia pure in rallentamento in H2, ed i prezzi agricoli ancora favorevoli dovrebbero sostenere l'export thailandese nella seconda metà dell'anno. Questo dovrebbe trainare un rimbalzo anche negli investimenti, anche se il rischio di instabilità politica in seguito alle elezioni politiche del 3 luglio rappresenta un fattore da tenere in considerazione, anche per l'importante settore del turismo. Infatti, dagli ultimi sondaggi risulta in vantaggio il partito democratico attualmente all'opposizione, che potrebbe formare una coalizione con partiti più piccoli. Nel primo trimestre i flussi di FDI sono stati particolarmente bassi, principalmente a causa di investimenti all'estero di grandi imprese thailandesi e del rimpatrio di fondi imputabile alla vendita di Carrefour. Questi fattori sono venuti meno già dal secondo trimestre dell'anno, anticipando quindi migliori risultati per la bilancia dei pagamenti nei prossimi mesi. Contemporaneamente, l'inflazione ha accelerato a 4.2% yoy a maggio da 3% yoy di gennaio, arrivando così al massimo da settembre 2008. In particolare, dal secondo trimestre dell'anno hanno iniziato ad emergere pressioni inflazionistiche sottostanti, a cui ad ottobre si aggiungerà la scadenza del massimale sul prezzo del diesel. Tuttavia, buona parte di queste pressioni dovrebbe rivelarsi temporanea. Infatti, buona parte del rialzo del CPI core nei primi mesi dell'anno è riconducibile ad un aumento nei prezzi dei cibi lavorati e non risulta invece diffuso. Comunque, in risposta all'accelerazione dei prezzi, la banca centrale ha alzato i tassi ufficiali quattro volte nel corso del primo semestre, portandoli dal 2% di inizio anno al 3% di fine semestre, riflettendo timori che l'indice di inflazione core possa superare la fascia target 0.5% - 3% (a maggio ha registrato 2.5% yoy) e nella speranza di ancorare le aspettative di inflazione. Inoltre, alcune misure populiste adottate dal governo prima delle elezioni del 3 luglio, come, ad esempio, il rialzo dei salari, rischiano di far accelerare ulteriormente l'inflazione, nonostante rimangano in essere sussidi per il cibo ed alcune materie prime chiave.

L'Europa dell'Est ha continuato a crescere sotto potenziale nella prima metà 2011, sottoperformando i risultati di Asia ed America Latina. La crescita sta però diventando più bilanciata all'interno della regione, con la Turchia che si distingue per una crescita particolarmente brillante. La ripresa però continua a dipendere in modo preponderante dalla domanda per export dei Paesi di Eurozona, esponendo quindi l'Europa dell'Est al rischio di rallentamento in questa regione se l'effetto contagio dalla crisi dei periferici dovesse rivelarsi più consistente di quanto attualmente stimato. Contemporaneamente, l'emergere di pressioni inflazionistiche ha portato diverse risposte di politica monetaria nei vari Paesi, in quanto le banche centrali si sono trovate a dover affrontare il tradeoff fra il rispetto dei target di inflazione ed il sostegno della domanda domestica. Questi i casi più significativi all'interno della regione:

In **Russia** l'attività economica ha proseguito la ripresa iniziata nel 2010 dopo la recessione 2008/2009, anche se ad un ritmo non costante nella prima metà del 2011, a causa della persistente incertezza politica e dei consistenti flussi di capitali in uscita. In termini tendenziali il PIL ha rallentato solo modestamente nel primo trimestre 2011 a 4.1% yoy da 4.5% yoy dell'ultimo trimestre 2010, principalmente a causa di un calo degli investimenti e di un forte aumento delle importazioni. Uno dei settori maggiormente colpiti dalla crisi che sta ora proseguendo la ripresa è il manifatturiero, la cui crescita tendenziale è rimasta in territorio positivo per il quinto mese consecutivo, anche se in modesto rallentamento dal quarto trimestre 2010. L'attività manifatturiera ha però iniziato a rallentare nei mesi di aprile e maggio, e anche la fiducia delle imprese manifatturiere (PMI) ha segnalato negli ultimi mesi un significativo rallentamento del settore. Questo indice di fiducia ha infatti toccato a maggio il minimo degli ultimi dodici mesi, pur continuando a segnalare espansione del settore. La debolezza degli investimenti e quella più recente della produzione industriale e manifatturiera sono spiegate, almeno in parte, dai flussi di capitale in uscita dal settore privato. Questo, a sua volta, è dovuto alla limitata attrattiva degli investimenti in Russia a causa dei bassi tassi di interesse reali, della volatilità del cambio e dalla persistente incertezza sull'esito delle prossime elezioni parlamentari (a dicembre 2011) e presidenziali (a marzo 2012). In questo contesto, il mercato del lavoro è migliorato, con il tasso di disoccupazione sceso da 7.8% di gennaio a 6.4% di maggio. Notizie meno confortanti vengono però dai dati relativi al reddito reale disponibile, il cui tasso di variazione tendenziale è tornato in area negativa nei primi cinque mesi del 2011. Anche il tasso tendenziale di crescita dei salari reali ha registrato un peggioramento nei primi mesi dell'anno, rallentando mediamente rispetto a quanto registrato in media nel 2010. Questo, nonostante il miglioramento del mercato del lavoro, ha sfavorito il proseguimento della ripresa dei consumi. Le vendite al dettaglio hanno infatti rallentato la crescita tendenziale nei primi mesi del 2011, passando da una crescita media del 6.2% yoy nel 2010 al 5.2% yoy media nel periodo gennaio-maggio 2011. In questo contesto è stato registrato un allargamento del surplus della bilancia commerciale nei primi mesi del 2010, passando da 12.6 miliardi USD in media al mese nel 2010 a 17.2 miliardi USD in media nei primi quattro mesi 2011, con un contestuale aumento sia delle esportazioni che delle importazioni. Questo è infatti possibile perché nella bilancia commerciale russe le esportazioni in valore sono quasi il doppio delle importazioni. Come accennato sopra, le importazioni hanno registrato una forte crescita nel primo trimestre, che ha costituito una delle cause principali del rallentamento del PIL nel primo trimestre. Le importazioni sono infatti cresciute in media del 41% yoy nei primi quattro mesi dell'anno, in forte accelerazione dal 29% yoy in media nel 2010, mentre le esportazioni hanno rallentato al 27% yoy in media nei primi quattro mesi dell'anno, dopo il 35% yoy medio del 2010. Nel contempo, l'indice dei prezzi al consumo ha almeno temporaneamente terminato il trend di rialzo in atto dalla seconda metà del 2010, stabilizzandosi a 9.6% yoy in media nei primi cinque mesi dell'anno. Le attese sono per un graduale rallentamento delle pressioni inflazionistiche nei prossimi mesi, che dovrebbe essere favorito dalle aspettative di un buon raccolto di grano, dalla politica monetaria restrittiva e da effetti confronto positivi con lo scorso anno. Proprio l'accelerazione delle pressioni inflazionistiche registrata negli scorsi mesi ha portato la Banca Centrale Russa ad alzare il tasso di rifinanziamento di 25 punti base per due volte dall'inizio dell'anno, portandolo così dal 7.75% di inizio anno all'8.25% all'inizio di maggio.

