# Allegati di Bilancio

- *"Tecnici" sul Patrimonio*
- *Relazione dei Servizi*

PAGINA BIANCA

# Allegati di Bilancio "Tecnici"

*Sviluppati sull'area Patrimonio (Mobiliare e Immobiliare)*

PAGINA BIANCA

# Allegati di Bilancio "Tecnici" Sviluppati sul Patrimonio Mobiliare

- *Scenario Macroeconomico 2004*
- *Elenco completo dei dividendi azionari*
- *Elenco completo dei PCT*
- *Rendimento degli investimenti in PCT*
- *Capitale investito in PCT ripartito in banche*

PAGINA BIANCA

## Scenario Macroeconomico del 2004

Per comprendere le scelte strategiche e gli andamenti reddituali della Cassa Forense è opportuno ripercorrere brevemente i fatti più significativi che hanno caratterizzato i mercati finanziari nel corso del trascorso esercizio riprendendo proprio le parole del Professor Angelo Tantazzi, Presidente di Borsa Italiana Spa, espresse in una dichiarazione rilasciata alla fine dell'anno nella quale ha definito il 2004 come "un anno caratterizzato dalla significativa crescita economica mondiale, dove, però, il contributo dell'Europa è stato marginale".

L'economia mondiale ha registrato un +4,7%, in presenza di tassi di sviluppo elevati nelle economie emergenti e di un'accelerazione del commercio mondiale (+10%). Tuttavia nello stesso periodo i ritmi di crescita, in particolare nell'area Euro, hanno registrato un rallentamento. La crescita dell'attività economica ha avuto un'evoluzione disomogenea non soltanto dal punto di vista geografico, ma anche da quello temporale, con ampie oscillazioni tra i trimestri dell'anno. Tale andamento discontinuo è, in parte, attribuibile alle tensioni registrate dalle quotazioni del petrolio che hanno introdotto elementi di incertezza sull'evoluzione della congiuntura internazionale.

Gli Stati Uniti, come sempre, hanno trainato la crescita mondiale grazie anche a politiche espansive che hanno mantenuto i consumi a livelli elevati. Il Pil, infatti ha chiuso con una progressione del 4,4% sostenuto in particolare dai consumi delle famiglie. L'incremento della produzione ha spinto la Federal Reserve a innalzare gradualmente il tasso ufficiale di riferimento dall'1% al 2,25% (a febbraio 2005 è stato ulteriormente alzato a 2,5% per arrivare a marzo 2005 a 2,75%). Anche la disoccupazione è calata al 5,4% grazie alla creazione di circa 2 milioni di posti di lavoro nel settore dei servizi. Altalenante nel corso dell'anno, l'inflazione ha chiuso con un 3,3%. E' invece rimasto elevato il deficit dei conti pubblici e delle partite correnti, anzi quest'ultimo è peggiorato nonostante la maggiore competitività del dollaro nei confronti di euro e yen.

Come accennato precedentemente, un consistente sostegno al positivo ciclo internazionale è stato fornito dai paesi emergenti in particolare dalla Cina, ma anche Russia e paesi dell'America Latina. La

Cina ha registrato una crescita del PIL del 9,5% rispetto al 2003, proseguendo così nel suo straordinario sviluppo, nonostante l'attuazione di politiche monetarie restrittive e gli elevati prezzi del greggio di cui ormai la Cina è diventata primo importatore mondiale. Nei paesi dell'America Latina si è avuta una congiuntura favorevole soprattutto in Venezuela che, grazie all'oro nero, ha realizzato uno sviluppo intorno al 15% e in Argentina (+8,3%) nonostante i problemi legati alla negoziazione dell'ingente debito pubblico. Meno significativa è stata la crescita del Giappone, che ha registrato un incremento del PIL del 2,6%, guidata dalle esportazioni e dal consolidarsi dei consumi privati, ma con il permanere di un forte indebitamento (160% del PIL).

