

Il cui singolo dettaglio della componente economica delle gestioni esterne è di seguito riportato:

SGR	Descrizione	Ricavi	Costi	Saldo
Pioneer	<i>Dividendi</i>	539.200,85		
	<i>Interessi-compravend.</i>	2.296.527,20		
	<i>Interessi di liquidità</i>	62.005,88		
	<i>Plus/minus</i>	7.365.419,20	2.507.758,97	
	<i>Spese Bancarie</i>		306.145,91	
	<i>Altro</i>	0	118.834,47	7.330.413,78
Generali A. M.	<i>Dividendi</i>	984.737,35		
	<i>Interessi-compravend.</i>	3.129.774,61		
	<i>Interessi di liquidità</i>	48.324,59		
	<i>Plus/minus</i>	3.254.220,28	1.592.176,62	
	<i>Spese Bancarie</i>		165.586,39	
	<i>Altro</i>	0	45.851,98	5.613.441,84
Duemme	<i>Dividendi</i>	975.920,91		
	<i>Interessi-compravend.</i>	3.144.378,31		
	<i>Interessi di liquidità</i>	0		
	<i>Plus/minus</i>	6.918.425,11	2.003.127,22	
	<i>Spese Bancarie</i>		198.140,88	
	<i>Altro</i>	0	63.867,35	8.773.588,88
Morgan Stanley	<i>Dividendi</i>	167.553,19		
	<i>Interessi-compravend.</i>	0		
	<i>Interessi di liquidità</i>	1.893,99		
	<i>Plus/minus</i>	808.310,56	321.968,03	
	<i>Spese Bancarie</i>		68.537,66	
	<i>Altro</i>	210.774,75	48.538,74	749.488,06
Merrill Lynch	<i>Dividendi</i>	82.520,94		
	<i>Interessi-compravend.</i>	0		
	<i>Interessi di liquidità</i>	1.416,25		
	<i>Plus/minus</i>	256.833,77	43.312,92	
	<i>Spese Bancarie</i>		15.781,72	
	<i>Altro</i>	6.514,55	0	288.190,87
ARCA sgr	<i>Interessi di liquidità</i>	649,49		
	<i>Plus/minus</i>	0	0	
	<i>Spese Bancarie</i>		6.689,46	
	<i>Altro</i>	75.813,89	0	69.773,92
Duemme GPF	<i>Interessi di liquidità</i>	0		
	<i>Plus/minus</i>	42.779,55	0	
	<i>Spese Bancarie</i>		26.878,96	
	<i>Altro</i>	329.345,92	0	345.246,51

Per un'analisi comparata dei rendimenti dei portafogli (a gestione diretta e non) si allegano nel prospetto sottostante i dati "puramente contabili" estrapolati dal bilancio (che non tengono conto delle plusvalenze implicite) nel quale è possibile verificare il rendimento e le voci più significative in base all'impostazione seguita negli anni pregressi per consentire la confrontabilità:

ANALISI DELLE REDDITIVITA' DEL PATRIMONIO MOBILIARE

(ad esclusione delle obbligazioni e delle liquidità)

Patrimonio	Valori mobiliari	Utile/Perdite su cambi	Riprese di valore	Svalutazione	Valore al 31.12.07
PATRIMONIO MOBILIARE	2.877.484.883,70	-10.095.620,28	3.414.823,11	49.008.296,56	2.821.795.789,97
Gestione diretta	2.534.378.176,69	-10.095.620,28	2.935.634,76	42.166.338,35	2.485.051.852,82
Immobilizzazioni	444.480.516,44	0,00	1.745.247,15	0,00	446.225.763,59
Titoli di Stato	131.690.354,94				131.690.354,94
Azioni	253.616.358,49		1.745.247,15		255.361.605,64
Private equity	1.613.534,00				1.613.534,00
Altri fondi	4.473.178,69				4.473.178,69
Fondi e certificati immobiliari	53.087.090,32				53.087.090,32
Circolante	2.089.897.660,25	-10.095.620,28	1.190.387,61	42.166.338,35	2.038.826.089,23
BTP	398.153.076,20			1.894.947,28	396.258.128,92
BOT	117.904.000,00				117.904.000,00
CCT	150.600.752,39			150.752,39	150.450.000,00
Titoli indicizzati	406.502.746,81				406.502.746,81
Titoli indicizzati in valuta	19.001.383,05	-2.001.979,83			16.999.403,22
Obbligazioni Republic of Italy	15.000.000,00			70.500,00	14.929.500,00
Titoli in valuta	59.891.550,02	-5.786.216,65			54.105.333,37
Azioni	678.683.472,35		1.103.278,61	30.376.415,77	649.410.335,19
ETF	104.894.459,08		87.109,00	9.480.629,50	95.500.938,58
Obbligazioni Corporate	29.965.022,15			135.292,15	29.829.730,00
Obbligazioni Sovranazionali	109.301.198,20	-2.307.423,80		57.801,26	106.935.973,14
Gestione SGR	343.106.707,01	0,00	479.188,35	6.841.958,21	336.743.937,15
Pioneer	80.670.864,23		137.670,37	1.967.373,66	78.841.160,94
Generali-ass-manag.	114.269.240,02		221.821,88	2.663.779,86	111.827.282,04
Duemme	109.801.178,47		629,65	1.660.737,25	108.141.070,87
Morgan Stanley Spa	8.440.415,90		18.156,68	270.791,88	8.187.780,70
Arca Spa	4.359.433,85		89.039,42	59.432,32	4.389.040,95
Fondi azionari (Duemme GPF)	17.349.397,22				17.349.397,22
Merrill Lynch Int. Bank	8.216.177,32		11.870,35	219.843,24	8.008.204,43
Descrizione	Dividendi/Proventi	Interessi attivi	Plusvalore	Minusvalore	
Gestione diretta	38.677.065,53	55.566.470,41	40.379.268,00	1.352.607,63	
SGR	3.155.093,05	8.684.970,32	18.645.988,47	6.468.343,76	
Pioneer	539.200,85	2.358.533,08	7.365.419,20	2.507.758,97	
Generali-ass-manag.	984.737,35	3.178.099,20	3.254.220,28	1.592.176,62	
Duemme	975.920,91	3.144.378,31	6.918.425,11	2.003.127,22	
Morgan Stanley Spa	167.553,19	1.893,99	808.310,56	321.968,03	
Arca Spa	75.813,89	649,49	0,00	0,00	
Merrill Lynch Int. Bank	82.520,94	1.416,25	256.833,77	43.312,92	
Fondi azionari (Duemme GPF)	329.345,92	0,00	42.779,55	0,00	
TOTALE	41.832.158,58	64.251.440,73	59.025.256,47	7.820.951,39	
INDICATORI DI REDDITIVITÀ	LORDI	NETTI da minusvalenze			
Gestione diretta	134.622.803,94	5,4%	133.270.196,31	5,4%	
Valore patrimonio 2007	2.485.051.852,82		2.485.051.852,82		
SGR	30.486.051,84	9,1%	24.017.708,08	7,1%	
Valore patrimonio 2007	336.743.937,15		336.743.937,15		
TOTALE	165.108.855,78	5,9%	157.287.904,39	5,6%	
Valore patrimonio 2007	2.821.795.789,97		2.821.795.789,97		

