



**RELAZIONE SULLA GESTIONE  
AL 31 DICEMBRE 2011**

**PAGINA BIANCA**

## LO SCENARIO ECONOMICO 2011

L'anno 2011 è stato particolarmente difficile per le economie europee a causa del perdurare della crisi finanziaria che ha evidenziato i rischi connessi alla sostenibilità del debito sovrano di quei paesi europei caratterizzati da importanti indebitamenti. Pertanto, in un contesto già in difficoltà a causa del difficile tentativo di superare la grande crisi del 2008 e del 2009, l'estate del 2011 ha visto il forte peggioramento delle tensioni sui debiti sovrani che, a partire dalla Grecia<sup>1</sup>, si sono estese rapidamente a buona parte dei paesi dell'area Euro, in particolare Portogallo, Spagna ed Italia, venendo ad assumere una rilevanza sistematica.

La forte volatilità, in aumento su tutti i mercati, ha accentuato il fenomeno di "flight to quality" verso i titoli di Stato tedeschi e statunitensi, unitamente a forti ribassi dei mercati azionari ed obbligazionari, soprattutto nel comparto finanziario (bancario ed assicurativo) a causa delle importanti partecipazioni statali detenuti in portafoglio dalle principali banche e compagnie.

I differenziali di rendimento dei titoli di Stato dell'area Euro rispetto al Bund tedesco hanno toccato nuovi massimi dall'introduzione della moneta unica in Grecia, Portogallo, Italia, Spagna, Belgio e Francia. Nello specifico, nel nostro Paese lo spread dei nostri titoli decennali rispetto al Bund tedesco ha raggiunto nel mese di novembre il livello record di 550 b.p. soprattutto a causa delle incertezze che hanno accompagnato la seconda manovra finanziaria di agosto e, successivamente, il piano di rilancio dell'economia<sup>2</sup>. La gran parte dei Paesi europei ha dovuto ricorrere a misure eccezionali di politica fiscale e di contenimento dei costi a cui va associato il nuovo accordo europeo per richiamare i Paesi ad un maggior rigore in tema di spesa pubblica. Il 30 gennaio 2012 è stato approvato, infatti, il "fiscal compact", programma finalizzato al rafforzamento del piano di stabilità attraverso la previsione di limiti al rapporto deficit/Pil (0,5%) e del rientro dei debiti superiori al 60% del Pil. L'assenza, per ora, di idonee misure finalizzate alla crescita delle economie dell'area resta tuttavia una delle criticità ancora da risolvere.

La forte crisi dell'area Euro è da imputare sostanzialmente ad una serie di mancanze strutturali nella costruzione dell'area monetaria comune, benché nel 2011 siano state adottate, in alcuni ambiti, importanti misure di rafforzamento dell'integrazione. Restano, infatti, forti disallineamenti di natura fiscale, nonché la visione differente che continua a permanere tra gli Stati membri in merito all'emissione degli eurobond.

Per quel che concerne la ripresa mondiale<sup>3</sup>, l'ulteriore indebolimento verificatosi è da attribuirsi al forte rallentamento in atto nei Paesi industrializzati (soprattutto area Euro e Giappone) oltre che ad una moderata decelerazione delle economie dei Paesi emergenti; in contrapposizione l'economia statunitense, che sembra aver beneficiato di alcune misure di stimolo fiscale attuate negli ultimi anni.

---

<sup>1</sup> La posizione della Grecia, peggiorata a partire dalla fine del primo trimestre dell'anno a causa dei ritardi nell'aggiustamento della situazione fiscale, ha rischiato di compromettere l'erogazione di una tranne di aiuti europei necessaria per il rimborso dei titoli di Stato in scadenza. Prima dell'estate, al fine di evitare il "default" del Paese il Parlamento greco, tra violente proteste di piazza, ha approvato un piano di austerità fiscale di medio termine convincendo l'Unione Europea e il Fondo Monetario Internazionale ad erogare un secondo pacchetto di aiuti.

<sup>2</sup> Tra fine settembre ed inizio ottobre le tre principali Agenzie di Rating hanno ridotto il merito di credito dell'Italia, con prospettive negative intervenendo anche sui rating di diversi istituti bancari. Alla fine dell'anno le stesse agenzie hanno messo sotto osservazione il merito di credito di quasi tutti gli Stati dell'area Euro, inclusi quelli con rating AAA come Germania, Francia e Paesi Bassi. A metà gennaio 2012 S&P ha poi declassato il rating di nove Paesi tra cui la Francia (da AAA ad AA+), la Spagna (da AA- ad A) e l'Italia (da A a BBB+) andando a ritoccare anche il rating del Fondo Europeo per la Stabilità Finanziaria (da AAA ad AA+). Qualche giorno più tardi anche Fitch ha ridotto i rating di cinque Paesi tra cui l'Italia (da A+ ad A-) e la Spagna (da AA- ad A). Lo stesso si è verificato per Moody's che in febbraio ha ridotto il rating di sei Paesi tra cui l'Italia (da A2 ad A3) e la Spagna (da A1 ad A3).

<sup>3</sup> Le stime del FMI (World Economic Outlook update, gennaio 2012) vedono per il 2011 il Pil mondiale crescere del 3,8% (contro una crescita del 5,2% nel 2010).

La situazione economica è stata caratterizzata, pertanto, dal permanere di elevati livelli di disoccupazione, mentre la discesa dei prezzi delle materie prime (che ha incorporato le generali aspettative di un calo del Pil) ha contribuito all'attenuazione del livello di inflazione. Il **petrolio**, invece, con prezzi ai massimi (oltre 122 dollari/barile) in concomitanza con la crisi libica, si è successivamente stabilizzato attorno ai 100/120 dollari/barile (pur in presenza di tensioni nell'area nordafricana e nel Medio Oriente), chiudendo l'anno sul livello di 105,97 dollari/barile.

Nella tabelle riepiloghiamo in sintesi la **crescita delle principali economie mondiali** nell'ultimo quinquennio (dati destagionalizzati e concatenati):

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Usa	2,1	0,4	-2,6	3,0	1,7
Area Euro	2,8	0,6	-4,1	2,0	1,5
Italia	1,5	-1,3	-5,2	1,2	0,4
Regno Unito	2,6	0,5	-4,9	1,3	0,8
Germania	2,5	1,3	-4,7	3,7	3,0
Francia	2,3	0,4	-2,6	1,5	1,7
Giappone	2,4	-1,2	-6,3	3,9	-0,7
Cina	13,0	9,6	9,2	10,4	9,2
India	8,5	7,0	5,7	10,3	7,3
Brasile	6,0	5,2	-0,6	7,5	2,7
Russia	7,1	5,1	-7,9	4,0	4,1

\*Fonti: Prometeia, FMI e Statistiche Ufficiali

L'**economia statunitense** è stata caratterizzata da uno sviluppo positivo che ha mostrato evidenti segnali di ripresa nonostante un primo trimestre a crescita quasi nulla. Nello specifico, negli ultimi due trimestri dell'anno il Pil Usa è cresciuto di oltre il 3,0% su base annua, trascinato dai consumi privati e dalla ricostituzione delle scorte di magazzino, pur in presenza di una diminuzione degli investimenti fissi. Il rallentamento nell'area Euro ha invece impattato sull'interscambio commerciale che ha annullato il suo apporto alla crescita del Pil. In media d'anno il Pil Usa è cresciuto dell'1,7%, rispetto al +3,0% del 2010.

Per quanto riguarda l'**occupazione**, il tasso di disoccupazione alla fine dell'esercizio è passato dall'8,9% di ottobre all'8,5% di dicembre, dopo essere rimasto stabile attorno al 9,0% nei mesi precedenti. Nel gennaio 2012 l'ulteriore flessione all'8,3% ha riportato il valore ai livelli del febbraio 2009. Il dato medio del 2011, pur elevato (8,9%) appare in flessione rispetto al 2010 (9,6%).