Un Paese dell'area con caratteristiche e problematiche di fondo completamente diverse è la **Turchia**. La crescita economica di questo Paese ha aperto il 2011 accelerando all'11.0% yoy nel primo trimestre dal 9.2% yoy dell'ultimo trimestre 2010, registrando la massima espansione dal quarto trimestre 2005. La notevole forza di tale dato è imputabile principalmente al buon andamento degli investimenti fissi e dei consumi privati, mentre il risultato del commercio netto con l'estero ha fornito contributo negativo. I consumi privati hanno infatti registrato una crescita del 12.1% yoy, accelerando dal 9.0% yoy del quarto trimestre 2010. Un supporto alla spesa dei consumatori è venuto dal proseguimento del miglioramento del mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione sceso a marzo al 10.8% dall'11.9% di gennaio. Come accennato, nel primo trimestre la spesa per investimenti ha registrato una crescita notevole, del 33.6% yoy dopo il 42.1% yoy dell'ultimo trimestre 2010. In generale, la spesa per investimenti sta proseguendo una fase di forte ripresa, favorita dall'aumento della capacità utilizzata che, nonostante sia ancora ad un livello inferiore a quello pre-recessione, è salita sopra la propria media storica, accelerando dal minimo di 58.8% di marzo 2009 a 76.7% di giugno 2011. Un'altra componente che ha dato contributo positivo anche se meno forte rispetto a quelle citate è la spesa per consumi pubblici, cresciuta del 6.7% yoy. Come anticipato, invece, il risultato del commercio netto con l'estero ha dato un forte contributo negativo, a causa di una buona crescita delle esportazioni (7.7% yoy) più che compensata da una crescita molto più vivace delle importazioni (27.0% yoy). Dal lato inflazionistico, nei primi tre mesi 2011 l'indice dei prezzi al consumo ha proseguito il rallentamento in atto dalla seconda metà dello scorso anno, arrivando a 4.0% yoy a marzo. La tendenza si è invertita a partire da aprile, quando l'inflazione ha ripreso ad accelerare, fino al 7.2% yoy di maggio. In particolare, la forte accelerazione di maggio è stata in gran parte imputabile all'aumento dei prezzi dei beni alimentari, in particolare della frutta fresca. In questo contesto, la banca centrale ha mantenuto i tassi invariati al 6.5% in tutti i primi sei mesi del 2011, ma ha alzato i coefficienti di riserva obbligatoria per cercare di frenare la liquidità in eccesso. In particolare, ha alzato il coefficiente di riserva obbligatoria delle banche per i depositi in lira turca dall'8% di fine 2010 al 16% a partire da aprile ed il coefficiente di riserva obbligatoria per i depositi in valuta dall'11% al 12%. In questo contesto, il 12 giugno si sono svolte le elezioni politiche, vinte dal partito **AKP** guidato da Erdogan, già al governo da due mandati, ottenendo, però una maggioranza più risicata di quanto ottenuto in passato. Di conseguenza, non controlla un numero di seggi sufficiente per varare riforme costituzionali senza dover stringere alleanze con gli altri partiti. Sembrano quindi poco probabili nuove importanti riforme costituzionali durante questa legislatura.

Eventi di particolare importanza verificatisi nell'esercizio e Modifiche regolamentari

Il Consiglio di Amministrazione della Aletti Gestibile SGR ha deliberato nella seduta del **3 febbraio 2011** l'istituzione di un nuovo fondo comune di investimento mobiliare aperto non armonizzato denominato "VOLTERRA MODERATO", disciplinato dal Regolamento Unico di Gestione dei Fondi Volterra Moderato e Volterra Dinamico e dal Prospetto Informativo dei Fondi Volterra Moderato e Volterra Dinamico, ed il cui inizio attività è stato previsto per il giorno 1° marzo 2011.

Relazione degli Amministratori sulla gestione del Fondo

Per quanto riguarda il commento sui mercati si rimanda alla Relazione degli Amministratori.

Il Fondo

Nel corso del primo semestre il quadro macroeconomico, soprattutto per quel che riguarda l'aspetto della crescita, è stato caratterizzato da molte conferme e poche sorprese, sia in senso positivo che negativo. Questo ha conseguentemente lasciato i mercati finanziari più esposti alla volatilità legata alle evoluzioni di altre due situazioni: la prima è la questione del debito greco, delle possibili azioni della Comunità europea e del Fondo Monetario nonché delle ripercussioni sui detentori di titoli di debito; la seconda è legata alla gestione del problema inflativo da parte delle banche centrali dei paesi emergenti.

Relativamente al quadro macroeconomico di crescita: la conferma positiva è stata quella di una crescita solida in Europa (anche se a due velocità, con la Germania di nuovo locomotiva ed i paesi periferici ben più lenti); quella negativa, di una crescita che negli Stati Uniti non riesce a trovare vigore, benché si mantenga a buoni livelli e comunque equilibrata. Sempre forte, anche se in leggero rallentamento, si è confermata la crescita nei Paesi Emergenti; bene i paesi esportatori di materie prime, grazie alla forza dei prezzi di queste ultime.

Queste condizioni unitamente al lento ma positivo rialzo dei prezzi al consumo hanno generato reazioni da parte delle Banche centrali: certamente a sorpresa è giunto il primo rialzo della BCE, meno sorprendenti i rialzi eseguiti da diverse Banche Centrali dei Paesi Emergenti (Cina in testa, poi India, ecc) o di altri paesi sviluppati (Australia, S. Corea, Norvegia, ecc). Gli effetti di queste azioni si sono manifestati soprattutto nei rapporti di cambio, con la conseguenza finale che tutte le divise dei paesi che hanno modificato la politica monetaria si sono rafforzate contro il dollaro, unica divisa non avvantaggiata da un rialzo dei tassi di interesse. L'euro ha messo a segno la migliore performance grazie alla maggiore sorpresa rappresentata da tale decisione e nel rapporto con il dollaro si è mosso dai valori di inizio anno vicini a 1,30, sino a 1,50 di fine aprile, periodo successivo il primo rialzo. Sui mercati azionari le ripercussioni di tali azioni di politica monetaria sono state diverse: il rialzo dei tassi di interesse è stato accolto positivamente in Europa, essendo stato interpretato come una conferma di un miglioramento non transitorio delle condizioni, in grado di convincere persino la BCE ad intraprendere azioni di politica monetaria restrittive. Le reazioni dei mercati azionari dei Paesi Emergenti alle azioni delle Banche Centrali locali sono state invece negative, essendo l'azione stata interpretata come solo la prima di una serie, intravedendo quindi un conseguente potenziale rischio di rallentamento della crescita. Questi timori hanno superato l'evidenza dei dati, ben diversa, e condizionato i mercati – soprattutto nella parte centrale del semestre - al di là dei fondamentali correnti delle diverse economie emergenti e dell'economia globale più in generale (FMI a giugno ha sostanzialmente confermato le sfide già diffuse a gennaio: crescita mondiale +4,3% nel 2011 e 4,5% nel 2012; con le economie sviluppate mediamente a +2,4% e quelle emergenti a +6,5%). L'indice MSCI dei paesi emergenti ha registrato nel semestre una performance in euro di -7% circa (+1,4% in dollari USA).

