



EDMOND DE ROTHSCHILD SGR SPA
GRUPPO LCF ROTHSCHILD

Fondo Comune di Investimento Mobiliare Aperto

Edmond de Rothschild MultiGestion
Trend Global

Relazione semestrale di gestione
al 30.06.2009

Nota Illustrativa
Situazione Patrimoniale
Elenco analitico strumenti finanziari detenuti dal fondo

NOTA ILLUSTRATIVA

Considerazioni Generali

Nei primi sei mesi del 2009 i mercati finanziari hanno riflesso il più significativo intervento di stabilizzazione del sistema economico mondiale dal secondo dopoguerra. L'azione congiunta dei governi di tutte le principali economie mondiali si è concretizzata in massicci interventi di spesa pubblica (l'American Recovery and Reinvestment Act con i suoi 787 miliardi di dollari, i 585 miliardi dollari del governo cinese, i 167 di quello giapponese) e l'adozione di politiche monetarie "non convenzionali" che hanno avuto un ruolo determinante a scongiurare esiti più devastanti della crisi finanziaria scoppiata nel 2008. (Contrazione GDP americano 1q del -5,5% annualizzata, del -14,2% di quello giapponese, del -9,8% zona euro. Crescita del GDP cinese 4q 2008 6,8% livello più basso ultimi 7 anni).

A tutt'oggi, peraltro, nelle economie dei paesi sviluppati, tardano a riscontrarsi concreti incrementi dei principali indicatori macroeconomici, ma alcune importanti variabili anticipatrici forniscono quelli che sono stati definiti dei *green shoots* [riduzione del deterioramento degli indicatori ISM settore manifatturiero (a 44,8 a giugno 2009 da 32,9 di dicembre 2008) e servizi (a 47 a giugno 2009 da 37,4 di novembre 2008), Leading Indicator (positivo sia ad aprile che a maggio)]. Più incisivo risulta invece l'impatto dello stimolo cinese (indicatore PMI manifatturiero stabilmente sopra quota 50 da marzo) dove un ruolo chiave sta giocando il controllo del sistema bancario nella canalizzazione dello stimolo monetario (7,870 miliardi di yuan erogati nei primi sei mesi dell'anno, il triplo rispetto lo stesso periodo dell'anno scorso).

Negli Usa ed in Europa il salvataggio del sistema bancario, ha comportato oltre l'adozione di politiche ZIRP (zero interest rate policy)¹ un'espansione importantissima degli aggregati monetari M0 ai quali a tutt'oggi non ha fatto seguito la crescita più che proporzionale di quelli M2. La "trappola della liquidità" si sta sostanziando in un razionamento del credito con un'incidenza sulle imprese tanto più importante quanto maggiore il grado di intermediazione bancaria del sistema economico. Proprio il *deleveraging* del sistema bancario ha indotto la Fed a mantenere i programmi speciali di finanziamento già intrapresi sul finire del 2008 con l'intento di dare liquidità a particolari segmenti del mercato del credito statunitense e favorire il riaffacciarsi di investitori privati con formule di finanziamento non *recourse* (TALF), su quelli delle cartolarizzazioni.

Anche la nuova amministrazione Obama nell'ambito del programma TARP ha lanciato il cosiddetto PPIF (Public Private Investment Program) focalizzato sul tentativo di ricreare un mercato secondario per gli asset tossici bancari consentendo l'incontro della domanda pubblica e privata e l'offerta bancaria [ad oggi l'esito del programma sembra incerto in quanto sostanzialmente ridimensionato rispetto al programma originario, (40 miliardi in avvio contro i 1000 originariamente preventivati), in parte grazie alla stabilizzazione del sistema bancario che induce le banche ad evitare il realizzo di perdite su asset che le modifiche contabili adottate consentono di mantenere in bilancio a valutazioni più alte di quelle *mark to market*].

