

Le elezioni della Assemblea dei Delegati, il cui numero è passato da 129 a 143 componenti, si è tenuta il 3 aprile 2008, mentre il nuovo Consiglio di Amministrazione, eletto nel corso della Assemblea del 21 luglio 2008, si è insediato il 10 settembre 2008.

Un grande ringraziamento va riconosciuto ai componenti del Consiglio di Amministrazione uscenti e, in particolare, al Presidente Antonio Pastore, per l'impegno e la abnegazione da questi dimostrata durante tutto il mandato. Nel corso dell'anno è stato anche nominato il nuovo Direttore Generale dell'Ente Dott. Tommaso Pellegrini che sostituisce il Dott. Mauro Scarpellini al quale va riconosciuto ampio apprezzamento per l'indiscussa professionalità posta a disposizione della Cassa negli anni.

Percorso di verifica per la definizione di un progetto di riordino del comparto previdenziale di categoria

Si ricorda che nel 2007 l'attività di verifica di cui all'art. 4 della L. 34/2005, in ordine alla possibilità di avviare un processo di fusione con la Cassa Ragionieri, si era chiusa senza che si intravedessero margini per ipotesi di aggregazione che non avessero carattere redistributivo; scaduto il termine concesso dal citato articolo al Governo per adottare "uno o più decreti legislativi recanti misure volte a sostenere l'iniziativa dei competenti organi di amministrazione finalizzata all'unificazione", nella primavera del 2007 questa Cassa aveva conseguentemente ritenuto di rendicontare in un articolato documento i termini giuridici e sostanziali di detta verifica, la posizione assunta nel corso della medesima, e la conclusiva proposizione conseguentemente sviluppata. Pur scaduto il termine di cui all'art. 4 senza trovare la condivisione della Cassa Ragionieri, questa Cassa ha comunque responsabilmente ritenuto di dover portare avanti l'attività di interlocuzione con la Cassa dei Ragionieri al fine di verificare congiuntamente la possibilità di definire un progetto di riordino del comparto previdenziale di categoria.

In tal senso, su espressa iniziativa del nostro Ente, si richiese già nel gennaio 2008 di riavviare il confronto tra i rispettivi Consigli di Amministrazione alla presenza dei vertici del Consiglio Nazionale che avrebbe assunto una funzione di osservatore di garanzia. E' da evidenziare che tale attività ebbe termine con l'abbandono del tavolo tecnico nel giugno 2008 da parte della Cassa Ragionieri, con la volontà espressa di questi ultimi di voler riprendere il dialogo solo con il nuovo Consiglio di Amministrazione che, di lì a poco sarebbe stato eletto.

Ciò nonostante, la Cassa ritenne comunque, anche sulla scorta delle ipotesi elaborate avanti al Consiglio Nazionale, di formalizzare (allo stesso Consiglio Nazionale e agli organismi competenti) una proposta volta ad assicurare una definizione dell'assetto previdenziale degli iscritti all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili dal 1° gennaio 2008, elaborata sul convincimento che dall'unificazione dell'Albo dei Dottori Commercialisti con l'Albo dei Ragionieri non possono e non devono derivare effetti "redistributivi" sui bacini demografici di riferimento dei due Enti, né dei rispettivi fondamentali previdenziali.

La soluzione ipotizzata, oltre a definire in chiave solidaristica la collocazione previdenziale dei nuovi iscritti ed in particolare degli esperti contabili a partire dal 1° gennaio 2008, proponeva per la verifica della situazione dei due Enti, la definizione di un cronoprogramma, della durata utile alla verifica di tre bilanci tecnici, volto a comparare i dati rilevabili a consuntivo dai bilanci civilistici con quelli preventivati in sede di elaborazione dei rispettivi bilanci tecnici, con misurazione degli eventuali disallineamenti e identificazione delle misure correttive, se necessarie.

Con l'insediamento dell'attuale Consiglio di Amministrazione, si è ritenuto chiedere alla Cassa Ragionieri di riprendere il dialogo interrotto nel giugno del 2008: a una prima riunione tenutasi nell'ottobre del 2008, non sono però seguiti successivi incontri, nonostante reiterate richieste di questo Ente, causa una manifestata indisponibilità della Cassa Ragionieri motivata dal rinnovo elettorale dei propri organi. Indisponibilità che parrebbe oggi superata stante l'invio della Cassa Ragionieri in data 7 maggio 2009 di una lettera con la quale manifestano la volontà di riprendere il dialogo a suo tempo interrotto.

Rapporti con le istituzioni politiche e le istituzioni professionali

Nel corso dell'anno si è mantenuta costante l'interlocuzione con i diversi organismi istituzionali, in particolare con i Ministeri vigilanti con i quali il rapporto di confronto è stato particolarmente intenso.

Nell'ambito delle attività, assume rilevanza quella scaturente dal disposto dell'art. 1 co.505 della L.296/06 (Finanziaria 2007 o dall'art. 2 co.618-623 della L.244/07 (Finanziaria 2008)) 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.

La tesi sostenuta dalla Cassa in ordine al non corretto inserimento degli enti previdenziali privatizzati in tale elenco è stata suffragata dalla sentenza del TAR Lazio n. 1938 /08, che ha accolto la tesi degli enti ricorrenti. Avverso tale sentenza l'ISTAT ha proposto appello presso il Consiglio di Stato e si è in attesa della fissazione della relativa udienza.

D'altro canto, la necessità che le Casse non siano destinatarie di norme sul contenimento della spesa pubblica trova conferma anche nel D.L.112/08, che ha infatti escluso l'applicabilità agli Enti di previdenza privatizzati di alcune disposizioni in materia.

Sempre rilevante il confronto con le istituzioni parlamentari che sono coinvolte e interessate alla tematica previdenziale anche per il tramite di interrogazioni e interpellanze (sia al Senato sia alla Camera). Da evidenziare anche l'attenzione dei rappresentanti di Governo che, in più occasioni, hanno dato dimostrazione di avere ben presente la complessa problematica che vede oggi coinvolto il nostro ente e quello dei ragionieri, mostrando piena consapevolezza delle diverse realtà previdenziali, demografiche, attuariali dei due Enti.

Sempre di rilievo, il ruolo svolto dalla "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 confrontata con i vertici del nostro ente; in particolare, in ultimo, con l'audizione del 1 ottobre 2008, nel corso della quale la Cassa ha potuto esprimere compiutamente il lavoro svolto e le ipotesi propositive, riscontrando la competente attenzione dei parlamentari presenti.

Competenza e attenzione parimenti riscontrate alla Commissione Giustizia al Senato, presso la quale il nostro Ente è stato chiamato di recente a esporre il proprio pensiero in ordine al D.D.L. n.1149, presentato dalla Sen. Helga Thaler Hausserhofer.

In relazione al rapporto con il Consiglio Nazionale, si rileva che si è proposta una linea di dialogo istituzionale, incentrata sulla ampia disponibilità della Cassa ad affrontare congiuntamente tematiche di interesse comune, tra le quali si ricordano quella relativa alla "incompatibilità" e quella della necessaria regolamentazione dei risvolti previdenziali per le "società di lavoro professionale" codificate in un progetto normativo presentato dal Consiglio Nazionale.

Rapporti associativi

Nel corso dell'anno 2008 è proseguita l'attività all'interno dell'Associazione degli Enti di Previdenza privata (ADEPP), che ha visto rinnovato l'organo direttivo, nel cui ambito è stato eletto con la carica di Vice Presidente Vicario il collega Antonio Pastore, cui l'attuale Consiglio di Amministrazione ha ritenuto confermare la propria fiducia.

Negli ultimi mesi alcuni Enti hanno ritenuto di uscire dall'Associazione (CNPR, ENPAM, Cassa Geometri, Cassa Biologi, ONAOSI). Ciò nonostante l'Associazione ha ottenuto rilevanti risultati, tra i quali è giusto ricordare: la pronta e giusta risposta del governo a una interpellanza sollecitata dalla Associazione stessa che aveva denunciato l'errata applicazione del cd. decreto "taglia enti"; la norma che esclude le Casse di Previdenza dalla applicazione della normativa del D.Lgs.163/06.

Si ricorda che tra le attività che dovranno essere portate a termine quanto prima vi è il rinnovo del CCNL, oramai scaduto. A tal proposito, al fine di poter presentare un fronte compatto di discussione sindacale, si è ritenuto aprire un tavolo tecnico, parallelo all'ADEPP, cui partecipano anche gli Enti che sono usciti dalla Associazione, che ha nominato una propria delegazione trattante, che sta portando avanti il confronto con le sigle sindacali.

Verifica biennale della sostenibilità di lungo periodo

A dicembre 2008 è stato presentato ai Ministeri Competenti il bilancio tecnico redatto ai sensi del DM 29 novembre 2007, che ha confermato la bontà delle scelte operate in sede di riforma ed appalesato l'ottimo stato di salute dell'Ente.

Dallo stesso emergono, di converso, valori del "tasso di sostituzione", particolarmente contenuti, che richiamano la necessità di adottare soluzioni utili al miglioramento dei trattamenti previdenziali, come quella già deliberata dalla Assemblea il 6 giugno 2008 e il 4 febbraio 2009.

