

**CASSA NAZIONALE DI PREVIDENZA E ASSISTENZA
A FAVORE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI**

ESERCIZIO 2011

PAGINA BIANCA

RELAZIONE DEL PRESIDENTE

BILANCIO D'ESERCIZIO AL 31 DICEMBRE 2011**RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI SULLA GESTIONE**

Colleghe e Colleghi Delegati,

la presente relazione sull'andamento della gestione viene redatta ai sensi dell'art. 2428 del codice civile e correda il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2011 che Vi è stato sottoposto per l'approvazione. Ove non diversamente indicato, si segnala che gli importi esposti nel seguito sono rappresentati in unità di euro.

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

Aspetti previdenziali e istituzionali***Sistema previdenziale e servizi interattivi***

L'aliquota media di contribuzione, sulla base dei versamenti effettuati dai Colleghi nell'esercizio 2011, è risultata complessivamente pari al 10,53%, denotando un andamento in linea con il 2010 (nel quale l'aliquota risultò pari al 10,51%).

Nella tabella che segue ne viene rappresentata l'analisi con riferimento alle diverse categorie di soggetti interessati:

STATUS (*)	Aliquota (in %)
ISCRITTO	10,46
ISCRITTO < 35 agevolato	11,39
PENSIONANDO IN ATTIVITA'	10,04
PENSIONATO DI ANZIANITA' INATTIVITA'	10,22
PENSIONATO DI INVALIDITA' IN ATTIVITA'	10,60
PENSIONATO DI VECCH. ANTIC. IN ATTIVITA'	10,40
PENSIONATO DI VECCHIAIA INATTIVITA'	10,15
REISCRITTO CASSA	10,44
PENSIONATO UNICA CONTRIBUTIVA	10,00

(*) per i pensionati include sia quelli puri sia quelli in totalizzazione

Nella tabella seguente - che prende in esame il periodo dal 2000 - viene esposto, per taluni istituti rappresentativi, il numero delle prestazioni definite che, per effetto della riforma, hanno avuto dal 2004 un significativo incremento in termini operativi:

ISTITUTO	ANNUALITA'					Totale
	2000-2002	2003-2005	2006-2008	2009-2010	2011	
Anzianità/Vecch.antic.	60	683	169	247	154	1.313
Riscatti (laurea) (*)	1.447	1.841	2.060	2.044	662	8.054
Riscatti (millare) (*)	395	492	530	462	121	2.000
Ricoongiunzioni (*) (in entrata)	794	932	897	831	390	3.844
Supplementi	496	856	172	1278	242	3.046
Totalizzazione	-	-	202	170	83	455
Totale	3.194	4.804	4.030	5.032	1.652	18.712

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

Come è noto, con effetto dal 2007 sussiste l'obbligo della comunicazione - con modalità telematica - dei dati reddituali per gli iscritti, ferma restando la facoltà di usufruire del servizio SAT PCE (autodichiarazione e pagamento telematico delle eccedenze) per tutti gli altri professionisti. Il Consiglio di Amministrazione si era altresì determinato nel 2010 in merito all'estensione anche agli altri soggetti attivi (pensionati attivi, esonerati e cancellati) della obbligatorietà della comunicazione con modalità telematica. Dal 2011 tutti i Dottori commercialisti iscritti all'Albo che abbiano esercitato la professione sono obbligati all'invio telematico della comunicazione dei dati reddituali, senza alcuna esclusione, da effettuare mediante il servizio SAT PCE (che prevede tre modalità di pagamento delle eccedenze contributive: carta di credito Dottori commercialisti, RID e bollettini bancari MAV pagabili anche con carta di credito).

Tale servizio, in termini generali, consente di migliorare l'efficienza interna, di ottemperare efficacemente agli adempimenti obbligatori eliminando la possibilità di errori o ritardi nei versamenti e nelle comunicazioni dei dati reddituali, di acquisire i dati in tempo reale con la possibilità di aggiornare e certificare velocemente gli status previdenziali e le posizioni contributive. I servizi interattivi hanno infatti integrato efficacemente le modalità di pagamento e di incasso dei contributi dovuti: i versamenti dei contributi minimi e delle eccedenze contributive vengono gestiti direttamente mediante modalità sia telematiche (RID) sia automatiche (carta di credito Dottori Commercialisti introdotta nel 2007 e MAV bancari, pagabili anche con carta di credito). La modalità di incasso a mezzo ruolo esattoriale viene invece utilizzata per il recupero dei crediti per contributi e maggiorazioni, relativi ad anni pregressi.

In termini operativi, nel corso del 2011 sono state eseguite complessivamente 59.621 comunicazioni (contro 60.407 nel 2010), di cui 59.390 (99,6% contro il 91,7% nel 2010) a mezzo SAT PCE e 231 (0,4% contro l'8,3% del 2010) con altra modalità (mediante servizio *online* per la regolarizzazione spontanea e con comunicazioni cartacee). Si rileva che gli associati che hanno aderito al SAT PCM (pagamento dei contributi minimi) sono stati 20.600 (contro 15.471 nel 2010).