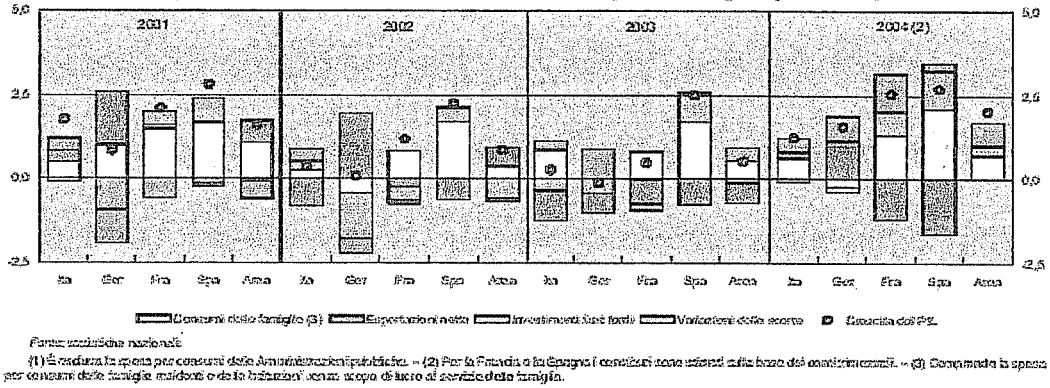
Anche l'area euro ha registrato un incremento del PIL pari a circa il 2% contro lo 0,4% del 2003, ma comunque notevolmente inferiore rispetto al resto del mondo. Sicuramente ha inciso il notevole apprezzamento dell'euro nei confronti delle altre valute, in particolare il dollaro, che ha ridotto la competitività delle produzioni europee penalizzando le esportazioni. Inoltre la debolezza della domanda interna in due paesi importanti quali la Germania e l'Italia ha peggiorato la situazione. Le economie di questi paesi, in particolare, sono state le meno dinamiche registrando +1,6% la Germania e +1,2% l'Italia, mentre la Francia ha segnato +2% e la Spagna +2,6%.

Per tale motivo il tasso di disoccupazione è lievemente aumentato (8,9% contro 8,8% del 2003), mentre l'inflazione si è attestata intorno al 2,2% (2% nel 2003) con forti differenze tra un paese e l'altro dell'Unione Europea (Finlandia 0,1%, Lettonia 7,4%); l'inflazione tedesca e quella francese hanno segnato il 2,2% mentre l'italiana il 2,4%, superiore alla media europea. In campo monetario, la BCE, spinta dalla necessità di non soffocare la crescita, non ha seguito la politica monetaria restrittiva degli Stati Uniti ed ha lasciato i tassi invariati.

Il cambio euro/dollaro, pari a 1,26 all'inizio dell'anno, è sceso leggermente, nel corso del 2004, mantenendosi intorno a 1,20, ma ha subito una rapida impennata nel corso dell'ultimo trimestre attestandosi a circa 1,36 alla fine dell'anno.

Anche Il Regno Unito ha risentito favorevolmente della situazione mondiale e in particolare europea, con un PIL in crescita, a fine 2004, del 3%, un tasso di disoccupazione tra i più contenuti rispetto agli altri paesi europei (4,7%) e un'inflazione intorno all'1,6%.

**Crescita del PIL e contributi alla crescita nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi (1)**
*(a prezzi costanti; variazioni percentuali sull'anno precedente e punti percentuali)*