In questo clima di attesa per i possibili sviluppi futuri, tanto della crescita quanto delle azioni di politica monetaria (e degli effetti delle stesse), un ruolo determinante nel condizionare i mercati a partire da fine marzo lo ha certamente avuto l'incertezza relativi ai possibili sviluppi della questione del debito greco: allungamento delle scadenze su base volontaria, ristrutturazione controllata, finanziamento da parte di EU/FMI in cambio di privatizzazioni e riforme, atteggiamento della BCE da un lato e discorsi dei politici tedeschi dall'altro; questi sono tutti fattori che, alternandosi nel tempo con grande velocità e frequenza, hanno aumentato la volatilità e fatto accantone le valutazioni macroeconomiche. Il risultato sui mercati è stato di un effetto negativo sull'euro, sui mercati azionari europei e sugli spread dei paesi periferici: l'euro ha ripercorso a ritroso parte del cammino positivo fatto da inizio anno (da 1,50 a 1,40), vanificando in parte l'effetto del rialzo tassi (anche se, complessivamente, il dollaro USA ha perso nel semestre l'8,4% nei confronti dell'euro); gli indici europei hanno pressoché azzerato le buone performance che erano il risultato dei buoni dati di crescita; quasi analogo movimento di azzeramento dei movimenti positivi lo si è registrato anche sugli spread dei paesi periferici. Ad aggiungere peso negativo a queste evoluzioni sono poi giunti, tra metà maggio e metà giugno, i dati economici americani, valutati per il loro trend in correzione più che per il loro valore assoluto (che continua a parlare di una crescita pur sempre positiva anche se modesta: mediamente a +2,5%). Il risultato finale è che i movimenti dei mercati finanziari legati ad una stabilizzazione delle condizioni economiche mondiali, ad

una possibile normalizzazione delle politiche monetarie e ad un ritorno alle valutazioni degli indici azionari sulla base dei fondamentali, si sono tutti o in parte rivelati come una falsa partenza. Nuovi elementi di disturbo stanno ritardando una evoluzione che già a metà dello scorso anno sembrava poter prendere piede. L'indice MSCI World ha chiuso il semestre con una performance del +2,7% (in valute locali), ma negativa se tradotta in euro (-3,3%).

La nostra idea è che per ora si tratti proprio di una falsa partenza, ma che la direzione rimanga quella di una normalizzazione della situazione complessiva (crescita, tassi, mercati) ed una nuova partenza potrebbe essere tentata nella seconda parte dell'anno. Il passare del tempo gioca a favore di un sviluppo positivo: le azioni intraprese vanno giusta direzione e gli squilibri vengono corretti, gettando le basi per una credibile stabilizzazione della situazione. Le prospettive non possono essere quelle di un nuovo boom né delle economie ma le opportunità di performance si possono trovare soprattutto nel fatto che le valutazioni non incorporano le concrete possibilità di una uscita graduale verso un nuovo livello di crescita inferiore al passato, ma più sostenibile (proprio perché più lento).

Nel corso del semestre l'investito del fondo sul mercato azionario (equity cash e contratti futures) è oscillato tra un minimo di 0% ed un massimo del 31%. Lo zero è stato toccato in occasione dell'evento del terremoto giapponese, con l'obiettivo di azzerare i rischi al mercato azionario. In seguito, più fiduciosi sulla sostenibilità della crescita economica mondiale, più costruttivi sulla risoluzione della crisi greca, e sulle problematiche concernenti i debiti pubblici nella zona euro, a fronte degli storni che hanno caratterizzato il mercato azionario da Aprile a Giugno, è stata costruita progressivamente una posizione azionaria pari al 31%. Con lo stesso scopo è stata incrementata sia la posizione in convertibili (dal 3 dal 9%) che quella in titoli corporates (dal 12 al 19%). Diretta conseguenza è stata la riduzione della parte governativa (dal 51 al 47%) e della relativa duration di portafoglio (da 1.8 anni a circa 1.2 anni). L'esposizione valutaria è stata contenuta per tutto il periodo preso in considerazione. Tutto ciò al fine di ottenere una buona diversificazione tra le asset classes presenti nel portafoglio, mantenendo contenuta la volatilità della quota senza sacrificarne il rendimento.

Nel semestre l'andamento della quota è stato negativo e pari al -1.59%. Il risultato è da attribuirsi al contributo negativo dell'esposizione azionaria e valutaria che è stato solo parzialmente compensato dalla componente governativa.

La nostra visione è che dopo la debolezza dei dati macroeconomici dell'ultimo periodo e la volatilità scaturita dalle incertezze riguardanti i paesi periferici, i prossimi mesi saranno caratterizzati da una ripresa dei dati economici, che sarà propedeutica al sostegno delle aspettative sugli utili aziendali e che presto verrà incorporata nei corsi azionari determinandone un aumento del loro valore. Contributo favorevole per le attività rischiose è inoltre da considerare il basso livello dei tassi d'interesse, fattore determinante per lo sviluppo economico e tale da mantenere contenuta il costo del capitale per le imprese. Sotto tale aspetto consideriamo i mercati azionari sottovalutati, e pertanto meritevoli di un buon peso nel portafoglio. In questo scenario ne beneficerebbero anche i titoli convertibili e corporate. Viceversa, in un'ottica d'inizio del processo di normalizzazione dei tassi d'interesse, stiamo riducendo l'esposizione a quest'ultima asset class poiché ci aspettiamo un rialzo dei rendimenti. Pertanto, per quanto attiene le scelte d'investimento per il prossimo futuro, l'approccio sul portafoglio continuerà a essere in ottica total return a gestione dinamica, con l'obiettivo di un ritorno positivo utilizzando tutte le asset classes che abbiamo a disposizione diversificando il portafoglio e valutando il rischio prospettico. Saranno costantemente monitorate le condizioni, sia macro sia microeconomiche, che potrebbero farci propendere per un incremento/riduzione della propensione al rischio.

Dati di Patrimonio Netto, Raccolta e Performances

| | Patrimonio Netto (mln €) | | Raccolta Netta al 30.06.2011 (mln €) | Performances al 30.06.2011 |
|-------|--------------------------|------------|---|-------------------------------|
| | 30/12/2010 | 30/06/2011 | | |
| Fondo | 30 | 30 | 1 | -1.59% |

Eventi di particolare importanza verificatisi nell'esercizio e Modifiche regolamentari

Si rimanda alla pag. 9 del presente documento.