Delibere assembleari

Si ricorda, infine, che, nel corso del 2008, l'Assemblea dei Delegati ha assunto le seguenti deliberazioni:

- nella seduta del 31 gennaio 2008, l'Assemblea ha affidato l'incarico per la revisione dei bilanci per il triennio 2007-2008-2009 alla società RIA & Partners di Roma, ai sensi dell'art. 15, lett. m, dello Statuto;
- nella seduta del 6 giugno 2008, l'Assemblea ha deliberato la modifica agli artt. 10 e 15 del Regolamento di Disciplina del Regime Previdenziale ai fini del riconoscimento sui montanti contributivi individuali di una quota del contributo integrativo dovuto e versato dagli iscritti alla Cassa;
- il 21 luglio 2008 l'Assemblea ha proceduto all'elezione di n. 8 membri del Consiglio di Amministrazione e di n. 3 membri effettivi e n. 3 membri supplenti del Collegio dei Sindaci, ai sensi degli artt. 15.1, lett. g) e h), 17.1, lett. a), e 25.1, lett. c) dello Statuto. Nella stessa seduta, sono stati definiti i criteri di determinazione dei rimborsi spese e delle indennità di carica di cui all'art. 15, lett. i), dello Statuto;
- nella seduta del 28 ottobre 2008, l'Assemblea ha deliberato di rinnovare l'applicazione del contributo di solidarietà previsto dall'art. 22 del Regolamento di disciplina del regime previdenziale per il quinquennio 1° gennaio 2009 - 31 dicembre 2013;
- infine, nella seduta del 27 novembre 2008, l'Assemblea ha approvato la seconda revisione del budget 2008 ed il budget 2009.

Inoltre, va ricordato che nei pomeriggi del 27 e 28 ottobre 2008 si sono svolte due giornate formative a favore dei Delegati..

* * * * *

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 2008 e nei primi mesi del 2009 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 2008 chiude con un avanzo economico di circa € 124 milioni (€ 357 ml nel 2007) 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 (€ 2.829,4 ml) e dalla riserva di rivalutazione monetaria degli immobili (€ 60,6 ml) ammonta a € 2.890,0 milioni e corrisponde a 17,7 volte (contro 18,1 nel 2007) l'ammontare del costo delle pensioni correnti (€ 163,6 ml) e circa 107 volte quello dei trattamenti riferibili al 1994 (€ 27,1 ml), contro il minimo di 5 volte previsto D.lgs.509/94 (art.1).

Si riportano nella tabella che segue (in migliaia di Euro) i dati dei bilanci 2007-2008 e del budget 2008 (seconda revisione), nonché l'evidenza delle variazioni del 2008 tra budget e bilancio, precisando che in tale tabella il segno delle variazioni percentuali è mantenuto uguale a quello delle variazioni assolute.

XVI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

	CONTO ECONOMICO 2008 (a)	CONTO ECONOMICO 2007 (b)	BUDGET 2008 (*) (c)	VARIAZIONE 2008 (a c)	VARIAZIONE 2008 (in %)
VALORE DELLA PRODUZIONE	523.085	572.670	548.759	(25.674)	(4,7)
- Proventi contributi a carico degli iscritti					
- contributi soggettivi ed integrativi	478.592	448.055	468.500	10.092	2,2
- contributi da pre-iscrizione	3.147	842	2.545	602	23,7
- contributi di maternità	7.386	7.448	7.200	186	2,6
- contributi di riscatto	15.057	5.221	8.000	7.057	88,2
- contributi di ricongiunzione	20.393	13.777	12.000	8.393	69,9
- contributi di solidarietà	4.620	4.937	5.000	(380)	(7,6)
- Altri proventi					
- gestione immobiliare	14.912	15.094	14.888	24	0,2
- gestione mobiliare	(21.406)	75.921	30.626	(52.032)	(169,9)
- diversi	384	1.375	-	384	-
COSTI DELLA PRODUZIONE	(405.529)	(223.397)	(347.631)	(57.898)	(16,7)
- Per servizi					
- prestazioni istituzionali	(167.035)	(155.956)	(166.403)	(632)	(0,4)
- indennità di maternità	(7.386)	(7.448)	(7.200)	(186)	(2,6)
- altri	(9.797)	(8.495)	(10.840)	1.043	9,6
- Per il personale					
- salari e stipendi	(6.131)	(5.846)	(6.342)	211	3,3
- oneri sociali	(1.654)	(1.598)	(1.764)	110	6,2
- trattamento di fine rapporto	(478)	(450)	(475)	(3)	(0,6)
- trattamento di quiescenza e simili	(135)	(129)	(177)	42	23,7
- altri costi	(111)	(126)	(192)	81	42,2
- Ammortamenti e svalutazioni:					
- ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	(75)	(50)	(159)	84	52,8
- ammortamento delle immobilizzazioni materiali	(3.917)	(3.905)	(4.143)	226	5,5
- altre svalutazioni delle immobilizzazioni	-	(1)	-	-	-
- svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante	(78)	(208)	(150)	74	49,3
- Accantonamenti per rischi ed oneri					
- oscillazione titoli	(191.669)	(20.270)	(130.000)	(61.669)	(47,4)
- Altri accantonamenti					
- pensioni maturate	(1.513)	(3.283)	(4.000)	2.487	62,2
- restituzione di contributi	(4.574)	(4.992)	(5.000)	426	8,5
- rinnovo del contratto di lavoro	(166)	-	(150)	(16)	(10,7)
- Oneri diversi di gestione	(10.812)	(10.640)	(10.638)	(176)	(1,7)
AVANZO OPERATIVO	117.556	349.273	201.128	(63.572)	(41,6)
PROVENTI ED ONERI FINANZIARI	16.033	15.598	15.465	568	3,7
- Altri proventi finanziari:					
- da crediti iscritti nelle immob. che non cost. partec.	-	-	-	-	-
- proventi diversi dai precedenti	16.530	15.966	15.794	736	4,7
- Altri oneri finanziari	(497)	(368)	(329)	(168)	(51,1)
RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIV. FINANZ.	(335)	-	-	(335)	-
- Svalutazioni:					
- di titoli iscritti all'attivo circ. che non costituis. partec.	(335)	-	-	(335)	-
PROVENTI ED ONERI STRAORDINARI	(4.387)	(2.853)	(2.618)	(1.771)	67,7
- Proventi:					
- sanzioni, maggiorazioni e penalità	2.612	1.851	1.515	1.097	72,4
- imposte e tasse (anni precedenti)	57	21	24	33	137,5
- sopravvenienze attive diverse	322	138	33	289	875,8
- Oneri:					
- restituzione di contributi	(7.054)	(4.582)	(4.000)	(3.054)	(76,4)
- minusvalenze da eliminazione beni materiali	(3)	(2)	-	(3)	-
- imposte e tasse (anni precedenti)	(82)	(12)	(80)	(2)	(2,5)
- sopravvenienze passive diverse	(239)	(267)	(108)	(131)	(121,3)
AVANZO LORDO	128.867	362.018	213.977	(85.110)	(39,8)
IMPOSTE DELL'ESERCIZIO	(4.647)	(5.418)	(4.413)	(234)	(5)
AVANZO CORRENTE (ante trasf. a riserve)	124.220	356.600	209.564	(85.344)	(40,7)

(*) seconda revisione

Dal raffronto del conto economico dell'esercizio con la seconda revisione del budget 2008 emergono, in particolare, gli aspetti di seguito evidenziati.

Il valore della produzione denota un decremento di circa € 26 milioni, riferibile per circa € 52 milioni all'area mobiliare (che ha complessivamente consuntivato perdite per circa € 21 ml a fronte di una previsione a

budget di proventi di circa € 30 ml), pur in presenza di maggiori ricavi per contributi soggettivi ed integrativi (circa € 10 ml) e per ricongiunzioni e riscatti (circa € 15 ml, per effetto delle maggiori domande deliberate rispetto a quelle previste a budget). Con riferimento alle perdite dell'area mobiliare, in particolare, è opportuno evidenziare che le stesse scaturiscono dalle gestioni patrimoniali per le quali, a fronte di una perdita prevista di € 20 milioni, è stato complessivamente realizzato un differenziale negativo di circa € 66 milioni.

I costi della produzione denotano un incremento di circa € 58 milioni, che deriva essenzialmente dal maggiore stanziamento che è risultato necessario per adeguare il fondo titoli alle minusvalenze implicite alla data di bilancio. Quest'ultimo, infatti, è risultato pari a circa € 192 milioni contro € 130 milioni a budget, con un incremento quindi pari a circa € 62 milioni. Peraltro ne è risultata diversa la composizione, in quanto a budget tale accantonamento era riferibile anche alla componente obbligazionaria del portafoglio (per € 8 ml) e agli *hedge fund* (per circa € 4 ml), mentre di tali asset non si è tenuto conto nell'accantonamento di bilancio (in relazione alla componente obbligazionaria per le ragioni esposte in nota integrativa e per gli *hedge fund* in quanto già dismessi alla data di bilancio). L'accantonamento di bilancio è riferibile alle gestioni patrimoniali per circa € 105 milioni (contro circa € 78 ml previsti a budget) e agli ETF azionari ed agli OICR per circa € 87 milioni (contro circa € 40 ml a budget).

Gli oneri correnti dei trattamenti pensionistici risultano sostanzialmente in linea con il budget (l'accantonamento al fondo pensioni denota invece una riduzione di circa € 2 ml rispetto alla previsione di budget), al pari del costo del lavoro e degli oneri diversi di gestione. Con riferimento agli oneri dei trattamenti pensionistici, la seguente tabella (redatta in migliaia di Euro) evidenzia come, ai fini del calcolo della pensione, gli importi medi dei trattamenti stessi siano aumentati di circa l'1,6%.

