

**ZED OMNIFUND
RENDICONTO 2010
RELAZIONE SULLA GESTIONE**

Signori Aderenti,

“ZED OMNIFUND – fondo pensione aperto” (già “DB OMNIFUND – fondo pensione aperto”) è stato, come noto, istituito dal Consiglio di Amministrazione di “DB Vita S.p.A.” (oggi “Zurich Life Insurance Italia S.p.A.”) in data 17 settembre 1998 ed è stato iscritto nell’apposito Albo tenuto presso la Commissione di Vigilanza sui fondi pensione (COVIP) in data 9 dicembre 1998 al n. 39.

Il primo deposito del Prospetto Informativo del fondo presso l’Archivio-Prospetti della CONSOB è avvenuto in data 8 gennaio 1999 e l’effettivo inizio dell’esercizio dell’attività è avvenuto il 20 gennaio 1999.

In data 14 maggio 2002, nell’ambito di un più ampio accordo tra il Gruppo Deutsche Bank ed il Gruppo Zurich, è stato perfezionato tra la Deutsche Bank S.p.A., all’epoca unico azionista della Società, e la Zurich Beteiligungs Aktiengesellschaft (Deutschland) un contratto di compravendita della totalità delle azioni della Società.

In data 25 settembre 2002 l’Assemblea straordinaria dei soci ha deliberato la modifica della denominazione sociale della Società in Zurich Life Insurance Italia S.p.A. ed il trasferimento della Sede Sociale in P.za Carlo Erba, 6 – Milano (attualmente la sede legale, la Direzione Generale e gli uffici amministrativi sono in Milano, Via Benigno Crespi n.23).

In data 15 dicembre 2003 la Zurich Beteiligungs Aktiengesellschaft ha ceduto alla Zurich Investments Life S.p.A. (Italia), anch’essa appartenente al Gruppo Zurich, la totalità delle azioni della Società.

Valutazione dell’andamento della gestione previdenziale

L’attività di raccolta delle adesioni è avvenuta per il tramite degli sportelli bancari di “Deutsche Bank S.p.A.” e “Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.”, per il tramite dei promotori finanziari di “Finanza e Futuro Banca S.p.A.”, nonché direttamente dalla Società stessa.

I risultati conseguiti in termini di raccolta sono sintetizzati nella tabella che segue:

Adesioni raccolte e contributi versati

Nuove adesioni raccolte nel 2010	Contributi versati nel 2010	Commissioni a carico degli Aderenti incassate nel 2010	Contributi investiti nel 2010
152	6.392.450,67	58.806,36	6.333.644,31

Rete collocatrice	Nuove adesioni raccolte nel 2010	Contributi versati nel 2010
Zurich Life Insurance Italia SpA	19	1.110.366,04
Deutsche Bank	4	2.885.653,09
Finanza & Futuro Banca SPA	129	2.186.022,53
Cassa di Risparmio di Asti	0	178.154,44
Cassa di Risparmio di Ferrara	0	31.221,66
Banca di Cividale	0	1.032,91
Totale	152	6.392.450,67

La voce contributi versati non considera le entrate per switch.

Le commissioni sopra riportate, prelevate dalla Società direttamente dalle posizioni individuali, non ricomprendono 1.200,00 euro trattenute a titolo di commissioni di trasferimento e 225,00 euro trattenute a titolo di commissione di conversione (switch).

Le preferenze accordate dagli Aderenti ai diversi comparti di investimento sono risultate le seguenti:

Adesioni raccolte e patrimonio netto per i comparti di investimento

Comparti di investimento	Nuove adesioni raccolte nel 2010	Nuove adesioni raccolte nel 2010(%)	Adesioni in essere al 31/12/2010	Adesioni in essere al 31/12/2010 (%)	Ammontare netto del patrimonio al 31/12/2010
Azionaria	39	25,66%	432	15,69%	4.887.551,41
Bilanciata 65	32	21,05%	1.277	46,37%	20.385.436,35
Bilanciata 30	29	19,08%	582	21,13%	10.524.104,86
Obbligazionaria	36	23,68%	233	8,46%	4.858.607,1
Garantita	16	10,53%	230	8,35%	3.718.346,69
Totale	152	100,00 %	2.754	100,00 %	44.374.046,41

Nei dati sopra riportati sono comprese le adesioni effettuate su base collettiva per un totale di 1.584.686,83 di contribuzioni.

