



*ASSEMBLEA DEI DELEGATI DEL 6 GIUGNO 2008*

BILANCIO D'ESERCIZIO AL 31 DICEMBRE 2007

**RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI  
SULLA GESTIONE**

*Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza  
a favore dei Dottori Commercialisti*

Via della Purificazione 31  
00187 – ROMA

PAGINA BIANCA

**BILANCIO D'ESERCIZIO AL 31 DICEMBRE 2007****RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI SULLA GESTIONE**

Colleghe e Colleghi Delegati,

la presente relazione sull'andamento della gestione viene redatta ai sensi dell'art. 2428 del codice civile e corredata il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2007 che Vi è stato sottoposto per l'approvazione. Ove non diversamente indicato, si rammenta che gli importi esposti nel seguito sono rappresentati in unità di Euro.

Prima di passare all'esame dei dati maggiormente rappresentativi del bilancio, che chiude con un avanzo corrente di circa € 357 milioni, si sottopongono alla Vostra attenzione alcune considerazioni sulle principali problematiche che hanno investito l'Ente nel corso dell'esercizio.

***Aspetti istituzionali ed organizzativi******Sistema previdenziale***

Per il 2007, sulla base dei versamenti effettuati dai Colleghi, l'aliquota media di contribuzione è risultata complessivamente pari al 10,7% (contro l'11,0% nel 2006) e nella tabella che segue ne viene rappresentata l'analisi con riferimento alle diverse categorie di soggetti interessati:

STATUS	Aliquota (in %)
ISCRITTO	10,42
ISCRITTO < 35 agevolato	12,86
PENSIONANDO IN ATTIVITA'	10,00
PENSIONATO DI ANZIANITA' IN ATTIVITA'	10,40
PENSIONATO DI INVALIDITA' IN ATTIVITA'	11,05
PENSIONATO DI VECCH. ANTIC. IN ATTIVITA'	10,34
PENSIONATO DI VECCHIAIA IN ATTIVITA'	10,20
REISCRITTO CASSA	10,42

La riforma, come è noto, ha comportato un significativo aumento dell'attività degli uffici, come viene rappresentato nella tabella seguente che evidenzia, raggruppato per tipologie caratteristiche, il numero di prestazioni definite nel periodo 2000-2007:

ISTITUTO	ANNUALITA'				
	2000-2002	2003-2005	2006	2007	Totale
Anzianità	60	59	-	-	119
Vecchiaia anticipata	-	624	46	48	718
Riscatti (laurea) (*)	1.447	1.841	433	642	4.363
Riscatti (militare) (*)	395	492	109	196	1.192
Ricongiunzioni (*) (in entrata)	794	932	229	232	2.187
Supplementi	498	856	121	27	1.502
Totalizzazione	-	-	-	86	86
<b>Totale</b>	<b>3.194</b>	<b>4.804</b>	<b>938</b>	<b>1.231</b>	<b>10.167</b>

(\*) i dati esposti riguardano il numero delle lavorazioni (con esito sia positivo sia negativo)

### **Contributo di solidarietà**

Come è noto l'introduzione del contributo di solidarietà ha generato contenzioso: al 31 marzo 2008 sono stati infatti notificati 52 giudizi (per 119 ricorrenti), dei quali 3 giunti in Cassazione. Sono intervenute diverse sentenze: alcune hanno inizialmente accolto la tesi dei ricorrenti, dichiarando illegittimo tale contributo (Tribunali di Milano, Varese, Monza, Bologna, Parma, Busto Arsizio, Torino, Roma ed Alba); altre, pronunciate soprattutto nel corso del 2007, hanno rigettato i ricorsi riconoscendo la legittimità del provvedimento (Tribunali di Roma, Tivoli, Venezia, Torino, Cuneo, Como, Piacenza, Bergamo, Milano, Napoli e 5 sentenze della Corte d'Appello di Milano, che hanno riformato sentenze di 1° grado sfavorevoli pronunciate dai Tribunali di Monza e Busto Arsizio).

Tali favorevoli decisioni hanno confermato l'autonomia normativa della Cassa, prescindendo dalla disposizione introdotta dalla legge finanziaria per il 2007 (comma 763). Si evidenzia, in ogni caso, che il fenomeno appare in regressione: nel corso del 2007 e del primo trimestre 2008, infatti, sono stati notificati solo 7 ricorsi giudiziari (rispetto ai 12 del 2006 e 33 del 2005) e sono stati presentati 12 ricorsi in via amministrativa.

### **Polizza sanitaria**

Tale polizza assicura gli iscritti ed i pensionati attivi per i "grandi interventi chirurgici" e "i grandi eventi morbosi" e consente l'estensione della copertura ai familiari, con un costo diretto relativamente modesto.

E' opportuno evidenziare che, in forza della sentenza n. 13398/07 dell'8 giugno 2007 delle sezioni unite della Corte di Cassazione, sono state confermate le precedenti decisioni del TAR del Lazio e del Consiglio di Stato che configuravano la Cassa quale organismo di diritto pubblico ai fini dell'applicazione del codice degli appalti (Decreto legislativo 163/06 e successive modifiche ed integrazioni). La Cassa ha dovuto pertanto - tra l'altro - dare corso a una gara europea per l'affidamento della polizza sanitaria, che è stata indetta per il triennio 2008-2010 ed è stata aggiudicata alla AXA Assicurazioni SPA.

Si sottolinea come l'equiparazione agli organismi di diritto pubblico ha comportato per la Cassa l'esigenza di rivedere le procedure di affidamento di diversi incarichi e lavori, al fine di renderle conformi al dettato del citato decreto 163/06, con aggravii che incidono negativamente sulla efficienza interna e gestionale. Ulteriori vincoli potrebbero infine scaturire dal regolamento attuativo del codice degli appalti, peraltro ad oggi non ancora pubblicato.

### **Totalizzazione**

L'istituto della totalizzazione dei periodi assicurativi accreditati in gestioni previdenziali diverse è regolamentato dal decreto legislativo del 2 febbraio 2006, n. 42 - in vigore dal 3 marzo 2006 ed in attuazione

della delega di cui alla legge 243/04 - che ha abrogato l'art.71 della legge 388/00 ed il decreto del Ministero del Lavoro 57/03. Nel marzo 2006 è stata pubblicata la direttiva del Ministero del Lavoro in applicazione del decreto, mentre in data 9 maggio 2006 l'INPS ha emanato la relativa circolare, condivisa dallo stesso Ministero del Lavoro. In data 14 marzo 2007 è stata sottoscritta dalla Cassa la convenzione per disciplinare i rapporti tra i due enti circa gli aspetti liquidatori, che vengono gestiti direttamente dall'INPS.

Sono stati inoltre definiti nel corso del 2007 i criteri di determinazione dei tassi di rendimento netto degli investimenti sulla cui base determinare i tassi annui di capitalizzazione.

#### ***Percorso di verifica per la eventuale definizione di un progetto di unificazione (art. 4 L.34/05)***

Come noto, in data 30 marzo 2007 è scaduto il termine concesso dall'art. 4 della legge 34/2005 al Governo per adottare, "uno o più decreti legislativi recanti misure volte a sostenere l'iniziativa dei competenti organi di amministrazione della Cassa nazionale di previdenza e assistenza a favore dei dottori commercialisti e della Cassa nazionale di previdenza e assistenza a favore dei ragionieri e periti commerciali finalizzata all'unificazione", nel rispetto di definiti principi e criteri direttivi.

A tale data, nonostante l'attività svolta nel corso dei mesi precedenti, la Cassa non ha trovato condivisione da parte della Cassa Ragionieri di criteri e parametri idonei ad effettuare una compiuta comparazione delle due diverse realtà previdenziali, elemento pregiudiziale di confronto per la eventuale predisposizione di qualsivoglia progetto di fusione.

Ciò nonostante, si è responsabilmente ritenuto necessario proseguire la fase di interlocuzione al fine di individuare le possibili soluzioni di definizione dell'assetto previdenziale della categoria unificata, aggiornando costantemente l'Assemblea dei Delegati sulla evoluzione del dialogo, tuttora in corso. E' da evidenziare che, dal 1° gennaio 2008, il confronto tra i due enti di previdenza avviene presso la sede e alla presenza del neo insediato Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili.