E' proseguita la campagna di sensibilizzazione dell'Ente volta a favorire il processo di "regolarizzazione spontanea", per la quale nel 2010 è stato introdotto un servizio *online* dedicato. Nel corso dell'esercizio sono pervenute 1.801 domande (contro 1.729 nel 2010) e ne sono state definite 2.248 (rispetto a 1.798 nel 2010). Le domande pervenute hanno generato incassi per € 7,9 milioni. Si rileva che, a marzo 2010, è stata approvata dai Ministeri vigilanti la delibera riguardante la modifica all'attuale sistema sanzionatorio - introducendo l'allegato E e l'art. 22 bis al Regolamento di disciplina delle funzioni previdenziali - strumentale alla rimodulazione del sistema delle regolarizzazioni per le inadempienze connesse agli obblighi scaduti dal 1° gennaio 2011.

Grazie alla ottimizzazione delle attività di acquisizione dei dati reddituali e di incasso dei contributi a seguito della estensione del SAT senza esclusioni, è stato possibile concludere entro la fine del 2011 le attività di accertamento delle inadempienze 2010, valide anche ai fini interruttivi dei termini prescrizionali. Sono state accertate complessivamente 8.427 posizioni (rispetto alle 7.369 accertate nel 2010), per un totale di € 19,8 milioni dovuti (€ 17,7 ml nel 2010) e 2.641 richieste di dati reddituali (2.314 nel 2010). Tra le altre attività di regolarizzazione sono state inviate, inoltre, 1.860 comunicazioni interruttive dei termini prescrizionali riferite alle posizioni residuali con inadempienze negli anni 2006 e 2007. E' proseguita altresì l'attività di verifica

delle 15.228 posizioni contributive interessate dall'invio - nel 1999, 2001 e 2004 - degli atti interruttivi dei termini prescrizionali (riferiti al periodo 1987-2001); le posizioni residuali da definire sono 705 (4,6%).

Relativamente all'istituto della pre-iscrizione dei tirocinanti - introdotto con delibera assembleare del 20 dicembre 2006 approvata dai Ministeri vigilanti il 30 marzo 2007 - è da evidenziare che tra il 2007 ed il 2010 sono pervenute 3.667 domande, di cui 3.484 deliberate entro il 31 dicembre 2010. L'ammontare dei contributi fissi dovuti nel 2011 - nei tre possibili livelli a scelta dei tirocinanti iscritti - è pari ad € 538, € 1.075 ed € 2.150.

Contributo di solidarietà

Come è noto, il Consiglio di Amministrazione aveva disposto di procedere alla restituzione delle somme trattenute a tale titolo, per il periodo 2004-2008, sulle pensioni in essere al momento della entrata in vigore della modifica della legge 335/95, operata dall'art.1, comma 763, della legge finanziaria per il 2007 e, viceversa, di ritenere legittimamente applicato il contributo di solidarietà 2004-2008 sulle pensioni con decorrenza dal 1° gennaio 2007. Il Consiglio aveva altresì ribadito la legittima applicazione del contributo di solidarietà per il quinquennio 2009-2013 su tutte le quote di pensione erogate a partire dal 1° gennaio 2009.

Anche sul rinnovo quinquennale (1° gennaio 2009 - 31 dicembre 2013) del contributo di solidarietà - deliberato dall'Assemblea dei Delegati il 28 ottobre 2008 ed approvato dai Ministeri Vigilanti nel mese di dicembre 2008 - si sta registrando contenzioso, anche se più contenuto rispetto a quello che aveva caratterizzato il primo quinquennio. Allo stato risulta una prevalenza di decisioni sfavorevoli, di cui due in secondo grado. Le decisioni sfavorevoli sono state impugnate (due in Cassazione).

Polizza sanitaria

Tale polizza, come è noto, assicura gli iscritti ed i pensionati attivi per i "grandi interventi chirurgici" e "i grandi eventi morbosi" e consente l'estensione della copertura ai familiari, con un costo diretto relativamente modesto. Il relativo contratto con REALE MUTUA Assicurazioni è stato definito, a seguito di gara pubblica europea, per il triennio 2011-2013. Per l'esercizio 2011 il relativo costo, che tiene conto di importanti implementazioni contrattuali, è pari ad € 5,6 milioni.

Gare

Relativamente alla procedura inerente le gare si rammenta che, per effetto di quanto disposto dall'art. 32, comma 12, della legge 111/2011, la Cassa è stata qualificata come organismo di diritto pubblico e, come tale, tenuta a rispettare le disposizioni del decreto legislativo 163/2006 e successive modifiche (codice degli appalti) e del relativo Regolamento di esecuzione ed attuazione (decreto del Presidente della Repubblica 297/2010).

La verifica di sostenibilità e le ulteriori misure a garanzia della adeguatezza delle prestazioni

La accertata sostenibilità dell'ente, certificata dai Bilanci Tecnici nel tempo elaborati, ha permesso alla Cassa di concentrarsi sul lato della adeguatezza dei trattamenti pensionistici futuri.

A tal proposito, l'Assemblea dei Delegati, con deliberazione n. 2/11/AdD adottata nella seduta del 24/5/2011, ha modificato il *Regolamento di Disciplina del Regime Previdenziale* e lo *Statuto* con i provvedimenti di seguito riassunti:

- riconoscimento *sine die* del contributo integrativo del 4%;
- aumento dell'aliquota di contributo soggettivo, subordinato in chiave logica al riconoscimento dell'integrativo al 4%, nei seguenti termini:
 - a) aumento dell'aliquota minima dall'attuale 10% all'11% nei primi due anni e, successivamente, al 12%;
 - b) eliminazione dell'aliquota massima attualmente fissata al 17%.

