



COMMENTO DEI GESTORI

AL 31/12/2012

Allegato B

Commento di gestione sul 2012 e prospettive per il 2013

Febbraio 2013

Commento 2012

Contesto economico:

L'anno 2012 è stato segnato dall'intensificazione e della crisi del debito sovrano nella zona euro. Da un punto di vista economico, la crisi in Europa ha portato ad una recessione che ha colpito diversi paesi dell'unione monetaria, con diversa intensità. Negli Stati Uniti, tuttavia, la ripresa è moderatamente continuata. Nei paesi emergenti, nonostante un leggero rallentamento, la crescita economica è stata molto più elevata che nei paesi sviluppati. I Titoli di Stato si sono evoluti in modo frammentario, con rendimenti molto bassi durante tutto l'anno per i paesi ritenuti più sicuri, mentre gli spread dei paesi più colpiti dalla crisi si sono fortemente allargati fino a metà dell'anno. Nella zona euro, la crisi del debito sovrano ha conosciuto un rallentamento temporaneo, all'inizio del 2012, grazie al sistema a lungo termine di rifinanziamento bancario (3 anni ORLT) condotto dalla BCE nel dicembre 2011 e febbraio 2012. In effetti, queste operazioni hanno eliminato il rischio di fallimenti bancari e ha offerto agli Stati fragili della zona euro (Italia e Spagna), la possibilità di essere finanziati dalle banche locali. Tuttavia, le tensioni sono tornate in primavera, a seguito dell'instabilità politica in Grecia (con timori temporaneamente ravvivati sull'uscita della Grecia dalla zona euro) e delle crescenti difficoltà della Spagna, afflitta da difficoltà finanziarie. La situazione è cambiata durante l'estate, quando la Banca Centrale Europea si è dichiarata pronta in determinate condizioni, a comprare titoli di stato illimitati di paesi che ne avrebbero fatto richiesta. Riducendo notevolmente la probabilità di disintegrazione della zona euro nel breve termine, questi annunci hanno portato serenità ai mercati. Nonostante le difficili negoziazioni, i governi europei hanno rafforzato la loro cooperazione con l'istituzione di un nuovo fondo (ESM, con una capacità di 500 miliardi di euro) e hanno concluso un accordo in materia di vigilanza bancaria comune. Questo però non ha impedito alla crisi della zona euro di proseguire, e di registrare differenze significative tra i paesi del Nord, (in particolare la Germania) e del Sud dove l'attività è diminuita in modo significativo a causa della crisi finanziaria e si è assistito ad una moltiplicazione di piani di austerità.

Negli Stati Uniti, la crescita economica è stata positiva nel 2012. La Federal Reserve ha condotto una politica monetaria fortemente accomodante, annunciando tassi di interesse prolungati a un livello vicino allo zero e il continuo acquisto di asset. Il contagio della crisi europea è stato moderato. I prezzi del petrolio sono rimasti stabili nella seconda metà dell'anno. Il contesto economico è rimasto positivo e il tasso di disoccupazione è sceso dall' 8,5% (fine 2011) al 7,7% nel mese di novembre 2012. Significativamente, il settore immobiliare, danneggiato da diversi anni, ha mostrato alcuni segnali di ripresa, una buona notizia per il morale e per i consumi. A fine anno, la Federal Reserve inoltre ha annunciato che avrebbe continuato la sua politica accomodante fino a quando il tasso di disoccupazione non avesse avuto una forte diminuzione. Infine, alla fine dell'anno, l'accordo sul fiscal cliff e l'estensione di alcuni benefici fiscali, ha portato il paese ad evitare una recessione.

I paesi emergenti hanno aumentato nel 2012 le misure per sostenere l'economia. Hanno continuato il loro ciclo di tagli dei tassi di interesse e hanno lanciato pacchetti di stimolo fiscale per le infrastrutture, in particolare in Brasile e Cina. In India, invece, la banca centrale ha affrontato il problema dell'inflazione molto elevata, che ha limitato la sua azione. Anche se il contagio della crisi nella zona euro si è fatto sentire nel terzo

trimestre dell'anno, a fine anno i dati economici sono stati rassicuranti, in particolare in Cina.

Mercati Azionari:

Gli indici di mercato, in maggioranza, sono aumentati nel 2012, beneficiando della capacità di recupero della crescita globale, grazie alle politiche monetarie delle banche centrali. Così, l'indice MSCI World, che rappresenta le attività dei paesi sviluppati, è aumentato di oltre il 13%. Nella zona euro, l'Euro Stoxx 50 è anche aumentato di oltre il 13%, dopo il passaggio in territorio negativo a metà dell'anno. La dispersione tra indici nazionali è stata significativa: oltre il 29% di aumento per il tedesco DAX e più del 15% per i francesi CAC, ma solo un po' meno dell' 8% per il MIB italiano e performance negativa vicino al 5% per lo spagnolo IBEX . Nel Regno Unito, il FTSE ha fatto un aumento relativamente modesto del 6%. Dopo aver significativamente sovraperformato la maggior parte dei mercati europei nella prima metà dell'anno, i mercati statunitensi sono stati titubanti alla fine dell'anno, a causa delle preoccupazioni relative alle incertezze di bilancio: l'aumento del S & P 500 è stato di un po' più del 13%, il NASDAQ quasi il 16%, ma il Dow Jones ha limitato il suo progresso al 7%. In Giappone, l'indice Nikkei è salito bruscamente alla fine dell'anno, soprattutto per l'indebolimento dello yen, chiudendo l'anno con un tasso di crescita annuale di oltre il 22%. Infine, per i mercati emergenti, l'indice MSCI Emerging Markets Index in dollari è aumentato di oltre il 15%. Nella zona euro, la migliore performance si è registrata nei settori Health, Consumer Discretionary, e Information Technology. Il settore Financial, che ha registrato una forte volatilità, ha visto guadagni significativi. Tuttavia, l'andamento legato alle telecomunicazioni e utilities è stato a ribasso