E' opportuno rilevare che da un punto di vista puramente "finanziario" la performance del portafoglio in delega (come analiticamente evidenziato nello schema dei rendimenti lordi delle gestioni a benchmark) è stata del 1,67% in over performance sul parametro di riferimento di 99 punti base mentre (anche se non omogeneo nel confronto poiché non è una gestione a benchmark ma total return) la gestione diretta ha reso +1,45%.

E' doveroso sottolineare che le differenze macroscopiche tra il rendimento contabile e il rendimento finanziario sono influenzate dalle diverse tecniche di elaborazione numerica; infatti, mentre sul portafoglio finanziario il conteggio viene effettuato prendendo a base come differenziale il patrimonio iniziale e il patrimonio finale valorizzato secondo i prezzi di mercato, nella simulazione contabile il costo medio ponderato (oltre ad escludere le plusvalenze implicite non contabilizzate) rendendo omogenei i portafogli, appiattisce l'attività e il contributo della singola gestione (diretta o esterna che sia); pertanto è necessario sottendere le diverse logiche seguite che implicano criteri di applicazione solo in apparenza similari.

Al 31.12.07 il dato relativo alle spese bancarie è pari a euro 2.289.286,20 e rappresenta per circa il 32% le commissioni corrisposte alla Banca popolare di Sondrio per il servizio di riscossione dei contributi tramite MAV (per il cui commento si rimanda alla voce "contributi" del conto economico), per circa il 34% le spese addebitate per la compravendita di titoli delle SGR e le relative commissioni di gestione contrattualmente dovute, per circa il 7% le commissioni dovute per le operazioni finanziarie della gestione diretta e per il circa il 28% le commissioni legate ai fondi Fondamenta, Italian Business Hotels e F2i. Si precisa che per il fondo F2i, deliberato nel corso del 2007, sono state accertate le sole commissioni di gestione di competenza in attesa dei primi richiami di capitale.

Segue un dettaglio esplicativo:

Spese Bancarie	2.289.286,20	100%
Spese bancarie varie (*)	720.918,31	32%
Gestione Diretta	780.606,91	34%
SGR	787.760,98	34%
Pioneer	306.145,91	
Generali-ass-manag.	165.586,39	
Duemme	198.140,88	
Morgan Stanley spa	68.537,66	
Arca spa	6.689,46	
Duemme GPF	26.878,96	
Merrill Lynch Int. Bank	15.781,72	

(*) Comprendono per il 99% il costo dei M.AV.

A complemento delle spese bancarie si ricorda che le commissioni di over performance riconosciute alle SGR sono iscritte nella voce "altri oneri finanziari".

Quest'ultima voce, pari a euro 10.380.542,76, è sostanzialmente così scomponibile:

- Euro 223.568,89 per commissioni di over performance pari al 10% della differenza tra tasso di rendimento ottenuto dalla gestione nell'anno (al netto delle commissioni fisse) e la variazione percentuale avvenuta nello stesso periodo del benchmark di riferimento

che nel 2007 hanno maturato Pioneer per euro 111.162,80, Duemme per euro 63.867,35 e Morgan per euro 48.538,74;

- Euro 10.103.450,22 per perdite su cambi sulla gestione diretta;

Si ritiene opportuno sottolineare che le perdite su cambi esposte in bilancio al 31/12/07 hanno interessato i titoli obbligazionari in valuta estera della gestione diretta (TIPS, US Treasury e BEI).