Le 91 uscite osservate nel 2010 per riscatto dell'Aderente, per un importo complessivo pari a 1.832.689 euro, sono state liquidate agli aventi diritto.

Le 80 uscite osservate nel 2010 per trasferimento della posizione dell'Aderente, per un importo complessivo pari a 1.201.218 euro, sono state liquidate.

I dati sopra riportati non considerano le uscite per operazioni di switch.

I contributi previsti e non versati, al lordo degli oneri di adesione pari a 39.086,35 euro ammontano complessivamente a 592.640,52 euro. La Società ha operato azioni di sollecito per il tramite degli sportelli bancari interessati con l'obiettivo di limitare, per quanto possibile, i casi di mancati versamenti.

Descrizione della politica di gestione seguita

Nell'esercizio 2010 la politica degli investimenti può essere schematizzata nel modo seguente.

- Per il comparto "Garantita" e' prevalso l'acquisto di titoli obbligazionari emessi dallo Stato italiano denominati in Euro, soprattutto a tasso variabile (CCT), ma in parte anche a tasso fisso (BTP), ed ETF armonizzati sia obbligazionari governativi area Euro sia obbligazionari governativi inflation-linked area Euro.
- Per il comparto "Obbligazionaria" gli investimenti sono stati impostati verso strumenti di natura monetaria (ETF liquidità), ETF e/o altri OICR armonizzati obbligazionari (ad esempio, obbligazionari governativi area Euro, obbligazionari area Dollaro, obbligazionari area Sterlina, obbligazionari area Yen) e titoli obbligazionari emessi dallo Stato italiano denominati in Euro (principalmente CCT, ma anche BTP).
- Per il comparto "Bilanciata 30" gli investimenti sono stati impostati verso strumenti di natura monetaria (ETF liquidità), ETF e/o altri OICR armonizzati obbligazionari (ad esempio, obbligazionari governativi area Euro, obbligazionari area Dollaro, obbligazionari area Sterlina, obbligazionari area Yen), titoli obbligazionari emessi dallo Stato italiano denominati in Euro (principalmente CCT, ma anche BTP), ETF armonizzati azionari (azionari area Euro, azionari Europa, azionari USA e/o Nord America, azionari Giappone, azionari Asia escluso il Giappone).
- Per il comparto "Bilanciata 65" gli investimenti sono stati impostati verso ETF e/o altri OICR armonizzati obbligazionari (ad esempio, obbligazionari governativi area Euro, obbligazionari area Dollaro, obbligazionari area Sterlina, obbligazionari area Yen), titoli obbligazionari emessi dallo Stato italiano denominati in Euro (principalmente CCT, ma anche BTP), ETF armonizzati azionari (azionari area Euro, azionari Europa, azionari USA e/o Nord America, azionari Giappone, azionari Asia escluso il Giappone).
- Per il comparto "Azionaria" gli investimenti sono stati impostati verso strumenti di natura monetaria (ETF liquidità), titoli obbligazionari emessi dallo Stato italiano denominati in Euro a tasso variabile (CCT), ETF armonizzati azionari (azionari area Euro, azionari Europa, azionari USA e/o Nord America, azionari Giappone, azionari Asia escluso il Giappone, azionari mercati emergenti).

Nel valutare le performances ottenute nel corso del 2010, vanno tenute presenti le seguenti considerazioni, alcune di carattere generale, altre specifiche delle singole linee.