La **produzione industriale** passa da un dato del +5,60% circa del 2010 ad un +1,18% del 2011, crescendo in dicembre dello 0,4%, un decimo in meno delle attese degli analisti. Nel mese il tasso di utilizzo degli impianti è cresciuto di 0,3 punti a quota 78,1%, in linea con le attese.

Il **tasso d'inflazione** è aumentato passando dall'1,5% di fine 2010 al 3,0% di fine 2011, pur toccando una punta massima del 3,9% nel mese di settembre.

La **Fed** ha mantenuto la propria politica fortemente espansiva sui tassi annunciando, da un lato, di voler mantenere invariato nel range 0-0,25% il tasso di interesse sui Federal Funds sino alla fine del 2014 e, dall'altro, proseguendo nella ricomposizione del proprio portafoglio di titoli di Stato, al fine di allungarne la scadenza media.

Con riferimento ai c.d. “**deficit gemelli**”, essi hanno evidenziato dinamiche parallele seppur con un disavanzo federale quasi invariato; quest'ultimo, infatti, è leggermente aumentato passando dai 1.294 miliardi di dollari

di fine 2010 ai 1.299 miliardi di dollari di fine 2011 (+0,39%) mentre il saldo della bilancia commerciale (dopo essersi quasi dimezzato nel 2009) è tornato ad ampliarsi passando dai 497,8 miliardi di dollari del 2010 ai 558 miliardi di dollari del 2011 (+11,6%) risentendo principalmente di un maggior deficit nei confronti della Cina, dei paesi Opec e dei paesi dell'area Euro.

La **curva dei rendimenti** americana ha evidenziato uno slittamento verso il basso per scadenze superiori ai 12 mesi, indicando la volontà degli investitori di scegliere titoli meno rischiosi americani ed anche tedeschi rispetto a titoli francesi, italiani e spagnoli. Tale dinamica è stata influenzata altresì dall'indebolimento delle aspettative di crescita del Paese e dal mantenimento di una politica monetaria "accomodante".

Lo **spread fra i rendimenti** a 10 e 2 anni sulla curva dei tassi americana è passato dal 2,578 del dicembre 2010 all'1,294 del dicembre 2011 (con una punta minima di 1,243 il 19 dicembre). In tale contesto il tasso a 2 anni è passato dallo 0,784% del dicembre 2010 allo 0,721% del dicembre 2011 ed il tasso a 10 anni è passato dal 3,362% del dicembre 2010 al 2,016% del dicembre 2011.

Nell'**area Euro** il 2011 è stato caratterizzato da un rallentamento progressivo dell'economia (con il Pil in calo dello 0,3% nell'ultimo trimestre dell'esercizio). Complessivamente in media d'anno il **Pil** dell'area è aumentato dell'1,4% (contro il +1,9% del 2010) soprattutto a causa di un forte rallentamento della **Germania** e della recessione dell'**Italia**. Sul risultato hanno inciso tutte le componenti, in particolare della domanda estera netta, con importazioni in forte aumento ed esportazioni in forte diminuzione. I paesi periferici (Spagna, Portogallo, Irlanda, Italia e soprattutto Grecia) hanno subito fortemente l'effetto della pesante situazione del proprio debito sovrano. Uno dei principali aspetti di criticità dell'area resta la crisi della **Grecia**, con un debito pubblico quasi al 160% del Pil, con un deficit superiore al 10,0% del Pil (in media d'anno il dato del 2011 dovrebbe tendere al 7,0%). La risoluzione delle problematiche legate alla ristrutturazione del suo debito resta il principale problema che permane nell'area Euro. L'esito degli accordi condizionerà anche le future azioni da intraprendere verso il **Portogallo**, con un Pil in discesa al -1,6% nel 2011 (dal +1,4% del 2010) e il cui debito pubblico potrebbe raggiungere (secondo le stime del FMI) il 112% del Pil nel 2012. Tra i Paesi periferici dell'area si è distinta l'**Irlanda** che, pur con una ripresa in forte rallentamento nella seconda parte dell'anno, ha fatto registrare una crescita stimata del Pil dello 0,9% (contro il -0,4% del 2010).

La **produzione industriale** passa da un dato del +7,26% circa del 2010 ad un +3,56% del 2011, evidenziando in dicembre un calo del 2,55%.

Il **tasso di disoccupazione** si è mantenuto su livelli elevati attestandosi allo stesso livello di fine 2010 del 10,1%. Il **tasso di inflazione** (passato dall'1,6% di fine 2010 al 2,7% di fine 2011) è aumentato progressivamente, toccando il livello del 3,0% tra settembre e novembre (livello massimo dal novembre 2008). Il dato "core", ovvero al netto dei prodotti alimentari ed energetici, è quasi raddoppiato nei primi nove mesi dell'anno per poi stabilizzarsi al 2,0% (dall'1,1% di fine 2010).

La **Bce** ha mantenuto la propria politica monetaria espansiva in presenza dell'acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari nonché delle paure sulla crescita economica dell'area, riducendo, a novembre e a dicembre, il tasso ufficiale di 25 b.p., riportandolo all'1,0%. Sono state inoltre decise una serie di misure di sostegno alla liquidità delle banche e alla loro attività di prestito a famiglie ed imprese, nonché la possibilità per le stesse di ridurre il coefficiente di riserva dal 2,0% all'1,0% a partire dal 2012.

Alla fine dell'anno il differenziale tra il costo del denaro americano e quello europeo si attestava a 0,75 punti percentuali.

Dopo i minimi toccati nel corso del 2009 il livello dei **tassi Euribor** è tornato a risalire. L'**Euribor mensile**, calato sino ad un minimo dello 0,42% nell'ottobre 2009 e ritornato a fine 2010 attorno allo 0,78%, ha recuperato nel corso del 2011 (toccando un massimo di 1,470 nel mese di luglio) per poi ritracciare sul livello di 1,024 di fine 2011. L'**Euribor trimestrale**, calato sino ad un minimo dello 0,70% nel dicembre 2009 e ritornato a fine 2010 attorno all'1,006, ha recuperato nel corso del 2011 (toccando un massimo di 1,615 nel mese di luglio) e tornando al livello di 1,356 di fine 2011.

I **differenziali dei tassi** sulla curva europea si sono ridimensionati: lo spread fra i rendimenti a 10 e 2 anni è passato dall'1,767 del dicembre 2010 all'1,069 del dicembre 2011, toccando una punta minima in novembre di 0,96. In tale contesto il tasso a 2 anni è passato dall'1,557% del dicembre 2010 all'1,313% del dicembre 2011 ed il tasso a 10 anni è passato dal 3,324% del dicembre 2010 al 2,381% del dicembre 2011.

Tra le maggiori economie dell'area, la **Francia** ha evidenziato una crescita sostanzialmente stabile, con un Pil in crescita nel corso dell'anno dell'1,7% contro il +1,5% del 2010. Le forti misure di risanamento dei conti pubblici adottate nel Paese non sono state sufficienti ad evitare il declassamento del rating del proprio debito che, per la prima volta, ha perso la tripla A.

La **Germania**, ha evidenziato una buona crescita annua del 3,0%, seppur in leggera flessione rispetto al dato del 2010 (+3,7%) continuando a beneficiare del buon andamento delle proprie esportazioni verso i paesi emergenti.

Il **Regno Unito** ha evidenziato una crescita in forte flessione rispetto al dato dell'anno precedente (+0,8% il dato del 2011 contro il +2,1% del 2010). Nel corso dell'anno la **Bank of England** ha mantenuto il livello dei tassi fermo al livello dello 0,50%. Appare elevato il livello del tasso d'inflazione, passato dal 3,3% di fine 2010 al 4,5% di fine 2011.

A partire dai mesi estivi, l'**Italia** è stata fortemente penalizzata dalla crisi di fiducia a livello internazionale, che ha reso necessari ed improrogabili molteplici interventi di natura legislativa e finanziaria. Nell'ultimo scorciò dell'esercizio l'Italia è entrata tecnicamente in recessione con un Pil in calo dello 0,7% (dopo il calo dello 0,2% del trimestre precedente). In media d'anno il nostro Pil ha segnato un modesto +0,4% (rispetto al +1,8% del 2010) beneficiando del contributo dell'interscambio commerciale, grazie all'aumento delle esportazioni, a fronte di consumi stazionari e di un calo sia degli investimenti che delle scorte.