TIPOLOGIE	MEDIA 2008	MEDIA 2007	INCREM. %
VECCHIAIA	41,5	41,3	0,5
VECCHIAIA ANTICIPATA	53,4	55,8	-4,3
INABILITA'	19,5	19,6	-0,5
INVALIDITA'	15,5	15,1	2,6
INDIRETTE	10,7	11,4	-6,1
REVERSIBILITA'	12,0	10,9	10,1
PENSIONI DIRETTE	42,8	42,8	-
PENSIONI A SUPERSTITI	11,5	11,2	2,7
COSTO MEDIO	31,5	31,0	1,6

La gestione straordinaria evidenzia maggiori oneri (circa € 2 ml) sostanzialmente riferibili alle maggiori restituzioni di contributi. Appare invece sostanzialmente in linea la previsione relativa sia alla gestione finanziaria sia a quella fiscale.

Nella tabella che segue viene, infine, rappresentato l'andamento dall'esercizio 2000 dei dati economici e patrimoniali, riclassificati in un'ottica maggiormente gestionale. I dati economici, in particolare, evidenziano separatamente il contributo della gestione istituzionale ordinaria alla formazione dell'avanzo corrente e, sotto questo profilo, l'esercizio 2008 denota una significativa inversione di tendenza rispetto al precedente esercizio, scaturente dalle perdite complessive dell'area mobiliare (circa € 21 ml) e dai consistenti stanziamenti al fondo titoli (circa € 192 ml).

Emerge infatti un disavanzo gestionale di circa € 5 milioni rispetto all'avanzo (circa € 254 ml) del precedente esercizio. Al netto del contributo integrativo, si passa da un avanzo gestionale di circa € 48 milioni ad un disavanzo di circa € 222 milioni.

XVI LEGISLATURA - DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

CASSA NAZIONALE DI PREVIDENZA ED ASSISTENZA A FAVORE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

VOCE										VARIAZIONE
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	(2000-2008)
ATTIVO										
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	370	261	71	84	162	123	37	74	167	(203)
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	235.506	236.924	237.377	237.928	238.418	239.465	239.706	240.016	240.186	4.680
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	860.293	834.186	802.616	836.273	891.095	1.464.614	1.735.803	2.141.709	2.100.348	1.240.055
CREDITI	83.316	137.059	157.231	174.477	88.528	103.531	113.438	128.888	196.146	112.830
ATTIVITA' FINANZIARIE	30.987	83.674	20.119	294.700	346.051	5.224	436	75.646	136.870	105.883
DISPONIBILITA' LIQUIDE	12.047	27.175	289.537	139.400	343.467	354.470	421.732	302.518	518.518	506.471
RATEI E RISCONTI	21.582	23.711	15.743	14.431	7.002	8.856	13.058	21.570	34.938	13.356
	1.244.101	1.342.699	1.522.694	1.697.293	1.914.723	2.176.283	2.524.211	2.910.421	3.227.173	1.983.072
PASSIVO										
PATRIMONIO NETTO	1.144.542	1.248.555	1.403.036	1.579.887	1.780.569	2.067.794	2.409.158	2.785.758	2.889.978	1.745.436
FONDI RISCHI	49.190	38.763	60.825	46.904	55.918	23.918	23.708	40.575	228.947	179.757
TFR	761	883	1.017	1.202	1.347	1.561	1.685	1.784	1.919	1.168
DEBITI	19.588	20.705	22.312	22.988	33.000	36.323	36.920	41.772	42.579	23.011
FONDI AMMORTAMENTO	26.048	29.598	32.971	36.435	40.231	44.087	47.807	51.707	55.539	29.491
RATEI E RISCONTI	3.981	4.195	2.533	9.877	3.858	2.600	4.933	8.825	8.211	4.220
	1.244.101	1.342.699	1.522.694	1.697.293	1.914.723	2.176.283	2.524.211	2.910.421	3.227.173	1.983.072
AVANZO CORRENTE	128.524	105.073	155.978	178.394	200.683	287.225	341.364	356.600	124.220	(4.304)
PATRIMONIO NETTO/PENSIONI (*)	21,0	19,0	18,7	18,1	16,9	15,3	16,8	18,1	17,7	

(*) al netto dell'accantonamento al fondo pensioni

VOCE										VARIAZIONE
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	(2000-2008)
CONTRIBUTI INTEGRATIVI	60.428	66.434	81.708	81.749	66.987	95.929	187.447	206.348	216.852	156.424
CONTRIBUTI DI MATERNITA'	3.151	5.368	6.383	6.935	6.138	6.958	7.011	7.448	7.386	4.235
PROVENTI DA GESTIONE IMMOBILIARE	13.589	14.003	13.700	14.301	14.966	15.181	15.606	15.094	14.912	1.323
PROVENTI DA GESTIONE MOBILIARE	53.876	15.141	18.963	19.481	33.511	67.360	78.399	75.920	(21.406)	(75.284)
PROVENTI DIVERSI	3.512	1.420	2.114	1.287	4.823	25.223	1.077	1.375	384	(3.128)
	134.557	102.368	122.865	123.733	126.225	210.651	289.540	306.185	218.128	83.571
INDENNITA' DI MATERNITA'	(3.851)	(4.996)	(6.337)	(6.896)	(6.118)	(6.958)	(7.011)	(7.448)	(7.386)	(3.535)
SERVIZI	(5.591)	(6.061)	(6.029)	(6.775)	(7.136)	(7.153)	(8.041)	(8.485)	(9.797)	(4.206)
PERSONALE	(4.164)	(4.511)	(5.475)	(5.614)	(6.064)	(7.035)	(7.609)	(8.149)	(8.509)	(4.345)
AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI	(3.802)	(4.018)	(4.033)	(3.977)	(4.169)	(4.325)	(13.745)	(4.164)	(4.068)	(266)
ACCANTONAMENTI PER RISCHI ED ONERI	-	(75)	(25.250)	-	(5.166)	(3.190)	(5.662)	(25.262)	(196.409)	(196.409)
ONERI DIVERSI DI GESTIONE	(9.068)	(6.164)	(6.954)	(7.471)	(5.219)	(5.757)	(6.912)	(10.640)	(10.812)	(1.744)
	(26.475)	(25.825)	(54.078)	(30.733)	(33.872)	(34.418)	(48.980)	(64.158)	(236.981)	(210.506)
DIFFERENZIALE	108.082	76.541	68.787	93.000	92.353	176.233	240.560	242.027	(18.853)	(126.935)
PROVENTI/ONERI FINANZIARI	4.953	4.207	10.015	15.915	7.281	7.235	11.458	15.598	16.033	11.080
RETTIFICHE DI VALORE	(31)	(48)	-	(4.617)	-	-	-	-	(335)	(304)
PROVENTI/ONERI STRAORD. (ESCLUSA REST. CONTRIB.)	(8.496)	2.148	1.459	2.311	1.375	2.028	2.831	1.729	2.667	11.163
IMPOSTE SUL REDDITO	(4.332)	(4.060)	(7.489)	(5.255)	(4.243)	(5.064)	(5.446)	(5.418)	(4.647)	(315)
AVANZO GESTIONALE	100.173	78.788	72.772	101.354	96.766	180.432	249.403	253.936	(5.135)	(105.310)
AVANZO GESTIONALE (SENZA CONTRIBUTO INTEGRATIVO)	39.747	12.354	(8.933)	19.605	29.779	84.509	61.956	47.586	(221.987)	(261.734)
COSTI/RICAVI (%)	19,7	25,2	44,3	24,8	25,8	16,3	16,9	21,0	108,6	
COSTI/RICAVI SENZA CONTRIBUTO INTEGRATIVO (%)	35,7	71,8	134,4	73,2	57,2	30,0	48,0	64,3	18572,2	
COSTI/PROVENTI PATRIMONIALI (%)	39,2	88,5	170,3	91,0	69,9	41,7	52,1	70,5		
IMPOSTE/PROVENTI PATRIMONIALI (%)	6,4	13,9	20,7	15,6	8,8	6,1	5,8	6,0		
CONTRIBUTI SOGGETTIVI	72.511	80.394	150.806	158.802	191.341	214.430	222.468	242.549	264.896	192.375
RISCATTI	3.260	6.355	5.930	5.039	12.034	5.692	9.780	5.221	15.058	11.798
RICONGIUNZIONI	10.541	8.670	5.682	6.103	16.914	16.500	9.658	13.777	20.393	9.852
SOLIDARIETA'	-	-	-	-	3.710	4.542	4.264	4.937	4.520	4.620
PENSIONI (incluso accant. al fondo pensioni)	(56.180)	(67.162)	(76.965)	(89.954)	(116.236)	(130.927)	(149.291)	(156.116)	(165.114)	(108.934)
POLIZZA SANITARIA e PRESTAZIONI ASSISTENZIALI	(464)	(461)	(473)	(453)	(2.209)	(2.435)	(2.704)	(3.122)	(3.434)	(2.970)
RESTITUZIONE CONTRIBUTI	(1.319)	(1.511)	(1.776)	(2.497)	(1.637)	(1.005)	(2.214)	(4.582)	(7.054)	(5.735)
AVANZO CORRENTE	128.524	105.073	155.978	178.394	200.683	287.225	341.364	356.600	124.220	(4.304)
DIFFERENZA TRA AVANZO CORRENTE e GESTIONALE	28.348	26.285	83.204	77.040	103.917	106.793	91.961	102.664	129.355	101.007
NUMERO ISCRITTI (INCLUSI I PENSIONATI ATTIVI)	33.046	35.790	37.551	39.705	41.483	42.589	45.353	47.322	49.759	16.713
NUMERO PENSIONATI	3.368	3.470	3.567	3.713	4.062	4.380	4.634	4.945	5.169	1.801
di cui vecchiaia e v. anticipata	1.641	1.724	1.818	1.966	2.280	2.488	2.688	2.884	3.042	1.399

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

Il settore mobiliare

Contesto economico

L'attuale crisi finanziaria, scaturita dal deterioramento del mercato del credito statunitense, ha manifestato la sua reale gravità nel corso del 2008, conducendo l'economia globale in una fase recessiva. Il crescente livello di integrazione tra i sistemi economici e finanziari ha fatto sì che la crisi si propagasse a livello globale. Il meccanismo di trasmissione nei paesi sviluppati è stato generato dalla contrazione della domanda interna, dovuta all'elevato livello di indebitamento del settore privato; i paesi in via di sviluppo, invece, hanno risentito dell'eccessiva dipendenza delle loro economie dal commercio estero.