- Il Fondo Pensione ha una massa patrimoniale gestita che permette alla gestione finanziaria di costruire portafogli pienamente efficienti se si utilizzano non solo singoli titoli, ma anche ETF ed altri OICR, che consentono di raggiungere un livello di diversificazione compatibile con una prudente gestione del rischio rispetto al benchmark.
- La durata media finanziaria del comparto obbligazionario Euro è stata mantenuta in linea con la durata media finanziaria del benchmark. Gli eventuali scostamenti di duration rispetto al benchmark e rispetto alla posizione espressa sopra sono stati decisi tatticamente al fine di trarre opportunità derivanti dal movimento della curva dei tassi di interesse. I mercati obbligazionari dell'area dell'Euro sono stati caratterizzati da una volatilità abbastanza elevata, scaturita dalle note crisi che hanno riguardato i debiti sovrani e/o i sistemi finanziari dei Paesi europei cosiddetti "periferici". I titoli di Stato italiani hanno in parte risentito di queste turbolenze, sebbene in misura inferiore rispetto ai titoli di Stato di altri emittenti governativi più esposti alla crisi.

Nel corso della primavera del 2010, le principali agenzie di rating hanno abbassato il rating della Grecia al livello di "sub-investment grade", cioè al di sotto del gradino BBB. Di conseguenza, i portafogli sono stati adeguatamente ribilanciati, in modo da escludere OICR che detenessero posizioni in titoli di Stato greci.

- Relativamente agli investimenti obbligazionari denominati in valute diverse dall'Euro, si segnala che il deprezzamento dell'Euro nei confronti delle principali valute internazionali ha contribuito positivamente alla performance assoluta della linea nel corso del 2010. Non sono state attuate coperture del rischio di cambio.
- Il comparto azionario area Euro ha contribuito in modo lievemente positivo alla performance, soprattutto grazie alle buone performance delle azioni dei mercati cosiddetti "core". Si precisa che l'utilizzo di ETF azionari ha permesso di assumere un'esposizione ai singoli settori merceologici ed ai singoli Paesi in linea con il benchmark, senza correre rischi attivi eccessivi su singoli settori o Paesi che possono aver avuto un andamento divergente rispetto al benchmark.
- Come per i comparti obbligazionari internazionali, anche gli investimenti azionari denominati in valute diverse dall'Euro hanno contribuito molto positivamente alla performance espressa in Euro grazie al già citato deprezzamento dell'Euro.

A completare quanto sopra esposto si riportano di seguito i risultati raggiunti, al netto ed al lordo delle commissioni di gestione, nel corso dell'anno 2010, nel corso del biennio 2009-2010, nonché nell'intero periodo di effettiva attività (febbraio 1999 - dicembre 2010 per i comparti "Bilanciata 65" e "Bilanciata 30", giugno 1999 - dicembre 2010 per il comparto "Obbligazionaria", maggio 1999 - dicembre 2010 per il comparto "Garantita" e marzo 2001 - dicembre 2010 per il comparto "Azionaria"):

ANNO 2010	AZIONARIA	BILANCIATA 65	BILANCIATA 30	OBBLIGAZI ONARIA	GARANTITA
Rendimento del comparto al netto degli oneri a carico del Fondo	5,50%	3,08%	4,16%	2,80%	-3,23%
Rendimento del comparto al lordo degli oneri a carico del Fondo	5,92%	4,06%	4,81%	3,16%	-1,47%

BIENNIO 2009-2010	AZIONARIA	BILANCIATA 65	BILANCIATA 30	OBBLIGAZI ONARIA	GARANTITA
Rendimento del comparto al netto degli oneri a carico del Fondo	27,21%	19,65%	12,40%	5,21%	0,81%
Rendimento del comparto al lordo degli oneri a carico del Fondo	29,90%	20,40%	13,50%	5,95%	1,74%

INTERO PERIODO DI EFFETTIVA ATTIVITA'	AZIONARIA	BILANCIATA 65	BILANCIATA 30	OBBLIGAZI ONARIA	GARANTITA
Rendimento del comparto al netto degli oneri a carico del Fondo	-8,73%	6,03%	21,78%	30,96%	10,21%
Rendimento del comparto al lordo degli oneri a carico del Fondo	-0,55%	18,74%	32,04%	37,32%	19,03%

L'effetto degli oneri di negoziazione sulle performances è stato praticamente nullo.