La **Produzione Industriale**, moderatamente positiva sino ad agosto, ha invertito tale tendenza a partire da settembre (-4,1% in novembre e -1,8% in dicembre) anche se in media d'anno si è mantenuta sostanzialmente in linea con quella di fine 2010 anticipando sostanzialmente l'andamento del Pil. A livello settoriale hanno registrato importanti flessioni il comparto "Tessile" (-7,3%), il "Chimico" (-5,8%), le "Apparecchiature Elettriche" (-4,9%) mentre appaiono in controtendenza il comparto "Fabbricazione Macchinari e Attrezzature" (+8,6%), il "Metallurgico" (+3,9%) e l'"Estrattivo" (+2,1%).

Il **tasso d'inflazione**, dopo un forte rialzo al 3,0% nel mese di marzo ed una flessione nei mesi estivi, a partire da settembre è nuovamente salito con variazioni che non si vedevano dall'autunno del 2008 (+3,7% a dicembre a fronte del +2,1% del dicembre 2010) anche se, in media annua, l'inflazione si è attestata al +2,9% (dal +1,6% del 2010)<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Il rialzo della seconda parte dell'esercizio è da imputare essenzialmente al rialzo delle imposte indirette oltre che alle innovazioni metodologiche introdotte da inizio anno nella rilevazione dei singoli prezzi stagionali che producono effetti più importanti nei mesi in cui si concentrano le vendite promozionali e in quelli immediatamente successivi.

Il **tasso di disoccupazione** in media d'anno ha fatto registrare una leggera flessione attestandosi all'8,2% (rispetto all'8,4% registrato nel 2010). Abbiamo però assistito ad una sua riduzione al 7,9% nel mese di agosto e ad un successivo rialzo all'8,9% in dicembre (con un picco del 30% per i giovani disoccupati).

Il **disavanzo della bilancia commerciale** è migliorato di circa il 20%, passando dai circa 30,0 miliardi di euro del 2010 ai 24,3 miliardi di euro di fine 2011, nonostante il peso maggiore imputabile al deficit energetico. Nello specifico, le esportazioni (cresciute dell'11,4%) hanno superato le importazioni (cresciute dell'8,9%) anche se entrambe le voci sono state assai sostenute nei confronti dei Paesi extra Unione Europea.

Il crollo dell'economia ha impattato altresì sulla finanza pubblica. Il drastico peggioramento delle condizioni di finanziamento ha reso necessario in novembre un ulteriore intervento di correzione (il terzo dell'anno) dei conti pubblici per gli esercizi 2012, 2013 e 2014. La “**Manovra Salva Italia**”, approvata in dicembre, mira a riportare in maniera stabile l'equilibrio sui conti pubblici e a rispettare l'impegno, assunto in sede europea, di conseguire il pareggio del nostro bilancio nel 2013<sup>5</sup>.

Le più recenti stime dell'Istat prevedono per il 2011 una riduzione al 3,9% del rapporto deficit/Pil (4,6% nel 2010) e un rapporto debito/Pil leggermente in aumento al 120,1% (118,7% nel 2010).

L'**area asiatica** continua a rivestire un ruolo fondamentale nell'ambito degli equilibri economici internazionali. Cina ed India hanno guidato l'area con crescite dell'economia rispettivamente del 9,2% e del 7,3%.

La **Cina**, ormai consolidatasi seconda potenza economica mondiale, ha saputo mantenere una crescita sostenuta della propria economia, seppur in leggero calo rispetto alla crescita del 2010 (Pil in crescita del 9,2% nel 2011 contro il +10,4% del 2010). Forti contributi a tale risultato provengono da tutte le componenti della domanda interna: investimenti fissi e soprattutto nel comparto manifatturiero (+23,9%), vendite al dettaglio di beni di consumo (+17,1%), produzione industriale (+13,9%) trainata dall'industria pesante, con incrementi superiori al 15% in alcuni comparti del manifatturiero. Il saldo positivo della bilancia commerciale cinese per il 2011 ha subito un calo di circa il 15% rispetto al 2010 attestandosi a 155,1 miliardi di dollari a causa di importazioni cresciute più delle esportazioni (rispettivamente +24,9% contro +20,3%) ma, nonostante ciò, le riserve valutarie nel mese di dicembre risultavano in crescita dell'11,73% a 3.181 miliardi di dollari (contro i 2.847 miliardi di dollari di fine 2010). Oltre un terzo di tali riserve risultano ancora investite in titoli di Stato statunitensi. L'inflazione (5,4% come media annua) ha toccato un massimo del 6,5% in luglio ritracciando poi a dicembre al 4,1% grazie ai ripetuti interventi restrittivi compiuti nei primi sette mesi dalla Banca Centrale. Nel mese di dicembre la **People Bank of China** (dopo ben sei rialzi) ha ridotto i coefficienti di riserva obbligatoria di 50 b.p. portandoli al 21% ed ha rialzato per ben tre volte il livello del tasso ufficiale portandolo dal 5,81% al 6,56%.

Il **Giappone**, fortemente penalizzato dal terremoto e dal contestuale incidente nucleare di marzo, ha evidenziato alla fine dell'anno (nel quarto trimestre) una ripresa meno intensa rispetto al trend dei trimestri precedenti e soprattutto del periodo estivo. La riduzione del Pil alla fine dell'anno (-0,2%) è dovuta sostanzialmente al contributo negativo dell'interscambio commerciale. A questo trend si è invece contrapposto un forte aumento degli investimenti non residenziali. Anche la produzione industriale nell'ultimo trimestre dell'anno è scesa dello 0,4% confermando la situazione di incertezza già evidenziata dal rapporto

5 La “Manovra Salva Italia”, approvata con Decreto Legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito nella Legge 22 dicembre 2011, n. 214, dovrebbe reperire risorse per 32,1 miliardi di euro nel 2012, per 34,8 miliardi di euro nel 2013 e per 36,7 miliardi di euro nel 2014; tali risorse sono destinate a correggere l'indebitamento netto per oltre 20 miliardi di euro (1,3 punti in percentuale del Pil) in ciascun esercizio del triennio indicato, a finanziare un pacchetto di interventi a favore della crescita e di ridurre il contributo al contenimento del disavanzo che dovrà derivare dalla riforma fiscale e assistenziale. Le tre manovre varate a partire dall'estate 2011 dovranno, nell'insieme, ridurre il nostro disavanzo di 3 punti in percentuale del Pil nel 2012 e di 4,7 punti in percentuale del Pil (in media d'anno) per il 2013 e il 2014.

Tankan. Anche il tasso di disoccupazione, inizialmente sceso, si è riportato al livello del 4,5%. Sul lato dei prezzi nel Paese continua a permanere una situazione di deflazione che si protrae ormai dal 2009 (-0,1% a dicembre).

La **Bank of Japan**, allo scopo di far ripartire l'economia e di frenare la forte rivalutazione della moneta nazionale, ha mantenuto fermo il tasso di interesse attorno allo zero (0,10%).

In **India** la stima del **Pil** per il 2011 si attesta ad un +7,3% dal +10,30% del 2010) La crescita economica del Paese appare in graduale decelerazione (nel terzo trimestre dell'anno il dato è cresciuto del 6,9%). Sul dato non hanno impattato le esportazioni (ancora elevate) mentre ha impattato notevolmente il calo degli investimenti, imputabile alla debolezza della domanda estera e all'inasprimento della politica monetaria. L'alto **tasso di inflazione** (10,6% il dato annuo) ha determinato consumi in leggero rallentamento.

Nel Paese si continuano a portare avanti importanti riforme a livello di infrastrutture, di agricoltura, di lavoro, di banche, di energia, di istruzione e di commercio al dettaglio.