RETTIFICHE DI VALORI

Descrizione	Valore al 31.12.2007	Valore al 31.12.2006
Rettifiche di valori	3.414.823,11	11.436.411,03
Rivalutazione titoli per ripristino valore	3.414.823,11	11.436.411,03

Rivalutazione titoli per ripristino di valore

Come più volte precisato nel testo della nota integrativa, i titoli sono valutati al minore tra prezzo di acquisto e valore di mercato.

In sede di valutazione del portafoglio mobiliare per il bilancio consuntivo, si può verificare la determinazione di valori di mercato inferiori a quelli a cui risultano contabilizzate le attività finanziarie, in questo caso si procede a svalutazione.

Se però negli anni successivi alla svalutazione, le quotazioni dei titoli svalutati registrano rialzi, gli eventuali "ripristini di valore" devono essere contabilizzati per riportare la valutazione del titolo fino al massimo del valore d'acquisto. Sulla base del principio illustrato, sancito dall'art. 2426 del c.c., al 31.12.07 è stato possibile recuperare parte della svalutazione rilevata precedentemente per un totale pari a circa 3,4 milioni di euro.

RETTIFICHE DI COSTI

Descrizione	Valore al 31.12.2007	Valore al 31.12.2006
Rettifiche di costi:	2.483.379,22	2.366.933,75
Pensioni reintroitate	1.406.575,00	1.269.850,07
Recupero maggiorazioni ex-combattenti	464.101,89	481.352,84
Altri recuperi	612.702,33	615.730,84

Pensioni reintroitate

La voce accoglie il dato relativo agli assegni di pensione 2007 reintroitati sulla base della comunicazione del decesso del beneficiario tramite riaccredito effettuato dalla nostra banca cassiera a seguito di restituzione effettuata dagli eredi, nonché, seppur in forma marginale (3,61%), il recupero di somme erogate per pensioni che, alla luce della definizioni di dati reddituali diversi, vengono rideterminate nel loro importo. Inoltre è incluso nel dato l'accertamento effettuato al 31.12.2007 dell'importo da recuperare sulla base dei decessi già accertati (circa 75 mila Euro).

Recupero maggiorazioni ex combattenti

Il valore esposto in bilancio pari ad Euro 464.101,89, rappresenta quanto anticipato ai pensionati nel corso del 2007 per conto del Ministero dell'Economia e delle Finanze al quale viene successivamente presentata istanza per il recupero degli importi versati. Il dato risulta decrementato di circa il 3,58% rispetto al 2006, confermando l'andamento negativo verificatosi nel corso degli anni dovuto alla diminuzione delle posizioni contributive.

Altri recuperi

La posta di bilancio pari ad Euro 612.702,33 è costituita per la quasi totalità (circa il 99%) dal dato relativo alle spese di portierato dell'anno 2007 per le quali si procede al recupero sugli inquilini degli stabili di proprietà dell'Ente, mentre il restante 1% è rappresentato da recuperi e rimborsi diversi.

PROVENTI STRAORDINARI

Descrizione	Valore al 31.12.2007	Valore al 31.12.2006
Proventi straordinari	41.293.180,75	31.439.067,77
Sopravvenienze attive	41.277.802,75	29.833.238,83
Insussistenze del passivo	13.300,27	104.941,11
Plusvalenze	2.077,73	1.500.887,83

Sopravvenienze attive

Descrizione	Valore al 31.12.2007	Valore al 31.12.2006
Sopravvenienze attive	41.277.802,75	29.833.238,83
Sopravv. Attive su pensioni	430.481,37	525.124,98
Sopravv. Attive per contributi arretrati	40.629.309,06	29.002.177,85
Sopravvenienze attive varie	218.012,32	305.936,00

Sopravvenienze attive su pensioni

L'importo è pari a Euro 430.481,37 espone l'ammontare degli assegni di pensione relativi ad anni precedenti rentroitati per decesso dei beneficiari e per i quali non era stato accertato il credito per mancanza di comunicazione tempestiva, da parte degli eredi, della data del decesso. Per una più chiara lettura si precisa che tale importo è riconducibile per circa 419 mila Euro agli assegni di pensione relativi ad anni precedenti rentroitati per decesso dei beneficiari, e per circa 11 mila Euro al recupero di somme erogate in anni pregressi per pensioni successivamente ridefinite nel loro ammontare in conseguenza del consolidamento dei dati reddituali.

Si precisa che al 31.12.2007 è stato accertato un importo di circa 47 mila Euro a titolo di recuperi per assegni di pensione anni precedenti sulla base dei decessi già accertati.

Sopravvenienze attive per contributi arretrati

Le sopravvenienze attive sono espressione di eventi di pertinenza di esercizi precedenti ma dei quali si ha conoscenza soltanto successivamente e possono presentare, nel dato di

consuntivo, un andamento fortemente alternante da un esercizio all'altro rendendo poco indicativa la percentuale di scostamento rilevabile; l'importo pari ad Euro 40.629.309,06 si riferisce quindi a quote di ricavi che, seppur di competenza degli esercizi precedenti, si sono manifestati nel corso del 2007.