Mercati Obbligazionari:

Sui mercati obbligazionari, i rendimenti dei titoli di stato italiano e spagnolo sono stati la chiave per comprendere l'intensità della crisi finanziaria. Dopo un inizio che sembrava essere in miglioramento, grazie alle operazioni a lungo termine di rifinanziamento del sistema bancario condotte dalla BCE, sono di nuovo ritornati a spread elevati a causa delle tensioni politiche in Grecia e al peggioramento delle difficoltà spagnole. Pertanto, il 10 anni spagnolo è aumentato dal 4,85% al 7,62% (record storico dopo il lancio dell'euro) tra il 31 gennaio e il 24 luglio. Nello stesso periodo, il rendimento a 10 anni italiano è salito dal 4,81% l'8 marzo al 6,6% il 24 luglio. Tuttavia, a partire dalla fine del mese di luglio, le dichiarazioni di Mario Draghi, presidente della BCE, hanno portato ad una riduzione degli spread: a fine anno, il rendimento a 10 anni italiano è sceso al 4,50% e il suo omologo spagnolo al 5,27%. Diversamente i rendimenti dei titoli di stato tedeschi sono rimasti per tutto l'anno a livelli molto bassi. Nonostante la perdita del rating AAA (da parte di Standard & Poor nel gennaio e Moody in novembre) e della situazione economica peggiore rispetto alla Germania, i titoli di Stato francesi hanno continuato ad attirare gli investitori: il rendimento a 10 anni è temporaneamente al di sotto della soglia del 2 % all'inizio di dicembre. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, i rendimenti sono rimasti a livelli molto bassi. Infine, grazie alla ricerca di rendimento da parte degli investitori, le obbligazioni corporate hanno registrato buoni risultati durante l'anno.

Performance Portafogli

FP CARIPARMA linea Monetaria:

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

Il portafoglio è stato sottoponderato di duration (- 20 bps in generale), in particolare nei paesi core "AAA", dato che il livello dei rendimenti era veramente basso.

Abbiamo sovrappesato l'Italia, in particolare sulla parte a breve della curva, specialmente sui CCT che hanno offerto e continuano a farlo, un buon indice di rating/carry/rischio. Inoltre sul mercato del credito, la posizione è stata sempre quasi vicina al massimo consentito, pari al 10%, grazie ai buoni fondamentali e ai flussi di cassa in entrata in questa classe d'attivo.

Per il 2013 manterremo le principali strategie del 2012, poiché crediamo in una normalizzazione del mercato dei rendimenti, anche se lentamente per cui manteniamo un sottopeso sui paesi Core, mentre per il mercato del credito crediamo che la situazione vissuta possa continuare nel 2013.

FP CARIPARMA linea Bilanciata:

Durante la prima metà del 2012, il portafoglio ha adottato un profilo costruttivo e ha attenuato la sua natura difensiva riducendo il peso monetario durante il primo semestre, con una modified duration tra 2 e 2.4. Da marzo, per quanto riguarda i titoli di Stato, la strategia principale è stata quella di ridurre la nostra esposizione su Germania e Francia per aumentare quella in Italia. Anche nel corso di questo primo semestre, il portafoglio ha partecipato a diverse emissioni primarie di obbligazioni societarie, mantenendo l'allocazione media sul credito intorno al 6% a fine giugno. L'allocazione azionaria è aumentata del 3,3% al 48,9% a fine giugno. Nel corso del periodo, il portafoglio ha registrato una performance del 2,90% rispetto al 4,54% del benchmark, penalizzato da una gestione prudente a medio e lungo termine. I fattori principali penalizzanti sono stati il sottopeso sui titoli azionari della zona euro tra lo 0 e il 2% e il sottopeso sul debito dei paesi periferici nel primo trimestre.

Durante la seconda metà del 2012, grazie alle misure messe in atto dai governi e dalla Banca Centrale Europea, è stato adottato un profilo più aggressivo. Con i rendimenti notevolmente diminuiti, il peso monetario è stato ulteriormente ridotto a fine dell'anno. La modified duration è stata aumentata al 2,7 alla fine di dicembre, prossima a quella del benchmark. Con un contesto di tassi bassi, era difficile investire in obbligazioni a breve e medio termine. Il cambiamento principale è stato l'aumento della quota azionaria di circa il 5% al 53,5%, con un sovrappeso del 3,4% rispetto al benchmark, in particolare nella zona euro e sugli Stati Uniti. Su titoli di Stato, la strategia si è concentrata sulla riduzione dell'esposizione a titoli di stato tedeschi e francesi a favore di Italia e Spagna. La ripartizione del debito privato è stata mantenuta ad un livello del 6%. La seconda parte dell'anno, la performance del portafoglio del 5,52% è leggermente al di sotto del benchmark, che chiude a 5,86%.

Durante l'anno il portafoglio non ha investito in bond giapponesi a differenza del benchmark.

FP CARIPARMA linea Mista 30:

Durante la prima metà del 2012, il portafoglio ha adottato un profilo costruttivo e ha mantenuto il suo carattere difensivo con un peso monetario che è stato ridotto durante la prima parte dell'anno, con una modified duration stabile intorno al 3.1. Da marzo, per quanto riguarda i titoli di Stato, la strategia principale è stata quella di ridurre la nostra esposizione sulla Germania per aumentare l'esposizione in Italia. Anche nel corso di questo primo semestre, il portafoglio ha partecipato a diverse emissioni primarie di obbligazioni societarie, con un'allocazione del credito di circa l'8,7% a fine giugno. L'allocazione azionaria è stata aumentata del 3,6% al 30,6% a fine giugno. Nel corso del periodo, il portafoglio ha registrato una performance del 2,65% rispetto ad un 3.85% del proprio benchmark. La gestione prudente a medio e lungo termine orizzonte, ha penalizzato dunque la performance nella prima parte dell'anno. I fattori principali sono stati il sottopeso sulle azioni della zona euro nel corso del primo trimestre e un sovrappeso nel corso del secondo trimestre. Un altro fattore a detrimento è stato il sottopeso sul debito dei paesi periferici nel primo trimestre.