Per comprendere le dinamiche del collasso dei mercati finanziari è opportuno ripercorrere le fasi che hanno caratterizzato la crisi. L'eccessiva assunzione dei rischi da parte del sistema finanziario è conseguenza, da un lato, della massa di liquidità che si è venuta a creare nel sistema in seguito all'adozione di politiche monetarie espansive successive allo scoppio della bolla *hi-tech*; dall'altro, del processo di deregolamentazione avviato negli Stati Uniti nel mercato del credito.

Il basso costo del capitale, oltre a favorire lo sviluppo di fenomeni speculativi - in particolar modo sugli attivi immobiliari - ha contribuito alla forte espansione dell'indebitamento. I possessori di immobili, infatti, incrementavano il loro indebitamento utilizzando a garanzia gli attivi di proprietà che, negli ultimi anni, hanno beneficiato di una significativa rivalutazione. Questo fenomeno ha accresciuto il livello di dipendenza del settore privato dagli immobili e dai tassi di interesse; contestualmente, la liquidità generata da politiche monetarie espansive delle banche centrali ha creato inflazione nel sistema; a fine luglio 2008, il tasso annuo di inflazione era infatti del 5,6% in America e del 4,0% in Europa.

Sul fronte finanziario, la carenza regolamentare e la mancanza di una puntuale azione di vigilanza, hanno consentito l'accesso al credito da parte di soggetti privi dei requisiti finanziari minimi (cd. *subprime* e Alt-A). Tale rischio è stato poi trasferito dai bilanci delle banche al mercato finanziario, attraverso l'emissione di prodotti obbligazionari aventi come garanzia i mutui stessi (cd. CDO, CLO, MBS, CMBS). In periodi finanziari caratterizzati da bassi tassi di interesse, questi prodotti hanno trovato gradimento sul mercato in quanto presentavano un rendimento maggiore a fronte di un elevato *rating*.

La crisi si è innescata quando le banche centrali hanno aumentato i tassi di interesse per contenere l'inflazione; ciò ha contratto i prezzi degli immobili e, quindi, ridotto il valore delle garanzie all'interno del sistema bancario. Le banche, a fronte di un deterioramento delle loro posizioni creditorie, hanno richiesto il reintegro della garanzia originaria sui mutui. L'incremento del tasso di insolvenza sui finanziamenti ed i repentini crolli nei giudizi di credito sugli strumenti di finanza strutturata, da parte delle agenzie di *rating*, hanno alimentato una crescente sfiducia nel mercato delle cartolarizzazioni; in tal modo il sistema bancario non è stato più in grado di realizzare il disinvestimento del proprio portafoglio mutui sul mercato con evidente impatto sulla liquidabilità dello stesso. A seguito dell'impossibilità di attingere liquidità attraverso questo canale, si sono manifestate le prime tensioni sui mercati interbancari, poi aggravate dalla crescente diffidenza tra le controparti del sistema creditizio.

La crisi di liquidità si è velocemente propagata dal mercato interbancario a quello delle emissioni societarie, soprattutto bancarie, rendendo la provvista di fondi ancor più costosa e meno agevole. Il fabbisogno di liquidità ha costretto molti degli intermediari finanziari a ridurre il proprio grado di leva, attraverso la vendita delle attività più liquide del portafoglio. Lo storno delle quotazioni conseguente al processo di *de-leveraging* ha innescato ulteriori vendite forzate delle attività finanziarie; questo processo ricorsivo ha determinato l'erosione del capitale della gran parte degli intermediari finanziari, sottraendo credito al consumo e all'investimento.

La risposta delle autorità di politica economica alla crisi, sin dai primi mesi del 2008, ha seguito iter e modalità differenti: l'amministrazione statunitense ha approvato un piano di sconti fiscali dell'ordine di 145 miliardi di dollari, da affiancarsi all'azione di stimolo monetario, già intrapresa dalla FED negli ultimi mesi del 2007. Nelle altre aree sviluppate, viceversa, si è provveduto ad immettere liquidità nel sistema, senza realizzare da principio riduzioni dei tassi ufficiali.

Nonostante le massicce iniezioni di liquidità nel sistema da parte delle banche centrali, i dissesti di alcune banche europee - quali IKB e Northern Rock - hanno annunciato l'inizio del contagio. L'inasprimento delle condizioni di liquidità ha dato luogo a fallimenti di portata mondiale, primo tra tutti quello di Bear Stearns del marzo 2008. Come altri intermediari, anche Bear Stearns aveva fornito disponibilità liquide ad alcuni dei suoi *hedge funds* specializzati nell'investimento in cartolarizzazioni. L'impossibilità di liquidare alcune posizioni ha compromesso il grado di solvibilità della banca, precludendole l'accesso al finanziamento sul mercato interbancario; da qui l'acquisizione della banca da parte di JpMorgan, operazione supportata dalla garanzia della Federal Reserve sugli attivi di Bear Stearns.

Nel secondo trimestre dell'anno la crisi iniziava ad assumere connotazione sistemica. Le banche hanno ridotto la loro propensione all'impiego e, quindi, anche i finanziamenti erogati agli *hedge funds*, costringendoli a vendere forzosamente le proprie posizioni per ridurre il livello di indebitamento. Durante il terzo trimestre dell'anno, in seguito al peggioramento delle condizioni finanziarie, sono stati avviati piani di sostegno per il sistema finanziario da parte dei governi, tra cui il Tarp ⁽¹⁾ statunitense, con uno stanziamento previsto di circa 700 miliardi di dollari.

Gli ultimi mesi dell'anno sono stati il periodo di maggiore complessità. La protratta flessione nelle quotazioni degli immobili e il continuo incremento dei tassi di insolvenza sui mutui americani, ha attratto l'attenzione dei mercati sul rischio sistemico che poteva derivare dal fallimento delle cd. *Government Sponsored Entities*, quali Freddie Mac e Fannie Mae. Le due società di diritto privato, ideate dall'amministrazione americana per agevolare lo sviluppo del mercato dei mutui ipotecari, fornivano liquidità al mercato attraverso l'acquisto dei mutui oggetto di rinegoziazione.

Negli ultimi anni, per effetto dell'enorme volume di erogazioni immobiliari, gli attivi di queste agenzie e, corrispondentemente, la mole di rischi assunti, sono aumentati considerevolmente. Data l'importanza assunta dall'attività delle agenzie per il normale funzionamento del mercato creditizio, soprattutto in un'economia - quale quella americana - basata sull'indebitamento del settore privato, l'ipotetico fallimento di queste istituzioni sarebbe stato destabilizzante per l'intero sistema. Il governo americano ha quindi provveduto alla statalizzazione di Freddie Mac e Fannie Mae nei primi giorni di settembre 2008. Nelle settimane seguenti è stato realizzato il salvataggio del colosso americano delle assicurazioni American International Group che, dopo aver sofferto pesanti svalutazioni sul proprio portafoglio, non ha reperito le risorse necessarie alla copertura delle perdite sulle operazioni di investimento. Il gruppo AIG, infatti, prestava garanzie al sistema finanziario per circa 440 miliardi di dollari; l'eventuale fallimento avrebbe provocato effetti a catena sull'intero sistema. Le autorità americane hanno dunque provveduto, attraverso la Federal Reserve, ad erogare un finanziamento di 85 miliardi di dollari a 24 mesi, mentre il Tesoro Americano ha rilevato l'80% del capitale di AIG.

Non tutte le istituzioni in difficoltà hanno potuto beneficiare dell'aiuto delle autorità. Successivamente al salvataggio di Fannie Mae e Freddie Mac, veniva reso noto il *crack* di Lehman Brothers che, dopo il fallimento delle trattative con un fondo sovrano coreano, il giorno 15 settembre 2008 ha chiesto il *Chapter 11*, ovvero l'amministrazione straordinaria, per la holding del gruppo. L'entità di questo fallimento, stimata in circa 613 miliardi di dollari, ha immediatamente acuito la crisi; contestualmente al "fallimento" di Lehman, il 15 settembre 2008 è stata resa pubblica l'acquisizione di Merrill Lynch da parte della banca commerciale Bank of America. A seguito della vicenda Lehman brothers, la tensione sui mercati finanziari è giunta a livelli massimi; l'elevato differenziale tra i tassi ufficiali e i tassi sul mercato interbancario globale indicava un elevato livello di pressione sul settore bancario, tale da indurre gli Stati Sovrani e le banche centrali ad intervenire tempestivamente con piani di salvataggio del sistema bancario e con riduzioni concertate dei tassi ufficiali.