In generale negli Usa il supporto al sistema bancario, nonostante gli alti tassi di default registrati tra gli istituti di credito minori (40 a metà giugno più di 10 volte la media nel periodo 2000-2007), sembra avere avuto successo. L'individuazione in 75 miliardi di dollari del fabbisogno di capitale a seguito dei risultati

¹ La Bce attualmente ha fissato il tasso di riferimento all'1% e non sembra orientata ad abbassarla ulteriormente. Ha peraltro lanciato un programma di finanziamento senza precedenti di 420 miliardi di euro per gli istituti dell'eurozona con allungamento delle scadenze ad un anno che negli effetti punta a conseguire gli obiettivi delle politiche di "quantitative easing" della BOJ, o il "credit easing" della FED, ovvero il ripristino del normale funzionamento dei canali di finanziamento delle imprese.

dello *Stress Test* per le primi 19 BHC (banking holding companies) a copertura di perdite potenziali nei prossimi due anni, ha indotto le banche "più sane" a chiedere di poter restituire i fondi del TARP forzatamente imposti dall'amministrazione Bush, al fine di ridurre l'ingerenza del governo nelle politiche di retribuzione del management e nella gestione operativa degli istituti. Si è assistito anche ad un ritorno di redditività delle banche agevolato in primis dallo *steepening* delle curve di rendimento governativo che ha ridotto sensibilmente il costo della raccolta a fronte di tassi di remunerazione degli impieghi che meglio riflettono il rischio di credito degli affidatari. La riapertura del mercato primario delle emissioni *corporate* e il progressivo riassorbimento degli indici ITRAXX da marzo con conseguente contrazione degli *spread* IG e HY, oltre a riflettere un ritorno di propensione al rischio degli investitori hanno consentito a molte imprese di maggiori dimensioni di ridefinire l'assetto delle proprie passività finanziarie.

In tale contesto si comprende come da più parti ci si interroghi sulla necessità di predisporre delle opportune *exit strategy* per scongiurare i rischi di inflazione e nuovi squilibri indotti dal deterioramento delle finanze pubbliche una volta usciti dalla recessione. Permane peraltro la consapevolezza che un intervento troppo repentino rischierebbe di far mancare un sostegno vitale alle economie come quella americana dove la domanda da consumi, che rappresenta il 70% dell'economia nazionale, sta conoscendo l'impatto di tassi di disoccupazione al 9,5% (con una dinamica dei *continuing claims* ancora in aumento a quota 6.883.K al 27/6 e con proiezioni per il 2010 ad oltre il 10%), la contrazione della ricchezza mobiliare e immobiliare del 22% dai massimi del 2007 e un *saving ratio* in forte recupero al 6,9%. A ciò si aggiunga che da tutte le recessioni del secondo dopoguerra il ritorno della propensione al consumo è stato anticipato da un miglioramento del mercato immobiliare (in termini inizio nuovi cantieri e rilascio autorizzazioni edilizie). Attualmente esiste uno stock di invenduto di abitazioni nuove ed esistenti che ai livelli di domanda attuale richiederebbe circa 9-10 mesi per essere assorbito. Sul fronte poi, della domanda di investimenti occorre considerare che la recessione ha comportato una contrazione dell'utilizzo della capacità produttiva che non ha precedenti nella storia delle recessioni del secondo dopoguerra con un impatto inevitabile sul ciclo degli investimenti delle imprese.

Il *restocking* dei magazzini verrà ricalibrato su una domanda ridimensionata con un occhio attento alla gestione del circolante per ridurre l'incidenza sulla tesoreria aziendale e sugli oneri finanziari del conto economico. Sul fronte della spesa pubblica il contributo dato alla stabilizzazione del GDP è fondamentale ma inevitabilmente il forte deterioramento dei deficit (secondo ufficio studi Banca IMI: USA -14% atteso per il 2009, Zona Euro -5,2%) pone interrogativi sul grado di flessibilità che i diversi sistemi fiscali detengano in relazione al livello di indebitamento complessivo su GDP, al grado di internazionalizzazione dello stesso, al merito di credito degli emittenti e al costo del servizio che nel tempo rischia di gravare sui tassi di crescita delle diverse economie drenando risorse destinate alla crescita. Negli anni a venire le politiche di riequilibrio dei conti pubblici punteranno più che a un rientro del debito su GDP, su una sua stabilizzazione perseguendo avanzi primari positivi che saranno calibrati per scongiurare impatti troppo negativi sulla crescita dei diversi paesi.