Nella stessa seduta, l'Assemblea ha, altresì, espresso parere favorevole all'ipotesi di innalzamento dell'aliquota di computo ed alla rateizzazione delle eccedenze contributive così come proposte dal Consiglio di Amministrazione. Di conseguenza, il Consiglio stesso, nella seduta del 8 giugno 2011, ha proceduto ad adottare le relative deliberazioni, rispettivamente, n. 322/11/OO.CC. e n. 323/11/OO.CC..

Inoltre, l'Assemblea, nella seduta del 28 luglio 2011, ha deliberato anche le modifiche al Regolamento delle procedure elettorali dei componenti l'Assemblea dei Delegati, il Consiglio di Amministrazione ed il Collegio dei Sindaci e allo Statuto che hanno riguardato principalmente la ridefinizione delle Circoscrizioni elettorali sulla base degli iscritti alla Cassa e non più degli iscritti all'Ordine, la adozione di un tetto massimo per il numero dei Delegati eleggibili, la previsione della autocandidatura a Delegato, una migliore proceduralizzazione dell'iter elettorale.

Tutti i suddetti provvedimenti hanno ottenuto l'approvazione dei Ministeri vigilanti nei primi mesi dell'anno 2012.

E' da rilevare che nell'ambito del "Decreto Salva Italia" emanato dal Governo Monti, l'art. 24 c. 24 ha introdotto un nuovo orizzonte temporale di verifica di sostenibilità, ancorando la medesima all'analisi del c.d. "Saldo Previdenziale". In particolare il citato comma (così come modificato successivamente) prevede che "in considerazione dell'esigenza di assicurare l'equilibrio finanziario delle rispettive gestioni in conformità alle disposizioni di cui al decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509, e al decreto legislativo 10 febbraio 1996, n. 103, gli enti e le forme gestorie di cui ai predetti decreti adottano, nell'esercizio della loro autonomia gestionale, entro e non oltre il 30 settembre 2012, misure volte ad assicurare l'equilibrio tra entrate contributive e spesa per prestazioni pensionistiche secondo bilanci tecnici riferiti ad un arco temporale di cinquanta anni. Le delibere in materia sono sottoposte all'approvazione dei Ministeri vigilanti secondo le disposizioni di cui ai predetti decreti, che si esprime in modo definitivo entro trenta giorni dalla ricezione di tali delibere. Decorso il termine del 30 settembre 2012 senza l'adozione dei previsti provvedimenti, ovvero nel caso di parere negativo dei Ministeri vigilanti, si applicano, con decorrenza dal 1° gennaio 2012: a) le disposizioni di cui al comma 2 del presente articolo sull'applicazione del pro-rata agli iscritti alle relative gestioni; b) un contributo di solidarietà, per gli anni 2012 e 2013, a carico dei pensionati nella misura dell'1 per cento."

Senza in questo momento addentrarci sulle valutazioni critiche in ordine alla analisi di sostenibilità basata sulla mera differenza tra entrate contributive e spese per prestazioni è da rilevare come tale norma introduce, comunque, un elemento di novità nel momento in cui amplia l'orizzonte di riferimento dagli attuali 30 anni ad un periodo di 50 anni. Al di là del fatto che gli effetti "sanzionatori" previsti non sarebbero in alcun modo applicabili alla Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza dei Dottori Commercialisti - che come noto, ha adottato il sistema contributivo già a far data dal 2004 e applica il contributo di solidarietà per interi quinquenni e con percentuali ben superiori - si può sin d'ora anticipare che la Cassa sta procedendo alla elaborazione del nuovo bilancio tecnico che, ancora una volta, consentirà di riscontrare la capacità dell'ente di garantire la propria sostenibilità anche sulla base di tali nuove indicazioni.

Rapporti associativi

Nel corso dell'anno 2011 si è proseguito nella condivisione con gli altri enti aderenti all'AdEPP delle problematiche relative al mondo della previdenza privata, garantendo sempre la massima collaborazione e partecipazione agli eventi. Nel corso dell'anno è stato reso operativo il nuovo Centro Studi dell'AdEPP composto da un Direttore Generale e da 3 ricercatori.

Attività di comunicazione

Nell'anno è stata consolidata l'attività di comunicazione e di divulgazione della cultura previdenziale. In particolare, oltre a garantire la presenza della Cassa, in ambito locale e nazionale, in numerosissime iniziative di categoria e non, la stessa ha organizzato:

- il "Forum 2011 in Previdenza" del 7 aprile 2011, dal titolo "Il circolo virtuoso del nuovo Welfare";
- "Previdenza in Tour" tenutosi a Palermo il 30 novembre 2011, seconda tappa itinerante di incontri con gli Associati, che, nel caso specifico è stata incentrata sul tema dell'equità

Nel corso dell'anno si è anche proseguito nell'invio della Circolare informativa agli Associati che, oltretutto, nell'ottica proprio di continua evoluzione degli strumenti informativi, è ora diventato un periodico telematico con Direttore Responsabile il Vice Presidente dell'Ente Luca Bicocchi.