#### ***Rapporti con le istituzioni politiche e le istituzioni professionali***

Nel corso dell'anno si è proseguito nell'attività di costante interlocuzione con i diversi organismi istituzionali. In particolare la Cassa si è resa parte attiva nel continuo confronto con i Ministeri Vigilanti sulle diverse tematiche previdenziali, tra le quali ha assunto particolare rilevanza quella relativa alla determinazione dei criteri per la redazione dei bilanci tecnici degli enti gestori e recepiti nel DM del 29 novembre 2007, pubblicato in G.U. n. 31 del 6 febbraio 2008.

Nell'ambito delle attività esaminate in rapportazione con gli organismi ministeriali, assume rilevanza quella scaturente dal disposto dell'art. 1 comma 505 della legge 296/2006 (Legge Finanziaria 2007) che, a parere del Ministero della Economia, sulla base dell'inclusione di tali enti nell'elenco pubblicato annualmente dall'ISTAT, estenderebbe anche agli enti di previdenza privatizzati i limiti di spesa introdotti per le amministrazioni pubbliche ai fini della predisposizione del conto consolidato. Sul punto pare opportuno evidenziare che la tesi sostenuta dalla Cassa in ordine al non corretto inserimento degli enti previdenziali privatizzati in tale elenco è stata suffragata dalla recentissima sentenza del TAR Lazio n. 1938 /2008, che ha accolto la tesi degli enti ricorrenti.

Di rilievo anche l'attività svolta con le istituzioni parlamentari che, come noto, si sono fortemente interessate alla tematica previdenziale del comparto, anche perché coinvolte con numerose interrogazioni e interpellanze (sia al Senato sia alla Camera). Da ricordare, in particolare, l'interlocuzione con la "Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale", la quale, nello svolgimento della propria funzione istituzionale, si è spesso confrontata con i vertici del nostro ente.

Proprio la costante rapportazione con le istituzioni parlamentari ha costituito utile contributo informativo nel contesto che ha portato allo stralcio, in sede di conversione in legge, del disposto dell'art. 6 comma 2 del Decreto legislativo n. 248 del 31 dicembre 2007 (c.d. "Milleproroghe"), che tanta perplessità aveva destato per contenuto e costruzione giuridica (come si ricorda, infatti, la norma prevedeva la "fissazione" al 31 dicembre 2008 del "termine per l'adozione dei progetti di unificazione di cui all'art. 4, comma 1, lett. a) della Legge 24 febbraio 2005, n. 34, tra la Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza a favore dei Dottori Commercialisti e la Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza a favore dei Ragionieri e Periti Commerciali").

Di importante rilievo l'immediata presa di posizione del Consiglio di Amministrazione in merito alla normativa di cui all'art. 1 commi 96-117 della Legge Finanziaria 2008 (contenente disposizioni sui c.d. "Contribuenti minimi"). Sul punto infatti la Cassa ha potuto evidenziare presso i ministeri competenti come la citata normativa potesse impattare previdenzialmente sugli assetti finanziari degli enti di previdenza, qualora non si fossero chiariti determinati aspetti del nuovo istituto.

Sul punto è da registrare positivamente l'accoglimento della tesi sostenuta dalla Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza dei Dottori Commercialisti che ha da subito sostenuto l'imponibilità previdenziale dei volumi di affari e dei ricavi dei "contribuenti minimi". Nel merito, infatti, l'Agenzia delle Entrate con Circolare n. 13 del 26 febbraio 2008 ha chiarito che - per quanto attiene specificamente l'obbligo di versamento all'ente di previdenza del c.d. contributo integrativo di cui all'articolo 8 del Decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103 ed alle altre disposizioni di legge, statutarie e regolamentari che disciplinano il singolo ente previdenziale - i "contribuenti minimi" devono continuare ad addebitare in fattura detto contributo commisurandolo al corrispettivo lordo dell'operazione e procedere al versamento nei modi ordinari; riuscendo confermato che la circostanza *"che i contribuenti minimi non sono tenuti ad addebitare in fattura l'imposta sul valore aggiunto ... non comporta alcuna conseguenza rispetto all'obbligo contributivo in questione"*.

Relativamente al rapporto con il Consiglio Nazionale, si rileva che l'anno appena trascorso è stato caratterizzato dal rinnovo dei relativi vertici nazionali e dall'insediamento dal 1° gennaio 2008 del nuovo Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. Proprio il confronto elettorale in ambito locale e nazionale ha fatto emergere la centralità della tematica previdenziale nel percorso di unificazione degli Albi. In tale contesto la Cassa, partecipando con propri rappresentanti a numerosi incontri sul territorio, ha potuto esporre le difficoltà di un percorso di unificazione degli enti e le ragioni della necessità di addivenire ad una soluzione condivisa per dare certezze previdenziali alla categoria.

Di quanto sopra ha correttamente preso atto lo stesso Consiglio Nazionale che, all'unanimità, ha approvato il proprio programma di attività nel quale espressamente dichiara che *"Per quanto concerne la questione della previdenza, il Consiglio Nazionale dovrà essere rispettoso delle decisioni che, in piena autonomia, saranno assunte dagli organi che sono preposti alla guida delle due Casse che gestiscono, rispettivamente, la previdenza dei Dottori Commercialisti e quella dei Ragionieri. Proprio in quest'ottica, sin dalla sua riunione di insediamento, lo scorso 2 gennaio 2008, il Consiglio Nazionale ha rivolto un pressante invito agli organi dirigenti dei due Enti previdenziali di riferimento della categoria unica affinché rapidamente, in questo rinnovato contesto, sappiano trovare gli stimoli per l'avvio di un nuovo processo di studio e di definizione dell'assetto previdenziale del comparto che, mantenendo la separazione delle due Casse, ne assista sostenibilità e relazioni in coerenza con le rispettive caratteristiche"*.

In relazione al corretto inquadramento giuridico degli enti di previdenza, la Cassa si è fatta promotrice sia autonomamente sia attraverso l'ADEPP di iniziative volte a coinvolgere anche il legislatore europeo sulla tematica. In particolare l'organismo associativo ha colto l'opportunità di sollecitare l'unione europea a garantire la specificità degli enti di previdenza privatizzati, all'uopo presentando due interpellanze parlamentari alla Commissione UE.

### **Rapporti associativi**

Nel corso dell'anno 2007 è proseguita l'attività all'interno dell'Associazione degli Enti di Previdenza privata (ADEPP), affiancandosi alle attività svolte autonomamente dal nostro Consiglio di Amministrazione. In ambito associativo si segnalano varie iniziative a carattere "politico" che, da ultimo, sono sfociate nella predisposizione di un documento riepilogativo delle maggiori criticità attinenti gli enti in questione; detto documento programmatico è stato inviato a tutti i candidati premier in occasione della recente consultazione elettorale.

A ciò ha fatto seguito l'importante risultato conseguito dall'ADEPP con la sottoscrizione tra detta Associazione e il Ministro del Lavoro del "memorandum" per il riordino organico della normativa che disciplina gli enti previdenziali privati. Va sottolineato che il documento in questione è stato sottoscritto anche dalla Direzione Generale per le Politiche Previdenziali ed è stato trasmesso, a cura del Ministro del Lavoro, al Ministro dell'Economia per l'ulteriore, necessaria condivisione.

Nel documento ampio risalto è dato alla recente sentenza del TAR Lazio innanzi commentata, a riprova del condiviso intendimento di fare chiarezza sulla natura giuridica delle Casse privatizzate. A questo proposito, appare rilevante l'impegno programmatico dell'Associazione di svolgere un ruolo trainante nell'ambito di un

organismo associativo di livello europeo che possa efficacemente avere interlocuzione con il Parlamento e con la Commissione UE, deputati ad emanare direttive recepite poi dai paesi membri. E' da ritenersi, infatti, di importanza strategica la possibilità di poter incidere sin dall'avvio sulle fonti normative delle varie leggi che riguardano il mondo delle libere professioni.

Si segnala che prosegue l'iter procedurale per il rilascio delle varie autorizzazioni di legge relative al "Fondo di previdenza complementare intercategoriale", come noto costituito tra cinque enti compresa la nostra Cassa.

Di recente è stato avviato il tavolo di confronto tra le Casse e le Organizzazioni sindacali per il rinnovo della parte normativa del contratto collettivo di lavoro per i dipendenti degli enti associati all'ADEPP, con il coordinamento del Presidente della nostra Cassa.