Per una migliore lettura del dato di bilancio, si precisa che esso è costituito:

- per il 61%, pari a circa 24,794 milioni di Euro, da sopravvenienze accertate sull'auto-tassazione per art. 10 ed art. 11 eseguite sui Mod5 dal 1997 al 2006 così suddivisi:
 - circa 18,130 milioni di Euro per eccedenze Irpef
 - circa 6,663 milioni di Euro per eccedenze IVA;
- per il 25%, pari a circa 10,267 milioni di Euro, dai contributi minimi dovuti per anni pregressi posti in riscossione nel ruolo 2007 (ruolo coattivo) così suddivisi:
 - circa 6,518 milioni di Euro per contributi soggettivi;
 - circa 2,422 milioni di Euro per contributi integrativi;
 - circa 1,327 milioni di Euro per contributi maternità
- per il 14% pari a circa 5,557 milioni di Euro, dai contributi riferiti ad anni pregressi riconducibili a versamenti effettuati direttamente dai professionisti a seguito di verifica contributiva, tramite MAV o con trattenute sulle pensioni così suddivisi:
 - circa 4,720 milioni di Euro per versamenti tramite MAV;
 - circa 837 mila Euro per recuperi di contribuzioni pregresse eseguiti con diverse modalità.

Per ulteriori dettagli si rinvia alla sezione "crediti verso iscritti" dell'attivo circolante dello Stato Patrimoniale ed al commento introduttivo della sezione "Contributi" del conto economico.

Sopravvenienze attive varie

L'importo pari ad Euro 218.012,32 accoglie gli incassi relativi ad anni precedenti per recuperi vari. Le poste più significative che compongono questa voce riguardano:

- per circa Euro 15.800,00 rimborsi su consumi di utenze varie della Sede e degli stabili di proprietà della Cassa;
- per circa Euro 41.000,00 fatture ufficio immobiliare per errata applicazione IVA;
- per circa Euro 8.500,00 recuperi di spese legali;
- per circa Euro 12.700,00 incassi da conti correnti postali;
- per circa Euro 15.400,00 restituzioni assistenza indennitaria;
- per circa Euro 8.400,00 rimborso sgravio per INVIM '91 degli immobili di Roma;
- per circa Euro 14.000,00 rimborso a seguito azione legale gestione diretta;
- per circa Euro 11.000,00 versamenti da concessionarie .

Insussistenze del passivo

Descrizione	Valore al 31.12.2007	Valore al 31.12.2006
Insussistenze del passivo	13.300,27	104.941,11
Insussistenze del passivo	13.300,27	104.382,45
Insussist. del pass. Per debiti OO.CC.	0	558,66

Il valore al 31.12.2007 pari a circa 13 mila Euro è riferito principalmente all'annullamento di debiti per fatture da ricevere erroneamente iscritti, a seguito principalmente di comunicazioni del Servizio Immobiliare, nel passivo dello Stato Patrimoniale in anni precedenti.