La **Reserve Bank of India** ha riportato il livello del "repurchase rate" dal 6,25% di fine 2010 all'8,50% di fine 2011.

In **Russia** la crescita del **Pil**, attestata attorno al +4,0% a fine 2010, ha mantenuto tale trend di crescita attestandosi ad un +4,1% a fine 2011, pur evidenziando un forte trend di espansione (+4,8% la variazione tendenziale nell'ultimo trimestre dell'anno) grazie all'andamento dei consumi e degli investimenti. Il **tasso di disoccupazione** è passato dal 7,5% di fine 2010 al 7,3% di fine 2011. Il livello dell'**inflazione** è invece passato dal livello di circa il 6,9% di fine 2010 al livello di 8,9% di fine 2011.

Nel corso del 2011 la **Banca Centrale di Russia** ha adottato nuovamente una politica restrittiva portando il tasso di riferimento dal 7,75% di fine 2010 all'8,00% di fine 2011.

Tutta l'area dell'**America Latina** ha visto rallentare la propria crescita nel corso del 2011, in virtù della debolezza della domanda estera (americana, europea ed anche cinese) da cui dipende fortemente oltre che dal minor afflusso di capitale ed investimenti dal resto del mondo. Nel secondo semestre tale contesto è peggiorato per effetto del sensibile calo dei prezzi delle materie prime, dopo i forti aumenti registrati nel corso della prima parte dell'anno. Resta alto il rischio inflazione e l'aumento generalizzato dei prezzi dei beni ha indebolito il potere d'acquisto dei consumatori. Inoltre gli elevati tassi di interesse sfavoriscono gli investimenti e conducono al deflusso dei capitali esteri. Importante la crescita dell'**Argentina** (Pil in crescita del 7,5%) ben al di sopra della media degli altri Paesi dell'area (+3,9%).

In **Brasile** (Pil 2011 al +2,7%, rispetto ad una crescita del 2010 del 7,5%) la crescita economica ha registrato una forte riduzione per effetto di più fattori quali: l'adozione di una politica monetaria molto restrittiva nella prima parte dell'anno (tasso di riferimento portato dal 10,75% all'11%), la riduzione importante della domanda proveniente dall'estero e, soprattutto, il forte calo del prezzo delle commodities, di cui il Brasile è uno dei più importanti esportatori. L'inflazione nel Paese è salita al 6,6% (dal 5,0% del 2010) mentre il tasso di disoccupazione è rimasto invariato al 6,7%.

Infine, i **paesi dell'Europa centro orientale** facenti parte dell'Unione Europea hanno avuto un anno abbastanza positivo in termini di crescita economica (in media +3,3% rispetto al 2010 grazie al traino della forte domanda interna) seppur con situazioni e performance ben diverse. La **Polonia** è stato il Paese che ha risentito in misura minore del rallentamento dell'area Euro registrando un tasso di crescita del 4,2% grazie al minor impatto delle esportazioni sul Pil (40%).

Significativa volatilità ha caratterizzato i **mercati valutari**. L'euro ha registrato un deprezzamento nei confronti del dollaro statunitense, della sterlina inglese e del franco svizzero. Il cambio **euro/dollaro**, che a dicembre 2010 viaggiava su livelli di circa 1,338, ha toccato un minimo di 1,291 nella prima settimana di gennaio, un massimo di 1,483 nei primi giorni di maggio per poi attestarsi, in dicembre, tra 1,295 e 1,300. Il cambio **euro/sterlina**, che a dicembre 2010 era attestato a 0,8569, si è attestato a fine 2011 sul livello di 0,8353. Il cambio **euro/franco svizzero**, che a dicembre 2010 era su livelli di 1,2505, a fine 2011 si è attestato sul livello di 1,2139. A settembre la Banca Nazionale Svizzera ha deciso di fissare il livello di cambio del franco ad 1,20 al fine di limitarne il forte apprezzamento sull'euro,

Per quanto riguarda i **mercati obbligazionari** l'andamento dei titoli governativi è stato fortemente influenzato (come già detto) dalla crisi e dalle tensioni descritte nella zona Euro con un considerevole allargamento degli spread rispetto al Bund tedesco del Portogallo (passato dai 368 b.p. di fine 2010 ai 1.153 b.p. di fine 2011) e della Grecia (passata dai 950 b.p. di fine 210 ai 3.313 b.p. di fine 2011). Il differenziale dell'Irlanda risulta invece stabile (dai 608 b.p. di fine 2010 ai 638 b.p. di fine 2011). Il più volte citato spread italiano è stato caratterizzato da un'estrema volatilità ed è passato dai 185 b.p. di fine 2010 ai 528 b.p. di fine 2011, toccando la punta massima di 550 b.p. nel novembre 2011).

L'andamento del mercato dei bond governativi e dei relativi spread è stato influenzato dalla necessità da parte degli investitori di avere "sicurezza" e ciò ha determinato un aumento della domanda del decennale governativo tedesco e un conseguente calo del suo rendimento (che rappresenta il tasso di riferimento per l'intera area Euro), passato dal 2,96% di fine 2010 all'1,83% di fine 2011 con un forte impatto nell'ultima parte dell'esercizio (-120 b.p.).

Nel 2011 le **obbligazioni "corporate"** delle società hanno risentito dell'andamento dei titoli governativi e del generale rallentamento dell'economia, facendo registrare un incremento degli spread, concentrato per lo più nel corso del terzo trimestre dell'anno. Lo spread sui titoli degli emittenti "investment grade" si è allargato dai 144 b.p. di fine 2010 ai 255 b.p. di fine 2011. Lo spread sui titoli degli emittenti "high yield" è invece passato dai 494 b.p. di fine 2010 agli 833 b.p. di fine 2011.

I **mercati azionari internazionali**, dopo un avvio positivo all'inizio dell'anno, nel corso del secondo trimestre hanno iniziato a risentire dell'amplificarsi della crisi dei debiti sovrani, registrando importanti perdite nel periodo estivo che, nonostante i leggeri segnali di recupero evidenziati nel quarto trimestre, hanno condizionato l'andamento complessivo dell'esercizio. L'anno, come già detto, è stato pesantemente condizionato dai timori continui sul possibile default della Grecia e sulle precarie condizioni in cui andavano via via verso i Paesi periferici dell'area Euro (quelli riassunti nell'acronimo "PIIGS", ovvero: Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna). Le turbolenze estive hanno penalizzato anche i mercati emergenti (l'indicatore "MSCI Emerging Market" ha perso il 20,4% nel corso del 2011). Di seguito le performance delle principali: Hong Kong -19,5%, Shanghai -28,7%, India -19,5%, Brasile -18,0%, Russia -19,0%. In **Asia** il Nikkei ha perso il 17,34% (-3,01% nel 2010) e l'Hang Seng il 19,97% (+5,55% nel 2010).

Negli **Stati Uniti** gli indici hanno ben performato grazie alla minore volatilità ed ai segnali di ripresa dell'economia per effetto soprattutto del miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Il Dow Jones ha registrato un trend positivo del 5,5% (attestandosi alla fine dell'anno al livello di 12.218 punti), l'indice S&P 500 è rimasto invariato al livello di 1.258 punti e il Nasdaq ha perso l'1,8% (attestandosi in chiusura di esercizio al livello di 2.605 punti).

L'**indice Vix**, che misura la volatilità implicita a breve termine delle opzioni "at the money" sull'indice S&P 500 quotate sul mercato delle opzioni del Chicago Board of Trade (CBOT), in genere fluttuante su livelli del 20-30%, dopo aver toccato nel novembre del 2008 un picco dell'80,86%, ha successivamente ritracciato sino al livello di fine 2011 del 17,31% (pur con punte massime di oltre il 45% di maggio 2010 e di quasi il 50% di agosto 2011). In **Europa** l'Eurostoxx 50 ha fatto registrare una flessione significativa del 17,7% a causa del forte impatto del comparto bancario (-37,6%) e del settore assicurativo (-18,4%). Più nello specifico le performance del 2011 sono state le seguenti: il **Ftse di Londra** -5,6% (+10,31% nel 2010), lo **Xetra Dax di Francoforte** -14,7% (+16,06% nel 2010), il **Cac di Parigi** -17,0% (-2,17% nel 2010), l'**Ibex di Madrid** -13,11% (-17,43% nel 2010), lo **Smi di Zurigo** -8,59% (-2,94% nel 2010). La **Borsa italiana** ha riportato un ribasso dell'indice **FTSE Mib** del 25,2% (-13,23% nel 2010).