Nelle prime settimane del mese di ottobre, le principali banche centrali hanno contemporaneamente ridotto i tassi di interesse dello 0,5%, mentre i principali istituti di credito europei si sono avvalsi delle linee di credito offerte dagli Stati Sovrani. Le prime banche ad essere colpite sono state quelle svizzere e quelle del nord Europa, in particolar modo inglesi.

L'unione europea, contrariamente ai principi istituiti nel patto di stabilità e crescita, ha riconosciuto agli stati membri la facoltà di derogare ai limiti di deficit, per consentire loro di destinare risorse ai piani di sostegno del sistema finanziario. Sono state statalizzate banche come Fortis e Dexia, Bradford and Bingley, Royal Bank of Scotland ed i principali intermediari dei sistemi bancari irlandese e islandese. Molti tra gli Stati hanno

¹ *Trouble asset relief program*, programma concepito per l'acquisto di strumenti c.d. "tossici", per ripristinare la solvibilità delle banche.

individuato forme di rafforzamento patrimoniale senza acquisire pieno controllo delle banche; al fine di stabilizzare il sistema finanziario ed evitare la corsa agli sportelli, ciascuno stato, inoltre, ha fornito garanzie sui depositi, agevolando la raccolta dei fondi. La difficoltà di accesso ai mercati dei capitali ha colpito anche alcuni emittenti sovrani, quali l'Ungheria, l'Ucraina, l'Islanda e il Pakistan, i quali hanno attinto ai finanziamenti del fondo monetario internazionale. In breve tempo le autorità politiche hanno preso coscienza della gravità della crisi ed hanno esteso gli aiuti di stato a settori diversi dal sistema finanziario, primo tra tutti il settore dell'auto.

Congiuntura globale nel 2008

L'attività economica a livello globale ha assunto un andamento dicotomico tale per cui, nella prima parte dell'anno la crescita si è mantenuta su livelli non dissimili da quelli dell'anno precedente, per poi flettere con l'acuirsi della crisi. Al principio, le economie sviluppate hanno presentato maggiore fragilità rispetto a quelle in via di sviluppo che, crescendo vigorosamente, hanno alimentato l'aspettativa di divenire il nuovo motore della crescita globale.

Negli Stati Uniti il prodotto nazionale lordo ha registrato un tasso di crescita dell'1,1%, ben inferiore al 2,2% registrato nel 2007; l'andamento dell'ultimo trimestre dell'anno è stato il peggiore degli ultimi trent'anni, con una contrazione annualizzata del 6,2%. La debolezza è stata generalizzata ed ha interessato le componenti domestiche di spesa per consumi e spesa per investimenti, senza trovare un bilanciamento nel canale della domanda estera, sfavorito dal rafforzamento della divisa.

Il mercato del lavoro ha chiuso l'anno con un aumento nel tasso di disoccupazione di circa due punti percentuali, passando dal 4,8% di gennaio al 6,9% di dicembre. La contrazione nella domanda aggregata ha comportato un deciso rallentamento dell'inflazione al consumo passata, nella componente *core*, dal 2,2% al 1,8% annuo; ben più vistosa la flessione nella componente aggregata dell'inflazione al consumo che, per effetto della brusca caduta dei prezzi delle materie prime, è passata da 4,1% a 1,6% in ragione d'anno.

Il saldo delle partite correnti ha mostrato un miglioramento grazie alla contrazione delle importazioni legate ai beni di consumo: il rapporto deficit partite correnti/prodotto interno lordo, secondo le stime di consenso, sarebbe passato dal 5,3% del 2007 a circa il 4,7%. L'indirizzo di politica monetaria è stato espansivo, con tassi di riferimento passati dal 4,25% a valori prossimi allo zero, con il cd. *easing quantitativo* (2).

L'area euro ha sperimentato nei primi mesi dell'anno 2008 un tasso di crescita di poco inferiore all'ultimo trimestre del 2007, al 2,1% annuo, per poi rallentare rapidamente fino allo 0,7% negativo dell'ultimo trimestre. Il prodotto interno lordo è cresciuto mediamente dello 0,7%, in calo rispetto al 2,9% della decade precedente. L'attività economica è stata trainata dalla domanda interna, sostenuta - tra gli ultimi mesi del 2007 ed il primo trimestre dell'anno 2008 (3) - dal buon andamento dell'economia globale e dal miglioramento del mercato del lavoro; determinante è stato il contributo delle esportazioni, in particolare verso l'area asiatica.

Nel primo semestre, l'andamento favorevole del ciclo economico e il significativo incremento dei prezzi delle materie prime hanno destato preoccupazioni di pressioni inflazionistiche, inducendo la Banca Centrale Europea ad avere un indirizzo di politica monetaria restrittivo, con un rialzo dal 4,0% al 4,2%. Nel secondo semestre la politica monetaria è divenuta più accomodante; la dinamica inflattiva, infatti, prima sostenuta dalla progressione salariale e dalla crescita dei prezzi delle materie prime, si è poi ridimensionata, passando dal 3,4% annuo, del primo trimestre, al 2,3% di fine anno. La componente *core* ha registrato una flessione, passando dal 2,0% annuo, del primo trimestre all'1,8% annuo, dell'ultimo trimestre. Il raffreddamento dei prezzi ha consentito alla Banca centrale europea di indirizzare la sua politica verso il contenimento delle spinte recessive; dal mese di ottobre, quindi, i tassi di riferimento sono rapidamente scesi al 2,5%.

Il saldo della bilancia dei pagamenti, in linea con il tipo di specializzazione produttiva orientata all'*export*, è peggiorata per la contrazione nel volume delle esportazioni; il rapporto tra il saldo delle partite correnti ed il prodotto interno lordo è giunto allo 0,9% negativo nel quarto trimestre 2008, dallo 0,4% del dicembre 2007.

² *Easing* quantitativo è una modalità di politica monetaria per la quale i tassi vengono fatti oscillare intorno a valori prossimi allo zero; nel caso americano, essi oscillano tra lo 0 e lo 0,25%. Questo strumento di politica monetaria è stato sperimentato in Giappone nei primi anni del nuovo millennio, per far fronte a contesti deflattivi; operativamente, i tassi vengono mantenuti su livelli prossimi allo zero e viene definito un obiettivo per il tasso di crescita degli aggregati monetari.

³ Il tasso di disoccupazione ha toccato nel primo trimestre la soglia del 7,2%, valore minimo degli ultimi 15 anni.

Il PIL giapponese, dopo il 2,4% annualizzato dei primi mesi dell'anno, ha sperimentato un significativo peggioramento per chiudere l'anno con 0,6% negativo, dopo aver registrato una contrazione annualizzata del 12,1% nel quarto trimestre; dalla lettura del dato emerge come la dipendenza dai mercati esteri sia stata per l'economia nipponica cruciale, visto che il peggioramento del profilo di crescita è stato concomitante al deterioramento delle condizioni di scambio internazionale. Il rapporto tra il saldo delle partite correnti e il prodotto interno lordo riflette questa evidenza, passando al 3,2%, dal 4,8% dell'anno precedente.

La politica della banca centrale è stata neutrale, con tassi invariati allo 0,5% fino al terzo trimestre; da qui, il forte apprezzamento della valuta e gli effetti della crisi del credito hanno spinto le autorità monetarie a ridurre il costo del denaro allo 0,1% (4).

I paesi emergenti hanno mantenuto tassi di crescita sostenuti, sebbene non al livello degli anni precedenti. Nell'area asiatica, il crollo della domanda internazionale ha determinato tassi di crescita in flessione di circa il 3,0%, con picchi segnati dalla Cina che registra una crescita del 9,0% rispetto al 13,0% dell'anno precedente; anche in questo caso la statistica è stata abbassata dal dato del quarto trimestre al 6,8% annuo. E' rilevante sottolineare che, sebbene appaiano tassi di crescita ragguardevole in termini assoluti, se si considera la struttura produttiva cinese, caratterizzata da tassi di crescita superiori al 10,0%, tale contrazione espone la Cina a rischi di eccesso di capacità produttiva. L'area sudamericana, invece, ha evidenziato una minore esposizione al mercato della manifattura internazionale in quanto, pur dipendente dalla domanda aggregata di materie prime, è stata sostenuta dal maggior livello di domanda interna.

Andamento dei principali mercati finanziari nel 2008

Dal punto di vista dei mercati, i listini finanziari internazionali sono stati mossi dall'incertezza sui possibili effetti della crisi creditizia sull'economia reale. Il ridotto accesso al credito e l'entità delle perdite sostenute dal settore finanziario hanno influenzato negativamente le aspettative di crescita degli utili, con revisioni al ribasso sui tassi di crescita prospettici delle imprese.

Con riferimento ai listini azionari, l'indice Morgan Stanley World in valuta locale ha registrato, nel primo trimestre dell'anno, perdite medie di circa 16,0%, ridimensionate a circa il 3,5% nel mese di maggio. Nella seconda parte dell'anno i flussi in vendita, animati dai dissesti di alcuni intermediari finanziari, hanno condotto la *performance* dell'indice al 39,0% negativo da inizio anno. Nel primo semestre la dispersione geografica dei rendimenti azionari ha assunto tre caratterizzazioni: la prima tra le piazze sviluppate, la seconda tra piazze sviluppate ed in via di sviluppo e la terza tra i mercati delle economie in via di sviluppo.