SITUAZIONE PATRIMONIALE

| ATTIVITA' | Situazione al 30/06/2011 | | Situazione a fine esercizio precedente | | PASSIVITA' E NETTO | Situazione al 30/06/2011 | Situazione a fine esercizio precedente |
|--|--------------------------|--------------------------|--|--------------------------|--|--------------------------|--|
| | Valore complessivo | In % del totale attività | Valore complessivo | In % del totale attività | | Valore complessivo | Valore complessivo |
| A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI | 29.159.646 | 95,610 | 23.519.347 | 77,030 | H. FINANZIAMENTI RICEVUTI | | |
| A1. Titoli di debito | 22.195.087 | 72,774 | 19.973.373 | 65,419 | I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE | | |
| A1.1 Titoli di Stato | 13.560.447 | 44,462 | 15.783.974 | 51,697 | L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI | | |
| A1.2 Altri | 8.634.640 | 28,312 | 4.189.399 | 13,722 | L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati | | |
| A2. Titoli di capitale | 6.964.568 | 22,836 | 3.544.974 | 11,611 | L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati | | |
| A3. Parti di O.I.C.R. | | | | | M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI | 44.604 | 75.987 |
| B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI | 144.000 | 0,472 | | | M1. Rimborsi richiesti e non regolati | 44.604 | 75.987 |
| B1. Titoli di debito | 144.000 | 0,472 | | | M2. Proventi da distribuire | | |
| B2. Titoli di capitale | | | | | M3. Altri | | |
| B3. Parti di O.I.C.R. | | | | | N. ALTRE PASSIVITA' | 71.336 | 80.463 |
| C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI | | | | | N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati | 59.185 | 63.477 |
| C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia | | | | | N2. Debiti di imposta | 1.440 | 13.685 |
| C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati | | | | | N3. Altre | 10.711 | 3.301 |
| C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati | | | | | N3.1 Rateo minusvalenze da contratti a termine in divisa | 10.711 | 3.300 |
| D. DEPOSITI BANCARI | | | | | N3.2 Altre | | 1 |
| D1. A vista | | | | | TOTALE PASSIVITA' | 115.940 | 156.450 |
| D2. Altri | | | | | VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO | 30.382.666 | 30.374.989 |
| E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE | | | | | Numero delle quote in circolazione | 5.764.273,336 | 5.670.861,331 |
| F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA' | 738.129 | 2,420 | 6.684.549 | 21,894 | Valore unitario delle quote | 5,271 | 5,356 |
| F1. Liquidità disponibile | 1.163.462 | 3,815 | 7.549.106 | 24,726 | Movimenti delle quote nel semestre | | |
| F1.1 in Euro | 889.849 | 2,918 | 5.389.944 | 17,654 | Quote emesse | 472.318,572 | |
| F1.2 in Valuta | 273.613 | 0,897 | 2.159.162 | 7,072 | Quote rimborsate | 378.906,567 | |
| F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare | 3.061.879 | 10,039 | 7.540.459 | 24,697 | | | |
| F2.1 in Euro | 2.867.539 | 9,402 | 4.040.376 | 13,233 | | | |
| F2.2 in Valuta | 194.340 | 0,637 | 3.500.083 | 11,464 | | | |
| F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare | -3.487.212 | -11,434 | -8.405.016 | -27,529 | | | |
| F3.1 in Euro | -558.122 | -1,830 | -5.448.202 | -17,845 | | | |
| F3.2 in Valuta | -2.929.090 | -9,604 | -2.956.814 | -9,684 | | | |
| G. ALTRE ATTIVITA' | 456.832 | 1,498 | 328.543 | 1,076 | | | |
| G1. Ratei attivi | 285.896 | 0,937 | 214.973 | 0,704 | | | |
| G1.1 Ratei attivi su titoli | 264.058 | 0,866 | 207.556 | 0,680 | | | |
| G1.2 Interessi attivi su disponibilità liquide | 5.335 | 0,017 | 4.111 | 0,013 | | | |
| G1.3 Rateo plusvalenze da contratti a termine in divisa | 16.502 | 0,054 | 3.306 | 0,011 | | | |
| G2. Risparmio d'imposta | 168.971 | 0,554 | 109.120 | 0,357 | | | |
| G2.1 Risparmio d'imposta d'esercizio | 72.427 | 0,237 | 109.120 | 0,357 | | | |
| G2.2 Risparmio d'imposta di esercizi precedenti | 96.544 | 0,317 | | | | | |
| G3. Altre | 1.966 | 0,007 | 4.450 | 0,015 | | | |
| TOTALE ATTIVITA' | 30.498.606 | 100,000 | 30.531.438 | 100,000 | | | |

L'elenco analitico degli strumenti finanziari detenuti dal Fondo che superano lo 0,50 % delle attività risulta essere il seguente:

| Denominazione | Divisa | Controvalore | % sul totale attività |
|--------------------------------|--------|--------------|-----------------------|
| ITALY 4,25% 08-1.9.11 BTP | EUR | 2.309.959 | 7,574 |
| FRANCE 4,5% 06-12.07.12 | EUR | 1.751.850 | 5,744 |
| ITALY FRN 04-1.11.11 OCT | EUR | 1.650.710 | 5,412 |
| ITALY 0% 10-31.12.12 CTZ | EUR | 1.610.248 | 5,280 |
| ITALY 0% 11-15.03.12 BOT | EUR | 1.468.886 | 4,816 |
| ITALY 3% 09-1.3.12 BTP | EUR | 1.206.840 | 3,957 |
| GERMANY 4% 07-04.01.18 | EUR | 1.083.330 | 3,552 |
| ITALY 0% 09-30.09.11 | EUR | 986.030 | 3,233 |
| ITALY 0% 11-29.04.13 CTZ | EUR | 753.220 | 2,470 |
| INTESA SAN FRN 11-12.05.14 | EUR | 490.995 | 1,610 |
| CAPGEMINI 1% 05-12 CV (EUR37) | EUR | 442.375 | 1,450 |
| INTESA SAN 3,25% 11-1.2.13 | EUR | 398.928 | 1,308 |
| BCA MARCHE FRN 10-24.09.12 | EUR | 396.984 | 1,302 |
| INTESA SANPAOLO SPA | EUR | 384.771 | 1,262 |
| FIAT FIN.6,625% 06-15.02.13 | EUR | 307.500 | 1,008 |
| NERO FIN.4,5% 07-15.4.13 CV | EUR | 303.150 | 0,994 |
| AABAR INVESTMENT4% 27/05/16 CV | EUR | 301.800 | 0,990 |
| CASSA RISP FRN 11-15.02.13 | EUR | 299.283 | 0,981 |
| ICCREA FRN 10-16.11.12 | EUR | 298.965 | 0,980 |
| ROMANIA 5,25% 11-17.6.16 | EUR | 298.500 | 0,979 |
| CASSA DEPO 4,25% 11-14.9.16 | EUR | 298.404 | 0,978 |
| BP VICENZA FRN 10-05.10.2012 | EUR | 297.504 | 0,975 |
| AQUA PLAT 4%09-18.12.15 CV/AQP | USD | 294.621 | 0,966 |
| ARCELOR 7,25% 1.4.14 CV(20.25) | EUR | 293.780 | 0,963 |
| ITALY FRN 11-15.4.2018 | EUR | 288.810 | 0,947 |
| ASTON MARTIN 9,25 15.7.2018 | GBP | 269.595 | 0,884 |
| AXA | EUR | 266.390 | 0,873 |
| SANDISK CORP 1% 06-15.05.13 CV | USD | 266.367 | 0,873 |
| ASML HOLDING NV | EUR | 254.000 | 0,833 |
| BCA MARCHE FRN 09-19.10.11 | EUR | 249.870 | 0,819 |
| ALLIANZ SE/NAM.VINKULIERT | EUR | 240.825 | 0,790 |
| ING GROEP NV/CERT. | EUR | 237.692 | 0,779 |
| TUI 2,75% 11-24.3.16 | EUR | 236.801 | 0,776 |
| FRANCE TELECOM SA | EUR | 234.640 | 0,769 |
| DELL INC | USD | 229.931 | 0,754 |
| ENI SPA ROMA | EUR | 228.340 | 0,749 |
| DEUTSCHE BANK AG /NAM. | EUR | 224.125 | 0,735 |
| CWLN 5,75% 09-24.11.14 CV/CW | GBP | 223.071 | 0,731 |
| TOTAL SA | EUR | 219.340 | 0,719 |
| MEDIOBANCA BCA CREDITO FINANZ. | EUR | 218.938 | 0,718 |
| PUMA AG | EUR | 218.150 | 0,715 |
| AKZO NOBEL NV | EUR | 217.500 | 0,713 |
| SANOFI | EUR | 210.672 | 0,691 |
| JYSKE BK FRN 11-25.11.2013 | EUR | 210.171 | 0,689 |
| GENERAL MOTORS | USD | 209.379 | 0,687 |
| METRO AG | EUR | 208.950 | 0,685 |
| DELHAIZE GROUP | EUR | 206.800 | 0,678 |
| STE GEN.PARIS -A- | EUR | 204.600 | 0,671 |
| GAZPR SPONS.ADR REPR | USD | 201.103 | 0,659 |
| BP MILAN 7,125% 11-01.03.21 | EUR | 194.460 | 0,638 |
| FIAT | EUR | 189.250 | 0,621 |
| ASTRAZENECA PLC | GBP | 185.283 | 0,608 |
| ERICSSON TEL."B" | SEK | 179.405 | 0,588 |
| NEXANS1,5%06-1.1.13CV(EUR73,8) | EUR | 170.148 | 0,558 |
| BRITISH AIRW 5,8% 09-13.8.14CV | GBP | 163.678 | 0,537 |
| AK STEEL HOLDING | USD | 163.034 | 0,535 |
| CARREFOUR S.A. | EUR | 155.760 | 0,511 |
| SUPERVALU INC. | USD | 155.752 | 0,511 |
| PEUGEOT SA | EUR | 154.350 | 0,506 |
| NUCOR CORP. | USD | 153.509 | 0,503 |