Il comparto del **risparmio gestito** e dei **fondi comuni di investimento** è stato fortemente penalizzato dalla profonda crisi che ha interessato tutti i mercati finanziari nonostante l'entrata in vigore, dal 1° luglio del 2011, dell'attesa riforma del regime di tassazione che ha finalmente introdotto anche per i prodotti di diritto italiano la tassazione sul "realizzato" anziché sul "maturato", equiparando così il trattamento fiscale dei nostri prodotti con i prodotti esteri. Secondo i dati di Assogestioni<sup>6</sup>, la raccolta netta dell'anno torna negativa per 33,3 miliardi di euro (contro il dato positivo di 5,7 miliardi di euro del 2010) contemplando l'andamento contrapposto fra i fondi di diritto estero (+1,2 miliardi) e i fondi di diritto italiano (-34,5 miliardi). L'incidenza sul patrimonio dei fondi esteri ha toccato il livello del 64%. Nello specifico tutti i comparti sono sensibilmente scesi, con importanti disinvestimenti dai fondi di liquidità (-12,2 miliardi), dai fondi obbligazionari (-9,2 miliardi), dai fondi azionari (-4,3 miliardi), dai fondi flessibili (-4,0 miliardi), dai fondi hedge (-2,1 miliardi) e dai fondi bilanciati (-1,5 miliardi). A fine anno il patrimonio risulta sceso dell'8,9% passando dai 460,4 miliardi di fine 2010 ai 419,1 miliardi di fine 2011, evidenziando un ribilanciamento a favore dei fondi obbligazionari (dal 41,6% al 43,3%) e dei fondi flessibili (dal 13, al 14,5%) a fronte di una forte riduzione della quota nei fondi di liquidità (dal 13,7% all'11,6%).

Il Consiglio di Amministrazione della Cassa, nell'ambito dello scenario nazionale e internazionale sopra descritto, ha amministrato e gestito al meglio il patrimonio dell'Associazione con l'obiettivo di minimizzare il rischio complessivo di portafoglio oltre che di diversificare al massimo l'asset allocation generale.

---

<sup>6</sup> Assogestioni, Mappa del Risparmio Gestito (gestione collettiva e di portafoglio – 4° trimestre 2011).

## LA GESTIONE DELLA CASSA NAZIONALE DEL NOTARIATO

### IL CONTO ECONOMICO

Il Bilancio Consuntivo 2011 si chiude con un avanzo economico di 6,678 milioni di euro.

Tale risultato scaturisce dalla contrapposizione dei ricavi quantificati in 314,7 milioni di euro, ed i costi il cui ammontare complessivo viene fissato in 308,1 milioni di euro; sia i ricavi che i costi, fanno rilevare, rispetto al passato esercizio, un importante incremento rispettivamente del 15% e del 21,44%.

L'anno 2011 è stato per la Cassa Nazionale del Notariato un periodo complesso, fortemente condizionato dall'andamento economico e finanziario del Paese che ha provocato l'ennesima battuta d'arresto dell'attività della categoria. La domanda di servizio notarile si è, infatti, ulteriormente contratta di quasi quattro punti percentuali arrivando così a segnare, rispetto a cinque anni fa, una contrazione cumulata di portata superiore a 31 punti percentuali. In linea con la tendenza registrata dalla base imponibile nell'ultimo anno i flussi contributi hanno evidenziato, rispetto al 2010, una contrazione del 3,62% corrispondente in valore assoluto ad oltre 7 milioni di euro.

Il persistere delle incertezze nei mercati ha condizionato la formazione non solo dei ricavi contributivi ma anche quelli relativi alla gestione del patrimonio dell'Associazione. I ricavi lordi della gestione mobiliare sono passati da 37,4 milioni di euro del 2010 a 30,5 milioni di euro del 2011 mentre è stata molto più contenuta la flessione dei ricavi tipici della gestione immobiliare (17 milioni di euro del 2010 e 16,8 milioni di euro del 2011). La gestione immobiliare ha, tuttavia, beneficiato del maggior apporto dei ricavi straordinari derivanti dalle contingenti dismissioni patrimoniali e, soprattutto, dai nuovi conferimenti nei Fondi immobiliari dedicati Flaminia e Theta. Le eccedenze immobiliari sono, infatti, cresciute da un valore di 9,9 milioni di euro del 2010 a oltre 64 milioni di euro del 2011, consentendo indirettamente un riadeguamento dei valori patrimoniali nel loro complesso.

Come già anticipato la condizione economica della Cassa ha, inoltre, subito la crescita delle spese istituzionali. Le prestazioni correnti sono, infatti, aumentate di 2,4 milioni di euro, le indennità di maternità di 0,3 milioni di euro mentre le indennità di cessazione hanno fatto registrare un aumento di circa 8 milioni di euro (le spese sostenute dalla Cassa per le prestazioni previdenziali e assistenziali sono, quindi, complessivamente cresciute di circa 11 milioni di euro).

Si registrano incrementi di spesa anche nell'ambito della gestione del patrimonio dell'Associazione. I costi relativi alla gestione immobiliare passano da 6,9 milioni di euro (anno 2010) a 7,7 milioni di euro (anno 2011) a causa soprattutto delle maggiori spese tributarie sostenute. Più evidente la variazione delle spese relative alla gestione del patrimonio mobiliare pari a 6,2 milioni di euro. L'ascesa di tale onere è legata, soprattutto, alle perdite da negoziazione titoli ed altri strumenti finanziari pari a 7,3 milioni di euro in luogo di 1 milione di euro del precedente esercizio.

Da ultimo si rileva la crescita degli altri costi in seguito all'incremento delle voci relative agli accantonamenti e alle rettifiche di valore. In particolare l'allineamento del valore dei titoli compresi nel circolante e il prudenziale accantonamento al fondo rischi diversi hanno rispettivamente richiesto una registrazione contabile di 12 e 26,3 milioni di euro.

Nelle seguenti tabelle vengono riportate, per categoria, le voci del consuntivo 2011 confrontate con i valori definitivi dell'esercizio precedente (prospetto scalare):

<b>RICAVI (prospetto scalare)</b>	<b>31-12-2010</b>	<b>31-12-2011</b>	<b>Variazioni %</b>
Contributi	204.077.497	196.698.854	-3,62
Maternità	1.133.646	1.108.750	-2,20
<b>Ricavi lordi gestione patrimonio:</b>			
- settore immobiliare	26.896.464	81.011.860	201,20
- settore mobiliare	37.431.803	30.456.344	-18,64
Altri ricavi	4.141.262	5.459.733	31,84
<b>TOTALE RICAVI</b>	<b>273.680.672</b>	<b>314.735.541</b>	<b>15,00</b>

<b>COSTI (Prospetto scalare)</b>	<b>31-12-2010</b>	<b>31-12-2011</b>	<b>Variazioni %</b>
Prestazioni correnti	191.775.464	194.168.243	1,25
Maternità	760.103	1.041.387	37,01
Costi gestione patrimonio immobiliare	6.894.614	7.667.435	11,21
Costi gestione patrimonio mobiliare	4.635.103	10.791.860	132,83
Indennità di cessazione	26.692.262	34.701.480	30,01
<i>Altri costi:</i>			
- Organi amministrativi e di controllo	1.280.465	1.705.638	33,20
- Compensi professionali e lavoro autonomo	632.203	847.222	34,01
- Personale	4.189.509	4.307.984	2,83
- Pensioni ex dipendenti	213.792	218.264	2,09
- Materiale sussidiario e di consumo	42.106	34.181	-18,82
- Utenze varie	149.314	113.749	-23,82
- Servizi vari	147.282	131.451	-10,75
- Spese pubblicazione periodico e tipografia	39.839	38.376	-3,67
- Oneri tributari	334.389	254.660	-23,84
- Oneri finanziari	12.702	3.573	-71,87
- Altri costi	130.448	213.073	63,34
- Spese pluriennali immobili	1.094.594	1.545.639	41,21
- Accantonamenti, ammortamenti e svalutazioni	5.670.251	34.051.821	500,53
- Oneri straordinari	268.345	232.869	-13,22
- Rettifica di valori	4.601.499	12.047.324	161,81
- Rettifiche di ricavi	4.098.402	3.940.833	-3,84
<b>TOTALE COSTI</b>	<b>253.662.686</b>	<b>308.057.062</b>	<b>21,44</b>

## LA GESTIONE CORRENTE

La gestione corrente rappresenta le gestione caratteristica della Cassa.