L'andamento discorde tra le piazze sviluppate è stato determinato dai diversi indirizzi di politica monetaria: i listini europei hanno registrato, nel primo trimestre, una *performance* media, misurata sull'indice Eurostoxx50, di circa il 12,0% negativo, mentre quelli statunitensi e giapponesi hanno segnato rendimenti rispettivamente pari a circa il 10,0% negativo e l'11,7% negativo. Nella fase di recupero che ha caratterizzato il primo mese del secondo trimestre, la *sovraperformance* del listino americano è stata ben più evidente; lo Standard&Poors 500, infatti, sostenuto dalle misure di politica fiscale e monetaria espansive, aveva azzerato le perdite da inizio anno, a differenza del listino europeo che, privo del sostegno di politiche anticicliche, perdeva circa il 6,5%. Nella seconda metà dell'anno la borsa americana ha subito una perdita del 30,4%; quella europea e quella giapponese, rispettivamente, del 28,9% e del 34,3% (5). Le *performance* negative da inizio anno, quindi, sono giunte rispettivamente al 33,8%, 43,4% e 42,1%; da notare come la parte principale delle perdite si sia concentrata nell'ultimo trimestre, a seguito del dissesto della Lehman Brothers.

La seconda distinzione, invece, è imputabile alla differente fase ciclica: mentre nell'universo delle economie sviluppate il ciclo iniziava ad indebolirsi, nelle economie in via di sviluppo era in fase ascendente grazie allo stimolo fornito dai prezzi delle materie prime e dai significativi tassi di crescita della domanda interna. Nel corso dei primi tre mesi dell'anno, infatti, il rendimento dei listini dell'area sudamericana erano compresi tra il 4,6% negativo della piazza brasiliana ed il 4,7% di quella messicana, a fronte di una flessione di circa il 16,0% del Morgan Stanley World. Dopo la prima metà dell'anno l'andamento di tali piazze, secondo quanto rappresentato dall'indice MSCI Emerging Markets, si è allineato a quello dei listini sviluppati, chiudendo l'anno con una *performance* negativa pari a circa il 33,0% (6).

⁴ Il tasso di cambio euro/yen è passato da 149,6 a 126,7; yen/dollaro da 106,11 a 90,64.

⁵ I rendimenti sopra citati sono tutti in *valuta locale*.

⁶ I rendimenti sopra citati sono tutti in *valuta locale*.

Tra i listini dei paesi emergenti è possibile ravvisare un andamento differenziato basato sul diverso tipo di specializzazione produttiva, distinguendo le borse degli esportatori di materie prime, - in buona parte area sudamericana - da quelle degli esportatori di manifattura, tipicamente dell'area asiatica. A fronte della relativa solidità dei primi, seppur circoscritta alla prima metà dell'anno (7), i paesi asiatici hanno risentito della forte dipendenza dai consumi delle aree sviluppate. Assumendo come riferimento l'indice S&P Asia 50 è possibile osservare come i rendimenti in euro (8) siano scesi, per il primo trimestre a circa il 17,5% negativo, per il secondo semestre a circa il 20,0% negativo e, in chiusura d'anno, al 45,6% negativo da inizio anno; i listini sudamericani, invece, alla fine dell'anno, hanno riportato una perdita più contenuta, misurata sul Morgan Stanley Latin America in circa il 38,8%.

I mercati obbligazionari, hanno mostrato una significativa differenziazione tra comparti: le tipologie strettamente legate al rischio di credito o azionario sono state penalizzate dalle incertezze relative al ciclo degli utili, mentre le emissioni governative hanno beneficiato del sensibile incremento dell'avversione al rischio e del ciclo espansivo dei tassi. Le emissioni societarie, hanno avuto un andamento concorde ai mercati azionari, con un'espansione dei premi per il rischio, sia d'insolvenza che di liquidità, giustificata dal peggioramento delle condizioni del mercato del credito. Tra le emissioni non governative, il segmento maggiormente colpito è stato quello delle cartolarizzazioni, vittima della profonda crisi di fiducia e dello scarso livello di trasparenza che lo caratterizza.

Le emissioni convertibili, penalizzate dalla concomitante debolezza della componente di credito e di quella azionaria, hanno esposto gli investitori a perdite dell'ordine del 21,0% da inizio anno. E' indicativo come nelle settimane subito seguenti il crack Lehman Brothers, le perdite siano state di circa il 22,0%, ad indicare che il comparto è stato negativamente influenzato da fenomeni tecnici, ascrivibili ai deflussi dagli *hedge fund*, specialisti di questo mercato.

I titoli governativi, al contrario, hanno trovato supporto nell'incremento dell'avversione al rischio e, quindi, dell'accresciuta tendenza ad investire in attività meno rischiose. Anche per questo mercato l'anno è stato scandito da consistente volatilità: durante la prima metà dell'anno sono stati prevalenti i flussi di vendita, mentre nella seconda metà hanno prevalso i flussi in acquisto. Il movimento sulla struttura dei rendimenti non è stato parallelo, ma ha evidenziato una preferenza per emissioni con scadenze brevi rispetto a quelle più lunghe.

All'interno dell'area della moneta unica è stata significativa la *sovraperformance* delle emissioni dei paesi con migliori giudizi di rating (cd. *core*) rispetto alle altre dei paesi cosiddetti periferici. L'allocazione geografica ha dimostrato la sua importanza anche in chiave di esposizione valutaria. Il tema prevalente è stato la chiusura delle operazioni cd. di *carry trade* per le quali venivano vendute divise con rendimenti più bassi a vantaggio di quelle a rendimenti più alti. I beneficiari di questa strategia sono stati lo yen e il franco svizzero (apprezzamento del 29,5% e del 13,8% annuo rispetto all'euro), a fronte di una forte penalizzazione delle divise dell'area pacifico, quali dollaro neozelandese e australiano (15,0% negativo e 12,0% negativo annuo contro l'euro). L'andamento del dollaro statunitense (7,1% in ragione d'anno) è spiegato dal desiderio degli operatori di mercato di posizionarsi sulla valuta con maggior livello di liquidità. Da notare la brusca flessione della sterlina che ha perso il 20,8% contro l'euro, rispetto alle quotazioni di inizio anno.

I prezzi delle materie prime sono stati mossi da principio da una tendenza rialzista - nella convinzione che la domanda dei paesi emergenti potesse mantenere la sua solidità - per poi allinearsi all'andamento dei principali mercati. Nella prima metà dell'anno, infatti, la performance è stata di circa il 16,3%, secondo la rappresentazione dell'indice CRB (9). Il contributo principale è stato fornito dalla componente energetica; il prezzo del petrolio, infatti, è cresciuto di circa il 52,0%, mentre le altre *commodities* hanno invece registrato un rendimento di circa il 19,0% nello stesso periodo. Nel secondo semestre, in concomitanza all'apprezzamento del dollaro statunitense e dell'acuirsi della crisi finanziaria, il CRB ha subito perdite per circa il 44,2%. Il principale contributo negativo è derivato dal petrolio che ha perso circa il 70,0%, a fronte di uno storno di circa il 28,0% delle altre categorie (10).

⁷ La correzione del prezzo delle materie prime ha negativamente impattato sulle performance dei paesi che ne sono esportatori.

⁸ Per l'indice S&P Asia 50, non sono disponibili rendimenti in valuta locale.

⁹ Commodity Research Bureau/Reuters US spot all commodities.

¹⁰ Commodity Research Bureau/Reuters US non energy commodities.

Si rileva che l'andamento concorde di molte delle classi di attivo ha ridotto al minimo i benefici derivanti dalla diversificazione di portafoglio. In questo particolare contesto economico, quindi, tale fondamentale strumento di gestione non ha consentito di contenere le perdite prodotte dal generalizzato andamento sfavorevole dei mercati.

Prospettive economico-finanziarie 2009

Le recenti statistiche macroeconomiche confermano la fase recessiva che caratterizza il ciclo economico globale dall'ultimo trimestre del 2008.

Il sistema economico americano, ancora caratterizzato dalla caduta delle quotazioni sui mercati immobiliari (11), mostra le criticità legate al processo di riduzione dell'indebitamento che sta interessando il settore dei consumi e degli intermediari finanziari. Il continuo processo di indebolimento del settore immobiliare e la maggiore selettività nell'erogazione del credito sono le cause principali del protrarsi della fase recessiva, ulteriormente acuita dalla debolezza del mercato del lavoro. Dall'inizio della contrazione economica, il tasso di disoccupazione è passato dal 4,9% del gennaio 2008 all'8,5% del marzo 2009, con tendenze di ulteriore crescita nei prossimi mesi, come si evince dalle statistiche sulle richieste per i sussidi alla disoccupazione.

Il settore produttivo non presenta ancora segnali di stabilizzazione; la produzione industriale mantiene un andamento negativo, registrando negli ultimi sei mesi un calo mensile medio di circa l'1,2%. Il sostenuto rallentamento della dinamica dei prezzi anticipa un protratto periodo di stimolo monetario. Le autorità di politica monetaria adottando misure non convenzionali, consistenti nell'acquisto diretto di strumenti finanziari, stanno gradualmente riducendo il costo dei finanziamenti e riattivando il mercato delle cartolarizzazioni, con conseguente beneficio per il settore finanziario.