Durante la seconda metà del 2012, tenendo conto delle misure messe in atto dai governi politici e dalla Banca Centrale Europea, è stato dato al portafoglio un profilo più aggressivo. Con i rendimenti notevolmente diminuiti, la modified duration è stata aumentata a 3,7 alla fine di dicembre, prossima a quella del benchmark. Dato un livello dei tassi bassi, rimaneva difficile investire in obbligazioni a breve e medio termine, per cui il cambiamento principale è stato l'aumento della quota azionaria del 4%, raggiungendo il 34,3% del portafoglio, con un sovrappeso del 4,3% rispetto al benchmark; tale sovrappeso si è concentrato in particolare sulla zona euro e sugli Stati Uniti. Sul mercato dei titoli di Stato, abbiamo ridotto l'esposizione ai titoli sovrani francesi a favore di Italia e Spagna. La ripartizione del debito privato è stata mantenuta ad un livello pari all'8%. Nella seconda parte dell'anno, la performance del portafoglio è stata del 5,65%, al di sopra del benchmark che ha chiuso al 4,91%. La selezione dei singoli titoli azionari non è stata penalizzante per il portafoglio.

Durante tutto l'anno, il portafoglio non è stato investito in obbligazioni giapponesi a differenza del benchmark.

FP CARIPARMA linea Obbligazionaria 5:

Durante la prima metà del 2012, il portafoglio ha adottato un profilo costruttivo e attenuato la sua natura difensiva. Da marzo, per quanto riguarda i titoli di Stato, la strategia principale è stata quella di ridurre la nostra esposizione sulla Germania per aumentare la nostra esposizione in Italia. Anche nel corso di questo primo semestre, il portafoglio ha partecipato a diverse emissioni primarie di obbligazioni societarie, raggiungendo un peso sul credito pari a circa l'8,5% a fine giugno. L'allocazione azionaria è aumentata dell'1,7%, al 4,7% a fine giugno. Nel corso di questo periodo, il portafoglio ha registrato una performance pari allo 0,71% rispetto ad un 3,06% del benchmark. La gestione prudente a medio e lungo termine della prima metà dell'anno ha fortemente penalizzato il portafoglio. In particolare i fattori principali sono stati il sottopeso sulle azioni della zona euro nel corso del primo trimestre e un sovrappeso nel corso del secondo trimestre. Un altro fattore penalizzante è stato il sottopeso sul debito dei paesi periferici nel primo trimestre.

Durante la seconda metà del 2012, grazie alle misure messe in atto dai governi e dalla Banca Centrale Europea, è stato dato al portafoglio un profilo più aggressivo. Con i rendimenti notevolmente diminuiti, il peso monetario è stato ridotto dall' 18,6% al 7,3% a fine anno. La modified duration è stata aumentata a 5 a fine anno, leggermente al di sopra quella del proprio benchmark. Con un contesto di tassi bassi, era difficile investire in obbligazioni a breve e medio termine, per cui abbiamo preferito aumentare la quota azionaria di circa il 4,7% al 9,4%, con un sovrappeso del 4,7% rispetto al benchmark, principalmente l'Europa. Sul mercato dei titoli di Stato, abbiamo ridotto l'esposizione ai titoli sovrani francesi a favore di Italia e Spagna. La quota del debito privato è stata mantenuta ad un livello di circa 8,5%, ovvero prossimo al massimo consentito. Nella seconda parte dell'anno, la performance del portafoglio è stata del 4,53%, al di sopra del proprio benchmark, che ha chiuso a 3,99%. Anche per questo portafoglio non si è investito in obbligazioni giapponesi a differenza del benchmark.

Prospettive per 2013:

Il 2013 è iniziato con buoni auspici per i mercati europei, o almeno così sembra: lo stress dei mercati finanziari si è ridotto, i portafogli internazionali sono in sottopeso di titoli azionari europei, in particolare sulla zona euro (per cui i mercati stanno già scontando i grandi fattori di rischio presenti, con un buon potenziale per uno spostamento verso l'alto), e si è in presenza di una bassa volatilità in tutte le classi di attivo. Tuttavia i rischi non sono del tutto terminati, per una serie di buone ragioni: la volatilità potrebbe inevitabilmente ritornare così come il rischio finanziario e alcune classi di attivo rischiose hanno registrato già forti performance nel 2012, per cui non possiamo sperare che si ripeta nel 2013.

Lo scenario centrale di Amundi riflette una ripresa della crescita economica in tutto il mondo (dal 3,1% al 3,5%), soprattutto nelle economie emergenti e negli Stati Uniti, mentre inferiore nell'Europa. In Spagna si prevede un altro anno di recessione, peggiore del 2012. La Spagna non potrà beneficiare immediatamente o completamente del commercio mondiale, se la disoccupazione, la ristrettezza sul credito, la politica fiscale e di bilancio continueranno ad erodere l'attività economica. In questo scenario, le banche centrali manterranno i tassi di interesse molto bassi in tutto il mondo. La ripresa dei tassi a lungo sarà quindi modesta e molto graduale, non ritorneranno al loro livello di equilibrio in Giappone, negli Stati Uniti, nella zona Euro e nel Regno Unito. Nonostante ciò, e anche se siamo più prudenti rispetto al consenso (troppo alto per i nostri gusti) per quanto riguarda le prospettive per gli utili societari, sembra ragionevole aspettarsi che le azioni dell'Eurozona possano fornire performance a due cifre nel 2013, proprio per il loro sottopeso nei portafogli internazionali, così come per i mercati emergenti.