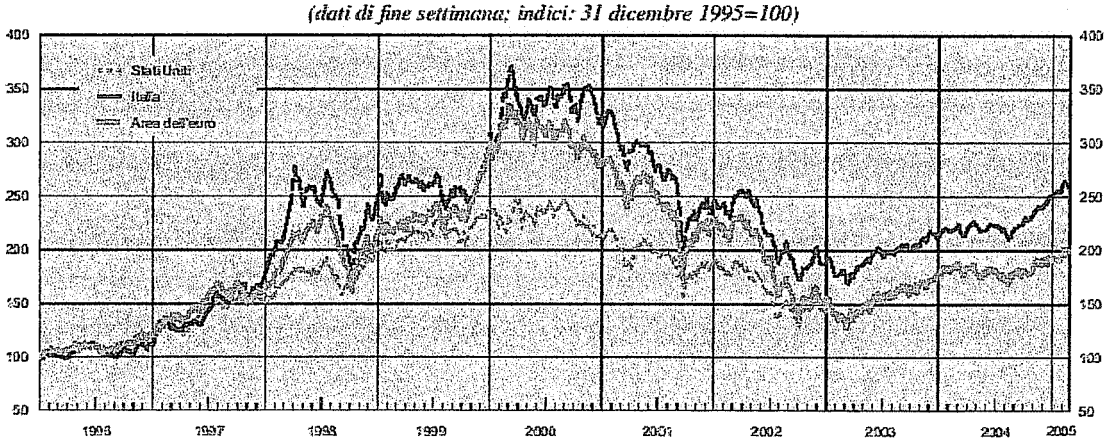

Fonte: contabilità nazionali.
(1) È esclusa la spesa per consumi delle Amministrazioni pubbliche. – (2) Per la Francia e la Spagna i contributi sono stimati sulla base dei conti trimestrali. – (3) Comprende la spesa per consumi delle famiglie residenti e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

I mercati azionari, dopo i recuperi del 2003, si sono ulteriormente apprezzati segnando rialzi anche superiori al 10%. Tra la metà di agosto del 2003 e i primi di marzo 2004 l'indice Dow Jones Euro Stoxx, che ha nel paniere le maggiori società quotate dell'area euro, è cresciuto del 22%, mentre l'indice americano S&P è salito del 15%. Nel 2004 l'indice mondiale Morgan Stanley Capital International World Index in dollari ha segnato un progresso del 12,84% tornando sui massimi degli ultimi tre anni. Il Dow Jones ha guadagnato un + 3,15%, il Nikkei + 7,61%. In Europa L'indice Euro Stoxx 50 ha evidenziato un risultato del 6,9%. In generale tutte le piazze hanno segnato notevoli progressi come evidenziato da alcuni indici riportati nello schema seguente:

| NAME | STATO | 31/12/03 | 31/12/04 | VAR % |
|---|---|---|---|---|
| DOW JONES INDUS. AVG | USA | 10.453,92 | 10.783,01 | 3,15% |
| S&P 500 INDEX | USA | 1.111,92 | 1.211,92 | 8,99% |
| NASDAQ COMPOSITE INDEX | USA | 2.003,37 | 2.175,44 | 8,59% |
| DJ STOXX 50 = PR | EURO | 2.660,37 | 2.774,77 | 4,30% |
| FTSE 100 INDEX | REGNO UNITO | 4.476,90 | 4.814,30 | 7,54% |
| CAC 40 INDEX | FRANCIA | 3.557,90 | 3.821,16 | 7,40% |
| DAX INDEX | GERMANIA | 3.965,16 | 4.256,08 | 7,34% |
| IBEX 35 INDEX | SPAGNA | 7.737,20 | 9.080,80 | 17,37% |
| S&P/MIB INDEX | ITALIA | 26.887,00 | 30.903,00 | 14,94% |
| MILAN MIB30 INDEX | ITALIA | 26.715,00 | 31.220,00 | 16,86% |
| MILAN MIB TELEMATICO | ITALIA | 19.922,00 | 23.534,00 | 18,13% |
| AMSTERDAM EXCHANGES INDX | OLANDA | 337,65 | 348,08 | 3,09% |
| SWISS MARKET INDEX | SVIZZERA | 5.487,80 | 5.693,20 | 3,74% |
| NIKKEI 225 | GIAPPONE | 10.676,64 | 11.488,76 | 7,61% |

**Corsi azionari** (1)

*(dati di fine settimana; indici: 31 dicembre 1995=100)*




Fonte: Bloomberg.
(1) Indici: Mib storico per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

In Italia il Mibtel, con una performance del 18,13% è stata la miglior piazza europea; il nuovo indice S&P/Mib ha segnato +14,94%.