Sul fronte della politica fiscale, continuano gli stimoli ai diversi comparti del sistema economico. L'entità dello stimolo è di circa 830 miliardi di dollari, anche se l'amministrazione statunitense ha dichiarato di voler definire un nuovo piano di sostegno al sistema bancario -TARPII (12) - tramite lo stanziamento di circa 2.000 miliardi di dollari destinati a ricapitalizzazioni o alla gestione degli attivi di scarsa qualità.

Le economie dell'area euro stanno sperimentando un rapido processo di rallentamento ascrivibile agli effetti della crisi finanziaria e alla tardività negli interventi a sostegno della congiuntura. Tuttavia, il miglioramento delle aspettative sul ciclo economico lascia presagire, nel corso della seconda metà dell'anno, una progressiva stabilizzazione dell'attività economica, conseguente alle misure di stimolo messe in atto dai governi nazionali. Il deciso restringimento delle condizioni di accesso al credito che ha determinato un impatto negativo sulla crescita, è in attenuazione per il miglioramento delle condizioni sui mercati interbancari; ciononostante, le forti iniezioni di liquidità della banca centrale, anziché essere destinate al credito, stanno alimentando i depositi delle singole istituzioni finanziarie presso la banca centrale, evidenziando una forte preferenza per la liquidità, che deriva dall'accentuato grado di incertezza che caratterizza il sistema finanziario.

Il comparto manifatturiero è quello che ha risentito maggiormente della riduzione del credito; rispetto ai dodici mesi precedenti, infatti, la produzione industriale ha subito una forte contrazione, dell'ordine del 18,4% annuo, dovuta in buona parte al rallentamento delle esportazioni, soprattutto verso l'Asia. Il settore dei consumi, pur mostrando relativa stabilità, risente sia del peggioramento del mercato del lavoro - le attese di consenso per il tasso di disoccupazione sono all'8,7%, in aumento rispetto al 7,3% del primo trimestre 2008 - sia della riduzione dell'effetto ricchezza derivante dalla flessione dei mercati finanziari e dall'indebolimento del settore immobiliare.

L'indice generale dei prezzi continuerà a mantenere una tendenza al ribasso, alimentata dall'eccesso di capacità produttiva e dai bassi livelli delle principali materie prime. Il raffreddamento della dinamica dei prezzi fornirà alla banca centrale europea spazi per mantenere bassi i tassi di interesse. Diversamente dal contesto statunitense, non vi sono stati interventi di stimolo non convenzionali, mirati all'acquisto di attività finanziarie per sostenere i mercati e ridurre il costo del credito.

Le attese di crescita per l'area euro sono di una contrazione del prodotto interno lordo che potrebbe essere accentuata dalle recenti tendenze protezionistiche da parte degli stati membri. Il Giappone sta registrando una crescita negativa, derivante dal brusco calo delle esportazioni e della spesa per investimenti in

¹¹ L'indice *Case Shiller*, nel mese di gennaio 2009, ha registrato una flessione annua di ca. 18,97%.

¹² *Trouble Asset relief program*.

contrazione, rispettivamente, del 21,5% e del 10,5%. Le probabilità di una rapida ripresa sono fugate dalla brusca flessione nella domanda di beni strumentali (85,2%) **(13)** rispetto l'anno precedente e dai *leading indicator*. **(14)**.

La fragile situazione sul mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione in aumento al 4,4%, conferma l'inclinazione al ridimensionamento della spesa per consumi, con effetti anche sull'inflazione, oggi prossima allo zero e attesa a valori negativi. Le prospettive per il ciclo giapponese sono meno favorevoli che per le altre economie sviluppate, per la cronica debolezza dei consumi interni che ha alimentato il grado di dipendenza dal commercio estero. Tale caratteristica strutturale rende ancor più fragile la ripresa del ciclo economico ed è ipotizzabile che la banca centrale manterrà i tassi di riferimento prossimi allo zero.

Nelle aree emergenti europee il deficit delle partite correnti, soprattutto se concomitante ad un deficit di bilancio pubblico, costituisce il principale fattore di rischio, vista la scarsità di capitali sul mercato e la ridotta propensione per il rischio. Sono sempre più numerosi i paesi dell'area che ricorrono agli aiuti dei principali partner o di organismi internazionali. Ad oggi il fondo monetario internazionale è intervenuto a sostegno dell'Ungheria, dell'Ucraina e recentemente della Lettonia.

Nell'area asiatica risulta essere di particolare importanza il processo di ribilanciamento tra commercio estero e domanda interna messo in atto dalle autorità politiche cinesi. Il successo di tale progetto è cruciale per l'effetto trainante che l'economia cinese potrebbe esercitare sull'area. Le autorità politiche hanno presentato nei mesi scorsi un piano di rilancio dell'economia senza precedenti: il totale delle risorse stanziate è prossimo ai 600 miliardi di dollari e sarà indirizzato al sostegno del potere di acquisto e ad investimenti infrastrutturali.

Il rischio maggiore è che il piano di sostegno non riesca ad alimentare sufficientemente il canale della domanda interna, facendo sì che l'eccesso di capacità produttiva dia luogo a dinamiche deflative; ad oggi non sono rilevabili evidenze a supporto di questo scenario. Nell'area sudamericana le economie mantengono una relativa solidità anche grazie agli stimoli attuati derivanti dai tagli dei tassi e dalle politiche fiscali a sostegno del ciclo. Dal punto di vista dei mercati finanziari, per i prossimi trimestri permane alta volatilità sulle maggiori classi di attivo.

Il comparto azionario, dopo aver sofferto nei primi mesi dell'anno un'ulteriore contrazione dei multipli **(15)** e delle aspettative sugli utili, evidenzia una moderazione nella tendenza ribassista in seguito al relativo miglioramento delle prospettive di redditività, del settore bancario in particolare. Da un punto di vista settoriale saranno ancora volatili quei settori la cui redditività è molto legata al credito e, quindi, al fabbisogno di finanziare il proprio livello di leva finanziaria, mentre i settori meno esposti saranno quelli a ridotto contenuto ciclici. I settori ciclici, quali industriali e materie prime, invece, essendo strettamente legati al ciclo economico, troveranno forte sostegno nella conferma che il ciclo è nella fase di inversione.

Sul comparto obbligazionario, le aspettative di ulteriori interventi di politica monetaria espansiva, ancorché già scontate nelle valutazioni, forniranno sostegno alle scadenze più brevi della curva dei tassi, mentre quelle più lunghe potrebbero rimanere stabili per via delle basse aspettative sull'inflazione e per bassi livelli di rendimento a breve.

Avendo riguardo alla dimensione geografica nell'area euro, si osserva come nel corso degli ultimi mesi, i mercati hanno espresso una forte preferenza per quegli emittenti che, all'interno dell'area, hanno un giudizio di rating migliore (cd. *core*). Tale fenomeno ha determinato una significativa dispersione nei rendimenti, tale per cui la differenza tra le curve dei paesi core e quelle dei paesi c.d. periferici ha assunto valori che non trovano pieno riscontro nei fondamentali. A tal proposito, l'investimento in titoli di emittenti periferici rappresenta una buona opportunità, alla luce dei maggiori premi per il rischio e dell'obbligo di sostegno tra i paesi membri, previsto dal trattato di adesione alla moneta unica **(16)**.

¹³ La variazione si riferisce al dato di marzo 2009 su quello di marzo 2008

¹⁴ *Japan new Composite Index of Business Cycle indicator* a 75 ha assunto i valori minimi dal 1986.

¹⁵ Il multiplo P/U, riassume al suo interno anche variabili strutturali quali costo del debito, avversione al rischio e minore potere di mercato. Una sua contrazione a parità di tassi di crescita degli utili indica un peggioramento delle condizioni sistemiche, mentre una sua espansione rileva un miglioramento del contesto competitivo delle società.

¹⁶ "Where a Member State is in difficulties or is seriously threatened with severe difficulties caused by exceptional occurrences beyond its control, the Council may, acting unanimously on a proposal from the Commission, grant, under certain conditions, Community financial assistance to the Member State concerned. Where the severe difficulties are caused by natural disasters, the Council shall act". Trattato di Maastricht, art. 103a, comma 2.

All'interno della categoria delle emissioni governative, quella delle obbligazioni indicizzate all'inflazione costituisce un buon tema di investimento; le quotazioni, condizionate dalle attese di una ridotta dinamica inflattiva ne rendono conveniente l'acquisto. Nella prospettiva di lungo periodo, infatti, l'enorme stanziamento di risorse per le politiche anticicliche potrebbe dar luogo a spinte inflazionistiche a partire dalla seconda metà dell'anno 2010.

Da un punto di vista valutativo appare interessante il comparto dei tassi variabili, in particolare governativi, utile ad implementare strategie in controtendenza (*contrarian*), al fine di anticipare la fase di inversione del ciclo dei tassi. Le obbligazioni societarie, presentando rendimenti che rispecchiano la mancanza di liquidità e l'incremento delle insolvenze, costituiscono un'interessante opportunità di investimento. Le tipologie da prediligersi sono quelle con giudizi di *rating* più alti dato l'elevato rischio di *downgrade* speculativo presente oggi sul mercato.