Fondamentale appare, inoltre, il dialogo che si potrà sviluppare con il Parlamento neo eletto e con il Governo al fine di far recepire le istanze tutte proposte dalle Casse ed aventi quale obiettivo quello di rendere le stesse sempre più autonome. Sarà interessante monitorare l'evoluzione dei vari disegni di legge nel tempo presentati in merito alla riforma delle professioni che, come noto, può spiegare effetti e conseguenze sugli equilibri previdenziali.

Anche per questo scorcio di consiliazione l'impegno del Consiglio di Amministrazione resterà elevato al fine di scongiurare surrettizi riconoscimenti di associazioni professionali che, inevitabilmente, andrebbero a sottrarre spazi di mercato alla nostra professione.

#### **Servizi interattivi ed altre attività istituzionali**

Deve essere preliminarmente rilevato che, in data 30 marzo 2007, è pervenuta l'approvazione ministeriale della delibera del Consiglio di Amministrazione del 6 dicembre 2006 concernente l'introduzione dell'obbligatorietà della comunicazione dei dati reddituali degli iscritti con modalità telematica, con effetto dal 2007.

Tale servizio, come è noto, riveste un'importanza strategica, consentendo di migliorare l'efficienza interna, di ottemperare efficacemente agli adempimenti obbligatori, eliminando la possibilità di errori o ritardi nei versamenti e nelle comunicazioni dei dati reddituali, di acquisire i dati in tempo reale, con la possibilità di aggiornare e certificare velocemente gli status previdenziali e le posizioni contributive. I servizi interattivi hanno infatti apportato significative integrazioni alle modalità di pagamento e di incasso dei contributi dovuti. I versamenti dei contributi minimi e delle eccedenze contributive vengono gestiti direttamente mediante modalità sia telematiche (RID) sia automatiche (MAV e carta di credito dal 2007). La modalità di incasso a mezzo ruolo esattoriale viene invece utilizzata per il recupero dei crediti per contributi e maggiorazioni, relativi ad anni pregressi.

Nel 2007 sono state eseguite complessivamente 53.590 comunicazioni (contro 50.750 nel 2006), di cui 45.358 (contro 10.311 nel 2006) a mezzo SAT PCE (autodichiarazione e pagamento telematico delle eccedenze), 7.642 a mezzo modelli A e 590 comunicazioni acquisite manualmente, con una significativa riduzione pertanto dei tempi di acquisizione dei dati comunicati con modalità cartacea (pari a circa l'1%). A titolo informativo rileviamo che gli associati che hanno aderito al SAT PCM (pagamento dei contributi minimi) sono stati 8.247 (contro 7.528 nel 2006).

Con riferimento alla "regolarizzazione spontanea", nel 2007 le domande definite sono risultate 2.680 (contro 2.335 nel 2006). Le 2.181 domande pervenute (contro 1.936 nel 2006) hanno generato incassi per € 4,8 milioni (€ 3,1 ml nel 2006). Relativamente alle "regolarizzazioni correnti", nel 2007 sono state inviate 5.528 richieste di regolarizzazione (3.610 per richieste di versamento e 1.918 per richieste di dati reddituali), valide anche ai fini interruttivi dei termini prescrizionali. Le stesse - riferite al periodo 2005 - riguardano un dovuto di € 5,8 milioni a fronte del quale sono stati incassati € 1,9 milioni.

Nel corso dell'esercizio è proseguita l'attività di verifica delle 15.228 posizioni contributive interessate dall'invio - nel 1999, 2001 e 2004 - degli atti interruttivi dei termini prescrizionali (riferiti al periodo 1987-2001). Nel 2007 sono state definite 4.236 posizioni (di cui 1.613 con atti interruttivi con invio di singole comunicazioni agli iscritti e 2.623 con condono, regolarizzazione spontanea, ecc.), mentre ne rimangono da definire complessivamente 842.

Nel mese di marzo 2007 sono stati altresì inviati oltre 45.000 estratti conto a tutti coloro che presentavano annualità attive presso la Cassa (ex DM 4 febbraio 2005, istitutivo del Casellario centrale presso l'INPS).

Relativamente all'istituto della "Pre-iscrizione dei tirocinanti", introdotto con delibera assembleare del 20 dicembre 2006, approvata dal Ministero in data 30 marzo 2007, è da evidenziare come al 31 dicembre 2007 siano pervenute 1.032 domande di cui 578 già deliberate.

Si ricorda infine, che nel corso dell'anno 2007, sono state anche assunte dalla Assemblea dei Delegati, tra le altre, alcune delibere di rilievo che qui si riepilogano:

- parere dell'Assemblea del 18 aprile 2007 in relazione alla proposta di variazione dei coefficienti di trasformazione ai sensi degli articoli 15n) e 18.1, lett. b) dello Statuto;
- delibera dell'Assemblea del 29 novembre 2007 di approvazione delle modifiche statutarie di cui agli articoli 2.1, 2.3, 5.1, 5.7, 9.1 e 9.2 e relativa delega al Consiglio di Amministrazione ad apportare ai vigenti Regolamenti le modifiche necessarie per conformare il testo al nuovo dettato statutario;
- delibera dell'Assemblea del 29 novembre 2007 con la quale si accolgono le osservazioni del Ministero del Lavoro alla precedente delibera 9/06 del 28 novembre 2006, relativa al Regolamento di disciplina delle funzioni di assistenza e mutua solidarietà: art. 3 – Disciplinare "A" - sulla definizione dei limiti di reddito per accedere alle borse di studio;
- delibera dell'Assemblea del 29 novembre 2007 relativa alla approvazione dei criteri e delle procedure per la designazione di cui all'art. 15, lett. m, dello Statuto (servizio di revisione contabile dei bilanci della Cassa per gli esercizi 2007-2009);
- determinazione assembleare del 29 novembre 2007 in ordine al compenso al Collegio Sindacale per l'attività di controllo contabile.

\* \* \* \* \*

Prima di passare all'esame della situazione economica, dei mercati finanziari e del patrimonio della Cassa rileviamo - ai sensi dell'art. 2428 del codice civile - che nel corso del 2007 e nei primi mesi del 2008 non sono state effettuate attività di ricerca e sviluppo, che non sussistono imprese controllate e collegate, né sedi secondarie.

### ***Aspetti economici e patrimoniali***

Si evidenzia che l'esercizio 2007 chiude con un avanzo economico di circa € 357 milioni (€ 341 ml nel 2006) assegnato alle riserve con le stesse percentuali del precedente esercizio, ossia nella misura del 99,5% alla riserva legale per le prestazioni previdenziali e, per lo 0,5%, a quella per le prestazioni assistenziali.

L'ammontare del patrimonio netto, risultante dalle predette riserve (€ 2.705,2 ml) e dalla riserva di rivalutazione monetaria degli immobili (€ 60,6 ml) ammonta a € 2.765,8 milioni e corrisponde a 18,1 volte (contro 16,8 nel 2006) l'ammontare del costo delle pensioni correnti (€ 152,8 ml) e circa 102 volte quello delle trattamenti riferibili al 1994 (€ 27,1 ml), contro il minimo di 5 volte previsto dal decreto legislativo 509/94 (art.1).

Si riportano nella tabella che segue - redatta in migliaia di Euro - i dati dei bilanci 2006 e 2007 e del budget 2007 (seconda revisione), nonché l'evidenza delle variazioni, riferite al 2007, tra budget e bilancio, precisando che in tale tabella il segno delle variazioni percentuali è mantenuto uguale a quello delle variazioni assolute.