Il rialzo dei corsi è stato favorito dalla ulteriore flessione dei tassi di interesse reali a lungo termine in euro, riflettendo una minore avversione al rischio.

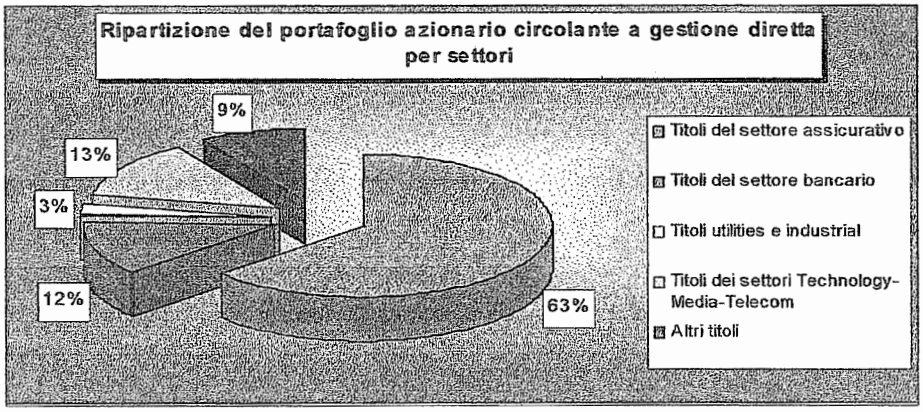
L'andamento delle aspettative sugli utili delle società quotate dell'area euro ha avuto un effetto limitato; infatti secondo i dati dell'IBES (Institutional Broker's Estimate System) i profitti attesi per il 2005 non registrerebbero variazioni significative, mentre quelli a lungo termine sarebbero rivisti ulteriormente al ribasso.

Dalla metà di agosto gli incrementi più marcati dei corsi si sono avuti nei settori delle telecomunicazioni, delle banche, dei media e dell'elettricità. Aumenti più contenuti o flessioni sono stati registrati dai titoli delle compagnie farmaceutiche e automobilistiche.

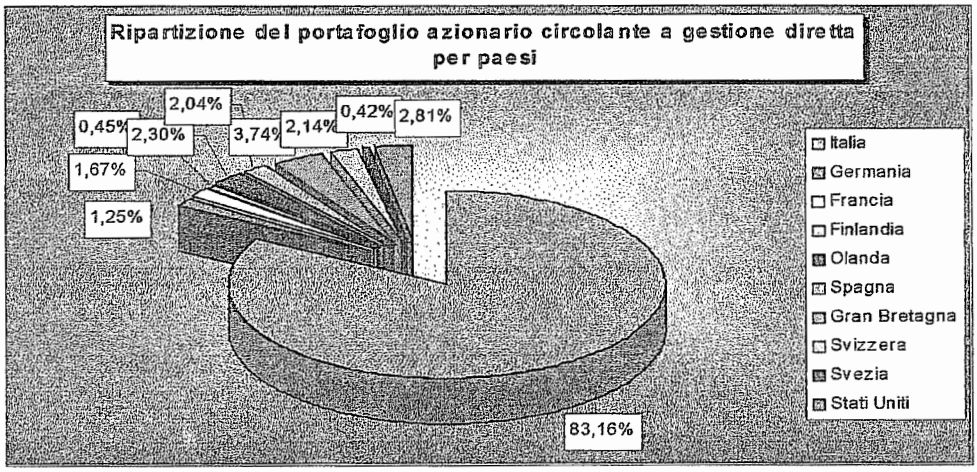
In Italia dallo scorso agosto ai primi di marzo 2005 i titoli azionari si sono apprezzati del 24%, ma anche la Spagna ha segnato un +27%, la Francia +18% e la Germania +21%.