Un comparto che si caratterizza per una buona dimensione rischio rendimento è sicuramente quello delle convertibili. I temi che supportano tale convinzione sono sia di natura tecnica che fondamentale; il brusco incremento dell'avversione al rischio, ma soprattutto i massicci flussi di rimborso sugli *hedge funds*, infatti, hanno sottratto a questo mercato una porzione importante della domanda, riducendone sensibilmente i prezzi ed incrementando di conseguenza i rendimenti. La combinazione tra componente obbligazionaria e componente azionaria, caratteristica di questi strumenti, consente, inoltre, di attenuare le perdite in fasi di ribassi e di beneficiare delle fasi rialziste delle borse.

Il mercato degli investimenti alternativi continua a presentare buone opportunità in termini di potere diversificante; la pesante correzione sul mercato delle materie prime potrebbe costituire un'occasione per incrementare l'esposizione alle *commodities*, la cui domanda strutturale non è destinata a ridimensionarsi nel medio-lungo periodo. Per quel che attiene ai prodotti di risparmio gestito che appartengono alla categoria degli alternativi, i fondi di *private equity*, attivi nelle strategie con basso fabbisogno di finanziamento e di leva, possono rappresentare un investimento efficiente in quanto potrebbero avvantaggiarsi degli interessanti livelli valutativi presenti oggi sul mercato.

Il settore immobiliare

Il settore immobiliare ha risentito nel 2008 del contesto di crisi economica generale, registrando un andamento negativo e la flessione più marcata registrata negli ultimi 20 anni (salvo la contrazione del 1992), determinando sostanzialmente la conclusione del ciclo espansivo del mercato residenziale iniziato negli anni 1998-1999.

Sono infatti aumentati i tempi medi di vendita (6-7 mesi per le nuove abitazioni) e lo sconto medio praticato (circa il 9% per le abitazioni nuove ed il 12% per quelle non nuove), mentre il numero di compravendita ha registrato a livello nazionale una diminuzione del 15,1% per le abitazioni (20,4% a Roma), del 15,5% per gli uffici, dell'11,7% per il comparto commerciale e dell'8,7% per quello industriale.

Le abitazioni oggetto di compravendita sono passate da 845.000 nel 2006 a 686.000 nel 2008, con un ritorno ai livelli di inizio 2000. La flessione è stata più marcata nell'ultimo trimestre 2008, registrando una caduta del 17,7% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Tale situazione è di seguito rappresentata.

XVI LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Andamento trimestrale del numero delle compravendite per settori 2007-2008 (Fonte: Agenzia del Territorio)

	I trim 08	II trim 08	III trim 08	IV trim 08	2008
Residenziale	167.070	188.275	149.253	181.989	686.587
Terziano	4.342	4.596	3.768	5.281	17.988
Commerciale	11.457	11.944	9.309	12.572	45.283
Produttivo	3.796	3.977	3.220	4.405	15.398
Pertinenze	129.946	145.683	114.661	148.658	538.948
Altro	51.896	58.140	47.039	58.518	215.592
Totale	368.507	412.616	327.251	411.423	1.519.796
	I trim 07	II trim 07	III trim 07	IV trim 07	2007
Residenziale	194.573	219.763	173.783	221.058	809.177
Terziano	4.925	5.365	4.320	6.673	21.283
Commerciale	12.353	13.289	10.664	15.000	51.306
Produttivo	3.620	4.438	3.339	5.476	16.873
Pertinenze	145.325	164.839	129.400	174.975	614.539
Altro	57.687	66.826	54.784	69.270	248.567
Totale	418.482	474.520	376.291	492.453	1.761.745
var% 07-08	I trim 07-08	II trim 07-08	III trim 07-08	IV trim 07-08	2007-08
Residenziale	-14,1%	-14,3%	-14,1%	-17,7%	-15,1%
Terziano	-11,8%	-14,3%	-12,8%	-20,9%	-15,5%
Commerciale	-7,2%	-10,1%	-12,7%	-16,2%	-11,7%
Produttivo	4,9%	-10,4%	-3,6%	-19,6%	-8,7%
Pertinenze	-10,6%	-11,6%	-11,4%	-15,0%	-12,3%
Altro	-10,0%	-13,0%	-14,1%	-15,5%	-13,3%
Totale	-11,9%	-13,0%	-13,0%	-16,5%	-13,7%

ANDAMENTO DELLE COMPRVENDITE RESIDENZIALI IN ITALIA

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (*)	Var. % 08/07 (**)
576.340	639.617	690.478	681.265	761.522	762.885	804.125	831.158	945.052	806.225	698.090	-13,0

Fonte: elaborazioni e stime Ufficio Studi URM su dati Ag. Del Territorio (*) Stima

Per la prima volta dal 1998 in 13 città campione di medie dimensioni (Ancona, Bergamo, Brescia, Livorno, Messina, Modena, Novara, Parma, Perugia, Salerno, Taranto, Trieste e Verona) i prezzi si sono ridotti in media del 2,2% per le nuove abitazioni, del 2,4% per quelle non nuove, dell'1,5% per gli uffici, del 2,0% per i negozi e dell'1,9% per i capannoni.

Nel secondo semestre del 2008 una lieve riduzione (1,0%) dei prezzi delle abitazioni si è registrata anche nelle 13 grandi aree urbane (Bari, Bologna, Cagliari, Catania, Firenze, Genova, Milano, Napoli, Padova, Palermo, Roma, Torino e Venezia), dove sussistono ancora modesti incrementi semestrali dei prezzi degli uffici (0,3%) e dei negozi (0,4%).

Più marcate appaiono invece le riduzioni medie dei prezzi del comparto abitativo a Bologna (-4,5%) e Milano (2,5%). Gli andamenti dei prezzi sono analizzati nelle due tabelle che seguono.

Variazioni % nominali annue dei prezzi di vendita di abitazioni usate in buono stato (settembre 2008/settembre 2007)		DIFFERENZA % FRA PREZZO INIZIALE E FINALE DI ACQUISTO	
TORINO	-6,5	TORINO	9,0
MILANO	-8,0	MILANO	15,0
GENOVA	-6,0	GENOVA	12,0
VERONA	-7,0	VERONA	12,0
PADOVA	-5,0	PADOVA	10,0
VENEZIA	-5,0	VENEZIA	10,0
TRIESTE	-5,6	TRIESTE	9,0
BOLOGNA	-6,5	BOLOGNA	12,0
FIRENZE	-6,5	FIRENZE	15,0
ROMA	-8,3	ROMA	14,0
NAPOLI	-9,0	NAPOLI	17,0
BARI	-5,8	BARI	10,0
CATANIA	-6,0	CATANIA	13,0
MESSINA	-8,0	MESSINA	10,0
PALERMO	-9,0	PALERMO	15,0
MEDIA ITALIA	-6,8		

Fonte: Ufficio Studi UBH su dati Ag. del Territorio

Fonte: Ufficio Studi UBH su dati Ag. del Territorio

Di conseguenza si è ridotto il contributo del settore immobiliare alla crescita del PIL. La contrazione tendenziale del fatturato del mercato immobiliare, nel biennio 2007-2008, è stimata al 14,2% e al 12,2% nel 2008-2009, passando da € 138.000 miliardi nel 2007 ad € 104.000 miliardi nel 2009. Segue una tabella che evidenzia la tendenziale contrazione del segmento abitativo in Italia.

Numero di abitazioni completate in Italia (in migliaia)

	In fabbricati residenziali di nuova costruzione			* da ampliamenti o in edifici non residenziali	TOTALE GENERALE	di cui abusive
	Edifici familiari	Primi familiari	Totale			
1992	146	259	336	57	444	70
1999	46	113	159	34	193	25
2006	51	242	293	40	333	30
2007	48	251	299	40	339	28
2008	45	238	281	35	320	28
2005	41	209	246	37	283	27
2010	34	170	204	35	239	25

Fonte: CresmeSì

* abitazioni ricavate da ampliamenti di edifici preesistenti o in nuovi edifici non residenziali

Segnali negativi provengono anche dal versante delle locazioni, in particolare nel settore non residenziale. Per gli uffici (soprattutto quelli meno recenti ubicati in contesti non direzionali) i tassi di sfitanza sono in netta crescita (7,2% a Milano, 11,0% a Napoli e 9,2% a Roma). In aumento risulta altresì la richiesta di rinegoziazione dei canoni di locazione ed i tempi necessari a rilocare gli immobili, soprattutto per quelli meno qualificati ubicati in aree periferiche delle grandi città (14,8 mesi a Milano, 14,2 mesi a Roma e 12,9 mesi a Bologna).

A livello nazionale si è registrata una flessione dei canoni degli uffici del 7,0% nei "prime rents" (7,7% a Milano, 7,1% a Roma e 13,2% a Firenze), con sconti praticati che si attestano mediamente intorno al 13,0%. Il canone delle abitazioni è decrescente, in quanto l'offerta permane eccedente e la capacità reddituale delle famiglie si è mediamente ridotta. In termini generali si registra una riduzione dei rendimenti delle locazioni per tutti i comparti immobiliari.

Le erogazioni di mutui per l'acquisto di abitazioni sono diminuite del 5,3% nel primo semestre del 2008, rispetto allo stesso periodo del 2007, ed ammontano ad € 29 miliardi. Circa un quarto delle erogazioni correnti sono per finalità di sostituzione (circa il 13% di quanto erogato). Si riducono altresì gli acquisti delle abitazioni finanziate con i mutui e la percentuale di persone fisiche che non ricorrono al credito per l'acquisto dell'abitazione è passata da circa il 51,0% del 2007 a circa il 57,0% del 2008.