Infine sul fronte del commercio internazionale, la globalità della crisi ha comportato una severissima contrazione del commercio internazionale. Se nel caso statunitense ciò ha comportato una sostanziale riduzione del disavanzo commerciale (partite correnti sul PIL dal -4,6% al 3,1% atteso per il 2009 con una contribuzione netta positiva alla crescita nazionale) ha di contro penalizzato le economie che più di altre dipendono dal settore export. (a giugno rispetto anno precedente export Giapponese -40,9%, import -42,4%; Cina -21% export a giugno, import -13,2%). L'assoluta rilevanza che il commercio internazionale svolge nel potenziare il tessuto imprenditoriale di molti paesi emergenti rischia di essere compromessa dall'adozione di misure protezionistiche che al di là delle dichiarazioni ufficiali rilasciate in sede G8, 14 o 20, di fatto sono state introdotte con l'"escalation" della crisi economica (le disposizioni Buy America nel pacchetto di stimoli fiscali del programma americano, le più recenti misure tariffarie sulle esportazioni di materie prime introdotte in Cina per agevolare la domanda locale a scapito di quella estera).

In conclusione la battaglia intrapresa per uscire dalla recessione più importante degli anni trenta ha consentito solo di stabilizzare i diversi sistemi economici con misure che puntano a scongiurare esiti quali la depressione economica accompagnata da dinamiche deflazionistiche. Come evidenziato dagli economisti del FMI nei primi mesi dell'anno l'uscita da una crisi economica originata da una crisi finanziaria con implicazioni pesantemente negative per il sistema bancario e con connotati di sincronizzazione a livello globale, comporterà, nella migliore delle ipotesi, insieme e a causa dell'adozione

delle misure di rientro degli stimoli fiscale e monetario, un ritorno ad una crescita molto moderata. Un ritorno di inflazione legato ad un ripristino del corretto funzionamento del mercato del credito favorirebbe la monetizzazione del debito (espansione nominale del GDP dei paesi a parità monte debitorio), ma indurrebbe le autorità monetarie ad accelerare interventi di rientro delle politiche monetarie con notevoli problemi di fine tuning e con inevitabili implicazioni per la crescita.

Fondo di Fondi Flessibile

La prima parte dell'anno ha portato una prosecuzione della fase ribassista e di marcata riduzione del rischio che ha avuto la sua causa scatenante con il fallimento di Lehman Brothers nell'autunno scorso. I primi 2 mesi dell'anno per molti indici azionari sono stati estremamente negativi, toccando perdite anche superiori al 30%. Con la metà di marzo i mercati hanno cominciato una fase di risalita guidata dai settori che erano stati più penalizzati (banche, risorse di base, costruzioni). Questo cambiamento repentino lo si è avuto in concomitanza con valutazioni di mercato che riflettevano uno scenario deflattivo ed una ripresa economica di difficile previsione. Questa ripresa di mercato ha fatto sì che l'indice MSCI world in euro chiudesse il semestre in territorio positivo (+ 3.821%) annullando le pesanti perdite di inizio anno. Contemporaneamente il mercato obbligazionario ha ben performato (continuazione del movimento iniziato 12 mesi orsono) tanto che l'indice JPM 1/5 anni EMU ha chiuso il semestre a + 3.179%.

La gestione del fondo ha focalizzato la propria attenzione, per quanto riguarda la parte azionaria, in primis al peso, aumentandolo da circa il 40% di inizio anno ad un massimo di circa il 66% per poi attestarsi in media al di sopra del 50%. In termini di investimento settoriale e geografico, sempre a livello azionario, si sono usati fondi tematici per investire nei settori Telecom, Utilities, Health Care e Tecnologico. A livello geografico si è investito maggiormente in USA, Asia comprensiva di Giappone. Più sottopesata la componente europea.