Qui di seguito si riportano i risultati raggiunti dai benchmarks nel corso dell'anno 2010, nel corso del biennio 2009-2010 e negli interi diversi periodi di effettiva attività dei cinque comparti di investimento del fondo, questi ultimi scarsamente significativi per il confronto con i rendimenti conseguiti per gli eccessi nel rapporto tra liquidità e patrimonio investito, verificatisi nei primi mesi di attività su tutti i comparti di investimento:

ANNO 2010	AZIONARIA	BILANCIATA 65	BILANCIATA 30	OBBLIGAZI ONARIA	GARANTITA
Rendimento del benchmark	9,34%	6,71%	7,57%	5,44%	0,94%

BIENNIO 2009-2010	AZIONARIA	BILANCIATA 65	BILANCIATA 30	OBBLIGAZI ONARIA	GARANTITA
Rendimento del benchmark	39,78%	27,78%	18,13%	7,87%	3,85%

INTERO PERIODO DI EFFETTIVA ATTIVITA'	AZIONARIA	BILANCIATA 65	BILANCIATA 30	OBBLIGAZI ONARIA	GARANTITA
Rendimento del benchmark	15,67%	45,23%	56,97%	60,99%	60,75%

Allo scopo di permettere una sintetica valutazione della rischiosità degli investimenti, si riportano le deviazioni standard dei risultati raggiunti dai comparti di investimento e dai benchmarks, nell'intero periodo di attività dei comparti di investimento, nel corso del biennio 2009-2010 e nel corso del solo anno 2010:

	AZIONARIA	BILANCIATA 65	BILANCIATA 30	OBBLIGAZI ONARIA	GARANTITA
Deviazione standard della performance dei Benchmarks da inizio attività a dicembre 2010	16,23%	11,42%	5,21%	3,66%	2,71%
Deviazione standard della performance netta dei comparti di investimento da inizio attività a dicembre 2010	13,29%	9,97%	5,03%	2,88%	2,06%
Deviazione standard della performance dei Benchmarks da gennaio 2009 a dicembre 2010	16,08%	11,99%	5,27%	4,46%	2,07%
Deviazione standard della performance netta dei comparti di investimento da gennaio 2009 a dicembre 2010	13,14%	9,90%	4,33%	3,90%	2,41%
Deviazione standard della performance dei Benchmarks da gennaio a dicembre 2010	11,49%	8,23%	2,95%	5,53%	2,43%
Deviazione standard della performance netta dei comparti di investimento da gennaio a dicembre 2010	10,28%	7,41%	2,42%	4,93%	2,73%

La deviazione standard di una serie di valori, come noto, misura il loro scostamento dal valor medio rilevato nel periodo di osservazione e nel caso in questione consente quindi di avere un'indicazione sulla variabilità dei rendimenti: più alta è la deviazione standard, maggiore risulta essere la variabilità dei valori, e dunque la rischiosità.

Il confronto della deviazione standard tra i diversi comparti di investimento permette quindi di valutarne, anche in termini quantitativi, il diverso profilo di rischio.

Il comparto "Garantita" offre comunque una garanzia di rendimento minimo che annulla la rischiosità legata ad eventuali andamenti negativi delle performances che fossero concomitanti con il verificarsi del diritto alla garanzia, e cioè in caso di prestazione pensionistica, di morte o di invalidità.

Il confronto, per lo stesso comparto, tra la deviazione standard della performance del comparto e la deviazione standard della performance del relativo benchmark permette di comparare il livello di rischiosità assunto dalla Società con quello medio di quella tipologia di investimenti.

Valutazione dell'andamento della gestione amministrativa

Le procedure di raccolta delle adesioni e di gestione amministrativa delle stesse hanno confermato, anche nel corso dell'anno 2010, un buon grado di affidabilità.