	CONTO ECONOMICO 2007	CONTO ECONOMICO 2006	BUDGET 2007 (aggior.to)	VARIAZIONE 2007 <small>(conto econ. e budget)</small>	VARIAZIONE 2007 (in %) <small>(conto econ. e budget)</small>
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>572.669</b>	<b>535.709</b>	<b>548.029</b>	<b>24.640</b>	<b>4,5</b>
- Proventi contributi a carico degli iscritti					
- contributi soggettivi ed integrativi	448.055	409.915	428.734	19.321	4,5
- contributi da pre-iscrizione	842	-	-	842	-
- contributi di maternità	7.448	7.011	7.000	448	6,4
- contributi di riscatto	5.221	9.779	10.240	(5.019)	(49,0)
- contributi di ricongiunzione	13.777	9.658	11.103	2.674	24,1
- contributi di solidarietà	4.937	4.264	4.900	37	0,8
- Altri proventi					
- gestione immobiliare	15.094	15.606	15.117	(23)	(0,2)
- gestione mobiliare	75.920	78.399	70.935	4.985	7,0
- diversi	1.375	1.077	-	1.375	-
<b>COSTI DELLA PRODUZIONE</b>	<b>(223.397)</b>	<b>(200.974)</b>	<b>(204.086)</b>	<b>(19.311)</b>	<b>(9,5)</b>
- Per servizi					
- prestazioni istituzionali	(155.956)	(145.950)	(157.821)	1.865	1,2
- indennità di maternità	(7.448)	(7.011)	(7.000)	(448)	(6,4)
- altri	(8.495)	(8.041)	(9.435)	940	10,0
- Per il personale					
- salari e stipendi	(5.846)	(5.465)	(5.841)	(5)	(0,1)
- oneri sociali	(1.598)	(1.524)	(1.625)	27	1,7
- trattamento di fine rapporto	(450)	(417)	(441)	(9)	(2,0)
- trattamento di quiescenza e simili	(129)	(115)	(160)	31	19,4
- altri costi	(126)	(87)	(86)	(40)	(46,5)
- Ammortamenti e svalutazioni:					
- ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	(50)	(95)	(138)	88	63,8
- ammortamento delle immobilizzazioni materiali	(3.905)	(3.878)	(4.076)	171	4,2
- altre svalutazioni delle immobilizzazioni	(1)	-	-	(1)	-
- svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante	(208)	(9.772)	(300)	92	30,7
- Accantonamenti per rischi ed oneri					
- oscillazione titoli	(20.270)	-	-	(20.270)	-
- vertenze in corso	-	(19)	-	-	-
- Altri accantonamenti					
- pensioni maturate	(3.283)	(6.044)	(5.000)	1.717	34,3
- restituzione di contributi	(4.992)	(5.504)	(4.000)	(992)	(24,8)
- rinnovo del contratto di lavoro	-	(140)	-	-	-
- Oneri diversi di gestione	(10.640)	(6.912)	(8.163)	(2.477)	(30,3)
<b>AVANZO OPERATIVO</b>	<b>349.272</b>	<b>334.735</b>	<b>343.943</b>	<b>5.329</b>	<b>1,5</b>
<b>PROVENTI ED ONERI FINANZIARI</b>	<b>15.598</b>	<b>11.457</b>	<b>15.440</b>	<b>158</b>	<b>1,0</b>
- Altri proventi finanziari :					
- da crediti iscritti nelle immob. che non cost. partec.	-	-	-	-	-
- proventi diversi dai precedenti	15.966	11.760	15.756	210	1,3
- Altri oneri finanziari	(368)	(303)	(316)	(52)	(16,5)
<b>RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIV. FINANZ.</b>					
- Svalutazioni :					
- di immob. finanziarie che non cost. partecipazioni	-	-	-	-	-
<b>PROVENTI ED ONERI STRAORDINARI</b>	<b>(2.852)</b>	<b>618</b>	<b>741</b>	<b>(3.593)</b>	<b>(484,9)</b>
- Proventi:					
- sanzioni, maggiorazioni e penalità	1.851	1.831	1.845	6	0,3
- imposte e tasse (anni precedenti)	21	338	-	21	-
- sopravvenienze attive diverse	138	796	-	138	-
- Oneri:					
- restituzione di contributi	(4.582)	(2.214)	(1.088)	(3.494)	(321,1)
- minusvalenze da eliminazione beni materiali	(2)	(4)	-	(2)	-
- imposte e tasse (anni precedenti)	(11)	(2)	-	(11)	-
- sopravvenienze passive diverse	(267)	(127)	(16)	(251)	(1.568,8)
<b>AVANZO LORDO</b>	<b>362.018</b>	<b>346.810</b>	<b>360.124</b>	<b>1.894</b>	<b>0,5</b>
<b>IMPOSTE DELL'ESERCIZIO</b>	<b>(5.418)</b>	<b>(5.446)</b>	<b>(5.255)</b>	<b>(163)</b>	<b>(3)</b>
<b>AVANZO CORRENTE (ante trasf. a riserve)</b>	<b>356.600</b>	<b>341.364</b>	<b>354.869</b>	<b>1.731</b>	<b>0,5</b>

Dal raffronto del conto economico dell'esercizio con il budget 2007 (seconda revisione) emergono, in particolare, gli aspetti di seguito evidenziati.

Il valore della produzione denota un incremento di circa € 25 milioni, prevalentemente riferibile a maggiori contributi integrativi (circa € 16 ml) e proventi mobiliari (circa € 5 ml), pur in presenza di minori ricavi per riscatti (circa € 5 ml) per effetto sia di minori domande deliberate sia di minori valori medi delle stesse.

I contributi integrativi, infatti, ammontano a circa € 206 milioni, contro € 190 milioni previsti a budget. Tale incremento scaturisce dalla favorevole dinamica dei volumi di affari 2006 (comunicati a novembre 2007) rispetto a quelli del 2005, mentre il dato del budget era stato definito sulla base dei volumi di affari 2005 - disponibili al momento della sua redazione - che denotavano un andamento negativo rispetto ai dati consuntivi del 2004. Su queste basi i ricavi a budget dei contributi integrativi erano stati cautelativamente ridotti.

Con riferimento ai proventi mobiliari, la maggiore consistenza degli stessi riflette sostanzialmente le plusvalenze realizzate sulle vendite di titoli (circa € 21 ml, al netto delle minusvalenze), pur in presenza della flessione sia dei differenziali delle gestioni patrimoniali (circa € 39 ml) rispetto a quanto ipotizzato nel budget (circa € 50 ml) sia degli interessi sui titoli di Stato ed obbligazionari (circa € 14 ml contro circa € 18 ml a budget).

I costi della produzione denotano un incremento di circa € 19 milioni, pur in presenza di minori oneri per pensioni pari a circa € 2 milioni. Lo stesso è sostanzialmente riferibile all'accantonamento (circa € 20 ml) al fondo oscillazione titoli - non previsto a budget - per tenere conto delle minusvalenze implicite, alla data di bilancio, su gestioni patrimoniali, ETF ed OICR. Emergono inoltre maggiori oneri (circa € 2 ml) di gestione, che riflettono gli effetti fiscali (imposte sostitutive al 12,5%) relative alle plusvalenze realizzate sulle vendite di OICR ed ETF. Appare in linea con il budget la previsione relativa al costo del lavoro.

La gestione straordinaria evidenzia maggiori oneri (circa € 3 ml) per restituzione di contributi, scaturenti dalle maggiori domande definite e deliberate nell'esercizio. Appare invece in linea la previsione relativa sia alla gestione finanziaria sia a quella fiscale.

Con riferimento, infine, agli oneri dei trattamenti pensionistici si rappresenta di seguito una tabella (in migliaia di Euro) che evidenzia come, ai fini del calcolo della pensione, gli importi medi dei trattamenti stessi sono aumentati di circa l'1,6%:

TIPOLOGIE	MEDIA 2007	MEDIA 2006	INCREM. %
VECCHIAIA	41,3	40,5	2,0
VECCHIAIA ANTICIPATA	55,8	55,7	0,2
INABILITA'	19,6	18,6	5,4
INVALIDITA'	15,1	15,0	0,7
INDIRETTE	11,4	11,0	3,6
REVERSIBILITA'	10,9	10,8	0,9
PENSIONI DIRETTE	42,8	42,4	0,9
PENSIONI A SUPERSTITI	11,2	10,8	3,7
COSTO MEDIO	31,0	30,5	1,6

Rappresentiamo, infine, nella seguente tabella l'andamento dei dati economici e patrimoniali dell'Ente, riclassificati in un ottica gestionale (periodo 1999-2007).

I dati economici, in particolare, evidenziano separatamente il contributo della gestione istituzionale ordinaria alla formazione dell'avanzo corrente e, sotto questo profilo, l'esercizio 2007 denota una flessione (circa € 14 ml) dell'avanzo gestionale al netto del contributo integrativo (da circa € 62 ml a circa € 48 ml).

Emerge infine la flessioni degli indicatori economici riguardanti l'incidenza dei costi.