Il mercato del credito rimane interessante, ma la performance stellare del 2012 (utile di capitale e carry) è poco probabile che si ripresenti nel 2013, con capital gain senza dubbio più deboli. Inoltre, le attuali esposizioni alla zona Euro, sono generalmente espresse tramite emissioni di debito e non attraverso azioni e tanti portafogli sono sovraesposti a queste classi di attivo. Per cui sarebbe meglio riposizionarsi gradualmente, allontanandosi dalle obbligazioni societarie per favorire i mercati azionari. Tra le ipotesi di questo scenario, a titolo di esempio, c'è il miglioramento della Spagna sulla solvibilità (ricorso al OMTS), e i progressi compiuti sulle questioni europee come l'integrazione o la graduale eliminazione delle politiche di austerità. In primo luogo, il FMI e i governi europei hanno ufficialmente dichiarato che non verrà chiesto altro in termini di austerità per la Spagna. Nei paesi periferici, solo l'Italia gode di favore, anche se il rischio politico deve essere attentamente monitorato.

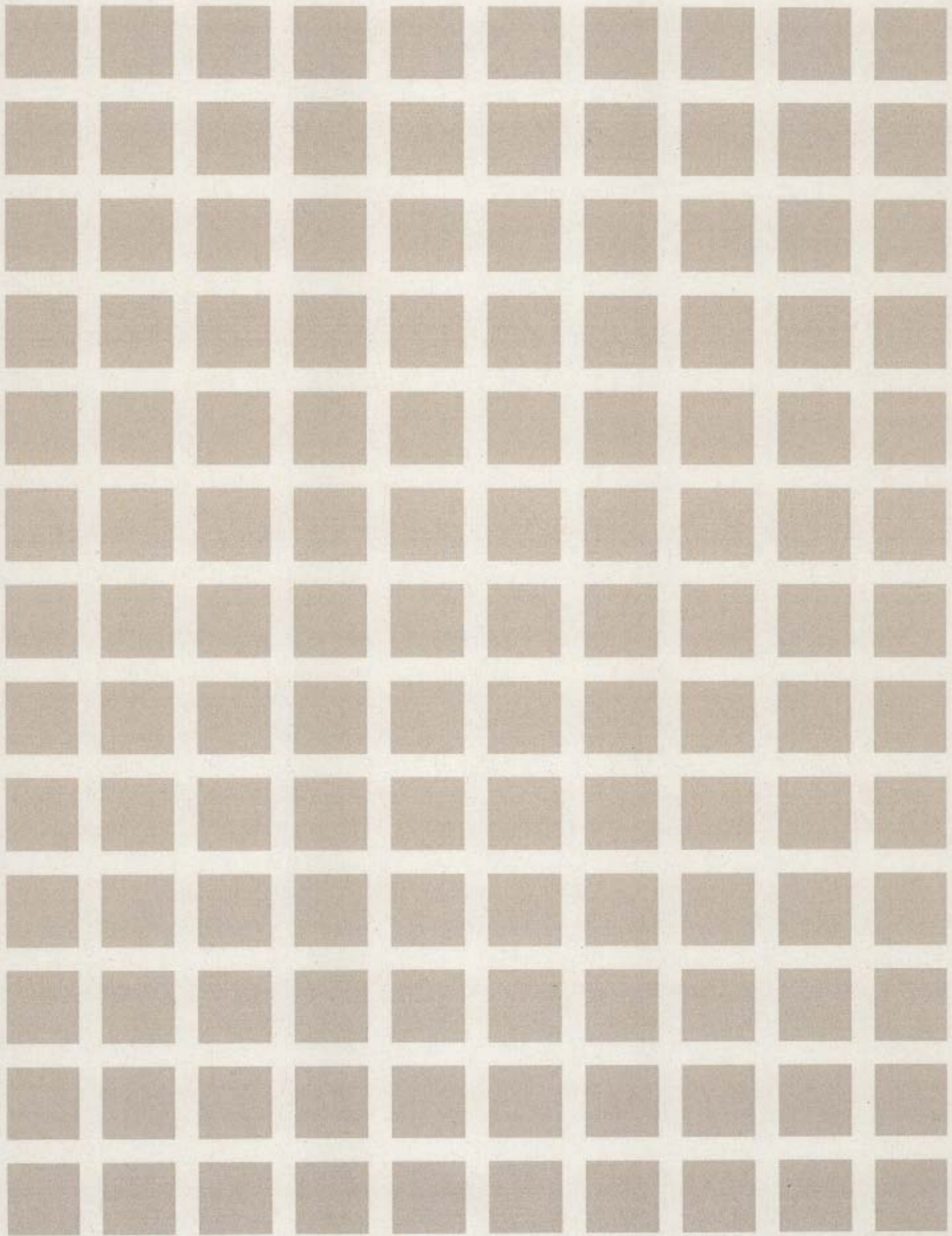
Disclaimer

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

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

Amundi

ASSET MANAGEMENT



La presente nota è redatta con l'intento di fornire riflessioni utili alla stesura delle relazioni annuali che la Clientela Istituzionale è di norma chiamata a redigere.

I contatti per eventuali esigenze sono:

Giovanna Angari: 02/85961 331 giovanna.angari@gruppoesperia.com

Luigi Introzzi: 02/85961 371 luigi.introzzi@gruppoesperia.com

Indice degli argomenti:

- **Commento alla gestione 2012**
- **Prospettive mercati 2013**

Commento alla gestione 2012

2681 Linea Monetaria

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Duemme Sgr è stato investito, coerentemente con il benchmark assegnato per il mandato, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto allo stesso parametro di riferimento nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati

Il mandato gestito da Duemme Sgr, nel corso del 2012 ha avuto il seguente risultato, soddisfacente in termini assoluti e comunque significativamente migliorativo rispetto al benchmark assegnato:

Rendim. lordo	+ 5.903 %
Benchmark	+ 3.672%

Il portafoglio è rimasto costantemente investito in titoli di Stato denominati in Euro con duration complessiva sottopesata rispetto al benchmark del mandato tra il 20 e il 30%.