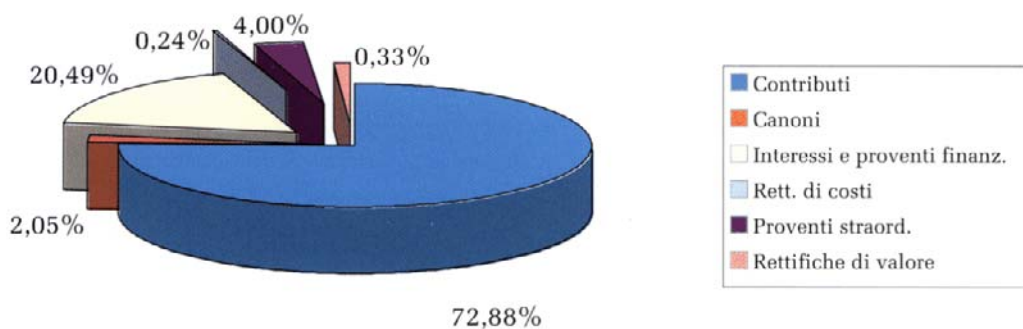
Plusvalenze

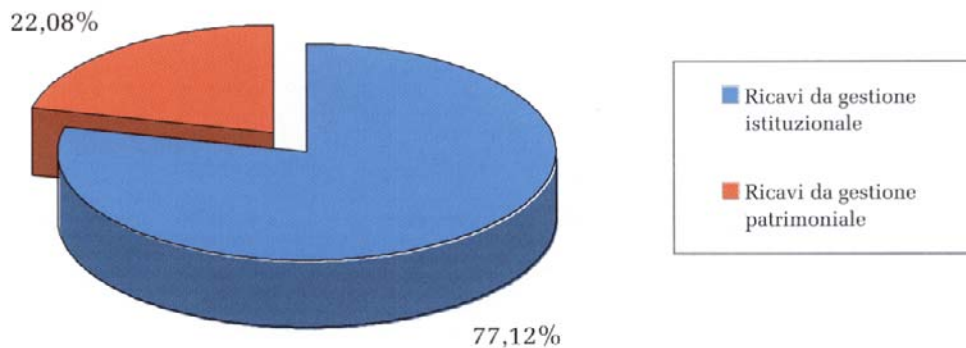
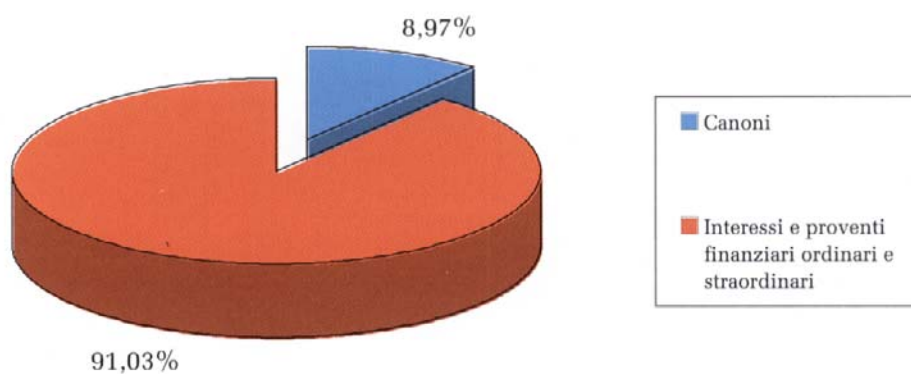
Descrizione	Valore al 31.12.2007	Valore al 31.12.2006
Plusvalenze	2.077,73	1.500.887,83
Plusvalenze su attivo immobilizz.	2.077,73	1.405,69
Plusvalenze su titoli	0	1.499.482,14

Il dato relativo all'attivo immobilizzato esprime principalmente la plusvalenza rilevata a seguito della vendita della vettura Lancia Thesis avvenuta nel corso dell'esercizio per il cui commento si rimanda alla voce "immobilizzazioni materiali e immateriali" dello Stato Patrimoniale.

Ricavi originatisi nel corso della gestione dell'esercizio 2007

Rappresentazione dei ricavi conseguiti dalla gestione del 2007



Rappresentazione dei ricavi derivanti dalla gestione istituzionale e patrimoniale**Rappresentazione dei ricavi derivanti dalla gestione del patrimonio mobiliare e immobiliare della Cassa**

Allegati di bilancio

PAGINA BIANCA

Relazioni sulle Attività

Contabilità e finanza

Premessa

Per la comprensione dei fenomeni economici che hanno investito l'attività mobiliare della Cassa Forense è opportuno, come di consueto, rappresentare nell'estrema sintesi i principali elementi macroeconomici che hanno caratterizzato lo scenario mondiale nel corso del 2007 ad integrazione dei brevi cenni presenti in nota integrativa..

A seguire una panoramica delle funzioni tipiche espletate dal servizio Contabilità e Finanza anche alla luce delle novità organizzative introdotte nel 2006 con la creazione del nuovo servizio di Front Office Finanziario. La finalità è quella di illustrare al lettore esterno le diverse competenze non sovrapponibili esistenti nell'ambito della materia finanziaria nonché dare un'idea della complessa attività legata ai volumi economico finanziari amministrati dall'intero Servizio e nella sua complessità dall'Ente.

Scenario economico 2007

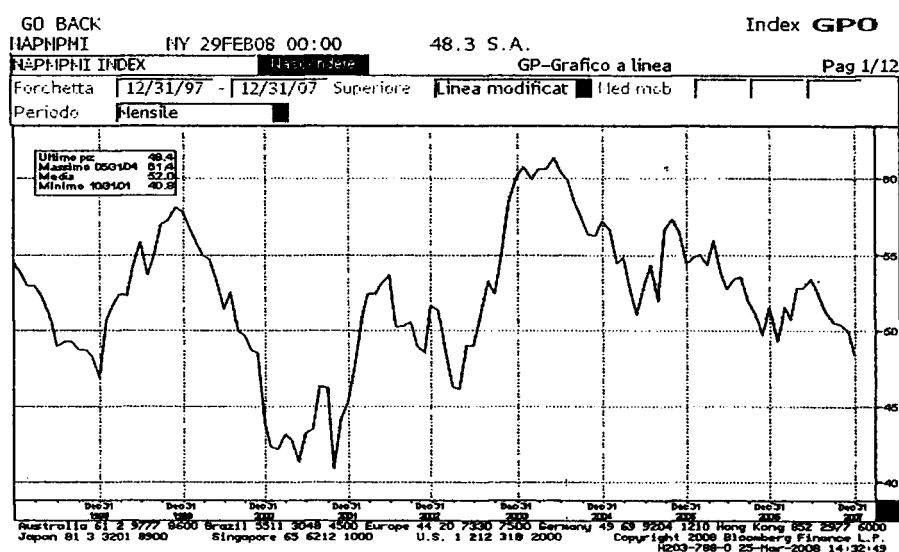
Le dinamiche che hanno determinato gli andamenti dei mercati finanziari degli ultimi quattro anni, caratterizzati da una crescita pressoché ininterrotta dei listini azionari e da una volatilità contenuta, hanno subito una forte battuta di arresto durante la passata estate del 2007. L'anno appena trascorso verrà, infatti, ricordato per la crisi provocata dai mutui *sub-prime* statunitensi – i prestiti concessi alla clientela ad alto rischio di solvibilità - crisi che ha determinato un forte contraccolpo sui mercati finanziari e ridimensionato di fatto le previsioni di crescita dell'economia per il 2008. Le dinamiche generate dalla crisi, agendo su diverse componenti dell'economia (banche, finanziarie, società veicolo delle cartolarizzazioni, imprese edili ed immobiliari, società di assicurazione e riassicurazione rischio crediti), hanno portato ad un deterioramento rilevante degli indicatori qualitativi del "sentiment" di imprese e famiglie americane.