## XVI LEGISLATURA — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI — DOCUMENTI

VOCE										VARIAZIONE (1999-2007)
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
<b>ATTIVO</b>										
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	312	370	261	71	84	162	123	37	74	(238)
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	234.302	235.506	236.624	237.377	237.928	238.418	239.465	239.706	240.016	5.714
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	790.534	860.293	834.186	802.616	836.273	891.095	1.464.614	1.735.803	2.141.709	1.351.175
CREDITI	44.816	83.316	137.068	157.231	174.477	88.528	103.531	113.438	128.888	84.072
ATTIVITA' FINANZIARIE	10.329	30.987	83.674	20.119	294.700	346.051	5.224	436	75.646	65.317
DISPONIBILITA' LIQUIDE	8.733	12.047	27.175	289.537	139.400	343.467	354.470	421.732	302.518	293.785
RATEI E RISCONTI	19.456	21.582	23.711	15.743	14.431	7.002	8.856	13.059	21.570	2.114
	<b>1.108.482</b>	<b>1.244.101</b>	<b>1.342.699</b>	<b>1.522.694</b>	<b>1.697.293</b>	<b>1.914.723</b>	<b>2.176.283</b>	<b>2.524.211</b>	<b>2.910.421</b>	<b>1.801.939</b>
<b>PASSIVO</b>										
PATRIMONIO NETTO	1.017.587	1.144.542	1.248.555	1.403.036	1.579.887	1.780.569	2.067.794	2.409.158	2.765.758	1.748.171
FONDI RISCHI	42.891	49.190	38.763	60.825	46.904	55.918	23.918	23.708	40.575	(2.316)
TFR	685	761	883	1.017	1.202	1.347	1.561	1.685	1.784	1.099
DEBITI	21.289	19.568	20.705	22.312	22.988	33.000	36.323	36.920	41.772	20.483
FONDI AMMORTAMENTO	22.557	26.048	29.598	32.971	36.435	40.231	44.087	47.807	51.707	29.150
RATEI E RISCONTI	3.472	3.991	4.195	2.533	9.877	3.658	2.600	4.933	8.825	5.353
	<b>1.108.482</b>	<b>1.244.101</b>	<b>1.342.699</b>	<b>1.522.694</b>	<b>1.697.293</b>	<b>1.914.723</b>	<b>2.176.283</b>	<b>2.524.211</b>	<b>2.910.421</b>	<b>1.801.939</b>
AVANZO CORRENTE	96.143	128.524	105.073	155.976	178.394	200.683	287.225	341.364	356.600	260.457
PATRIMONIO NETTO/ PENSIONI (*)	21,0	21,0	19,0	18,7	18,1	16,9	16,3	16,8	18,1	

(\*) al netto dell'accantonamento al fondo pensioni

VOCE										VARIAZIONE (1999-2007)
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
CONTRIBUTI INTEGRATIVI	57.583	60.428	66.434	81.705	81.749	66.987	95.929	187.447	206.348	148.765
CONTRIBUTI DI MATERNITA'	1.753	3.151	5.368	6.383	6.935	6.138	6.958	7.011	7.448	5.695
PROVENTI DA GESTIONE IMMOBILIARE	11.674	13.589	14.003	13.700	14.301	14.966	15.181	15.606	15.094	3.420
PROVENTI DA GESTIONE MOBILIARE	48.506	53.878	15.141	18.963	19.481	33.511	67.360	78.399	75.920	27.414
PROVENTI DIVERSI	-	3.512	1.420	2.114	1.267	4.623	25.223	1.077	1.375	1.375
	<b>119.516</b>	<b>134.557</b>	<b>102.366</b>	<b>122.865</b>	<b>123.733</b>	<b>126.225</b>	<b>210.651</b>	<b>289.540</b>	<b>306.185</b>	<b>186.669</b>
INDENNITA' DI MATERNITA'	(2.779)	(3.851)	(4.996)	(6.337)	(6.896)	(6.118)	(6.958)	(7.011)	(7.448)	(4.669)
SERVIZI PERSONALE	(3.993)	(5.591)	(6.061)	(6.029)	(6.775)	(7.136)	(7.153)	(8.041)	(8.495)	(4.502)
AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI	(3.156)	(4.164)	(4.511)	(5.475)	(5.614)	(6.064)	(7.035)	(7.609)	(8.149)	(4.993)
ACCANTONAMENTI PER RISCHI ED ONERI	(4.101)	(3.802)	(4.018)	(4.033)	(3.977)	(4.169)	(4.325)	(13.745)	(4.164)	(63)
ONERI DIVERSI DI GESTIONE	-	-	(75)	(25.250)	-	(5.166)	(3.190)	(5.662)	(25.262)	(12)
	<b>(8.445)</b>	<b>(9.068)</b>	<b>(6.164)</b>	<b>(6.954)</b>	<b>(7.471)</b>	<b>(5.219)</b>	<b>(5.757)</b>	<b>(6.912)</b>	<b>(10.640)</b>	<b>(2.195)</b>
	<b>(22.475)</b>	<b>(26.475)</b>	<b>(25.825)</b>	<b>(54.078)</b>	<b>(30.733)</b>	<b>(33.872)</b>	<b>(34.418)</b>	<b>(48.980)</b>	<b>(64.158)</b>	<b>(16.433)</b>
<b>DIFFERENZIALE</b>	<b>97.042</b>	<b>108.082</b>	<b>76.541</b>	<b>68.787</b>	<b>93.000</b>	<b>92.353</b>	<b>176.233</b>	<b>240.560</b>	<b>242.027</b>	<b>170.235</b>
PROVENTI/ONERI FINANZIARI	3.781	4.953	4.207	10.015	15.915	7.281	7.235	11.458	15.598	11.817
RETTIFICHE DI VALORE	(261)	(31)	(48)	-	(4.617)	-	-	-	-	261
PROVENTI/ONERI STRAORD. (ESCLUSA REST. CONTRIB.)	(21.667)	(8.496)	2.148	1.459	2.311	1.375	2.028	2.831	1.729	23.396
IMPOSTE SUL REDDITO	(3.936)	(4.332)	(4.060)	(7.489)	(5.255)	(4.243)	(5.064)	(5.446)	(5.418)	(1.482)
<b>AVANZO GESTIONALE</b>	<b>74.960</b>	<b>100.175</b>	<b>78.788</b>	<b>72.772</b>	<b>101.354</b>	<b>96.766</b>	<b>180.432</b>	<b>249.403</b>	<b>253.936</b>	<b>204.226</b>
AVANZO GESTIONALE (SENZA CONTRIBUTO INTEGRATIVO)	17.377	39.747	12.354	(8.933)	19.605	29.779	84.503	61.956	47.588	30.211
COSTI/RICAVI (%)	18,8	19,7	25,2	44,3	24,8	26,8	16,3	16,9	21,0	
COSTI/RICAVI SENZA CONTRIBUTO INTEGRATIVO (%)	36,3	35,7	71,8	134,4	73,2	57,2	30,0	48,0	64,3	
COSTI/PROVENTI PATRIMONIALI (%)	37,3	39,2	88,5	170,3	91,0	69,3	41,7	52,1	70,5	
IMPOSTE/PROVENTI PATRIMONIALI (%)	6,5	6,4	13,9	20,7	15,6	8,8	6,1	5,8	6,0	
CONTRIBUTI SOGGETTIVI	67.094	72.511	80.394	150.806	158.802	191.341	214.430	222.468	242.549	175.455
RISCATTI	1.446	3.260	6.355	5.930	5.039	12.034	5.692	9.780	5.221	3.775
RICONGIUNZIONI	7.972	10.541	8.670	5.682	6.103	16.914	16.500	9.658	13.777	5.805
SOLIDARIETA'	-	-	-	-	-	3.710	4.542	4.264	4.937	4.937
PENSIONI (incluso accant. al fondo pensioni)	(53.999)	(56.180)	(67.162)	(76.965)	(89.954)	(116.236)	(130.927)	(149.291)	(156.116)	(102.117)
POLIZZA SANITARIA e PRESTAZIONI ASSISTENZIALI	(153)	(464)	(461)	(473)	(453)	(2.209)	(2.435)	(2.704)	(3.122)	(2.969)
RESTITUZIONE CONTRIBUTI	(1.176)	(1.319)	(1.511)	(1.776)	(2.497)	(1.637)	(1.009)	(2.214)	(4.582)	(3.406)
<b>AVANZO CORRENTE</b>	<b>96.144</b>	<b>128.524</b>	<b>105.073</b>	<b>155.976</b>	<b>178.394</b>	<b>200.683</b>	<b>287.225</b>	<b>341.364</b>	<b>356.600</b>	<b>285.708</b>
DIFFERENZA TRA AVANZO CORRENTE e GESTIONALE	21.183	28.348	26.285	83.204	77.040	103.917	106.793	91.961	102.664	81.481
NUMERO ISCRITTI (INCLUSI I PENSIONATI ATTIVI)	31.293	33.046	35.790	37.551	39.705	41.483	42.583	45.353	47.322	16.029
NUMERO PENSIONATI	3.235	3.368	3.470	3.567	3.713	4.062	4.380	4.634	4.945	1.710
di cui vecchiaia e v. anticipata	1.560	1.641	1.724	1.818	1.966	2.260	2.488	2.688	2.884	1.324