All'interno della componente obbligazionaria del portafoglio sono stati costantemente sovrappesati, nel rispetto dei limiti concordati con il Fondo, i titoli governativi italiani relativamente alle scadenze medio brevi, e quelli dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe. Nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIG.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è stata ulteriormente incrementata nel corso del 2012, anche sfruttando l'opportunità offerta dal collocamento del "BTP Italia"; nonostante la significativa overperformance realizzata quest'anno dai linkers, continuiamo a trovare un ottimo valore relativo negli attuali livelli di Break Even Inflation.

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

Tra le scelte gestionali più premianti nel 2012 segnaliamo il proficuo posizionamento sui Titoli di Stato Italiani, la cui curva del credito è stata oggetto di un violento movimento di bullish steepening a seguito dello stabilizzarsi della situazione politica e dell'annuncio dell'operazione di OMT da parte della BCE, e il sovrappeso degli investimenti su "tassi reali" vs tassi nominali.

2682 Linea Mista 30

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Duemme Sgr è stato investito, coerentemente con il benchmark assegnato, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto allo stesso parametro di riferimento e nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Il mandato gestito da Duemme Sgr, nel corso del 2012 ha segnato un rendimento assoluto molto positivo e significativamente migliorativo rispetto al benchmark assegnato:

Rendim. lordo	+ 10.672 %
Benchmark	+ 8.952 %

L'investimento effettivo sui mercati azionari, è rimasto costantemente allineato durante l'anno rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento in un contesto di mercato caratterizzato da valutazioni fondamentali sostanzialmente coerenti con uno scenario caratterizzato da un significativo rallentamento della crescita globale, ma anche da un progressivo attenuarsi dei rischi "di coda" più significativi che si erano manifestati nel corso del 2011.

Nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio, la componente azionaria del portafoglio è stata impostata privilegiando titoli e settori caratterizzati da significativi scostamenti tra valore di mercato e valore intrinseco. E' stata privilegiata l'esposizione ai settori più legati alla crescita globale, in quanto il mercato ha iniziato a scontare un rallentamento ciclico probabilmente eccessivo e le valutazioni sono divenute molto attraenti, mentre i settori tradizionalmente ritenuti più difensivi (Telecom e Utilities) sono rimasti costantemente sottopesati per via della loro relativa convenienza valutativa. Il peso degli investimenti sul settore Finanziario è rimasto costantemente allineato al benchmark di riferimento.

La componente obbligazionaria del portafoglio è rimasta costantemente investita in titoli di Stato denominati in Euro con duration complessiva costantemente sottopesata rispetto al benchmark del mandato tra il 20 e il 30%.

All'interno della componente obbligazionaria del portafoglio sono stati costantemente sovrappesati, nel rispetto dei limiti concordati con il Fondo, i titoli governativi italiani relativamente alle scadenze medio/brevi e quelli dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe. Nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIG.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è stata ulteriormente incrementata nel corso del 2012, anche sfruttando l'opportunità offerta dal collocamento del "BTP Italia"; nonostante la significativa overperformance realizzata quest'anno dai linkers, continuiamo a trovare un ottimo valore relativo negli attuali livelli di Break Even Inflation.

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

I contributi più significativi alla significativa extraperformance del mandato rispetto al proprio benchmark di riferimento nel 2012 è derivato dal proficuo posizionamento sui Titoli Di Stato Italiani, la cui curva del credito è stata oggetto di un violento movimento di bullish steepening a seguito dello stabilizzarsi della situazione politica e dell'annuncio dell'operazione di OMT da parte della BCE, oltre che dal sovrappeso degli investimenti su "tassi reali" vs tassi nominali.

Il risultato di gestione nel 2012 è stato significativamente superiore al benchmark di riferimento anche grazie al buon contributo dello stockpicking attivo sulla componente azionaria del portafoglio che, soprattutto nella prima parte dell'anno ha beneficiato del proseguimento del trend di "normalizzazione" di alcuni eccessi di dislocazione di prezzi e valutazioni che si era creato negli anni passati; nella seconda parte del 2012 il mercato ha ripreso a focalizzarsi più su temi "macro" e di politica economica e l'attività di "stockpicking" basata su valutazioni dei fondamentali aziendali ha parzialmente ridotto la propria efficacia.

2683 Linea Bilanciata

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Duemme Sgr è stato investito, coerentemente con il benchmark assegnato, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto allo stesso parametro di riferimento e nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Il mandato gestito da Duemme Sgr, nel corso del 2012 ha segnato un rendimento assoluto molto positivo e significativamente migliorativo rispetto al benchmark assegnato:

Rendim. lordo	+ 12.331 %
Benchmark	+10.657 %

L'investimento effettivo sui mercati azionari, è rimasto costantemente allineato durante l'anno rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento in un contesto di mercato caratterizzato da valutazioni fondamentali sostanzialmente coerenti con uno scenario caratterizzato da un significativo rallentamento della crescita globale, ma anche da un progressivo attenuarsi dei rischi "di coda" più significativi che si erano manifestati nel corso del 2011.

Nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio, la componente azionaria del portafoglio è stata impostata privilegiando titoli e settori caratterizzati da significativi scostamenti tra valore di mercato e valore intrinseco. È stata privilegiata l'esposizione ai settori più legati alla crescita globale, in quanto il mercato ha iniziato a scontare un rallentamento ciclico probabilmente eccessivo e le valutazioni sono divenute molto attraenti, mentre i settori tradizionalmente ritenuti più difensivi (Telecom e Utilities) sono rimasti costantemente sottopesati per via della loro relativa convenienza valutativa. Il peso degli investimenti sul settore Finanziario è rimasto costantemente allineato al benchmark di riferimento.

La componente obbligazionaria del portafoglio è rimasta costantemente investita in titoli di Stato denominati in Euro con duration complessiva costantemente sottopesata rispetto al benchmark del mandato tra il 20 e il 30%.