Relazione degli Amministratori sulla gestione del Fondo

Per quanto riguarda il commento sui mercati si rimanda alla Relazione degli Amministratori.

Il Fondo

Il primo semestre del 2011 è stato caratterizzato da un contesto di elevata volatilità dei mercati finanziari.

Eventi inaspettati come il terremoto giapponese, la crisi libica e le tensioni politiche nei paesi mediorientali, sommati ad un primo rallentamento dello slancio economico dopo la forte ripresa della seconda metà del 2009 e del 2010, hanno fortemente influenzato il comportamento degli investitori.

L'ottimismo dei primi due mesi dell'anno, infatti, è stato bruscamente interrotto nel mese di marzo, con l'acuirsi della crisi nucleare giapponese – prima – e l'intervento della coalizione internazionale per risolvere la crisi libica – poi. Il repentino passaggio dall'euforia al pessimismo è stato razionalmente elaborato dagli investitori nel mese di aprile, mese nel quale indicatori macroeconomici positivi, sia nell'Eurozona che negli Stati Uniti, hanno di fatto riportato fiducia negli investitori relativamente alle aspettative di crescita.

Il mese di maggio, portando con sé pesanti timori sulla sostenibilità del debito sovrano di alcuni stati europei, ha visto nuovamente influenzare in maniera negativa il comportamento degli investitori, testimoniato dalle forti correzioni su temi sensibili alla crescita economica che erano in atto da inizio anno (specificamente petrolio, metalli industriali e dollaro).

Il mese di giugno è stato quasi una replica di quanto vissuto a marzo: i primi venti giorni hanno visto gli investitori concentrarsi quasi esclusivamente sull'incertezza legata al rinnovo degli aiuti economici alla Grecia, procedendo a pesanti vendite sui mercati europei. Il mercato statunitense, influenzato dal clima europeo, ha visto inasprirsi le vendite anche a causa del rallentamento di alcuni indicatori sulla produzione industriale (ISM Empire Manufacturing e Philadelphia Fed Business Outlook). Come in marzo, tuttavia, l'attenersi delle tensioni geo-politiche ha dato vita ad un forte recupero negli ultimi giorni del mese, mitigando le perdite sui listini.

I mercati azionari hanno quindi avuto nel primo semestre un andamento fortemente laterale: l'indice S&P 500, in USD, ha oscillato nell'intervallo 1250/1350 punti, così come l'Eurostoxx 600, in Euro, ha oscillato tra i 290 punti di massimo raggiunti a febbraio, e i 260 di minimo a marzo. Discorso a parte, ovviamente, per il mercato giapponese, che ha visto l'indice Nikkei perdere il 20% in quattro sedute a Marzo, per poi dimezzare la caduta rispetto ai massimi di febbraio nei mesi successivi.

A livello settoriale, negli Stati Uniti i migliori settori sono risultati essere healthcare, consumer discretionary ed energy. Peggior settore è risultato financial, a causa dei problemi non ancora del tutto risolti sui bilanci delle banche americane.

In Europa, invece, i migliori settori sono risultati auto, chemicals, insurance e healthcare. La presenza, anche nel mercato europeo, di settori ciclici insieme a settori difensivi testimonia quindi la mancanza di un unico filo conduttore sui mercati. Tra i peggiori settori ci sono basic resources, banks e travel & leisure: tre settori fortemente influenzati dalla crescita economica.

Per quanto concerne i mercati obbligazionari, le tensioni sulla Grecia hanno di fatto guidato i rendimenti dei titoli di stato dei paesi dell'eurozona in questa prima metà d'anno: il decennale tedesco, dopo aver toccato il massimo dell'anno a 3,50% in aprile, in concomitanza con il rialzo dei tassi di 25 bps operato dalla BCE, ha visto il rendimento scendere costantemente fino al 3% di fine giugno, essendo obiettivo di investimento da parte degli investitori in cerca di investimenti ritenuti sicuri. Il 2 anni, invece, ha visto il rendimento passare da 0,80% di gennaio a 1,6% di fine giugno, alimentato dai ripetuti annunci della BCE sull'inizio del percorso di incremento dei tassi di riferimento. Negli Stati Uniti, il decennale americano, in maniera analoga a quanto avvenuto per la Germania, ha visto il rendimento passare dal 3,75% massimo nel mese di febbraio al 3,2% di fine giugno (anche a causa della politica di Quantitative Easing messa in piedi dalla Fed per ancorare il costo dei finanziamenti per i privati a medio/lungo termine). Al contrario dell'Eurozona, invece, il 2 anni americano è passato da un rendimento pari a 0,8/0,9% di febbraio/aprile allo 0,5% di fine giugno: il parziale rallentamento della crescita domestica, gli annunci di una duratura politica accomodante da parte della FED e la domanda di titoli percepiti come sicuri hanno causato la rapida discesa da metà aprile sino alla fine del semestre.

Stabile è invece risultato il comportamento dei titoli corporate, testimonianza del buono

stato di salute dei bilanci delle società.

Per quanto attiene i mercati valutari, il dollaro si è deprezzato nei confronti delle valute dei partner commerciali per 4 mesi consecutivi, per poi leggermente apprezzarsi negli ultimi 2 mesi, a testimonianza della percezione del rallentamento dell'economia americana. La stessa cosa, incredibilmente, pare valere anche nei confronti dell'euro: nonostante le tensioni greche, gli investitori valutari sembrano quindi prediligere l'euro al dollaro in base alla forbice dei rendimenti tra i due paesi.

Per quanto riguarda, infine, le materie prime, si è assistito nei primi mesi dell'anno ad un incremento diffuso dei prezzi delle stesse sulla scia dell'ottimismo in tema di crescita economica. Re indussato di questa tendenza è stato il petrolio, volato in aprile a 115 dollari/barile alimentando dubbi sulla sostenibilità del trend di crescita dell'economia mondiale con un costo energetico così elevato. Il rallentamento della crescita, nella seconda metà del semestre, ha causato una correzione dei prezzi delle materie prime maggiormente legate.