## **Il quadro macroeconomico, l'andamento e le prospettive dei mercati**

### **Il settore mobiliare**

#### **Contesto economico-finanziario 2007**

Nel corso del 2007 lo scenario macroeconomico mondiale, sin dai primi mesi dell'anno, è stato caratterizzato dall'incertezza derivante dalla crisi dei mutui americani e dalle sue conseguenze che, insieme al persistente rialzo dei prezzi delle materie prime, hanno causato una graduale riduzione delle attese di crescita delle principali aree economiche.

Negli Stati Uniti il prodotto nazionale lordo ha registrato un tasso di crescita del 2,2%, ben inferiore rispetto al 2,9% del 2006. L'andamento dell'attività economica, infatti, dopo aver mostrato nel primo semestre dell'anno tassi di crescita superiori al potenziale, ha subito un evidente rallentamento. La decisa ripresa delle esportazioni, favorite dall'indebolimento del dollaro rispetto alle principali divise internazionali, ha solo in parte compensato la riduzione dei consumi frutto anche della politica monetaria restrittiva della FED degli ultimi anni, ma soprattutto dall'andamento avverso del settore dell'edilizia residenziale. La *Federal Reserve*, dapprima particolarmente attenta all'andamento dell'inflazione, nel secondo semestre ha mostrato un indirizzo mirato a contenere gli effetti negativi della crisi dei mutui *subprime*: la fase di stimolo monetario, intrapresa nel mese di settembre, è stata scandita da una rapida riduzione dei tassi ufficiali passati dal 5,25% al 4,25%.

L'area euro ha sperimentato nei primi mesi dell'anno una fase di ciclo ascendente, in rallentamento nell'ultimo trimestre al 2,2%. Il prodotto interno lordo (PIL) è cresciuto mediamente del 2,6%, in calo rispetto alla decade precedente (2,9%). L'attività economica è stata alimentata dalla spesa per investimenti (ad esclusione di quelli residenziali), dalle esportazioni, in particolare verso l'area asiatica, e dalla domanda interna, sostenuta dalla riduzione del tasso di disoccupazione. L'andamento favorevole del ciclo economico, il significativo incremento dei prezzi delle materie prime e la vivace contrattazione salariale hanno destato preoccupazioni di pressioni inflazionistiche, inducendo la Banca centrale europea ad aumentare i tassi di riferimento, nel primo semestre, dal 3,5% al 4,0%. Nella seconda metà dell'anno, l'acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari e il significativo apprezzamento dell'euro hanno contenuto l'azione monetaria restrittiva, indirizzando l'attenzione della banca centrale verso i rischi sulla crescita.

Il PIL giapponese, dopo la flessione di circa l'1,5% annuo del secondo trimestre, ha registrato un'accelerazione che, nel secondo semestre, ne ha portato l'incremento al 2,1% in ragione d'anno. La robusta crescita delle esportazioni e la ripresa degli investimenti in capacità produttiva sono state le componenti trainanti; gli investimenti in costruzioni ed i consumi hanno mostrato, invece, segnali di evidente debolezza, in seguito all'approvazione della riforma del settore immobiliare e alla mite progressione salariale. Il restringimento monetario attuato dalla *Bank of Japan*, che ha portato il costo del denaro dallo 0,25% allo 0,5%, si è rivelato un intervento episodico. Nella seconda metà dell'anno, infatti, la forte flessione registrata sui mercati azionari e la ridotta dinamica inflativa, hanno ridimensionato le aspettative di ulteriori incrementi sui tassi ufficiali. Gli indicatori economici, la contrazione nella spesa per investimenti ed il deprezzamento della divisa hanno determinato una riduzione dei corsi azionari e influenzato negativamente la propensione al consumo.

Le economie dei paesi emergenti, seguendo l'andamento degli anni precedenti, hanno vissuto un percorso di crescita particolarmente vigoroso, spinto dagli investimenti e dai consumi. Il continuo rialzo dei prezzi delle materie prime ha consentito il risanamento delle finanze pubbliche dei paesi esportatori, in particolare nell'area sudamericana. La crescente domanda di beni manifatturieri da parte delle economie più sviluppate ha sostenuto le esportazioni dell'area asiatica, ove si sono registrati tassi medi annui di crescita di circa l'8,0%, con picchi pari all'11,4% in Cina e all'8,4% in India. L'andamento favorevole dei consumi, supportati dalla dinamica dei salari reali, ha ridotto il grado di dipendenza dal canale del commercio estero. La crescita del PIL, infatti, nel corso degli ultimi mesi dell'anno, non ha risentito del rallentamento delle principali economie sviluppate.

Dal punto di vista dei mercati, i listini finanziari internazionali sono stati dominati dalle preoccupazioni relative alla crisi del mercato americano dei mutui ed, in particolare, dai possibili effetti dei prodotti di finanza strutturata sui bilanci degli intermediari finanziari. La crescente incertezza legata all'entità delle perdite

sostenute dal settore finanziario e la tendenza al restringimento delle condizioni di credito, hanno influenzato negativamente le aspettative di crescita degli utili societari. Il rischio di revisioni al ribasso su utili prospettici ha alimentato la volatilità, manifestatasi con l'alternanza tra fasi di flessione e di recupero di breve respiro. In particolare, sui mercati azionari si è registrata una significativa dispersione nei rendimenti sia a livello geografico sia settoriale. Le piazze finanziarie dei paesi sviluppati hanno riportato rendimenti più contenuti rispetto ai listini dei paesi emergenti, per la maggiore esposizione agli effetti negativi della crisi finanziaria in corso.

In relazione alla dinamica settoriale, la correzione di mercato ha interessato prevalentemente i titoli finanziari e quelli dei settori più ciclici, quali i consumi discrezionali e le costruzioni, ad eccezione dei materiali di base le cui quotazioni sono state trainate dall'incremento dei prezzi delle materie prime e dal consolidamento del mercato. L'ondata di vendite ha colpito in modo più contenuto i titoli appartenenti ai settori merceologici i cui utili sono ritenuti meno dipendenti dal ciclo economico: telecomunicazioni, pubblica utilità e farmaceutici. I mercati obbligazionari, nel comparto delle emissioni societarie, hanno avuto un andamento concorde a quello dei mercati azionari: le quotazioni sono state penalizzate dall'incremento dei premi per il rischio, giustificato da un peggioramento delle condizioni di accesso al credito, quindi da una maggiore percezione del rischio di insolvenza.

Il mercato dei titoli governativi, al contrario, ha trovato supporto nell'aumentata avversione al rischio e quindi nell'accresciuta propensione ad investire in attività meno rischiose. La struttura dei rendimenti, infatti, ha subito una riduzione su ogni scadenza, a seguito della riduzione delle aspettative di crescita ed alla convinzione che le banche centrali sarebbero intervenute per stimolare il ciclo economico. A tale aspettativa è corrisposto l'irripidimento delle curve dei rendimenti governativi, in modo particolare nel mercato americano ed in quello inglese, maggiormente colpiti dalla crisi finanziaria. Tale dinamica ha caratterizzato, seppur con intensità minore, i mercati europei, soprattutto negli ultimi mesi dell'anno, quando sono state ridimensionate le attese di ulteriori incrementi nei tassi di riferimento.