All'interno della componente obbligazionaria del portafoglio sono stati costantemente sovrappesati, nel rispetto dei limiti concordati con il Fondo, i titoli governativi italiani relativamente alle scadenze medio/brevi e quelli dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe. Nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIG.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è stata ulteriormente incrementata nel corso del 2012, anche sfruttando l'opportunità offerta dal collocamento del "BTP Italia"; nonostante la significativa overperformance realizzata quest'anno da questo comparto, continuiamo a trovare un ottimo valore relativo negli attuali livelli di Break Even Inflation. La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta marginale durante il 2012, confermando l'atteggiamento prudente assunto già alla fine dell'anno precedente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si sono progressivamente compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

I contributi più significativi alla significativa extraperformance del mandato rispetto al proprio benchmark di riferimento nel 2012 è derivato dal proficuo posizionamento sui Titoli Di Stato

Italiani, la cui curva del credito è stata oggetto di un violento movimento di bullish steepening a seguito dello stabilizzarsi della situazione politica e dell'annuncio dell'operazione di OMT da parte della BCE, oltre che dal sovrappeso degli investimenti su "tassi reali" vs tassi nominali.

Il risultato di gestione nel 2012 è stato significativamente superiore al benchmark di riferimento anche grazie al buon contributo dello stockpicking attivo sulla componente azionaria del portafoglio che, soprattutto nella prima parte dell'anno ha beneficiato del proseguimento del trend di "normalizzazione" di alcuni eccessi di dislocazione di prezzi e valutazioni che si era creato negli anni passati; nella seconda parte del 2012 il mercato ha ripreso a focalizzarsi più su temi "macro" e di politica economica e l'attività di "stockpicking" basata su valutazioni dei fondamentali aziendali ha parzialmente ridotto la propria efficacia.

2684 Linea Obbligazionaria

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Duemme Sgr è stato investito, coerentemente con il benchmark assegnato, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto allo stesso parametro di riferimento nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati

Il mandato gestito da Duemme Sgr, nel corso del 2012 ha segnato un rendimento assoluto molto positivo e comunque migliorativo rispetto al benchmark assegnato:

Rendim. lordo	+ 7.596 %
Benchmark	+7.170%

L'investimento effettivo sui mercati azionari, è rimasto costantemente allineato durante l'anno rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento in un contesto di mercato caratterizzato da valutazioni fondamentali sostanzialmente coerenti con uno scenario caratterizzato da un significativo rallentamento della crescita globale, ma anche da un progressivo attenuarsi dei rischi "di coda" più significativi che si erano manifestati nel corso del 2011.

Il portafoglio obbligazionario è rimasto costantemente investito in titoli di Stato denominati in Euro con duration complessiva sottopesata rispetto al benchmark del mandato tra il 20 e il 30%.

All'interno della componente obbligazionaria del portafoglio sono stati costantemente sovrappesati, nel rispetto dei limiti concordati con il Fondo, i titoli governativi italiani relativamente alle scadenze medio/brevi e quelli dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe. Nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIG.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è stata ulteriormente incrementata nel corso del 2012, anche sfruttando l'opportunità offerta dal collocamento del "BTP Italia"; nonostante la significativa overperformance realizzata quest'anno da questo comparto, continuiamo a trovare un ottimo valore relativo negli attuali livelli di Break Even Inflation. La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta marginale durante il 2012, confermando l'atteggiamento prudente assunto già alla fine dell'anno precedente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si sono progressivamente compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

Tra le scelte gestionali più premianti nel 2012 segnaliamo il proficuo posizionamento sui Titoli di Stato Italiani, la cui curva del credito è stata oggetto di un violento movimento di bullish steepening a seguito dello stabilizzarsi della situazione politica e dell'annuncio dell'operazione di OMT da parte della BCE, e il sovrappeso degli investimenti su "tassi reali" vs tassi nominali.

Prospettive mercati 2013

Mercato obbligazionario

Gli indicatori macroeconomici segnalano un 2013 ancora tormentato in termini di congiuntura economica globale, con un primo semestre ancora debole e una significativa accelerazione del ciclo nella seconda parte dell'anno. Superato, auspicabilmente senza traumi, lo scoglio del "fiscal cliff" nel mese di Febbraio, la crescita negli US dovrebbe attestarsi attorno al 3%, un dato molto superiore a quanto atteso solo 6 mesi fa a causa del significativo miglioramento del mercato immobiliare, di una ulteriore discesa del tasso di disoccupazione e di una ripresa dei consumi interni. La ripresa della crescita nella produzione industriale in Cina costituisce un buon segnale per tutti i mercati asiatici.

Più complessa, anche in funzione delle diverse importanti scadenze elettorali, la situazione in Europa, dove le misure di austerità "imposte" a tutte le economie periferiche causeranno un ulteriore freno al ritorno a tassi di crescita positivi.

In generale il problema principale per tutte le economie sviluppate rimane quello dello stock di debito pubblico e privato all'interno del sistema; Governi e Banche Centrali continueranno a cercare di gestire tale situazione attraverso una combinazione di politiche fiscali restrittive e politiche monetarie aggressivamente espansive.

Per il 2013 possiamo dunque aspettarci uno scenario in linea con la seconda parte del 2012 con tassi di crescita bassi, tassi di interesse vicini a zero e Banche Centrali impegnate in operazioni di easing monetario. Anche se i rischi di coda derivanti da una espansione senza precedenti dei bilanci delle Banche Centrali non sono trascurabili nel medio periodo, tuttavia il Quantitative Easing (stampare moneta) appare la più percorribile e meno dannosa tra le soluzioni a disposizione. L'inflazione diventerà un argomento da affrontare probabilmente solo nel 2014.

Il mix di easing monetario e fiscal tightening supporterà i prezzi di tutti gli asset finanziari.