Per quanto riguarda la gestione del portafoglio del fondo, dal minimo di fine 2010, l'esposizione ai fondi azionari è stata gradualmente incrementata nel corso del trimestre attestandosi al livello del 12,4% alla fine del mese di giugno. Le valutazioni degli indici azionari relativamente alle altre asset class unitamente alle prospettive di una discreta crescita economica a livello globale hanno portato ad essere costruttivi sui mercati azionari ed prudenti sull'evoluzione dei tassi sulle scadenze lunghe.

La duration complessiva di portafoglio è stata costantemente ridotta nel corso del semestre per essere portata intorno a 1/1,2 anni alla fine del mese di giugno.

E' stata costruita, inoltre, una posizione sui fondi flessibili nell'ottica di contribuire all'ottenimento di un ritorno assoluto contenendo la volatilità. Il peso dei fondi flessibili si è attestato al 12,7% sul nav del fondo a fine giugno.

Marginale è stata l'esposizione ai paesi emergenti e alla divisa estere nel corso del semestre.

Nell'ambito della composizione del portafoglio si è incrementato l'utilizzo di fondi di case terze.

Relativamente alle prospettive di investimento nella seconda metà dell'anno sarà fondamentale valutare il comportamento delle banche centrali che attualmente supportano la crescita economica attraverso politiche monetarie espansive in un contesto di inflazione contenuta.

Da monitorare, inoltre, la risoluzione della crisi greca, e del debito dei paesi periferici europei in generale, per individuare il corretto livello di strumenti di rischio da detenere in portafoglio.

Dati di Patrimonio Netto, Raccolta e Performances

| | Patrimonio Netto (mln €) | | Raccolta Netta al 30.06.2011 (mln €) | Performances al 30.06.2011 |
|--------------|--------------------------|------------|---|-------------------------------|
| | 30/12/2010 | 30/06/2011 | | |
| Fondo | 16 | 16 | 1 | -1.21% |

Eventi di particolare importanza verificatisi nell'esercizio e Modifiche regolamentari

Si rimanda alla pag. 9 del presente documento.

SITUAZIONE PATRIMONIALE

| ATTIVITA' | Situazione al 30/06/2011 | | Situazione a fine esercizio precedente | | PASSIVITA' E NETTO | Situazione al 30/06/2011 | Situazione a fine esercizio precedente |
|--|--------------------------|--------------------------|--|--------------------------|--|--------------------------|--|
| | Valore complessivo | In % del totale attività | Valore complessivo | In % del totale attività | | Valore complessivo | Valore complessivo |
| A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI | 15.363.829 | 94,234 | 13.614.360 | 87,513 | H. FINANZIAMENTI RICEVUTI | | |
| A1. Titoli di debito | 985.176 | 6,043 | | | I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE | | |
| A1.1 Titoli di Stato | 985.176 | 6,043 | | | L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI | | |
| A1.2 Altri | | | | | L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati | | |
| A2. Titoli di capitale | | | | | L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati | | |
| A3. Parti di O.I.C.R. | 14.378.653 | 88,191 | 13.614.360 | 87,513 | M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI | 16.169 | 5.426 |
| B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI | | | | | M1. Rimborsi richiesti e non regolati | 16.169 | 5.426 |
| B1. Titoli di debito | | | | | M2. Proventi da distribuire | | |
| B2. Titoli di capitale | | | | | M3. Altri | | |
| B3. Parti di O.I.C.R. | | | | | N. ALTRE PASSIVITA' | 29.929 | 33.523 |
| C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI | | | | | N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati | 29.350 | 33.500 |
| C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia | | | | | N2. Debiti di imposta | 579 | 23 |
| C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati | | | | | N3. Altre | | |
| C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati | | | | | TOTALE PASSIVITA' | 46.098 | 38.949 |
| D. DEPOSITI BANCARI | | | | | VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO | 16.257.965 | 15.518.187 |
| D1. A vista | | | | | Numero delle quote in circolazione | 3.073.073,839 | 2.897.815,734 |
| D2. Altri | | | | | Valore unitario delle quote | 5,290 | 5,355 |
| E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE | | | | | | | |
| F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA' | 896.146 | 5,496 | 1.925.376 | 12,376 | | | |
| F1. Liquidità disponibili | 1.057.000 | 6,483 | 1.137.732 | 7,313 | | | |
| F1.1 in Euro | 1.057.000 | 6,483 | 1.137.732 | 7,313 | | | |
| F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare | | | 787.644 | 5,063 | | | |
| F2.1 in Euro | | | 787.644 | 5,063 | | | |
| F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare | -160.854 | -0,987 | | | | | |
| F3.1 in Euro | -160.854 | -0,987 | | | | | |
| G. ALTRE ATTIVITA' | 44.088 | 0,270 | 17.400 | 0,111 | | | |
| G1. Ratei attivi | 9.070 | 0,055 | 41 | | | | |
| G1.1 Ratei attivi su titoli | 6.924 | 0,042 | -45 | | | | |
| G1.2 Interessi attivi su disponibilità liquide | 2.146 | 0,013 | 86 | | | | |
| G2. Risparmio d'imposta | 26.267 | 0,161 | 4.714 | 0,030 | | | |
| G2.1 Risparmio d'imposta d'esercizio | 21.553 | 0,132 | 667 | 0,004 | | | |
| G2.2 Risparmio d'imposta di esercizi precedenti | 4.714 | 0,029 | 4.047 | 0,026 | | | |
| G3. Altre | 8.751 | 0,054 | 12.645 | 0,081 | | | |
| TOTALE ATTIVITA' | 16.304.063 | 100,000 | 15.557.136 | 100,000 | | | |

| Movimenti delle quote nel semestre | |
|------------------------------------|-------------|
| Quote emesse | 334.564,930 |
| Quote rimborsate | 159.306,825 |

L'elenco analitico degli strumenti finanziari detenuti dal Fondo risulta essere il seguente:

| Denominazione | Divisa | Controvalore | % sul totale attività |
|---------------------------------------|--------|--------------|-----------------------|
| GESTIELLE BT CEDOLA | EUR | 2.696.139 | 16,537 |
| GESTIELLE MT EURO CL.A | EUR | 2.591.856 | 15,897 |
| ISHARES I/ EURO STOXX 50 | EUR | 1.065.042 | 6,532 |
| LYXOR ETF EURO CASH CAP/DIS | EUR | 1.053.212 | 6,460 |
| ITALY 0% 10-15 12-11 BOT | EUR | 985.176 | 6,043 |
| DBXT2 IESE13TR -1C-/CAP./ETF | EUR | 878.028 | 5,385 |
| GESTIELLE OBIETTIVO AMERICA | EUR | 774.667 | 4,751 |
| GESTIELLE OBIETTIVO EUROPA | EUR | 654.597 | 4,015 |
| GESTIELLE OBBLIG. CORPORATE CL.A | EUR | 636.483 | 3,904 |
| AM.ETF EU.3MTHS ETF | EUR | 570.768 | 3,501 |
| ISHARES MSCI WORLD | EUR | 505.698 | 3,102 |
| EUROP CR CORP -I ACC-CAP | EUR | 458.297 | 2,811 |
| MSIF US ADV FD -ZH- /CAP | EUR | 322.386 | 1,977 |
| GESTIELLE ETICO PER AIL CL. A | EUR | 319.106 | 1,957 |
| GESTIELLE EMERGING MARKETS BOND CL.A | EUR | 242.667 | 1,488 |
| ISHARES BAR CP EUR INF LKD BND | EUR | 240.500 | 1,475 |
| GARTMORE UK AR-I-(HEDGED)/CAP | EUR | 239.860 | 1,471 |
| HEND HOR P EU AL PL -I2- /CAP | EUR | 237.496 | 1,457 |
| MSIF GL CONV BOND -ZH- /CAP | EUR | 236.971 | 1,453 |
| GESTIELLE OBBLIG. INTERNAZIONALE CL.A | EUR | 235.499 | 1,444 |
| GESTIELLE OBIETTIVO EUROPA | EUR | 161.494 | 0,991 |
| GESTIELLE BOND DOLLARS CL.A | EUR | 135.526 | 0,831 |
| ISHARES MSCI EMERGING MKTS | EUR | 122.363 | 0,751 |