Nuova Sede ed organizzazione interna

In data 19 dicembre 2011 l'ente ha trasferito i propri uffici dalla sede storica di via della Purificazione 31 alla nuova sede in Via Mantova 1. Tale importante novità è il risultato di un impegno che la Cassa aveva ritenuto

anni fa di perseguire nella consapevolezza che i vecchi uffici risultavano non più funzionali e inadeguati alla mole di attività che quotidianamente viene svolta. Il nuovo stabile che, come noto, fu acquistato a metà degli anni novanta, è stato interamente ristrutturato e oltre a rendere possibile una ottimale organizzazione logistica favorisce anche l'espletamento dei "servizi di sportello" utili per gli iscritti che hanno la possibilità di recarsi in sede per il disbrigo delle loro pratiche, con un ampliamento anche dell'orario di ricevimento.

Accanto alla riorganizzazione di tipo strutturale l'Ente ha anche ridisegnato gran parte del proprio organigramma interno, delle procedure e dei flussi informativi, in un'ottica di "aziendalizzazione". Elemento di novità che caratterizza la neonata Direzione Istituzionale - cui fanno capo anche la Divisione Anagrafico-Contributiva e la Divisione Previdenza e Assistenza - è la Divisione Supporto e Controllo. Quest'ultima svolge, tra l'altro, l'attività di *front end* (con un efficiente servizio di consulenza agli iscritti) e monitora l'intenso flusso procedimentale (sia in entrata che in uscita) originato dalla esecuzione di pratiche inerenti la attività in materia di prestazioni e contribuzioni.

In questo contesto si è consolidata una gestione fortemente digitalizzata delle pratiche attraverso la elaborazione ottico-documentale delle medesime - grazie anche alla introduzione del protocollo informatico - e, nel contempo, si è avviato il processo di rasterizzazione del pregresso patrimonio cartaceo dell'Ente. Tale obiettivo è stato anche facilitato dalla attivazione, a livello gestionale, della Posta Elettronica Certificata che sta già consentendo significativi risparmi sia di ordine economico sia in termini di tempi di postalizzazione, oltre a favorire l'interlocuzione con gli Associati. Tutta l'attività di cui sopra ha permesso altresì il potenziamento della qualità e la diversificazione dei servizi resi, accompagnando il tutto con rilevanti innovazioni della infrastruttura tecnologica. In ultimo è stato completamente reingegnerizzato il sito Web della Cassa con l'intento di fornire un più moderno ed immediato strumento di dialogo con gli Associati.

Norme in materia di limiti di spesa ed investimenti

Come è noto, permane una situazione di incertezza circa l'inquadramento delle Casse di previdenza nell'ambito delle Amministrazioni pubbliche che concorrono a formare il conto economico consolidato dello Stato.

In ogni caso la Cassa, in materia di costo del lavoro, a far data da gennaio 2011 - in attesa delle determinazioni del Consiglio di Stato in merito alle sentenze TAR del Lazio n.1938/2008 e n.224/2012, che hanno entrambe disposto l'eliminazione delle Casse di Previdenza dal cd. "Elenco ISTAT delle Amministrazioni Pubbliche", ed in considerazione dell'Ordinanza n. 01439/2012 REG. RIC. con cui il Consiglio di Stato ha sospeso l'esecutività della citata sentenza n.224/2012 del TAR del Lazio - in ottica prudenziale, applica quanto previsto dal decreto legge n. 78 del 31 maggio 2010 recante "Misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività economica" (convertito in legge n. 122 del 30 luglio 2010). Deve, comunque, essere considerato che il decreto legge 112/2008 e, più recentemente, l'art.8, comma 15 bis del citato decreto legge 78/2010 ha escluso l'applicabilità agli Enti di previdenza privatizzati di alcune disposizioni in materia. La Cassa tiene, inoltre, conto delle disposizioni normative in materia di operazioni di acquisto e vendita di immobili e di utilizzo delle somme rivenienti dall'alienazione degli immobili o delle quote di fondi immobiliari (ex art. 8, comma 15, del citato decreto legge n. 78).

Aspetti economici e patrimoniali

Si rileva preliminarmente, ai sensi dell'art. 2428 del codice civile, che nel 2011 e nei primi mesi del 2012 non sono state effettuate attività di ricerca e sviluppo, e che non sussistono imprese controllate e collegate né sedi secondarie. Come in precedenza evidenziato l'esercizio 2011 chiude con un avanzo corrente di circa € 357 milioni (€ 459 ml nel 2010), superiore di circa € 74 milioni rispetto alla previsione di budget (€ 283 ml). Tale avanzo è stato assegnato alle riserve con le stesse percentuali del precedente esercizio: 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 (€ 4.171,9 ml) e dalla riserva di rivalutazione monetaria degli immobili (€ 60,6 ml) ammonta a € 4.232,5 milioni e corrisponde a 20,9 volte (contro 20,3 nel 2010) l'ammontare del costo delle pensioni correnti (€ 202,1 ml); rispetto ai trattamenti riferibili al 1994 (€ 27,1 ml) il patrimonio netto corrisponde invece a circa 156 volte, contro il minimo di 5 previsto dal decreto legislativo 509/1994 (art.1). Si riportano nella tabella che segue - redatta in migliaia di euro - i dati economici dei bilanci d'esercizio 2010-2011 e del budget 2011 (nella versione approvata in seconda revisione dall'Assemblea dei Delegati in data 30 novembre 2011), nonché l'evidenza delle

variazioni del 2011 tra budget e bilancio, precisando che nella tabella stessa il segno delle variazioni percentuali è mantenuto uguale a quello delle variazioni assolute:

	CONTO ECONOMICO 2011 (a)	CONTO ECONOMICO 2010 (b)	BUDGET 2011 (c)(*)	VARIAZIONE 2011 (a-c)	VARIAZIONE 2011 (in %) e = d/c
VALORE DELLA PRODUZIONE	690.067	713.376	682.163	7.914	1,2
- Proventi contributi a carico degli iscritti					
- contributi soggettivi ed integrativi	549.718	522.924	542.130	7.588	1,4
- contributi da pre-iscrizione	1.803	2.088	3.080	(1.277)	(41,5)
- contributi di maternità	8.445	8.227	8.200	245	3,0
- contributi di rescato	11.391	14.323	12.000	(609)	(5,1)
- contributi di ricongiunzione	19.686	18.658	15.000	4.686	31,2
- contributi di solidarietà	5.141	5.055	5.319	(178)	(3,3)
- Altri proventi					
- gestione immobiliare	14.573	15.106	14.667	(54)	(0,6)
- gestione mobiliare	78.393	119.576	80.266	(1.893)	(2,4)
- diversi	917	7.409	1.471	(564)	(37,7)
COSTI DELLA PRODUZIONE	(333.791)	(256.341)	(403.995)	70.204	17,4
- Per servizio					
- prestazioni istituzionali	(206.962)	(194.272)	(208.427)	(535)	(0,3)
- indennità di maternità	(8.445)	(8.227)	(8.200)	(245)	(3,0)
- altri	(10.655)	(9.417)	(14.164)	3.299	23,3
- Per il personale					
- salari e stipendi	(6.370)	(5.480)	(6.480)	110	1,7
- oneri sociali	(1.719)	(1.781)	(1.781)	62	3,5
- trattamento di fine rapporto	(525)	(503)	(503)	(22)	(4,4)
- trattamento di quiescenza e simili	(156)	(149)	(149)	(7)	(4,7)
- altri costi	(146)	(227)	(227)	81	35,7
- Ammortamenti e svalutazioni					
- ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	(287)	(336)	(268)	11	3,7
- ammortamento delle immobilizzazioni materiali	(4.031)	(3.788)	(4.290)	259	6,0
- altre svalutazioni delle immobilizzazioni	-	-	-	-	-
- svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante	(175)	(282)	(100)	(79)	(75,0)
- Accantonamenti per rischi					
- immobili	-	(1.467)	-	-	-
- titoli	(54.908)	-	(127.000)	72.092	56,6
- Altri accantonamenti					
- extra-rendimento	(12.919)	(9.657)	(13.086)	168	1,3
- pensioni maturate	(2.384)	(2.809)	(3.000)	616	20,5
- restituzione di contributi	(7.219)	(2.159)	(4.000)	(3.219)	(80,5)
- variazioni	-	(540)	-	-	-
- rischi contrattuali	(479)	-	-	(479)	-
- Oneri diversi di gestione	(14.202)	(14.317)	(12.290)	(1.912)	(15,6)
AVANZO OPERATIVO	356.276	457.035	278.168	78.118	28,1
PROVENTI ED ONERI FINANZIARI	12.208	11.437	11.289	919	8,1
- Altri proventi finanziari					
- da crediti iscritti nelle immb. che non cost. partec.	-	-	-	-	-
- proventi diversi dai precedenti	14.220	13.464	12.643	1.577	12,5
- Altri oneri finanziari	(2.012)	(2.027)	(1.354)	(669)	(48,6)
RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIV. FINANZ.					
- Svalutazioni:					
- di titoli iscritti all'attivo circ. che non costituis. partec.	-	-	-	-	-
PROVENTI ED ONERI STRAORDINARI	(6.919)	(4.591)	(1.806)	(6.309)	330,6
- Proventi:					
- sanzioni, maggiorazioni e penalità	2.582	2.395	2.712	(160)	(5,9)
- imposte e tasse (anni precedenti)	151	47	-	151	-
- sopravvenienze attive diverse	193	574	14	179	1.278,6
- Oneri:					
- restituzione di contributi	(9.207)	(7.114)	(4.000)	(5.207)	(130,2)
- restituzione del contributo di solidarietà	-	(143)	-	-	-
- minusvalenze da eliminazione beni materiali	-	(2)	-	-	-
- imposte e tasse (anni precedenti)	(62)	(1)	(55)	(7)	(12,7)
- sopravvenienze passive diverse	(542)	(347)	(277)	(265)	(95,7)
AVANZO LORDO	36.159	463.881	287.841	73.728	25,6
IMPOSTE DELL'ESERCIZIO	(4.912)	(4.832)	(4.571)	(341)	(7,5)
AVANZO CORRENTE (ante trasf. a riserve)	36.657	469.049	283.270	73.387	25,9

(*) seconda revisione

Dal raffronto del conto economico dell'esercizio con la seconda revisione del budget 2011 emergono, in termini di maggiore significatività, gli aspetti di seguito evidenziati.

Il valore della produzione denota un incremento di € 7,9 milioni dovuto sostanzialmente all'area istituzionale.