In un primo momento, le proiezioni del Fondo Monetario Internazionale (F.M.I.) avevano circoscritto l'effetto negativo della crisi sul PIL mondiale, basandosi essenzialmente sul fatto che era in atto un riequilibrio fra le forze mondiali; da una parte i vecchi motori propulsivi dell'economia mondiale (Stati Uniti, West Europa e Giappone) che registrano un rallentamento, dall'altra le nuove realtà che continuano ad esprimere tassi di sviluppo maggiori rispetto ai mercati maturi, con una crescita autonoma ed indipendente in grado di finanziare in percentuali rilevanti il debito pubblico statunitense. Tale andamento veniva evidenziato dai seguenti dati del PIL: Italia 1,5%, Stati Uniti d'America 2,2%, Giappone 2,1%, Europa 2,6%, Cina 11,5%, India 8,9%, Russia 6,5%, Brasile 5,4%.

Di recente, invece, il F.M.I. ha corretto al ribasso le previsioni di crescita del 2008 segnalando sia la possibilità di un negativa influenza sui mercati emergenti, motori dell'economia mondiale, con possibile rallentamento nel 2008, sia possibili rischi di crescita sull'inflazione.

La crescita dell'economia USA risulta pertanto caratterizzata da forti squilibri accumulati negli anni passati e che molti economisti attribuiscono alla politica eccessivamente accomodante portata avanti dal precedente Governatore della Fed. Il forte deficit della bilancia commerciale, l'alto livello di indebitamento delle famiglie, il credito facile e la bolla immobiliare sono tutti fattori che, per essere corretti, fanno supporre un periodo di crescita dell'economia su livelli assai più bassi rispetto al passato, configurando un'ipotesi di recessione che si prova a non far materializzare con politiche monetarie e fiscali espansive, prevalentemente a favore di famiglie ed imprese.

Sul fronte inflazionistico, i prezzi al consumo vengono sospinti verso l'alto dai beni importati, dall'energia – con il prezzo del petrolio oltre i 100 dollari al barile – e dai prezzi degli affitti (altra conseguenza della “ crisi subprime”). L'indice manifatturiero USA (ISM – vedere grafico sottostante), da alcuni mesi vicino al livello di 50 – soglia di demarcazione fra espansione e contrazione dell'attività economica –, toccando quota 48,3 nel mese di febbraio 2008, evidenzia un forte rallentamento dell'attività, preludendo forse l'approssimarsi di una vera e propria recessione; a tale riguardo, peraltro, è bene ricordare che tale indice nel 2001 era sceso abbondantemente sotto il livello di 50. In termini assoluti, la produzione manifatturiera si è mantenuta in lieve crescita soprattutto grazie alle esportazioni e l'indicatore degli ordini dei beni durevoli ha registrato flebili segnali di miglioramento.

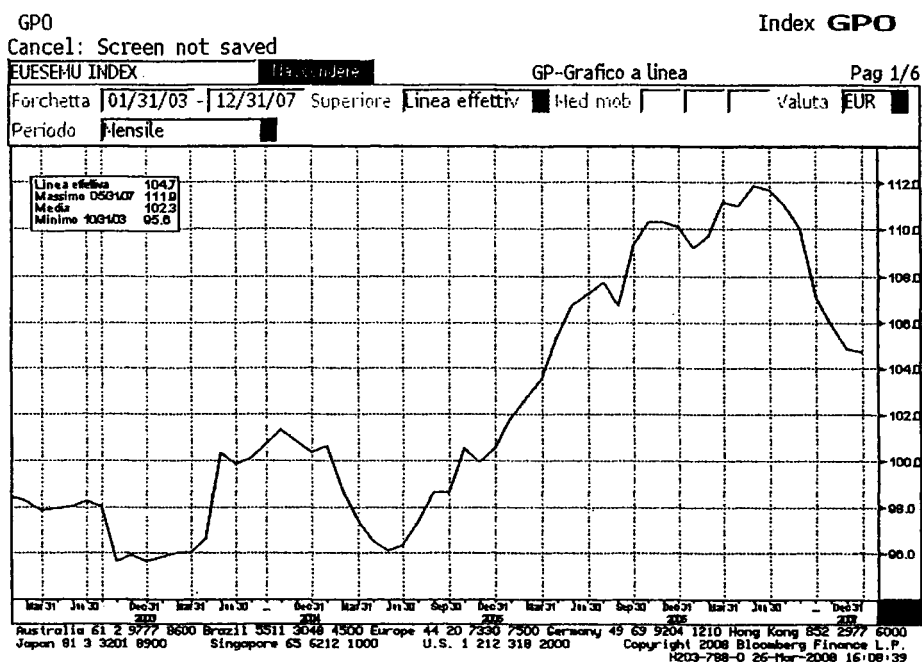


Fonte Bloomberg ISM Manufacturing PMI sa

L'indice misura l'andamento dell'attività manifatturiera negli USA, è pubblicato dall'Institute for supply management (ex NAPM National Association of purchasing management)

Dal lato dell'occupazione, lo scenario che si presenta sembrerebbe più coerente con un forte rallentamento dell'economia americana piuttosto che con una vera e propria recessione, considerando un parziale bilanciamento delle perdite di posti di lavoro nei settori edile e manifatturiero con significativi incrementi nei settori del terziario. Il tasso di disoccupazione si attesta intorno al 5%.