Relazione degli Amministratori sulla gestione del Fondo

Per quanto riguarda il commento sui mercati si rimanda alla Relazione degli Amministratori.

Il Fondo

Il primo semestre del 2011 è stato caratterizzato da un contesto di elevata volatilità dei mercati finanziari.

Eventi inaspettati come il terremoto giapponese, la crisi libica e le tensioni politiche nei paesi mediorientali, sommati ad un primo rallentamento dello slancio economico dopo la forte ripresa della seconda metà del 2009 e del 2010, hanno fortemente influenzato il comportamento degli investitori.

L'ottimismo dei primi due mesi dell'anno, infatti, è stato bruscamente interrotto nel mese di marzo, con l'acuirsi della crisi nucleare giapponese – prima – e l'intervento della coalizione internazionale per risolvere la crisi libica – poi. Il repentino passaggio dall'euforia al pessimismo è stato razionalmente elaborato dagli investitori nel mese di aprile, mese nel quale indicatori macroeconomici positivi, sia nell'Eurozona che negli Stati Uniti, hanno di fatto riportato fiducia negli investitori relativamente alle aspettative di crescita.

Il mese di maggio, portando con sé pesanti timori sulla sostenibilità del debito sovrano di alcuni stati europei, ha visto nuovamente influenzare in maniera negativa il comportamento degli investitori, testimoniato dalle forti correzioni sui temi sensibili alla crescita economica che erano in atto da inizio anno (specificamente petrolio, metalli industriali e dollaro).

Il mese di giugno è stato quasi una replica di quanto vissuto a marzo: i primi venti giorni hanno visto gli investitori concentrarsi quasi esclusivamente sull'incertezza legata al rinnovo degli aiuti economici alla Grecia, procedendo a pesanti vendite sui mercati europei. Il mercato statunitense, influenzato dal clima europeo, ha visto inasprirsi le vendite anche a causa del rallentamento di alcuni indicatori sulla produzione industriale (ISM Empire Manufacturing e Philadelphia Fed Business Outlook). Come in marzo, tuttavia, l'attenuarsi delle tensioni geo-politiche ha dato vita ad un forte recupero negli ultimi giorni del mese, mitigando le perdite sui listini.

I mercati azionari hanno quindi avuto nel primo semestre un andamento fortemente laterale: l'indice S&P 500, in USD, ha oscillato nell'intervallo 1250/1350 punti, così come l'Eurostoxx 600, in Euro, ha oscillato tra i 290 punti di massimo raggiunti a febbraio, e i 260 di minimo a marzo. Discorso a parte, ovviamente, per il mercato giapponese, che ha visto l'indice Nikkei perdere il 20% in quattro sedute a Marzo, per poi dimezzare la caduta rispetto ai massimi di febbraio nei mesi successivi.

A livello settoriale, negli Stati Uniti i migliori settori sono risultati essere healthcare, consumer discretionary ed energy. Peggior settore è risultato financial, a causa dei problemi non ancora del tutto risolti sui bilanci delle banche americane.

In Europa, invece, i migliori settori sono risultati auto, chemicals, insurance e healthcare. La presenza, anche nel mercato europeo, di settori ciclici insieme a settori difensivi testimonia quindi la mancanza di un unico filo conduttore sui mercati. Tra i peggiori settori ci sono basic resources, banks e travel & leisure: tre settori fortemente influenzati dalla crescita economica.

Per quanto concerne i mercati obbligazionari, le tensioni sulla Grecia hanno di fatto guidato i rendimenti dei titoli di stato dei paesi dell'eurozona in questa prima metà d'anno: il decennale tedesco, dopo aver toccato il massimo dell'anno a 3,50% in aprile, in concomitanza con il rialzo dei tassi di 25 bps operato dalla BCE, ha visto il rendimento scendere costantemente fino al 3% di fine giugno, essendo obiettivo di investimento da parte degli investitori in cerca di investimenti ritenuti sicuri. Il 2 anni, invece, ha visto il rendimento passare da 0,80% di gennaio a 1,6% di fine giugno, alimentato dai ripetuti annunci della BCE sull'inizio del percorso di incremento dei tassi di riferimento. Negli Stati Uniti, il decennale americano, in maniera analoga a quanto avvenuto per la Germania, ha visto il rendimento passare dal 3,75% massimo nel mese di febbraio al 3,2% di fine giugno (anche a causa della politica di Quantitative Easing messa in piedi dalla Fed per ancorare il costo dei finanziamenti per i privati a medio/lungo termine). Al contrario dell'Eurozona, invece, il 2 anni americano è passato da un rendimento

pari a 0,8/0,9% di febbraio/aprile allo 0,5% di fine giugno: il parziale rallentamento della crescita domestica, gli annunci di una duratura politica accomodante da parte della FED e la domanda di titoli percepiti come sicuri hanno causato la rapida discesa da metà aprile sino alla fine del semestre.

Stabile è invece risultato il comportamento dei titoli corporate, testimonianza del buono stato di salute dei bilanci delle società.

Per quanto attiene i mercati valutari, il dollaro si è deprezzato nei confronti delle valute dei partner commerciali per 4 mesi consecutivi, per poi leggermente apprezzarsi negli ultimi 2 mesi, a testimonianza della percezione del rallentamento dell'economia americana. La stessa cosa pare valere anche nei confronti dell'euro: nonostante le tensioni greche, gli investitori valutari sembrano quindi prediligere l'euro al dollaro in base alla forbice dei rendimenti tra i due paesi.

Per quanto riguarda, infine, le materie prime, si è assistito nei primi mesi dell'anno ad un incremento diffuso dei prezzi delle stesse sulla scia dell'ottimismo in tema di crescita economica. Re indiscusso di questa tendenza è stato il petrolio, volato in aprile a 115 dollari/barile alimentando dubbi sulla sostenibilità del trend di crescita dell'economia mondiale con un costo energetico così elevato. Il rallentamento della crescita, nella seconda metà del semestre, ha causato una correzione dei prezzi delle materie prime maggiormente legate.