Il risultato dell'area in esame è un fondamentale indicatore di salute dell'esercizio della Cassa poiché misura, in sintesi, sia la capacità dei contributi notarili di finanziare, in un ottica di pura ripartizione, le pensioni e le altre prestazioni istituzionali correnti sia la propensione dell'Associazione a rinviare importanti risorse alle riserve patrimoniali, obbligatorie o facoltative, affinché siano stabilmente adeguate agli impegni assunti.

Ancora una volta il risultato dell'area è stato fortemente penalizzato dall'andamento negativo dell'entrata contributiva e dalla contestuale crescita della spesa sostenuta per le prestazioni correnti.

I contributi notarili correnti, di riflesso all'andamento dell'attività notarile, sono risultati in calo rispetto all'esercizio 2010 del 3,62% pari, in valore assoluto, ad un minor gettito di circa 7,4 milioni di euro (l'entrata è scesa a 196.698.854 euro da 204.077.497 euro del 2010) mentre la spesa sostenuta per corrispondere agli iscritti le prestazioni spettanti è cresciuta nell'anno in esame di 2,4 milioni di euro (194.168.243 euro in luogo di 191.775.464 euro del 2010, +1,25%).

L'effetto combinato di tale variazioni è all'origine della diminuzione di circa 10 milioni di euro del saldo della gestione corrente che passa, così, da 12,3 milioni di euro del 2010 ad appena 2,5 milioni di euro del 2011. L'indice di equilibrio della gestione corrente rimane, quindi, positivo ma si riduce dall'1,06 del 2010 all'1,01 del 2011.

Tale peggioramento, ampiamente preannunciato nella primissima parte dell'anno 2011 dalla negativa tendenza dei contributi, ha spinto il Consiglio di Amministrazione della Cassa a mettere in atto l'ennesima azione in difesa dell'equilibrio previdenziale della Cassa con l'adozione di mirati provvedimenti.

La modifica dell'aliquota contributiva a partire dall'anno 2012 (33% del Repertorio Notarile) ed il congelamento del meccanismo di aggiornamento automatico delle pensioni 2011 sono le più significative risposte del Consiglio di Amministrazione alle contingenti difficoltà della Cassa legate alla perdita di risorse contributive. Tali mancanze, oltre a interessare l'attività di gestione dell'Ente nell'immediato, avrebbero sicuramente moltiplicato i propri effetti negativi nel medio e lungo periodo.

Alla luce della base imponibile contributiva rilevata nel 2011 le nuove proiezioni attuariali evidenziano che la Cassa registrerà nei prossimi cinquanta anni saldi previdenziali e di gestione sempre positivi ed il proprio patrimonio salirà costantemente, assicurando la piena sostenibilità.

GESTIONE CORRENTE	31-12-2010	31-12-2011	Variazioni %
Contributi	204.077.497	196.698.854	-3,62
Prestazioni correnti	-191.775.464	-194.168.243	1,25
<b>SALDO DELLA GESTIONE CORRENTE</b>	<b>12.302.033</b>	<b>2.530.611</b>	<b>-79,43</b>

## CONTRIBUTI

L'attività notarile, nel corso dell'anno 2011, ha continuato a evidenziare una dinamica negativa.

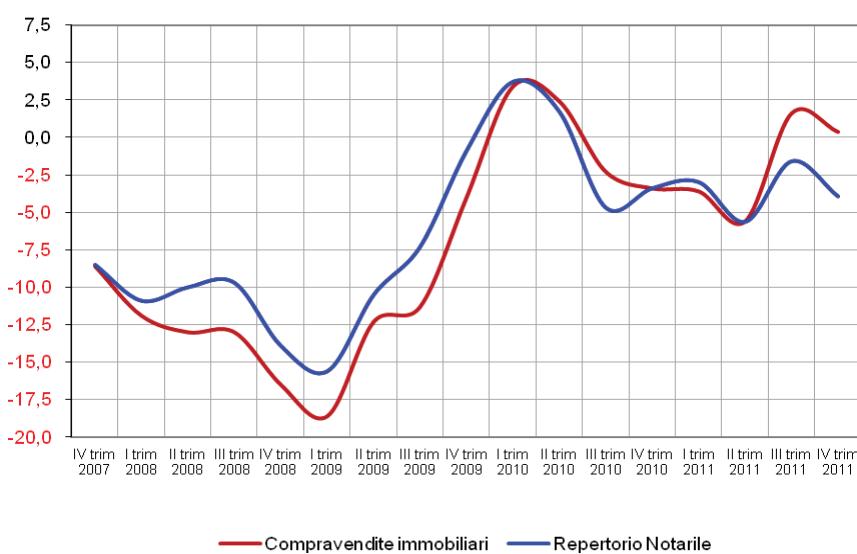
Il volume dei repertori è scivolato ad un valore inferiore ai 650 milioni di euro e registrato, rispetto al precedente esercizio, una contrazione di circa 25 milioni di euro corrispondente a oltre 3,6 punti percentuali.

A determinare l'ennesima e preoccupante battuta d'arresto dell'attività è stata, senza dubbio, la contingente situazione economica e finanziaria del Paese. Il Prodotto interno lordo ai prezzi di mercato registra nel 2011 una variazione positiva (seppur minima e pari allo 0,4%) ma molte delle sue componenti presentano dinamiche inverse. I consumi nazionali sono fermi rispetto al precedente esercizio, le spese delle Amministrazioni pubbliche in calo dello 0,9% mentre gli investimenti fissi in costruzioni registrano una variazione negativa del 2,8%.

Con un quadro macroeconomico così critico era quasi inevitabile che il numero degli atti stipulato dalla categoria subisse una nuova flessione. Trainati al ribasso dalla contemporanea contrazione del numero delle compravendite immobiliari il numero totale degli atti è, infatti, diminuito di 168 mila unità (-3,7% rispetto al 2010).

Dalla lettura del grafico sottostante si rileva l'elevata correlazione tra l'andamento del repertorio notarile e del mercato immobiliare. Nell'ultimo periodo, tuttavia, si denota una dinamica delle compravendite immobiliari meno negativa di quella repertoriale. La linea rossa, che schematizza l'andamento del mercato dell'edilizia, si presenta molto spesso, a differenza del periodo 2007-2009, sopra la linea azzurra. Tale tendenza è visibile, soprattutto, nel 2011 e testimonia la crisi generalizzata dell'attività notarile sul cui andamento, oramai, non incide negativamente il solo mercato immobiliare.

**Andamento del Repertorio Notarile e del Mercato Immobiliare a confronto  
(variazione tendenziale)**



L'erosione della base imponibile contributiva si è proporzionalmente ripetuta sulla grandezza dell'entrata caratteristica della Cassa. I contributi riscossi dagli Archivi Notarili hanno raggiunto il valore di 195,7 milioni di euro, il 3,59% in meno del precedente esercizio (203 milioni di euro).