Nella borsa italiana particolarmente elevati sono stati i rialzi nei comparti media e telefonico (circa 30%), quest'ultimo, in particolare, ha beneficiato di un'operazione di riassetto societario della principale compagnia del settore (Opa Telecom Italia – TIM).

***Analisi della gestione azionaria DIRETTA divisa per settori merceologici***



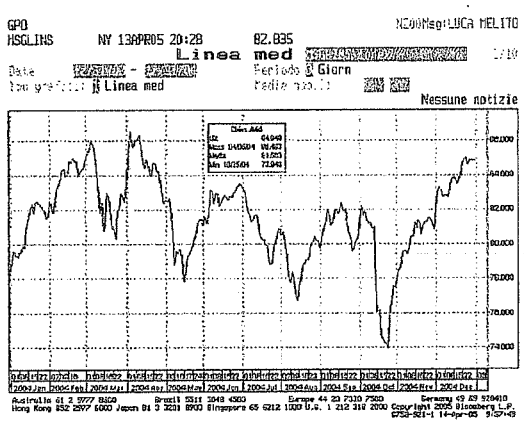

***Analisi della gestione azionaria DIRETTA divisa per paesi***



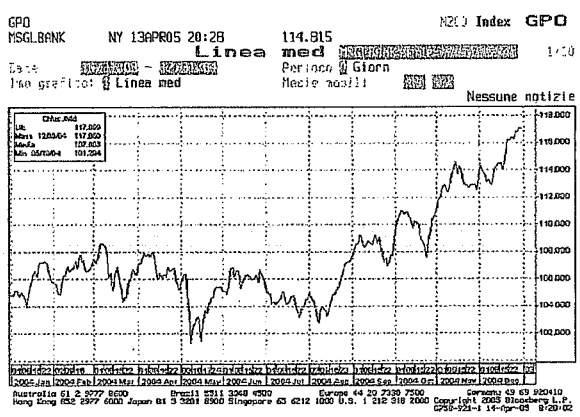
*Andamento dei settori merceologici con le principali rappresentazioni grafiche*

| SETTORE | Variazione 31/12/03-31/12/04 | Variazione 31/12/02-31/12/03 |
|---|---|---|
| Bank | +11,702 | +23,829 |
| Insurance | +8,099 | +17,778 |
| Financial (generale) | +10,885 | +25,699 |
| Utilities | +19,978 | +14,708 |
| Industrial | +14,678 | +28,806 |
| Telecom | +9,355 | +11,965 |
| Information Tecnology | +0,632 | +42,762 |
| Basic Material | +10,772 | +26,751 |
| Energy | +20,820 | +13,389 |
| Consumer staples | +6,853 | +8,322 |
| Consumer discretionary | +10,579 | +27,368 |
| Health care | +2,066 | +13,175 |

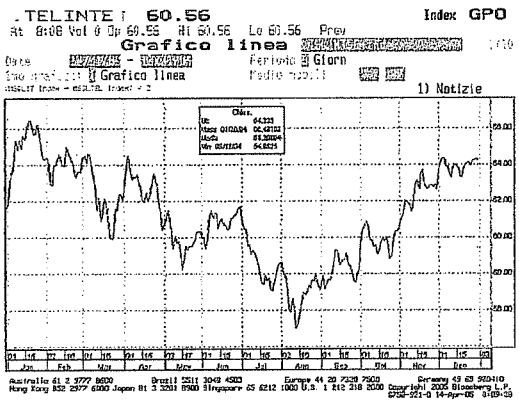
*Rif: indice MSCI mondiale espresso in local currency*