In Europa lo scenario di rallentamento congiunturale appare per il momento meno evidente con una crescita media annua del 2,6%, ma l'indice di fiducia (vedere grafico seguente) sul sistema economico, elaborato dalla Commissione Europea, mostra chiaramente una forte flessione coincidente con l'inizio della crisi americana.



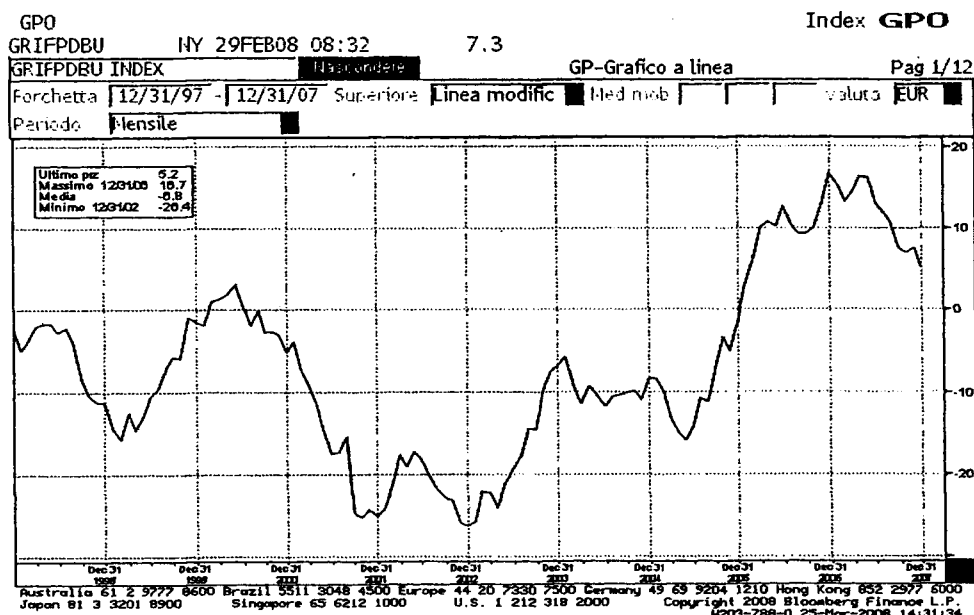
Fonte Bloomberg European Commission Economic Sentiment Indicator Eurozone

L'indice misura la fiducia degli operatori e consumatori nell'economia Europea ed è pubblicato dalla Commissione Europea

Un fattore sicuramente importante è risultato essere l'inasprimento degli standard applicati al credito concesso dalle banche (maggiori garanzie collaterali, tassi più elevati, accorciamento delle scadenze). Le conseguenze dirette per le imprese si sono manifestate in un calo sensibile delle vendite al dettaglio, una diminuzione delle attività di fusione e acquisizione ed una domanda di credito sostenuta principalmente da fabbisogni di cassa e di magazzino; per le famiglie, in parallelo, vi è stato un calo rilevante del credito al consumo ed immobiliare.

In questo contesto si inserisce la dinamica inflattiva (2,1% medio annuo), leggermente superiore al target della Banca centrale (2%), la quale tendenzialmente persegue la politica di circoscrizione al 2% da circa otto anni consecutivi. Il controllo ferreo della BCE sui tassi ed il rafforzamento del cambio con il dollaro hanno contribuito a sterilizzare le spinte da inflazione dipendente dai prezzi petroliferi, ma soprattutto nell'ultimo trimestre vengono evidenziate le spinte della "headline inflation" (comprensiva dei beni di consumo ed energia trasformata), più difficilmente arginabili in quota 3%. Considerando il calo della domanda di credito come indicatore del rallentamento della domanda interna, lo stato inflattivo risulta originato da squilibrio nel sistema produttivo - distributivo delle merci e dell'energia, circostanza che unita ad un quadro di rallentamento produttivo evoca lo spettro della stagflazione.

Il rallentamento ha interessato le quattro economie maggiori: Gran Bretagna (3,1%), Germania (2,6%), Francia (1,9%) e Italia (1,7%); in questo contesto, la Germania si è mantenuta sopra la media continentale e l'andamento dell'indice del clima di affari (IFO- grafico seguente) tedesco si attesta ancora su livelli compatibili con un discreto andamento della produzione nei mesi a venire ed il tasso di disoccupazione dell'area euro (intorno al 7%).



Fonte Bloomberg IFO Pan Germany Business Climate diffusion

L'indice IFO misura la fiducia degli imprenditori tedeschi e risulta essere uno degli indicatori più seguiti in Europa. E' pubblicato dall'Insitute For Economic research (Monaco)

Per quanto riguarda l'Italia la crescita è stata prevalentemente sostenuta dalla domanda interna (1,2%) ed il tasso di disoccupazione è in linea con la media europea, mentre la permanenza delle problematiche strutturali delle imprese italiane in relazione ai mercati esteri non ha impedito un rallentamento dell'erosione delle quote di export, determinato da politiche di riduzione dei margini di profitto a favore del recupero di quote di mercato.