I costi complessivamente sostenuti dagli Aderenti nel corso del 2010, direttamente od indirettamente, sono riassunti nelle tabelle che seguono:

Oneri direttamente a carico dell'Aderente

Tipologia	Importo pro capite	Importo complessivo	Incidenza sui contributi complessivi
Commissione una tantum	51,65 euro	5.332,60	0,0834%
Commissione di gestione per la posizione individuale	30 euro	53.473,76	0,8365%
Commissione di trasferimento	15,00 Euro	1.200,00	0,0188%
Commissione di conversione	15 euro	225,00	0,0035%
Totale	-	62.249,18	

Oneri a carico del fondo (indirettamente a carico dell'Aderente)

Tipologia	Importo percentuale annuo	Importo complessivo	Incidenza sul patrimonio medio
Commissione di gestione (al lordo dello storno commissioni – rebates)	<ul style="list-style-type: none"> • 2,22% per il comparto "Azionaria" • 1,80% per il comparto "Bilanciata 65" • 1,38% per il comparto "Bilanciata 30" • 0,90% il comparto "Obbligazionaria" • 1,80% per il comparto "Garantita" 	<ul style="list-style-type: none"> • 97.914,10 euro per il comparto "Azionaria" • 356.815,55 euro per il comparto "Bilanciata 65" • 141.408,08 euro per il comparto "Bilanciata 30" • 43.171,57 euro per il comparto "Obbligazionaria" • 66.917,78 euro per il comparto "Garantita" 	<ul style="list-style-type: none"> • 2,22 % per il comparto "Azionaria" • 1,80 % per il comparto "Bilanciata 65" • 1,39 % per il comparto "Bilanciata 30" • 0,90 % per il comparto "Obbligazionaria" • 1,80 % per il comparto "Garantita"
Commissioni di negoziazione	Non predeterminabile	0 euro per tutti i comparti	0 % per tutti i comparti
Totale		<ul style="list-style-type: none"> • 97.914,10 euro per il comparto "Azionaria" • 356.815,55 euro per il comparto "Bilanciata 65" • 141.408,08 euro per il comparto "Bilanciata 30" • 43.171,57 euro per il comparto "Obbligazionaria" • 66.917,78 euro per il comparto "Garantita" 	<ul style="list-style-type: none"> • 2,22 % per il comparto "Azionaria" • 1,80 % per il comparto "Bilanciata 65" • 1,39 % per il comparto "Bilanciata 30" • 0,90 % per il comparto "Obbligazionaria" • 1,80 % per il comparto "Garantita"

Le commissioni di gestione sono considerate al lordo delle commissioni di gestione gravanti sugli OICR sottostanti ai comparti e retrocesse ai comparti come da seguente dettaglio:

Comparto Azionaria	€	11.950,91
Comparto Bilanciata 65	€	43.475,76
Comparto Bilanciata 30	€	20.031,37
Comparto Obbligazionaria	€	7.266,55
Comparto Garantita	€	2.813,71

Oneri fiscali sostenuti dal Fondo nell'anno 2010

Oneri fiscali	AZIONARIA	BILANCIATA 65	BILANCIATA 30	OBBLIGAZIONARIA	GARANTITA
€	-31.194,68	-74.076,48	-50.794,52	-14.555,70	-

Conflitti di interesse

Si conferma inoltre che mai sono sussistite condizioni tali da determinare distorsioni nella gestione efficiente delle risorse o modalità di gestione delle risorse stesse non conformi all'esclusivo interesse degli Aderenti.

Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio.

Non si registra alcun fatto di rilievo avvenuto dopo la chiusura dell'esercizio.

Evoluzione prevedibile della gestione

Il Bollettino Economico della Banca d'Italia (numero 63, gennaio 2011) ricorda che negli ultimi mesi del 2010 le prospettive di crescita dell'economia mondiale sono apparse più solide rispetto a quanto era stimato nel periodo precedente dello stesso anno. Si è confermata, infatti, la robusta espansione delle economie emergenti e si sono notati miglioramenti e positive conferme nella dinamica dell'economia degli Stati Uniti e della Germania.

I flussi di commercio internazionale hanno registrato un forte aumento nel 2010, recuperando i volumi del periodo pre-crisi, e sembrano orientati a proseguire la crescita a ritmi che possono essere considerati elevati se confrontati con le medie storiche. Nel vertice del cosiddetto Gruppo dei Venti svoltosi a Seul nel novembre scorso, i Capi di Stato e di governo hanno approvato un piano di azione volto al perseguimento di una crescita più equilibrata a livello globale.