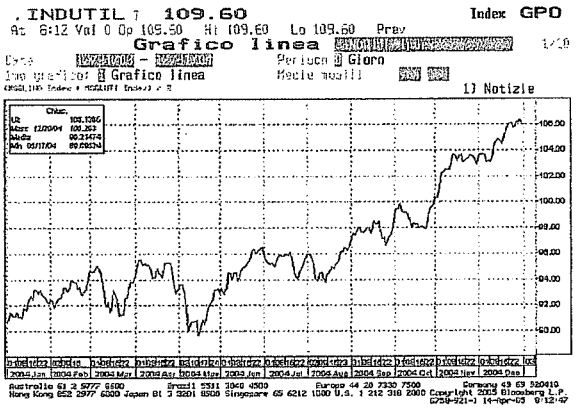

*Andamento del settore Assicurativo*




*Andamento del settore bancario*

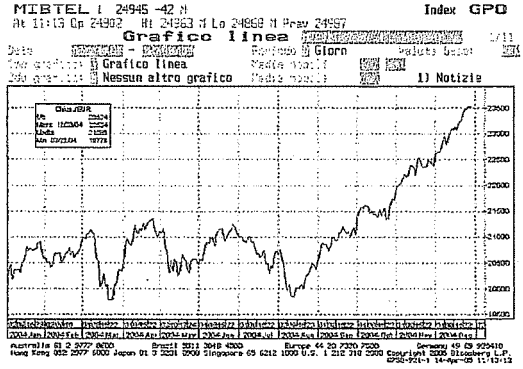



*Andamento del settore Technology-Media -Telecom*

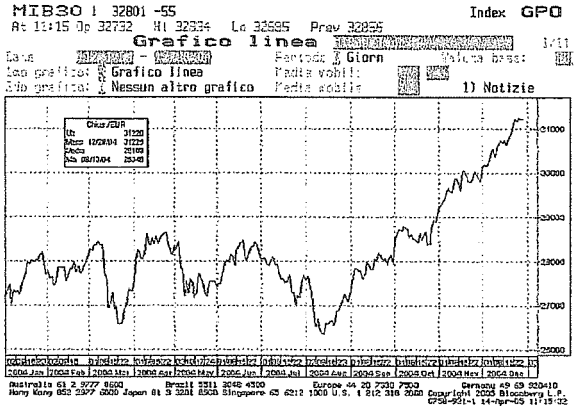



*Andamento del settore Utilities e Industrial*

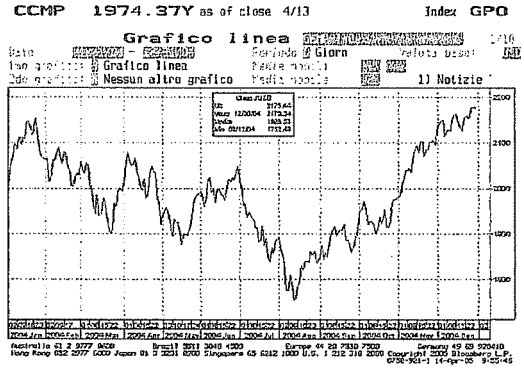
## Andamento dei principali indici italiani ed americani a confronto



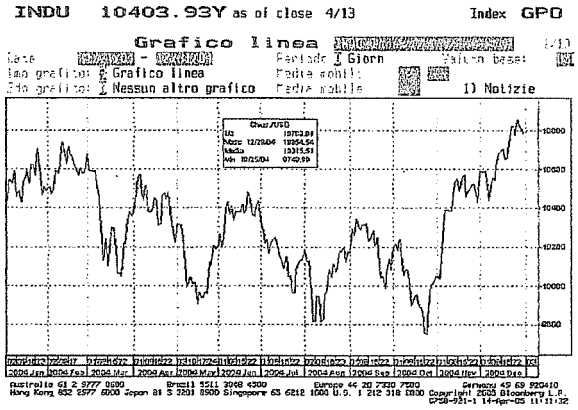

*Mibtel*




*Mib30*




*Nasdaq*




*Dow Jones*

I mercati obbligazionari hanno evidenziato andamenti diversi: negli Stati Uniti il tasso dei titoli decennali ha mostrato un'elevata volatilità in particolare nel primo semestre, per riportarsi poi sul 4,5% di inizio anno, mentre in Europa, in presenza di una crescita più contenuta dell'economia, il rendimento dei titoli decennali in euro è sceso a fine anno al 3,7% contro il 4,3% del 2003. I rendimenti delle obbligazioni emesse dalle società europee hanno beneficiato di questo andamento, evidenziando una riduzione del differenziale rispetto ai rendimenti dei titoli governativi.