In Giappone la crescita del 2,1% è stata supportata prevalentemente dalla domanda estera, soprattutto verso la Cina, e da più modeste dinamiche della domanda interna e degli investimenti produttivi, mentre gli investimenti residenziali hanno subito una caduta vicina al 30%, in corrispondenza della nuova normativa sui permessi edilizi. I settori produttivi trainanti sono stati quello elettronico, il metallurgico ed i trasporti. Le dinamiche inflazionistiche sono considerate in espansione ma si contengono comunque intorno al 0,80%, anche per interventi sui tassi della BOJ; si nota una riduzione dell'occupazione a tempo determinato che influisce sul dato globale e materializza, con altri indicatori (tassi di rotazione, annunci di lavoro, creazione di nuovi posti), un "sentiment" non positivo.

In Cina continua il trend fortemente espansivo della produzione industriale delle vendite al dettaglio e l'inflazione da domanda viene tenuta sotto controllo dalle autorità centrali tramite la politica monetaria; le esportazioni tendono a rallentare inducendo una flessione dell'avanzo commerciale.

I mercati finanziari sono stati pesantemente influenzati dalla crisi subprime accentuando la volatilità nella seconda parte dell'anno. Nonostante le tensioni della crisi riguardassero in

prima linea i mercati obbligazionari, inevitabili sono state le ripercussioni anche sui mercati azionari. Il principale settore interessato dalla crisi è stato ovviamente quello bancario – finanziario, con avvicinamento ai minimi storici decennali; le migliori performance sono state registrate dalle materie prime, energia e utilities. Nel complesso gli indici delle principali borse registrano performance positive (DJ ind. +6,43% - Nasdaq +9,81% - FTSE 100 +3,80% - CAC 40 +1,31% - IBEX +7,32% - DAX +22,29%) con l'eccezione dello SPMIB(-6,95%) e del NIKKEI (-11,13%); questi ultimi due casi negativi indicano una performance positiva non eccezionale nel primo semestre dell'anno, circostanza che non si è verificata per gli altri indici.

Di riflesso ai mercati azionari, i rendimenti delle obbligazioni nel primo semestre in tutto il mondo sono cresciuti sulla scia di una sostenuta crescita economica ed in previsione di rialzi dei tassi da parte delle Banche Centrali, conseguenza di una politica monetaria restrittiva. Nella seconda metà dell'anno, invece, lo scenario per il segmento obbligazionario ha subito una rapida inversione. Anche i rendimenti del mercato obbligazionario hanno iniziato a scendere in modo rapido sull'onda della diffusione della crisi ed il conseguente crollo del mercato azionario ha portato ad una riallocazione del rischio di credito verso i più sicuri titoli di stato dei paesi sviluppati.

Il 12 dicembre 2007, dopo che l'Euribor a tre mesi superava quota 4,95%, la Fed, la BCE, la Banca Centrale Svizzera, la Banca d'Inghilterra, la Banca Centrale del Canada hanno effettuato una manovra congiunta per evitare che la mancanza di liquidità mettesse a rischio la crescita mondiale.

Tale manovra ha effettivamente fatto arretrare il costo del denaro lasciando però molte tensioni sul mercato; basti pensare che il differenziale tra il tasso Euribor a tre mesi e il tasso di riferimento della BCE è ancora di 70 punti base circa, mentre prima della crisi oscillava tra i 20 e 30 punti.

Così, nell'anno passato non sorprende che le migliori "performance total return" (somma di capital gain e rendimenti cedolari) siano state realizzate dai titoli obbligazionari a cedola variabile.

Con riferimento ai mercati valutari, l'anno 2007, uno degli anni più lineari che i mercati in questione abbiano vissuto nel recente passato, ha visto rafforzarsi l'euro su tutte le altre principali monete. Si deve, però, escludere la breve parentesi estiva, quando anche le monete hanno subito il contraccolpo della crisi *subprime*, al pari di tutte le attività finanziarie.

Il dollaro ha accentuato la sua debolezza nei confronti dell'Euro ed ha visto un nuovo minimo, registrando un cambio massimo a quota 1,4874. Il corso della moneta americana è stato appesantito dal rallentamento congiunturale in atto negli Stati Uniti e dalla corrispondente accelerazione dell'economia europea, dando origine a politiche monetarie opposte: tassi stabili tendenti al rialzo a Francoforte e in discesa a Washington in chiusura anno.

In conclusione e alla luce del suddetto scenario economico, si ritiene opportuno menzionare sinteticamente lo studio condotto dalla società Prometeia per analizzare le performance e il rischio dei portafogli titoli per l'anno 2007.

A tale proposito si fa presente che in base al suddetto studio:

Il peso della componente obbligazionaria sul portafoglio della gestione diretta resta ancora predominante risultando mediamente il 52,6%, così come si conferma molto concentrato sul mercato italiano (circa il 70,3% rispetto al portafoglio). Da inizio anno la performance cumulata è pari a +1,45%, in sottoperformance di 315 punti base rispetto all'obiettivo di +4,6%.