Per quanto riguarda la componente obbligazionaria, visto il forte allargamento degli spread tra governativi e obbligazioni societarie, si è ritenuto opportuno investire il massimo possibile in fondi con esposizione in corporate bond investment grade (circa il 10%) e con il mese di maggio di aumentare l'esposizione a livello di duration di portafoglio.

Per quanto riguarda la parte valutaria, l'esposizione in USD è stata quasi del tutto azzerata in area 1.30 per poi essere ri-aumentata al di sopra del 15% in area 1.40. Marginali le esposizioni in altre valute.

Tutto ciò ha portato ad un risultato, al netto di tutti i costi ed imposte di + 3.61%

Alla data del 30/06/09 la composizione netta del fondo si può così sintetizzare:

Fondi azionari:	51,3%
Fondi obbligazionari, monetari e liquidità	48,7%
Esposizione in USD (al netto di coperture)	16,67%
Esposizione in JPY (al netto di coperture)	0,52%
Esposizione in EURO:	82,80%

Il patrimonio del fondo è passato da Euro 1.532.716 a Euro 1.540.214.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO AL 30 GIUGNO 2009
EDMOND DE ROTHSCHILD MULTIGESTION TREND GLOBAL
 SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2009		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	1.299.878	82,55%	1.171.021	75,37%
A1. Titoli di debito				
A1.1 titoli di Stato				
A1.2 altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di OICR	1.299.878	82,55%	1.171.021	75,37%
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	163.156	10,36%	1260.669	16,78%
F1. Liquidità disponibile	163.156	10,36%	258.648	16,65%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	278.670	17,70%	360.033	23,17%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-278.670	-17,70%	-358.012	-23,04%
G. ALTRE ATTIVITA'	111.591	7,09%	122.099	7,86%
G1. Ratei attivi	554	0,04%	5.494	0,35%
G2. Risparmio di imposta	104.455	6,63%	104.455	6,72%
G3. Altre	6.582	0,42%	12.150	0,78%
TOTALE ATTIVITA'	1.574.625	100,00%	1.553.789	100,00%

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO AL 30 GIUGNO 2009
EDMOND DE ROTHSCHILD MULTIGESTION TREND GLOBAL

SITUAZIONE PATRIMONIALE

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2009	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE		
L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	9.152	
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	9.152	
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	25.259	21.073
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	13.113	17.496
N2. Debiti di imposta	8.569	1.486
N3. Altre	3.577	2.091
TOTALE PASSIVITA'	34.411	21.073
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO (comparto)	1.540.214	1.532.716
Numero delle quote in circolazione	335.209,596	345.590,366
Valore unitario delle quote	4,595	4,435

Movimenti delle quote nel semestre	
Quote emesse	196.530,674
Quote rimborsate	206.911,444

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO AL 30 GIUGNO 2009
EDMOND DE ROTHSCHILD MULTIGESTION TREND GLOBAL

ELENCO ANALITICO STRUMENTI FINANZIARI DETENUTI DAL FONDO

N.	Denominazione titolo	Valore	Percentuale
1	Gestielle Medio Termine Euro	232.828	14,79%
2	Henderson Horizon GL Techonogy A2	144.991	9,21%
3	Oyster European Opportunities Euro	143.689	9,13%
4	Schroder ISF Euro Corporate Bond A	136.065	8,64%
5	Schroder ISF Euro Bond A	123.480	7,84%
6	WEI US Equities AU\$	115.284	7,32%
7	HSBC GIF ex Japanese Freesty AC	75.549	4,80%
8	Fortis LF Equity Pharma Europe CC	75.058	4,77%
9	HSBC GIF Japanese Equity AC	71.922	4,57%
10	Fortis Equity Utilities E-IC	67.863	4,31%
11	Fortis LF Equity Telecom Europe CC	63.239	4,02%
12	Merrill Lynch World Healthscience A	49.910	3,17%
	Totale Strumenti Finanziari	1.299.878	82,55%
	Totale Attività	1.574.625	100,00%