### **Prospettive economico-finanziarie 2008**

Negli Stati Uniti la dinamica delle principali variabili macroeconomiche presagisce ad un inasprimento nelle condizioni economiche: la concomitanza dell'incremento dell'inflazione - influenzata dall'andamento delle materie prime - e del raffreddamento nell'attività economica accrescono le probabilità di assistere a scenari "stagflattivi". L'eccesso di offerta sul mercato immobiliare determina flessioni nelle già depresse valutazioni. La persistente debolezza dei prezzi degli immobili e il significativo incremento delle insolvenze tra i debitori con merito di credito migliore (cd. *prime*) destano le principali preoccupazioni. In particolare, le implicazioni che ne derivano sono legate all'utilizzo massiccio di questa tipologia di finanziamenti come sottostante a operazioni di cartolarizzazione: questa attività espone il settore finanziario al rischio di rettifiche di valore sui portafogli, soprattutto in quella parte investita in prodotti di finanza strutturata quali, ad esempio, *collateralized loan obligations*.

Le recenti tensioni sui mercati interbancari, legate ai timori di riduzioni delle consistenze patrimoniali delle principali istituzioni finanziarie e al rischio di fallimento di alcune di esse, saranno cause dell'ulteriore restringimento nelle condizioni di erogazione. Il fenomeno, già visibile sul mercato delle emissioni societarie, renderà più onerosa la spesa per investimenti, ridimensionandone il volume. L'andamento avverso dei mercati finanziari e dei prezzi delle proprietà immobiliare e la dinamica sfavorevole dell'occupazione può ridurre le capacità di consumo del settore privato. Negli Stati Uniti i dati del primo trimestre confermano una contrazione della crescita nel settore produttivo e della popolazione lavorativa attiva. La flessione registrata nel tasso di partecipazione, comunemente ritenuto un indicatore sulle aspettative dell'andamento del sistema economico, trova riscontro nell'andamento degli indicatori qualitativi che evidenziano la prospettiva di un rallentamento nell'attività economica nei prossimi mesi.

Con riferimento alle scelte di politica economica si segnala l'indirizzo particolarmente accomodante sia nella politica fiscale sia in quella monetaria. La recente approvazione di un piano di stimolo all'economia per circa 152 miliardi di dollari e la rapida riduzione dei tassi di riferimento sono manifestazione di un puntuale interesse delle autorità ad intervenire molto tempestivamente a supporto del sistema economico; d'altro canto denunciano la gravità della situazione che ha richiesto il ricorso a misure straordinarie (1) atte, nei prossimi mesi, a contenere gli effetti della fase di ciclo discendente, ma non ad innescare un percorso di crescita sostenuto.

<sup>1</sup> La recente apertura della *Federal Reserve* ad accettare cartolarizzazioni come collaterale ad operazioni di rifinanziamento principale è un atteggiamento insolito.

In ogni caso i tempi di recupero dell'attività economica saranno dettati dalla capacità del sistema finanziario e creditizio di ripristinare normali condizioni di affidabilità delle controparti sui mercati della liquidità interbancaria, attraverso sia minori asimmetrie informative sia adeguati processi di ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie in funzione delle perdite registrate e della necessità di ridurre i loro livelli di indebitamento. Peraltro, le caratteristiche di aggiustamento strutturale che la recessione negli Stati Uniti porterà con sé implicheranno un ritorno sufficientemente duraturo a tassi di risparmio significativamente positivi per le famiglie americane ed a una presumibile progressiva riduzione del disavanzo esterno rispetto al PIL. A propiziare ciò sarà il consolidamento della debolezza del dollaro nei confronti dell'euro e la prosecuzione del lento, ma progressivo deprezzamento della moneta americana nei confronti delle monete dei paesi asiatici.

Le prospettive macroeconomiche dell'area euro, pur mostrando relativa solidità, sono esposte alle criticità derivanti dalla crisi dei mercati internazionali. La ridotta capacità di erogazione delle banche, minata dalle svalutazioni e dalle tensioni sui mercati interbancari, e la crisi di liquidità in atto limitano, anche in questa area geografica, l'accesso al credito da parte delle imprese con conseguente riduzione della spesa per investimenti.

Le revisioni a ribasso sulle stime di crescita dell'area trovano giustificazione anche nel rafforzamento dell'euro rispetto alle principali divise che riduce la competitività delle esportazioni, ridimensionandone i volumi. L'andamento dei consumi, stimolato dall'aumento salariale e dalla riduzione della disoccupazione, è indebolito dalla dinamica dell'inflazione; infatti, la parte prevalente dell'incremento dell'indice generale è ascrivibile ai prezzi dei beni di prima necessità, quali gli alimenti, i carburanti e le tariffe dei servizi di pubblica utilità.

Continua in alcuni paesi dell'area euro il processo di flessione nelle quotazioni degli immobili ad uso abitativo, particolarmente evidente in Spagna e Irlanda, ove sono cresciuti i rischi che tale fenomeno, oltre ad indebolire le capacità di consumo, vada a ridurre la stabilità e la solvibilità di alcuni istituti di credito. La crescita aggregata a livello di area non è stata supportata dall'azione della banca centrale europea, la cui politica monetaria rimane restrittiva. Ciononostante i riferimenti sempre più precisi ai rischi di ribasso sull'economia reale lasciano presagire che il ciclo monetario, oramai giunto ad un livello di neutralità, possa diventare espansivo nella seconda metà dell'anno, quando saranno più visibili gli effetti della crisi finanziaria.

In Giappone, sebbene il recente andamento degli investimenti e delle vendite al dettaglio abbia evidenziato un andamento favorevole, il settore produttivo e dei consumi mostrano segnali di grande fragilità. Gli indicatori anticipatori di ciclo (2) segnalano un indebolimento dell'attività economica, soprattutto nelle componenti trainanti il PIL quali esportazioni e investimenti. Il rafforzamento dello yen e il rallentamento dell'attività economica a livello globale non contribuiscono positivamente al ciclo delle esportazioni, mentre il processo di rallentamento della produzione industriale riduce la propensione all'investimento.

La fiducia dei consumatori, che rispecchia l'evoluzione futura della domanda, è indebolita dal recente aumento nei prezzi dei beni di prima necessità, cui non è corrisposto un incremento salariale significativo. Con riferimento alla dinamica dei prezzi, la debole progressione dei consumi e la riduzione nell'utilizzo della capacità produttiva, anticipano un ciclo stabile o deflativo.

La congiuntura delle economie emergenti si è caratterizzata per la relativa robustezza rispetto a quella delle economie più sviluppate. Il contributo principale deriva dalle esportazioni di materie prime che, supportando il gettito fiscale, sostengono la spesa infrastrutturale e aprono spazi per eventuali politiche anticicliche. Appartengono a questa categoria molti tra i paesi dell'area sudamericana, che mantengono tassi di crescita di circa il 5,0% annuo.

L'attività economica dell'area asiatica, pur caratterizzandosi per tassi di crescita maggiori, attesi su percentuali di circa l'8,0%, ha una composizione del PIL molto legata al canale estero; in questo si ravvisa un elemento di debolezza qualora continuasse la fase di rallentamento dell'attività economica dei maggiori partners commerciali. Tale aspettativa è evidente anche nella performance dei mercati azionari: infatti i listini di altre aree emergenti, meno dipendenti dal canale estero, hanno offerto nei primi mesi del 2008 rendimenti decisamente superiori di quelli asiatici.

<sup>2</sup> Ecowatcher Survey outlook 39, EcoWatcher current situation 33,6, hanno assunto livelli inferiori a quelli del 2001.

I mercati finanziari internazionali, come nel 2007, saranno ostaggio della crisi finanziaria in atto. La recente pressione registrata sui mercati interbancari, accresciuta dai rischi di ulteriori erosioni della struttura patrimoniale del settore bancario, evoca lo spettro della crisi di liquidità assimilabile a quella del 1929. I canali di propagazione interessano tutti i mercati dei principali investimenti rischiosi, sia dal punto di vista tecnico (flussi) sia da quello dell'analisi fondamentale.

Il primo fattore deriva direttamente dal drenaggio di disponibilità di cassa sofferto dagli intermediari finanziari: il crescente costo del denaro sul mercato interbancario, le significative svalutazioni attribuibili ai derivati del credito e l'incremento della volatilità hanno indotto le banche a ridurre il loro grado di "leva" e, di conseguenza, la loro esposizione sia sugli impieghi più rischiosi sia sui loro portafogli di investimento.