L'inflazione dei prezzi al consumo nei paesi avanzati da un lato risente dei rincari delle materie di base (alimentati soprattutto dalla crescente domanda proveniente dalle economie emergenti), ma dall'altro lato, è frenata dagli ampi margini di capacità inutilizzata. Considerando i due effetti opposti, le variazioni dei prezzi restano complessivamente modeste e le politiche monetarie rimangono espansive. Nei paesi emergenti, dove le pressioni inflazionistiche sono maggiori, le autorità tendono a rendere le condizioni monetarie meno accomodanti.

Il 2010 si è chiuso con i rendimenti dei titoli pubblici a lungo termine nelle maggiori economie avanzate in graduale aumento. Per quanto riguarda in modo specifico l'area dell'euro, all'inizio di novembre sono tornate a inasprirsi le tensioni sui mercati del debito sovrano di alcuni Paesi, dopo che si era osservato un temporaneo allentamento delle pressioni nel periodo successivo all'estate. I timori di contagio innescati dalle gravi difficoltà del sistema bancario irlandese sono risultati cruciali per il riacutizzarsi delle tensioni sui rendimenti dei titoli di Stato. I differenziali di rendimento dei titoli governativi decennali di Grecia, Irlanda, Spagna e Portogallo, rispetto a quelli tedeschi, hanno segnato un deciso aumento; un rialzo più contenuto si è avuto in Italia e in Belgio. I primi giorni del 2011 hanno mostrato uno scenario molto simile alla chiusura del 2010, ma nella seconda settimana di gennaio 2011 le pressioni sui differenziali di rendimento si sono mitigate.

Per contenere i rischi sistemici derivanti da un incremento troppo repentino e violento dei differenziali di rendimento, da novembre 2011 sono aumentati gli acquisti di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema nell'ambito del Securities Markets Programme. Alla fine di quel mese i Ministri finanziari dei paesi dell'Unione europea hanno approvato un piano di sostegno finanziario all'Irlanda, su richiesta di quel governo. Contestualmente, i Ministri dell'Eurogruppo hanno definito le principali caratteristiche di un meccanismo permanente di salvaguardia della stabilità finanziaria dell'area; i principali operatori di mercato si attendono ulteriori decisioni positive in tal senso da parte dei governi dell'area dell'euro attese per la seconda metà di marzo 2011.

Le tensioni evidenziate sopra circa i rendimenti dei titoli di Stato trovano, tra le altre cause, anche origine negli squilibri di crescita tra i Paesi che costituiscono l'area dell'euro. La crescita del prodotto interno lordo tedesco nel corso del 2010 si è dimostrata, infatti, decisamente più elevata della media dell'area e potrebbe continuare questa dinamica anche nel 2011.

L'inflazione dei prezzi al consumo nell'area dell'euro si è portata poco sopra il 2% in dicembre, essenzialmente per l'accelerazione dei prezzi dei beni energetici; vi hanno concorso anche gli aumenti delle imposte indirette disposti nel secondo semestre in alcuni paesi dell'area per cercare di riequilibrare i conti pubblici. Gli indicatori sulle aspettative di inflazione a medio e a lungo termine rimangono, tuttavia, coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema.

Per quanto attiene l'economia italiana, il principale impulso all'attività economica ha continuato a provenire dalle esportazioni, mentre il contributo della domanda interna, già modesto, si è ridotto in connessione con la decelerazione degli investimenti in macchinari e attrezzature che ha fatto seguito all'esaurirsi degli incentivi fiscali. I comportamenti di consumo delle famiglie si confermano improntati alla cautela, risentendo della debolezza del reddito disponibile e delle prospettive incerte sulle condizioni del mercato del lavoro. L'occupazione ha continuato a ridursi e la riduzione è risultata più marcata tra i giovani.