Nel 2004 le emissioni nette di titoli di Stato nei paesi dell'area dell'euro sono ammontate a 191 miliardi (177 nell'anno precedente). In Italia si è registrato un aumento da 18 a 27 miliardi. Sono proseguite le emissioni di BTP con rendimento indicizzato ai prezzi al consumo dell'area (18 miliardi, con scadenze a 5, 10 e 30 anni). È ulteriormente cresciuta la durata del debito.

Gli acquisti netti di titoli di Stato italiani da parte di operatori esteri sono diminuiti, da 63 a 23 miliardi; sono invece ripresi gli investimenti da parte delle famiglie.

Il differenziale di rendimento tra il BTP decennale e il corrispondente Bund tedesco è sceso da 0,16 punti percentuali alla fine del 2003 a 0,12 punti; analoghe riduzioni si sono registrate rispetto ai titoli francesi e spagnoli.

Sul mercato obbligazionario internazionale sono state cospicue le emissioni delle banche. I differenziali di rendimento tra le obbligazioni in euro e i titoli di Stato hanno raggiunto livelli molto bassi per tutte le classi di rating, grazie alla progressiva riduzione dei casi di insolvenza e all'emergere di valutazioni più ottimistiche sulla rischiosità delle imprese.

In Italia l'espansione del credito bancario è stata sostenuta principalmente dal mercato immobiliare. Infatti il basso livello dei tassi di interesse ha sostenuto la domanda di prestiti a fronte dell'acquisto di abitazioni; dall'altra parte la domanda di credito da parte delle aziende si è notevolmente ridotto grazie all'autofinanziamento derivante dalla riduzione degli oneri finanziari e alla modesta dinamica dell'attività produttiva.

Il contenuto livello dei tassi di interesse, che determina un modesto costo opportunità della detenzione di strumenti finanziari, è il principale fattore dell'elevata preferenza per la liquidità. Infatti il grado di liquidità del portafoglio delle famiglie, in aumento dal 2000, risulta in linea con gli anni passati.

Riassumendo, pertanto, il portafoglio delle famiglie si è mantenuto abbastanza prudenziale. In particolare vi è stata una propensione per la liquidità (depositi bancarie postali), ma si è mantenuta elevata anche la percentuale di investimenti obbligazionari indirizzati principalmente verso Titoli di Stato e obbligazioni bancarie. Si è invece ridotta la componente azionaria e quella nei fondi comuni. Di contro, il debito lordo delle famiglie ha continuato a crescere grazie alla richiesta di mutui immobiliari. Si delineano così gli assets del portafoglio complessivo delle famiglie: forte componente liquida e di titoli di stato, presenza di investimenti immobiliari (prima casa).

*** *** ***

*Per l'analisi della gestione diretta si rimanda al testo della nota integrativa a supporto della quale nella presente sezione si allega:*

- *Elenco completo dei dividendi*
- *Elenco completo dei PCT*
- *L'analisi del rendimento mensile dei PCT*
- *La segmentazione del capitale investito in PCT al 31-12-2004*