Dal punto di vista fondamentale le ulteriori flessioni sui corsi delle obbligazioni *corporate* potrebbero avere un impatto sulla politica dei dividendi: l'incremento del costo del capitale indurrà le imprese a mantenere internamente i flussi di cassa, anziché distribuirli. Ciò avrà un ulteriore effetto negativo sul mercato azionario. Per quel che riguarda considerazioni di tipo geografico, l'area nordafricana sembra mostrare un basso livello di correlazione rispetto agli altri mercati, offrendo un potenziale di diversificazione, mentre l'area asiatica presenta la debolezza di un possibile contagio dalla crisi americana attraverso il canale delle esportazioni.

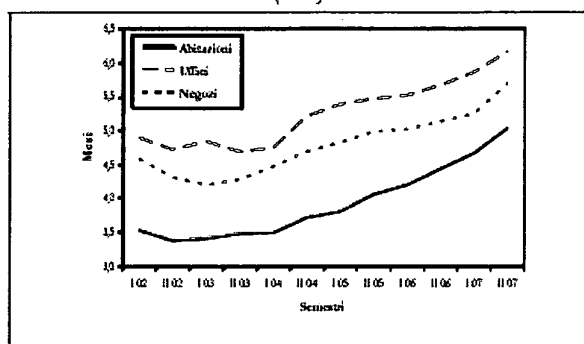
Nel mercato delle obbligazioni *corporate* il rischio di ulteriori fasi di debolezza è evidente nel settore dei finanziari, delle *utilities* e delle telecomunicazioni, per i quali si ritiene che la necessità di rifinanziamento del debito in essere rappresenterà una criticità. L'incertezza sulle possibili svalutazioni nei bilanci degli intermediari pesa sul settore finanziario, riducendo l'interesse degli operatori ad investire su questo comparto.

Le obbligazioni governative, in particolare nell'area americana, presentano livelli valutativi alti, che già scontano uno scenario recessivo; nell'area euro la parte a breve della curva ha assunto quotazioni alte, giustificate esclusivamente dall'incremento dell'avversione al rischio. Le obbligazioni governative tedesche registrano tassi di rendimento più bassi rispetto alle emissioni di altri Stati membri quali l'Italia, la Grecia ed il Portogallo. Le obbligazioni indicizzate all'inflazione sembrano mostrare prospettive migliori rispetto alle obbligazioni cd. "nominali", a causa delle tensioni inflazionistiche.

## Il settore immobiliare

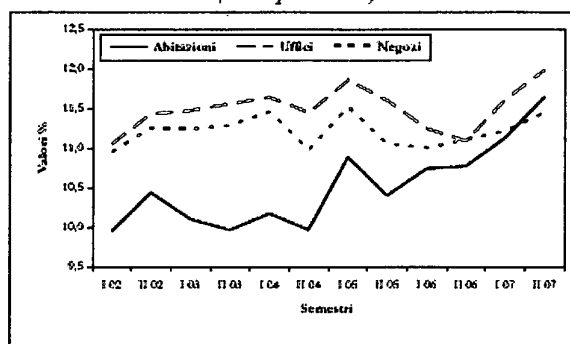
Secondo i principali operatori del settore nel 2007 il mercato immobiliare, dopo circa 9 anni di crescita ininterrotta, ha segnato una flessione diventando più complesso e incerto. Come evidenziato nelle due tabelle che seguono, sono aumentati i tempi medi di vendita e lo sconto medio praticato, mentre il numero di compravendite di abitazioni ha registrato, a livello nazionale, una diminuzione del 3,3% (9,7% nelle 13 grandi aree urbane).

**Media 13 Aree urbane – Tempi medi di vendita di abitazioni, uffici e negozi (mesi)**



Fonte: Nomisma.

**Media 13 Aree urbane – Sconto medio praticato sul prezzo offerto di abitazioni, uffici e negozi (valori percentuali)**



Fonte: Nomisma.

Il contributo del settore immobiliare alla crescita del PIL è stato anche per il 2007 fondamentale: il valore delle compravendite, infatti, è stato pari a circa € 125 miliardi, pari a circa l'8,0% del PIL.

Tuttavia, sebbene il *real estate* in Italia sembra che abbia toccato il picco massimo del ciclo attualmente in corso, i prezzi hanno proseguito l'andamento positivo degli anni precedenti seppure ad un ritmo più lento, con incrementi annuali che - come evidenziato nella seguente tabella - nelle 13 grandi aree urbane si sono attestati al 5,1% per le abitazioni, al 6,3% per gli uffici, al 5,8% per i negozi ed al 7,1% per i capannoni industriali.

#### Media 13 grandi aree urbane – Variazioni percentuali dei prezzi medi correnti degli immobili

	Var.% semestrale	Var.% annuale
Abitazioni	2,0	5,1
Uffici	2,7	6,3
Negozi	2,3	5,8
Capannoni industriali	-	7,1
Box e garage <sup>(1)</sup>	-	6,5

<sup>(1)</sup> Giugno 2006-Giugno 2007.

Fonte: Nomisma.

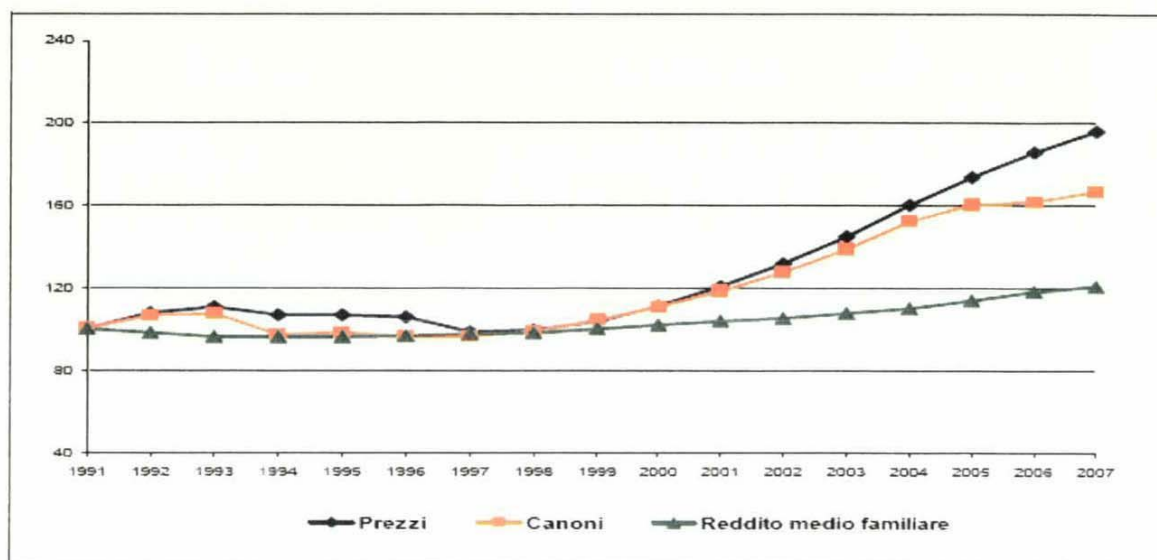
Alcuni segnali negativi si colgono anche sul fronte delle locazioni.

I tempi medi per pervenire alla rilocalizzazione per un'abitazione si sono infatti allungati fino a 3 mesi mentre, a causa della crisi congiunturale, la forbice fra il canone sostenibile e quello di mercato, ad esempio, di un'abitazione di 80 metri quadrati è, a livello nazionale, pari al 38,6%. In generale si registra una tendenza alla diminuzione dei rendimenti delle locazioni per tutti i comparti immobiliari, con valori medi del 5,0% per le abitazioni e gli uffici, del 7,9% per l'industriale e del 7,7% per il commerciale. Rallenta anche la corsa all'indebitamento e l'erogazione dei mutui registra una crescita (1,2%) sensibilmente inferiore a quella degli anni precedenti.

L'incremento dei prezzi delle abitazioni - verificabile nella tabella che segue - ha determinato l'incremento sia dell'importo sia della durata dei mutui che, nel secondo semestre dell'anno, hanno raggiunto, rispettivamente, un valore medio di € 136.000 ed una durata media di 22 anni.

#### Evolutione di prezzi e canoni di abitazioni e del reddito familiare nel periodo 1991-2007

(valori in numero indice, 1991 = 100)



Fonte: Elaborazioni e stime Nomisma su fonti varie.