Con i rendimenti di tutti i principali Bond Governativi inferiori al tasso di inflazione e vicini allo zero, gli investitori continueranno a cercare protezione al valore reale dei propri investimenti in assets dal rendimento più elevato quali crediti ed equity.

Allo stesso tempo vediamo una scarsa probabilità di un veloce reversal del trend di forza dei mercati dei titoli a tasso fisso in quanto, in un contesto di bassa crescita e liquidità abbondante, i bond continueranno a trovare naturali compratori (in ultima istanza le Banche centrali stesse)

In questo scenario continueremo a cercare di evitare i tradizionali "safe heaven" (Titoli di mercato monetario dei paesi Core) che appaiono sempre più cari in termini di valutazioni e a mantenere un approccio di duration inferiore rispetto al benchmark dei mandati.

Continueremo per altro a mantenere un atteggiamento di estrema prudenza sulle emissioni dei Paesi che dimostreranno di dipendere totalmente dai programmi di sostegno Comunitario avendo perso la facoltà di accedere direttamente al mercato, mentre confermiamo l'atteggiamento molto costruttivo nei confronti delle emissioni italiane sul tratto fino a cinque anni e sulle curve degli emittenti sovranazionali e delle agenzie governative.

Credit spreads

Gli importanti flussi di riallocazione dei capitali in cerca di alternative rispetto all'investimento in Titoli di Stato caratterizzati da rendimenti reali non appetibili per le emissioni dei paesi "core" e troppo rischiosi per quelli più indebitati, hanno negli anni passati determinato una significativa compressione degli spreads dei Corporate Bond Investment Grade.

Il settore finanziario, che rappresenta gran parte dell'universo investibile, ha seguito in modo più diretto la crisi dei Governativi; dopo il decisivo intervento del Dicembre 2011 della BCE, che ha fornito di fatto liquidità illimitata al sistema finanziario a tassi irrisori sia in Euro che in USD, il debito senior a breve scadenza delle primarie banche Europee ha iniziato un rally tale da annullare oggi buona parte dell'attrattività dell'asset class.

La massima diversificazione degli emittenti rimane un punto chiave dato che permangono situazioni di rischio idiosincratice. L'analisi fondamentale e dei flussi di cassa in particolare rimane il fattore chiave di analisi ricordando comunque sempre che in presenza di fasi anche temporanee di crudescenza della negatività del ciclo si potrebbe assistere ad una nuova fase di allargamento degli spread con conseguente perdita di liquidità del mercato secondario.

Equity

Considerando, come sempre, i tre pilastri dell'investimento nei mercati azionari (prospettive economiche, valutazioni di mercato, sentiment degli investitori) quali driver del posizionamento nel 2013 possiamo affermare che l'anno appare caratterizzato da una combinazione piuttosto positiva: anche in uno scenario incerto in termini di crescita economica infatti, le valutazioni appaiono ancora ragionevoli in termini di multipli reddituali (P/E ratio di 13/14 volte gli utili attesi) soprattutto se confrontati con i rendimenti di Titoli di Stato e Bond Investment Grade e il sentiment appare ancora molto prudente soprattutto per quanto attiene al mercato Europeo dove i premi al rischio rimangono superiori alle medie storiche.

Il principale rischio per questo scenario rimane legato a "rischi di coda" tra i quali il maggiore è rappresentato dalla presenza di molteplici importanti appuntamenti elettorali che potrebbero distrarre i Governi rispetto agli impegni presi in termini di risanamento e consolidamento delle finanze pubbliche.

Dopo un lungo periodo dominato da temi macroeconomici e politici che hanno determinato costanti oscillazioni del mercato tra fasi di "risk on", caratterizzate da rialzi generalizzati per ogni titolo di ogni settore, e fasi nelle quali la crescente avversione al rischio ha determinato una esplosione della correlazione al ribasso, ci aspettiamo che l'attuale fase di "normalizzazione" possa restituire valore all'attività di stock picking.

Valute

La svalutazione competitiva appare sempre più chiaramente uno degli obiettivi perseguiti dai Governi e dalle Banche centrali per stimolare la anemica ripresa economica interna. In presenza di programmi di easing monetario e tassi zero in tutte le principali divise è difficile immaginare se l'Euro "riuscirà" effettivamente a svalutarsi rispetto a USD GBP e JPY come suggerito dalla sopravvalutazione residua in termini di parità di potere d'acquisto.

Continuiamo a pensare che valute "rifugio" rappresentative di economie caratterizzate da basso debito e bilancia commerciale positiva (NOK, SEK, SGD..) rimangano l'unica reale possibilità di diversificazione in un contesto nel quale i tradizionali "investimenti rifugio" (oro, Titoli di Stato e Monetari dei Paesi Core etc..) sono diventati progressivamente tanto "costosi" da rappresentare a loro volta una fonte di rischio potenziale per i portafogli.

FONDO PENSIONE CARIPARMA CREDITE AGRICOLE

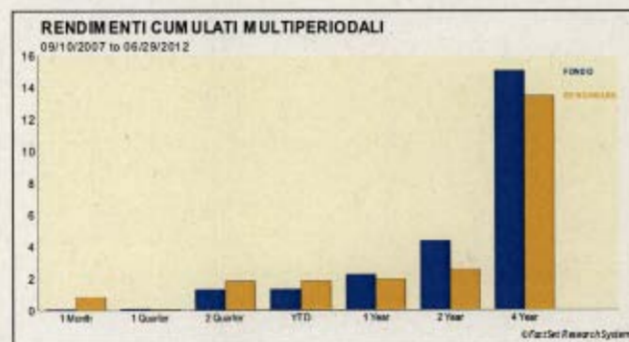
COMMENTO ALLA GESTIONE IN RAMO VI DEL COMPARTO GARANTITO RELATIVA AL I SEMESTRE 2012

Alla luce dell'elevata volatilità e della forte incertezza che hanno contraddistinto l'andamento dei mercati azionari ed obbligazionari, nel corso del primo semestre del 2012 non sono state prese posizioni in *asset class* ritenute particolarmente rischiose; per le risorse del fondo, infatti, non si sono assunte esposizioni sul mercato azionario, né si è aumentata quella all'obbligazionario *corporate*.