Sempre in Italia, nel 2010 il fabbisogno del settore statale è diminuito di quasi 1,5 punti percentuali del PIL rispetto all'anno precedente (la fonte è sempre il Bollettino Economico della Banca d'Italia). Il miglioramento rifletterebbe principalmente una contrazione delle spese in conto capitale. La dinamica delle entrate, dopo la caduta del 2009, sarebbe tornata positiva, anche grazie alla introduzione, dal gennaio 2010, di nuovi vincoli alle compensazioni sull'IVA. Il debito in rapporto al PIL sarebbe aumentato a circa il 119 per cento, dal 116 per cento dell'anno precedente. Parte di tale aumento, inferiore a quello stimato per il complesso dei paesi dell'area dell'euro dalla Commissione europea, ha peraltro avuto in contropartita l'incremento (pari 0,7 punti percentuali di PIL) delle disponibilità liquide che il Tesoro detiene presso la Banca d'Italia.

Per il triennio 2011-13 la Decisione di finanza pubblica (DFP) prevede un ulteriore, graduale miglioramento dell'indebitamento netto, per effetto della manovra triennale varata alla fine di maggio dello 2010. La legge di stabilità per il 2011 approvata nel dicembre 2010 non ha modificato il profilo di rientro dell'indebitamento netto della DFP.

Secondo le valutazioni della Banca d'Italia, aggiornate al gennaio 2011, in Italia il PIL manterrebbe sia nel 2011 sia nel 2012 il basso ritmo di crescita dell'anno passato, intorno all'1%. L'espansione del prodotto, frenata dalla debole domanda interna, resterebbe inferiore a quella dell'area dell'euro, che le valutazioni di consenso indicano all'1,5 per cento. In questo scenario, non si avrebbe una robusta ripresa dell'occupazione. L'inflazione al consumo si attesterebbe sul 2 per cento nel biennio 2011-12.

Per quanto riguarda gli altri mercati finanziari (oltre i già citati titoli di Stato dell'area dell'euro), nel 2010 i premi per il rischio sulle obbligazioni societarie hanno proseguito lungo un sentiero di graduale discesa e si sono attestati a metà gennaio 2011 ben al di sotto di due punti percentuali per quelle con merito di credito più elevato (BBB) e di sei punti per le obbligazioni giudicate più rischiose (high yield).

Dall'autunno è proseguito il rialzo dei corsi azionari nelle principali economie industriali. I guadagni sono stati elevati in Giappone e negli Stati Uniti; rialzi più contenuti si sono registrati nel Regno Unito e nell'area dell'euro. Le quotazioni hanno beneficiato del buon andamento degli utili societari; la volatilità implicita dei corsi azionari statunitensi e dell'area dell'euro, nonostante qualche oscillazione di maggiore intensità in dicembre, ha proseguito il suo andamento discendente.

L'andamento dei corsi azionari in Italia è stato caratterizzato da un andamento negativo nel 2010, particolarmente pesante per i titoli del settore finanziario. Dopo un lieve miglioramento in ottobre, favorito dalle attese di un nuovo allentamento quantitativo della politica monetaria negli Stati Uniti, in novembre i mercati azionari italiani sono peggiorati, in concomitanza con il riacutizzarsi delle tensioni sui titoli di Stato di alcuni paesi dell'area dell'euro. Nelle prime due settimane di gennaio 2011, tuttavia, gli indici sono aumentati del 4 per cento, sia in Italia sia nell'area dell'euro.

Dopo un peggioramento registrato lo scorso novembre, le condizioni dei mercati finanziari dei paesi emergenti sono tornate a migliorare. Nella seconda settimana di gennaio 2011 gli indici azionari (in dollari) si erano riportati su livelli superiori di circa il 4 per cento rispetto al picco registrato all'inizio di novembre. I differenziali di rendimento sulle obbligazioni sovrane emergenti a lungo termine in dollari rispetto ai corrispondenti titoli del Tesoro statunitense hanno oscillato attorno a valori di poco inferiori ai 300 punti base. Gli acquisti netti di azioni e obbligazioni da parte dei fondi di investimento internazionali specializzati nei mercati emergenti sono rimasti cospicui in ottobre e in novembre.

Milano, 31 marzo 2011

p.p. il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato

Camillo Candia

Il Responsabile del Fondo

Marino Marrazza