I ricavi per contributi, nel loro complesso, denotano infatti un incremento di € 10,4 milioni, per effetto della positiva dinamica dei contributi soggettivi ed integrativi che, rispetto alle previsioni di budget, risultano complessivamente maggiori per € 7,6 milioni. L'area mobiliare ha complessivamente realizzato proventi per € 78,4 milioni, a fronte di una previsione di budget di € 80,3 milioni. Tale diminuzione (€ 1,9 ml) scaturisce sostanzialmente dal combinato effetto della riduzione (per € 19,0 ml) del differenziale economico delle gestioni patrimoniali (da € 25,0 ml a budget ad € 6,0 ml in bilancio) e di più consistenti (per € 14,6 ml) dividendi del portafoglio diretto (da € 20,0 ml a budget ad € 34,6 ml in bilancio).

I costi della produzione denotano un decremento di € 70,2 milioni, sostanzialmente riferibile ai minori accantonamenti (per € 72,1 ml) resisi necessari per adeguare il fondo titoli alle minusvalenze potenziali rispetto alle originarie previsioni.

I costi per servizi (voce *Altri*) denotano una riduzione di € 3,3 milioni, che deriva essenzialmente da minori costi (per € 1,8 ml) riguardanti l'area immobiliare riferibili per € 1,5 milioni ad interventi di manutenzione non effettuati sugli immobili a reddito; dallo slittamento al 2012 dell'attività della digitalizzazione della documentazione cartacea (cd. *rasterizzazione* per € 0,5 ml) minori consulenze ed assistenze (per € 0,3 ml) inerenti essenzialmente l'area mobiliare ed immobiliare (in tal ultimo caso anche in relazione ai minori interventi manutentivi effettuati rispetto a quelli programmati), nonché da una riduzione di € 0,2 milioni per costi inerenti l'area del personale e (per € 0,1 ml) di quelli riguardanti gli Organi Collegiali.

L'andamento del costo del lavoro è in linea con le previsioni di budget. Gli oneri diversi di gestione mostrano un incremento di € 1,9 milioni, scaturente essenzialmente dalle ritenute sui maggiori dividendi in bilancio. Gli stanziamenti ai fondi per rischi ed oneri denotano, nel loro complesso, un decremento di € 69,2 milioni rispetto al budget, che riflette il menzionato minore stanziamento al fondo titoli.

La gestione straordinaria evidenzia, nel suo complesso, maggiori oneri per € 5,3 milioni riferibili, per la quasi totalità, alle restituzioni di contributi. La gestione finanziaria denota maggiori proventi per € 0,9 milioni, per effetto sia di una maggiore giacenza media sia di un più elevato tasso medio lordo rispetto alla previsione a budget. La gestione fiscale evidenzia, rispetto al budget, maggiori oneri per € 0,3 milioni a titolo di IRES (per maggiori dividendi e commissioni retrocesse).

Nella tabella che segue viene, infine, rappresentato l'andamento dei dati economici e patrimoniali (periodo 2003-2011), riclassificati in un'ottica gestionale. Dalla sua analisi emerge, in particolare, che l'avanzo gestionale, al netto del contributo integrativo, si riduce di € 110,8 milioni, passando da € 100,3 milioni nel 2010 ad un negativo € 10,5 milioni nel 2011, essenzialmente per effetto della riduzione (€ 41,2 ml) dei proventi della gestione mobiliare e degli stanziamenti al fondo titoli (€ 54,9 ml).

I dati economici evidenziano che, nell'ambito della diminuzione dell'avanzo gestionale (€ 234,4 ml) rispetto a quello del 2010 (€ 335,6 ml) e della sua incidenza sull'avanzo corrente (dal 73,1% del 2010 al 65,7% del 2011), il contributo delle componenti reddituali caratteristiche denota una contrazione rispetto a quello del precedente esercizio.

Al riguardo, l'avanzo corrente 2011 (€ 356,7 ml), rettificato dalle componenti economiche straordinarie e non caratteristiche (accantonamento al fondo titoli di € 54,9 ml ed al fondo per extra-rendimento di € 12,9 ml), ammonterebbe ad € 424,5 milioni, mentre quello del precedente esercizio (€ 459,0 ml) risulterebbe pari ad € 461,5 milioni (analogamente al netto delle componenti economiche straordinarie e non caratteristiche), con un decremento del risultato "rettificato" pari ad € 37,0 milioni (8,0%) scaturente essenzialmente dal deterioramento dei risultati aggregati della gestione mobiliare.

Segue la tabella, redatta in migliaia di euro:

VOCE										VARIAZIONE (2003-2011)
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
ATTIVO										
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	84	162	123	37	74	167	62	348	381	297
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	237.928	238.418	239.465	239.705	240.016	240.186	238.141	230.572	330.578	92.650
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	896.273	891.095	1.464.614	1.735.803	2.141.709	2.100.348	2.371.854	2.754.848	3.361.117	2.524.844
CREDIRI	174.477	86.528	103.331	113.438	128.866	196.146	159.273	179.172	202.616	28.139
ATTIVITA' FINANZIARIE	294.700	346.051	5.224	436	75.046	138.970	46.904	64.880	-	(294.700)
DISPONIBILITA' LIQUIDE	139.400	343.467	354.470	421.730	302.518	518.519	717.594	763.310	609.447	470.047
RATTE E RISCOVITI	14.431	7.002	8.854	13.099	21.570	34.938	35.328	21.182	29.733	14.302
	1.697.293	1.914.723	2.178.263	2.524.211	2.910.421	3.227.173	3.622.174	4.074.322	4.632.872	2.936.679
PASSIVO										
PATRIMONIO NETTO	1.579.887	1.780.569	2.067.794	2.409.158	2.765.758	2.889.878	3.416.785	3.875.616	4.232.472	2.662.585
FONDI RISCHI	45.904	55.918	23.918	23.705	40.574	228.947	74.132	78.544	149.934	103.030
TFR	1.202	1.347	1.561	1.685	1.784	1.919	2.102	2.305	2.509	1.307
DEBITI	22.986	33.000	36.323	36.920	41.772	42.579	64.228	51.359	75.883	52.695
FONDI AMMORTAMENTO	36.435	40.231	44.087	47.807	51.707	55.539	59.385	63.082	67.078	30.643
RATTE E RISCOVITI	9.877	3.658	2.600	4.933	8.625	8.211	5.525	3.257	5.196	(4.891)
	1.697.293	1.914.723	2.178.263	2.524.211	2.910.421	3.227.173	3.622.174	4.074.322	4.632.872	2.936.679
AVANZO CORRENTE	178.394	200.683	287.225	341.364	356.600	124.220	528.788	456.049	356.657	178.263
PATRIMONIO NETTO PENSIONI (*)	18,1	16,9	16,3	16,9	18,1	17,7	19,3	20,3	20,9	2,8

(*) al netto dell'accantonamento ai fondi pensioni

VOCE										VARIAZIONE (2003-2011)
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
CONTRIBUTI INTEGRATIVI	81.749	66.987	95.929	167.447	206.346	216.852	232.945	265.244	244.967	163.218
CONTRIBUTI DI MATERNITA'	6.835	6.138	8.958	7.071	7.448	7.396	8.010	8.227	8.445	1.510
PROVENTI DA GESTIONE IMMOBILIARE	14.301	14.968	13.181	15.606	15.094	14.912	15.336	15.106	14.573	272
PROVENTI DA GESTIONE MOBILIARE	19.491	33.511	67.360	78.389	76.920	(21.408)	48.188	119.576	78.393	88.612
PROVENTI DIVERSI	1.267	4.629	26.229	1.077	1.375	384	150.109	7.409	917	(360)
	123.733	126.225	210.651	269.640	306.185	218.128	454.587	385.952	347.295	273.562
INDENNITA' DI MATERNITA'	(6.996)	(6.118)	(6.958)	(7.011)	(7.448)	(7.396)	(8.010)	(8.227)	(8.445)	(1.510)
SERVIZI	(6.775)	(7.135)	(7.153)	(8.041)	(8.495)	(9.797)	(9.378)	(9.416)	(10.805)	(4.090)
PERSONALE	(6.614)	(6.084)	(7.035)	(7.609)	(8.149)	(8.509)	(8.637)	(9.140)	(8.916)	(3.302)
AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI	(3.977)	(4.189)	(4.325)	(13.745)	(4.164)	(4.068)	(3.977)	(4.308)	(4.594)	(517)
ACCANTONAMENTI PER RISCHI ED ONERI	-	(5.169)	(3.190)	(5.662)	(25.262)	(195.408)	(3.251)	(13.853)	(75.523)	(75.623)
ONERI DIVERSI DI GESTIONE	(7.471)	(5.219)	(5.787)	(6.912)	(10.540)	(10.612)	(11.616)	(14.317)	(14.202)	(6.791)
	(30.733)	(30.872)	(34.418)	(48.950)	(64.156)	(235.961)	(44.879)	(59.256)	(122.445)	(91.712)
DIFFERENZIALE	93.000	92.353	176.233	240.680	242.027	(18.833)	409.708	326.696	224.850	131.850
PROVENTI/ONERI FINANZIARI	15.915	7.281	7.235	11.459	15.988	15.033	13.536	11.436	12.209	(3.709)
RETIFICHE DI VALORE	(4.817)	-	-	-	-	(335)	-	-	-	4.617
PROVENTI/ONERI STRANIERI (ESCLUSA NEST CONFIR)	2.311	1.376	2.028	2.831	1.729	2.667	2.227	2.668	2.291	(20)
IMPOSTE SUL REDDITO	(5.259)	(4.243)	(5.084)	(5.448)	(5.418)	(4.647)	(4.876)	(4.832)	(4.913)	342
AVANZO GESTIONALE	101.354	96.766	180.432	249.433	253.566	(5.125)	420.596	335.673	234.437	133.083
AVANZO GESTIONALE (SENZA CONTRIBUTO INTEGRATIVO)	19.605	29.779	84.503	81.956	47.588	(221.887)	187.653	400.329	(10.510)	(30.135)
COSTI/RICAMI (%)	24,9	28,8	16,3	16,9	21,0	108,6	9,9	15,4	35,3	
COSTI/RICAMI SENZA CONTRIBUTO INTEGRATIVO (%)	73,2	57,2	30,0	48,0	64,3	1897,2	20,2	39,4	119,7	
COSTI/PROVENTI PATRIMONIALI (%)	91,0	89,9	41,7	52,1	70,5		70,7	44,0	131,7	
IMPOSTE/PROVENTI PATRIMONIALI (%)	16,6	8,9	6,1	6,9	8,0		7,7	3,6	5,3	
CONTRIBUTI SOGGETTIVI	158.802	191.341	214.430	222.488	242.548	264.886	280.555	288.789	306.554	147.752
RISCONTI	5.039	12.034	5.692	9.780	5.221	15.058	20.982	14.373	11.381	6.332
RICONGIUNZIONI	6.103	18.914	16.600	9.688	13.777	20.393	16.190	18.668	19.688	13.583
SOLIDARIETA'	-	3.710	4.542	4.294	4.957	4.620	4.749	5.065	5.142	5.142
PENSIONI (incluso accenti ai fondi pensioni)	(89.954)	(116.236)	(130.927)	(149.281)	(156.116)	(185.114)	(180.448)	(193.586)	(204.462)	(114.508)
POLIZZA SANITARIA e PRESTAZIONI ASSISTENZIALI	(453)	(2.008)	(2.403)	(2.704)	(3.123)	(3.434)	(5.855)	(3.496)	(6.884)	(5.401)
RESTITUZIONE CONTRIBUTI	(2.497)	(1.637)	(1.009)	(2.214)	(4.582)	(7.054)	(29.903)	(7.257)	(9.207)	(6.710)
AVANZO CORRENTE	178.394	200.683	287.225	341.364	356.600	124.220	528.788	456.049	356.657	178.263
DIFFERENZA TRA AVANZO CORRENTE e GESTIONALE	77.040	103.917	106.793	81.951	102.834	129.355	108.190	123.476	122.220	46.180
NUMERO ISCRITTI (INCLUSI I PENSIONATI ATTIVI)	39.705	41.483	42.583	45.353	47.322	49.759	51.668	54.134	56.611	16.909
NUMERO PENSIONATI	3.713	4.092	4.380	4.634	4.945	5.169	5.422	5.883	6.071	2.298
di cui: vecchiaia e anticipata	1.896	2.280	2.488	2.688	2.884	3.040	3.244	3.469	3.666	1.700