In tale contesto, l'operatività posta in essere nei primi mesi dell'anno è stata caratterizzata principalmente dall'acquisto, in ottica prudentiale, di titoli di stato italiani con scadenza a breve termine, con il mantenimento in portafoglio di titoli in grado di meglio neutralizzare le condizioni di volatilità dei mercati.

Di seguito sono riportati i dati di performance relativi al primo semestre 2012.

Grafici e tabelle dei rendimenti cumulati aggiornati al 30/06/2012



RENDIMENTI su vari orizzonti temporali

	DATI AL 30/06/2012		Frequenza: Giornaliera Divisa: EUR				Da Inizio Gestione 9/7/2007
	Da inizio Anno	-1 mese	-3 mesi	-6 mesi	-1 anno	-3 anni	
CARIPARMA	1,36	0,08	0,15	1,36	2,29	7,33	18,76
BENCHMARK	1,89	0,89	0,01	1,89	1,99	5,58	14,32
EXCESS	-0,53	-0,80	0,13	-0,53	0,30	1,75	4,45

COMMENTO GESTIONE 2012 RISPEVI

La gestione è rivolta prevalentemente verso strumenti finanziari di tipo obbligazionario ed è effettuata anche tenendo conto del criterio di determinazione dei rendimenti basato sulla valutazione delle attività al 'costo storico'.

Lo stile di gestione adottato individua i titoli considerando gli aspetti di solidità dell'emittente e privilegiando la continuità del flusso cedolare nel tempo. Le scelte di gestione tengono conto anche delle indicazioni che derivano dall'attività di monitoraggio del rischio. In particolare, la Compagnia definisce la composizione degli attivi coerentemente con la struttura degli impegni assunti nei confronti degli assicurati (Asset Liability Management).

Nella attuazione della politica di gestione sono di norma esclusi investimenti diretti in imprese o istituzioni che notoriamente si occupano di commercio di armi, droghe, tabacco che si avvalgono dello sfruttamento del lavoro minorile o che usano impianti inquinanti o pericolosi.

Le principali tipologie di strumenti finanziarie in cui sono investite le risorse della gestione separata al 31/12/2012 ed altre informazioni relative ad essa sono rappresentate nelle seguenti tabelle.

Il rendimento realizzato dalla gestione nell'esercizio relativo alla certificazione che va dal 1° novembre 2011 al 31 ottobre 2012 è stato del 4,22%.

TIPOLOGIA STRUMENTO	%
TITOLI DI STATO	48,41%
OBBLIGAZIONI CORPORATE	36,17%
AZIONI	4,02%
OICR OBBLIGAZIONARIO	0,44%
OICR AZIONARIO	3,27%
OICR IMMOBILIARE	6,92%
LIQUIDITA'	0,55%
ALTRI	0,22%
Totale complessivo	100,00%

AREA GEOGRAFICA	%
Italia	73,88%
Altri area euro	19,39%
Stati uniti	4,28%
Europa non euro	1,53%
Altri	0,89%
sovrnazionali	0,04%
Totale complessivo	100,00%

DURATA MEDIA FINANZIARIA	4,54
---------------------------------	-------------

PRINCIPALI SETTORI	%
DEBITO PUBBLICO	49,07%
BANCARIO	19,76%
FINANZIARIO	8,35%
IMMOBILIARE	6,93%
ASSICURATIVO	3,43%
UTILITIES	2,99%
COMUNICAZIONI	2,82%
INDUSTRIALE	2,80%
ENERGIA	1,61%

FONDIARIA SAI

GESTIONE SPECIALE FONDICOLL

Al 31 dicembre 2012 il patrimonio della Gestione Speciale FONDICOLL risulta investito principalmente in titoli di Stato e altri titoli obbligazionari denominati in euro (93,57% del totale). Il restante patrimonio è investito in titoli di capitale.

Per quanto riguarda la componente obbligazionaria del portafoglio, questa è costituita da titoli di Stato (64,14%) e obbligazioni private (29,43%); la parte preponderante, circa l'86% del totale obbligazioni è rappresentata da titoli a tasso fisso, con un 14% di tasso indicizzato. Si tratta prevalentemente di titoli di Stato italiani e in misura residuale, di titoli di Stato esteri espressi in euro.

Le obbligazioni emesse da società private hanno tutte merito creditizio elevato, da AAA a BBB- nella scala di S&P (c.d. *Investment Grade*), privilegiando comunque emittenti ritenuti di maggior qualità ed affidabilità. Le obbligazioni private sono quotate su mercati regolamentati: gli emittenti sono diversificati per settori, scadenze, tipo tasso e nazionalità.

La duration complessiva del portafoglio è di circa 5.03 anni.

La gestione nel corso dell'anno è stata prevalentemente orientata al monitoraggio del rischio sovrano governativo, all'interno di una asset allocation che ha privilegiato investimenti sui quali si è confidenti in termini di rischio-rendimento (maggiore esposizione su Italia, in ottica di mantenimento di un profilo reddituale consona all'obiettivo del fondo).

A livello strategico, in un'ottica di analisi di A.L.M. (Asset Liability Management), si è ritenuto opportuno aumentare la duration finanziaria del portafoglio, con l'obiettivo di acquisire attivi finanziari e rendimenti coerenti con il profilo delle passività.

Gli investimenti in titoli obbligazionari "corporate" sono stati concentrati su emittenti caratterizzati da elevato merito creditizio; l'attività di trading svolta nel corso dell'esercizio ha determinato una riduzione dell'esposizione al comparto.

La componente azionaria del portafoglio è costituita prevalentemente da azioni quotate in Euro per circa il 3.04% del totale, mentre la percentuale di fondi azionari si attesta all'3.22%.