## *DIVIDENDI 2004 GESTIONE DIRETTA*

| Area | Descrizione | Dividendo unitario | N° azioni | cambio | Importo lordo |
|---|---|---|---|---|---|
| Euro | ACEA | 0,190000 | 133.500 | | 25.365,00 |
| | AEM | 0,050000 | 201.000 | | 10.050,00 |
| | ALLEANZA | 0,280000 | 296.690 | | 83.073,20 |
| | ALLIANZ | 1,500000 | 10.250 | | 15.375,00 |
| | AVENTIS | 0,820000 | 10.130 | | 8.306,60 |
| | BANCA INTESA | 2,616000 | 89.950 | | 235.309,20 |
| | BANCA INTESA | 0,049000 | 1.843.987 | | 90.355,36 |
| | BAYER | 0,500000 | 23.150 | | 11.575,00 |
| | BNL | 0,028640 | 1.022.000 | | 29.270,08 |
| | CAPITALIA | 0,020000 | 58.046 | | 1.160,92 |
| | ESPRESSO | 0,110000 | 48.700 | | 5.357,00 |
| | FIDEURAM | 0,160000 | 84.000 | | 13.440,00 |
| | FIERA DI MILANO | 0,350000 | 660.000 | | 231.000,00 |
| | FONDIARIA SAI | 0,400000 | 370.187 | | 148.074,80 |
| | FRANCE TELECOM | 0,250000 | 9.370 | | 2.342,50 |
| | GENERALI | 0,330000 | 3.507.485 | | 1.157.470,05 |
| | HEINEKEN | 0,240000 | 3.500 | | 840,00 |
| | HEINEKEN | 0,160000 | 4.375 | | 700,00 |
| | ING | 0,490000 | 26.450 | | 12.960,50 |
| | ING | 0,490000 | 26.450 | | 12.960,50 |
| | MEDIASET | 0,230000 | 179.700 | | 41.331,00 |
| | MEDIOLANUM | 0,110000 | 239.700 | | 26.367,00 |
| | NOKIA | 0,300000 | 68.350 | | 20.505,00 |
| | REPSOL | 0,200000 | 21.950 | | 4.390,00 |
| | REPSOL | 0,200000 | 21.950 | | 4.390,00 |
| | SAN PAOLO | 0,390000 | 1.068.200 | | 416.598,00 |
| | SNAM RETE GAS | 0,188330 | 1.360.000 | | 256.128,80 |
| | SNAM RETE GAS | 0,011670 | 1.360.000 | | 15.871,20 |
| | TELECOM | 0,104100 | 1.704.310 | | 177.418,67 |
| | TELEFONICA | 0,200000 | 239.500 | | 47.900,00 |
| | TELEFONICA | 0,200000 | 239.500 | | 47.900,00 |
| | TERNA | 0,045000 | 12.000.000 | | 540.000,00 |
| | TIM | 0,256700 | 505.500 | | 129.761,85 |
| | UNILEVER | 1,150000 | 71.204 | | 81.884,60 |
| | UNILEVER | 0,630000 | 71.204 | | 44.858,52 |
| | TOTALE EURO | | | | 3.950.290,35 |
| Euro | AXA | 0,380000 | 195.490 | | 74.286,20 |
| | BNL | 0,028640 | 8.455.000 | | 242.151,20 |
| | BPS | 0,230000 | 511.429 | | 117.628,67 |
| | ENEL | 0,360000 | 9.107.500 | | 3.278.700,00 |
| | ENEL | 0,330000 | 9.107.500 | | 3.005.475,00 |
| | FINMECCANICA | 0,010000 | 11.717.000 | | 117.170,00 |
| | GENERALI | 0,330000 | 3.397.905 | | 1.121.308,65 |
| | UNICREDITO | 0,171000 | 10.992.500 | | 1.879.717,50 |
| | TOTALE EURO | | | | 9.836.437,22 |
| Svizzera | ROCHE | 1,650000 | 47.100 | 1,5589 | 49.852,46 |
| | TOTALE CHF | | | | 49.852,46 |
| Svezia | TELIA SONERA | 1,000000 | 21.656 | 9,2310 | 2.346,01 |
| | TOTALE SEK | | | | 2.346,01 |