Il calo si è registrato, seppur con variazioni differenti, sull'intero territorio nazionale. Le regioni Lazio e Lombardia, che insieme raccolgono quasi un terzo dei flussi contributivi totali, hanno rispettivamente registrato contrazioni dell'1,9% e del 3,3%. In lieve territorio positivo solo il Trentino Alto Adige (+0,38%) e il Molise (+0,04%) mentre contrazioni ben superiori alla media si sono osservate in Toscana (-9,1%), nel Friuli V.G. (-6,9%), nelle Marche (-6,1%), nell'Emilia R. (-5,7%) e nel Veneto (-5,3%).

#### PRESTAZIONI CORRENTI

Le prestazioni correnti (prestazioni previdenziali ed assistenziali depurate della maternità e dell'indennità di cessazione) rappresentano il 63,03% del totale dei costi dell'Associazione del 2011 e fanno rilevare un contenuto incremento, rispetto al 2010, dell'1,25%. In valore assoluto la spesa per prestazioni correnti è cresciuta di circa 2,4 milioni di euro e raggiunto il valore di 194.168.243 euro. Tale variazione è legata, principalmente, all'andamento delle pensioni il cui onere dell'anno, salito a 179.567.145 euro (il costo del 2010 era stato di 177.019.933 euro), ha subito l'influenza prodotta dalla contingente dinamica demografica della popolazione notarile e dall'aggiornamento economico delle rate di pensione accordato a partire dalla mensilità di luglio 2010 (stabilito nella misura dello 0,7%), i cui effetti si sono propagati per l'intero esercizio 2011.

Relativamente all'anno 2011 il Consiglio di Amministrazione della Cassa ha deliberato di escludere l'applicazione del meccanismo di perequazione automatica delle pensioni al fine di difendere l'equilibrio economico-finanziario dell'Associazione messo a dura prova dall'ennesima e preoccupante contrazione dei flussi contributivi.

Nella categoria delle prestazioni correnti risulta in diminuzione la spesa per gli "Assegni di integrazione".

Nel corso dell'anno 2011 sono stati deliberati assegni, per un valore complessivo di 1.438.934 euro, necessari a integrare i repertori prodotti di alcuni Notai risultati inferiori al parametro stabilito dal Consiglio di Amministrazione.

La spesa, che fa riferimento ai repertori notarili dell'anno 2010, registra un netto ridimensionamento rispetto al precedente esercizio (in cui l'onere era stato di 2.587.527 euro) nonostante nel periodo confrontato (biennio 2009-2010) si sia assistito ad una sostanziale staticità dei repertori medi e nazionali e della percentuale dei potenziali beneficiari della prestazione in esame. L'ampliamento dei requisiti previsti dal Regolamento per l'ottenimento della prestazione in esame, al tempo stesso sempre più stringenti, possono aver concorso a limitare il livello generale della spesa istituzionale per l'anno 2011.

In questa sede è opportuno ricordare che nella seduta del 1° aprile 2011 il Consiglio di Amministrazione della Cassa, considerato l'andamento degli onorari di repertorio e costatata l'ulteriore contrazione dell'onorario medio nazionale 2010 rispetto al 2009, ha confermato nella percentuale massima consentita dal Regolamento (40%) la quota da applicare sulla media nazionale, stabilendo il massimale per la concessione dell'assegno di integrazione in euro 30.724,39.

La tutela sanitaria costituisce il principale compito istituzionale della Cassa in ambito assistenziale, non solo perché la prestazione che lo rappresenta si rivolge all'intera platea degli assicurati (circa 7.000 nuclei familiari) ma, soprattutto, perché concerne la salvaguardia di un diritto costituzionalmente riconosciuto, quale quello della tutela della salute.

Complessivamente l'onere di competenza dell'esercizio 2011 è cresciuto di circa 0,798 milioni di euro passando da un valore di 11.883.503 euro del 2010 a 12.681.060 euro del 2011 con una variazione del +6,71%; tale aumento è imputabile sia ai cambiamenti introdotti nell'ambito della nuova polizza (sottoscritta con la Fondiaria-Sai e entrata in vigore a metà 2010), sia all'ingresso di notai di nuova nomina avvenuto nel 2011.

Le restanti prestazioni correnti ("Sussidi straordinari", "Assegni di profitto", "Sussidi impianto studio", "Contributo fitti sedi Consigli Notarili" e "Contributi riapertura studi notarili e altri sussidi terremoto Abruzzo") vengono complessivamente rilevate in 481.104 euro contro 284.496 euro del 2010 (+69,11%); l'incremento è da correlare al maggior costo rilevato nel 2011 rispetto all'esercizio precedente per il conto "Sussidi impianto studio" (+246.975 euro) in virtù degli ingressi in attività di notai di nuova nomina avvenuti nel corso nell'esercizio in esame.

#### **LA GESTIONE MATERNITÀ'**

Il saldo della gestione maternità anche per il 2011 risulta positivo e viene quantificato in 67.363 euro.

Il gettito contributivo della gestione maternità per il 2011 è stato determinato in 1,109 milioni di euro. L'entrata contributiva in argomento è legata al numero dei professionisti in esercizio al 1° gennaio e all'ammontare del contributo unitario; tale contributo, dall'anno 2009, è stato determinato nella misura di 250 euro, in luogo dei precedenti 129,11 euro.

Le indennità di maternità deliberate nell'anno 2011 hanno comportato un costo di bilancio pari a 1.041 milioni di euro per n. 53 beneficiarie, contro 0,760 milioni di euro per n. 43 beneficiarie rilevato nel consuntivo 2010.

Per il 2011 l'importo massimo erogabile per ogni indennità ai sensi del decreto legislativo 26 marzo 2001, n. 151, è stato determinato in 23.134,80 euro, contro 22.770,80 del 2010.

GESTIONE MATERNITÀ'	31-12-2010	31-12-2011	Variazioni %
Contributi indennità di maternità riscossi	1.133.646	1.108.750	-2,20
Indennità di maternità erogate	-760.103	-1.041.387	37,01
<b>SALDO DELLA GESTIONE MATERNITÀ'</b>	<b>373.543</b>	<b>67.363</b>	<b>-81,97</b>

### LA GESTIONE PATRIMONIALE

I ricavi patrimoniali lordi, quantificati in 111.468.204 euro (comprese le eccedenze da alienazione immobili), al netto dei relativi costi (costi immobiliari per 7.667.435 euro e mobiliari per 10.791.860 euro) hanno consentito, anche per il 2011, la copertura delle spese relative alle indennità di cessazione, il cui costo viene calcolato in 34.584.810 euro e degli interessi ad essa collegati (116.670 euro).

GESTIONE PATRIMONIALE	31-12-2010	31-12-2011	Variazioni %
Ricavi lordi della gestione immobiliare	26.896.464	81.011.860	201,20
Ricavi lordi della gestione mobiliare	37.431.803	30.456.344	-18,64
<b>Totale ricavi lordi gestione immobiliare e mobiliare</b>	<b>64.328.267</b>	<b>111.468.204</b>	<b>73,28</b>
Costi gestione immobiliare	-6.894.614	-7.667.435	11,21
Costi gestione mobiliare	-4.635.103	-10.791.860	132,83
Indennità di cessazione	-26.692.262	-34.701.480	30,01
<b>Totale costi gestione immobiliare e mobiliare</b>	<b>-38.221.979</b>	<b>-53.160.775</b>	<b>39,08</b>
<b>SALDO DELLA GESTIONE PATRIMONIALE</b>	<b>26.106.288</b>	<b>58.307.429</b>	<b>123,35</b>

La spesa per indennità di cessazione viene considerata come onere strettamente correlato agli anni di contribuzione e di esercizio professionale del Notaio e trova, pertanto, la sua naturale copertura finanziaria nelle rendite rivenienti dalla gestione patrimoniale; analogo trattamento viene riconosciuto alla voce "Interessi su indennità di cessazione rateizzata".

### SETTORE IMMOBILIARE

Il patrimonio immobiliare dell'Associazione ad "uso investimento" è passato dai 375,6 milioni di euro, rilevati al 1° gennaio, ai 324,1 milioni di euro presenti al 31 dicembre 2011, con una redditività linda del 4,45% (rapporto tra la voce "Affitti di immobili" e "Fabbricati uso investimento" (prima dei conferimenti immobiliari di dicembre 2011).