Per quanto riguarda la gestione del portafoglio del fondo, dal minimo di fine 2010, l'esposizione ai fondi azionari è stata gradualmente incrementata nel corso del trimestre attestandosi al livello del 6,0% alla fine del mese di giugno. Le valutazioni degli indici azionari relativamente alle altre asset class unitamente alle prospettive di una discreta crescita economica a livello globale hanno portato ad essere costruttivi sui mercati azionari ed prudenti sull'evoluzione dei tassi sulle scadenze lunghe.

La duration complessiva di portafoglio è stata costantemente ridotta nel corso del semestre per essere portata intorno a 1/1,2 anni alla fine del mese di giugno

E' stata costruita, inoltre, una posizione sui fondi flessibili nell'ottica di contribuire all'ottenimento di un ritorno assoluto contenendo la volatilità. Il peso dei fondi flessibili si è attestato al 15,4% sul nav del fondo a fine giugno.

Marginale è stata l'esposizione ai paesi emergenti e alla divisa estere nel corso del semestre.

Nell'ambito della composizione del portafoglio si è incrementato l'utilizzo di fondi di case terze.

Relativamente alle prospettive di investimento nella seconda metà dell'anno sarà fondamentale valutare il comportamento delle banche centrali che attualmente supportano la crescita economica attraverso politiche monetarie espansive in un contesto di inflazione contenuta.

Da monitorare, inoltre, la risoluzione della crisi greca, e del debito dei paesi periferici europei in generale, per individuare il corretto livello di strumenti di rischio da detenere in portafoglio.

Dati di Patrimonio Netto, Raccolta e Performances

| | Patrimonio Netto (mln €) | | Raccolta Netta al | Performances al |
|--|--------------------------|------------|--------------------|-----------------|
| | 30/12/2010 | 30/06/2011 | 30.06.2011 (mln €) | 30.06.2011 |
| Fondo | n.d. (*) | 6 | 6 | -0.54% |
| (*) <i>Dato non disponibile in quanto il fondo è operativo dal 1° marzo 2011</i> | | | | |

Eventi di particolare importanza verificatisi nell'esercizio e Modifiche regolamentari

Si rimanda alla pag. 9 del presente documento.

SITUAZIONE PATRIMONIALE

| ATTIVITA' | Situazione al 30/06/2011 | | Situazione a fine esercizio precedente (*) | | PASSIVITA' E NETTO | Situazione al 30/06/2011 | | Situazione a fine esercizio precedente (*) | |
|--|--------------------------|--------------------------|--|--------------------------|--|--------------------------|----------------------|--|--|
| | Valore complessivo | In % del totale attività | Valore complessivo | In % del totale attività | | Valore complessivo | Valore complessivo | | |
| A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI | 5.379.546 | 93,546 | | | H. FINANZIAMENTI RICEVUTI | | | | |
| A1. Titoli di debito | 454.598 | 7,905 | | | I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE | | | | |
| A1.1 Titoli di Stato | 454.598 | 7,905 | | | L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI | | | | |
| A1.2 Altri | | | | | L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati | | | | |
| A2. Titoli di capitale | | | | | L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati | | | | |
| A3. Parti di O.I.C.R. | 4.924.948 | 85,641 | | | M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI | | | | |
| B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI | | | | | M1. Rimborsi richiesti e non regolati | | | | |
| B1. Titoli di debito | | | | | M2. Proventi da distribuire | | | | |
| B2. Titoli di capitale | | | | | M3. Altri | | | | |
| B3. Parti di O.I.C.R. | | | | | N. ALTRE PASSIVITA' | | 9.219 | | |
| C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI | | | | | N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati | | 8.769 | | |
| C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia | | | | | N2. Debiti di imposta | | 450 | | |
| C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati | | | | | N3. Altre | | | | |
| C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati | | | | | TOTALE PASSIVITA' | | 9.219 | | |
| D. DEPOSITI BANCARI | | | | | VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO | | 5.741.441 | | |
| D1. A vista | | | | | Numero delle quote in circolazione | | 1.154.519,729 | | |
| D2. Altri | | | | | Valore unitario delle quote | | 4,973 | | |
| E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE | | | | | Movimenti delle quote nel semestre | | | | |
| F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA' | 362.548 | 6,305 | | | Quote emesse | | 1.159.444,890 | | |
| F1. Liquidità disponibile | 840.268 | 14,612 | | | Quote rimborsate | | 4.925,161 | | |
| F1.1 in Euro | 840.268 | 14,612 | | | (*) Fondo non operativo il 30/12/2010 | | | | |
| F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare | | | | | | | | | |
| F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare | -477.720 | -8,307 | | | | | | | |
| F3.1 in Euro | -477.720 | -8,307 | | | | | | | |
| G. ALTRE ATTIVITA' | 8.566 | 0,149 | | | | | | | |
| G1. Ratei attivi | 2.628 | 0,046 | | | | | | | |
| G1.1 Ratei attivi su titoli | 963 | 0,017 | | | | | | | |
| G1.2 Interessi attivi su disponibilità liquide | 1.665 | 0,029 | | | | | | | |
| G2. Risparmio d'imposta | 3.986 | 0,069 | | | | | | | |
| G2.1 Risparmio d'imposta d'esercizio | 3.986 | 0,069 | | | | | | | |
| G3. Altre | 1.952 | 0,034 | | | | | | | |
| TOTALE ATTIVITA' | 5.750.660 | 100,000 | | | | | | | |

L'elenco analitico degli strumenti finanziari detenuti dal Fondo risulta essere il seguente:

| Denominazione | Divisa | Controvalore | % sul totale attività |
|----------------------------------|--------|--------------|-----------------------|
| GESTIELLE BT CEDOLA | EUR | 983.054 | 17,095 |
| GESTIELLE MT EURO CL.A | EUR | 879.325 | 15,291 |
| DBXT2 IESE13TR -1C-/CAP-/ETF | EUR | 508.332 | 8,840 |
| GESTIELLE TR OBIETTIVO CASH CL.A | EUR | 500.478 | 8,703 |
| LYXOR ETF EURO CASH CAP/DIS | EUR | 500.010 | 8,695 |
| AM.ETF EU.3MTHS ETF | EUR | 332.948 | 5,790 |
| ITALY 0% 10-15.12.11 BOT | EUR | 318.509 | 5,504 |
| GESTIELLE OBBLIG. CORPORATE CL.A | EUR | 301.092 | 5,236 |
| ITALY 0% 10-29.2.12 /CTZ | EUR | 138.089 | 2,401 |
| ISHARES I/ EURO STOXX 50 | EUR | 137.898 | 2,398 |
| GESTIELLE OBIETTIVO AMERICA | EUR | 127.503 | 2,217 |
| GESTIELLE OBIETTIVO EUROPA | EUR | 126.041 | 2,192 |
| MSIF US ADV FD -ZH- /CAP | EUR | 100.427 | 1,746 |
| HEND HOR P EU AL PL -I2- CAP | EUR | 79.478 | 1,382 |
| EUROP CR CORP -I ACC-CAP | EUR | 79.264 | 1,378 |
| ISHARES MSCI WORLD | EUR | 76.148 | 1,324 |
| MSIF GL CONV BOND -ZH- /CAP | EUR | 59.243 | 1,030 |
| ISHARES BAR CP EUR INF LKD BND | EUR | 55.500 | 0,965 |
| GARTMORE UK AR-I-(HEDGED)/CAP | EUR | 49.971 | 0,869 |
| ISHARES MSCI EMERGING MKTS | EUR | 28.238 | 0,491 |