Per l'esercizio 2011 si rilevano entrate lorde inerenti il patrimonio immobiliare in aumento di 54,1 milioni di euro (201,20% rispetto al consuntivo 2010), influenzate dal consistente incremento della voce "Eccedenze da alienazione patrimonio immobiliare" (+54,3 milioni di euro), frutto di due conferimenti immobiliari effettuati a fine esercizio a favore dei fondi dedicati Theta e Flaminia. Tali conferimenti hanno riguardato gli stabili in Roma, Via Pasquale II e Largo Pelletier, conferiti al Fondo Theta per un controvalore di apporto pari a 62,666 milioni di euro, e gli stabili in Roma, Via Roccatagliata, Perugia, Via Colle Maggio e San Donato Milanese, Via XXV Aprile, conferiti al Fondo Flaminia per un controvalore di apporto pari a 39,317 milioni di euro; le plusvalenze registrate dai due conferimenti (63,242 milioni di euro totali), sommate alle altre eccedenze contabilizzate in occasione delle alienazioni immobiliari frazionate avvenute nel corso dell'esercizio, hanno portato la voce "Eccedenze da alienazione patrimonio immobiliare" ad un valore pari a 64,255 milioni di euro. I redditi patrimoniali ordinari rivenienti dal settore immobiliare relativi alla voce "Affitti di immobili" vengono quantificati nel 2011 in 16,693 milioni di euro, facendo rilevare un decremento dello 0,98% rispetto al consuntivo dell'esercizio precedente (16,859 milioni di euro); tale andamento sconta naturalmente la minor entrata relativa ai canoni degli stabili oggetto dei conferimenti effettuati a inizio 2010 a favore del Fondo Flaminia.

Le voci facenti parte della categoria "Costi gestione immobiliare", iscritta per un totale di 7.667.435 euro (2,49% dei costi 2011), comprendono anche il carico fiscale dell'Associazione derivante dal patrimonio e dalle rendite del comparto immobiliare.

Il costo della categoria per il 2011 fa rilevare, rispetto all'esercizio 2010, un aumento (+11,21%) attribuire sostanzialmente agli oneri fiscali sostenuti per il conferimento immobiliare a favore del Fondo Flaminia (1,182 milioni di euro per imposte di bollo, di registro, ipotecarie e catastali) inseriti nella voce "Tasse e tributi vari gestione immobiliare (onere totale 1,316 milioni di euro).

Si segnala ulteriormente l'aumento della spesa per "IRES" ed "ICI" del 5,81% e dell'1,16% rispetto al consuntivo 2010. In particolare la "IRES" viene quantificata nella misura di 4,268 milioni di euro in considerazione dell'attuale quadro fiscale di riferimento, dell'aliquota d'imposta fissata al 27,50% e dei risultati gestionali di alcuni ricavi che ne rappresentano la base imponibile (es. affitti di immobili); l'incremento rispetto all'esercizio precedente è dovuto proprio a quest'ultimo fattore, in relazione all'entrata straordinaria accertata per 1,066 milioni di euro derivante dall'atto di transazione con l'Amministrazione Provinciale di Catanzaro.

L'aumento del costo della "ICI" nell'esercizio in esame è invece riconducibile all'incremento del patrimonio immobiliare della Cassa avvenuto nel 2010 per effetto dell'acquisto dello stabile in Roma, Via Cavour 185; tale acquisto, avvenuto a metà maggio 2010, ha contribuito ad elevare la base imponibile dell'imposta per tutto il 2011.

## **SETTORE MOBILIARE**

Come più volte detto, l'andamento dello spread tra il nostro Btp decennale e il Bund tedesco ha fortemente influenzato la nostra operatività nel comparto obbligazionario. Le scelte del Consiglio di Amministrazione hanno privilegiato l'allocazione di una importante giacenza di liquidità (alla fine dell'esercizio (circa 76 milioni di euro) su diversi conti correnti liberi, grazie alle buone remunerazioni (a quella data tra il 4,0% e il 6,0%) offerte dalle diverse controparti nei momenti di scarsa liquidità sui mercati.

Tra inizio e metà giugno, con il livello dello spread attestato su 188/190 punti, si è provveduto al realizzo di alcune plusvalenze presenti nel comparto titoli di Stato, dismettendo un valore nominale complessivo di circa 20 milioni di euro. Seguendo attentamente il graduale peggioramento dello spread, la stessa operazione è stata effettuata nei primi giorni di agosto, dismettendo un valore nominale complessivo di circa 50 milioni di euro e realizzando plusvalenze per circa 726 mila euro.

A metà novembre, con lo spread ormai attestato al livello record di quasi 550 punti, si è deciso il rientro parziale nel comparto impiegando un controvalore di circa 9,620 milioni di euro per sottoscrivere nominali 22 milioni di euro di titoli governativi italiani (con cedola o zero coupon) con scadenze al 2013, al 2025 e al 2031 e rendimenti (secondo le scadenze) tra il 5,75% e il 7,37%.

Il comparto equity è stato incrementato per complessivi 11 milioni di euro circa, con investimenti mirati nei comparti energetico e bancario. Nel corso dell'esercizio si è comunque continuato ad operare a termine sulle posizioni in portafoglio.

Il comparto mobiliare fa registrare per il 2011 un risultato economico positivo, evidenziando eccedenze nette per circa 19,664 milioni di euro (i ricavi lordi del comparto ammontano infatti a 30,456 milioni e gli oneri sono pari a circa 10,792 milioni comprensivi delle minusvalenze da negoziazione).

Rispetto al precedente esercizio, il risultato conseguito nel 2011 subisce una diminuzione del 40,04% (-13,132 milioni di euro). Tale peggioramento è da imputare soprattutto alla componente azionaria del comparto delle gestioni esterne, che negli ultimi anni aveva realizzato ottime performance, ma che nel corso del 2011, a causa delle forti turbolenze che hanno segnato i listini sia nazionali che internazionali, ha fatto rilevare un risultato economico negativo. La corrispondente voce di ricavo, "Dividendi e Proventi da Fondi di Investimento e gestioni patrimoniali" passa da 9,049 milioni di euro nel 2010 a 4,096 milioni nel 2011.

Anche le "Eccedenze da operazioni su titoli e vendita diritti", relative alla gestione diretta, subiscono una contrazione (da 11,092 milioni di euro a 7,178 milioni), dovuta ad un minore contributo del settore obbligazionario, mentre gli "interessi su titoli", pur in presenza di un ridimensionamento del comparto, fanno registrare un incremento di circa 0,6 milioni di euro, dovuto ai numerosi titoli a cedola variabile presenti in portafoglio che hanno beneficiato di uno scenario di tassi di interesse crescenti.

Si rileva un aumento anche nei dividendi azionari incassati nell'esercizio, che passano da 2,835 milioni di euro a 3,118 milioni, per l'aumento del volume delle partecipazioni detenute mediamente durante l'anno.

Sono in crescita anche gli "interessi bancari e postali" (da 0,387 milioni di euro a 1,055 milioni) per l'incremento sia della giacenza media sui conti che dei tassi di remunerazione degli stessi.

Nell'ambito dei costi si evidenzia un consistente incremento (+6,157 milioni di euro), dovuto essenzialmente all'innalzamento della voce "Perdita negoziazione titoli e altri strumenti finanziari", che passa da 1,030 milioni di euro del 2010 a 7,282 milioni di euro del 2011. Le perdite sono imputabili in massima parte al settore delle gestioni esterne, che ha fatto registrare eccedenze negative per 5,240 milioni di euro, mentre quelle ascrivibili alla gestione diretta ammontano a 2,028 milioni di euro.

## **ALTRI RICAVI**

Le categorie residuali "Altri ricavi", "Proventi straordinari", "Rettifiche di valori" e "Rettifiche di costi" sono rilevate per un totale di 5,460 milioni di euro, corrispondente all'1,73% del totale dei ricavi assunti nel 2011.