Verifica ex art. 6, comma 4, del D.M. 29 novembre 2007

L'art. 6, comma 4, del decreto ministeriale del 29 novembre 2007 stabilisce che "gli enti sono tenuti a verificare annualmente che le risultanze del bilancio consuntivo siano in linea con quelle tecnico-finanziarie, fornendo chiarimenti sui motivi degli eventuali scostamenti registrati".

A tal fine, la tabella seguente - redatta in € milioni - riporta le risultanze della verifica effettuata tra le principali poste del bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2011 e quelle dell'ultimo bilancio tecnico redatto nel novembre 2010 (proiezioni 2010-2059):

DESCRIZIONE	BILANCIO 31/12/2011	BILANCIO TECNICO (proiezione specifica)	BILANCIO TECNICO (proiezione standard)	SCOSTAMENTO in % rispetto a BT (proiez. specifico)	SCOSTAMENTO in % rispetto a BT (proiez. standard)
Contributo soggettivo	304,7	305,9	297,4	-0,39	2,45
Contributo integrativo	245,0	225,5	227,0	8,65	7,93
Altri contributi (*)	36,2	18,4	18,4	96,74	96,74
Trattamenti pensionistici	202,1	193,2	193,2	4,61	4,61
Patrimonio netto (**)	4.398,6	4.406,4	4.397,8	-0,18	0,02

(*) include ricongiunzioni, riscatti e solidarietà

(**) esposto al lordo del fondo ammortamento immobili e del fondo oscillazione titoli

Dall'esame della tabella non si evincono significativi scostamenti, fatta eccezione per la voce "Altri contributi". Il valore del patrimonio netto al 31 dicembre 2011 rappresentato in tabella, per analogia con le assunzioni del bilancio tecnico, è al lordo del fondo ammortamento immobili (€ 61,4 ml) e del fondo oscillazione titoli (€ 104,7 ml) a tale data

Tale ultimo fondo, nel bilancio civilistico, residua dall'accantonamento di € 191,7 ml contabilizzato nel 2008 - in via meramente prudenziale stante la portata ed il perdurare della crisi dei mercati finanziari - e riveste carattere di stanziamento non ricorrente e transitorio. Nel bilancio civilistico al 31 dicembre 2011 tale fondo è stato prudenzialmente integrato per € 54,9 milioni.

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

Il settore mobiliare

Contesto economico

Dopo la favorevole fase congiunturale, che aveva caratterizzato l'inizio dell'anno 2011, l'attività economica ha risentito dei piani di risanamento delle finanze pubbliche di alcune economie dell'area euro, degli eventi calamitosi che hanno colpito il Giappone e della destabilizzazione dell'area nordafricana.

La crescita globale per l'anno 2011 è stata pari al 3,9% (1), in calo rispetto al 5,3% dell'anno precedente; i paesi emergenti sono rimasti il principale traino dell'economia globale con una crescita annua del 6,2%. Il ritmo di crescita delle economie emergenti asiatiche, passato dal 9,7% del 2010 al 7,8% del 2011, è stato rallentato dalla restrizione monetaria e dalla calamità giapponese. Le economie dell'Est Europa e Sud America, in crescita del 5,3% e del 4,5%, sono state più dinamiche di quelle mediorientali (3,5% annuo).

Le politiche fiscali restrittive e gli effetti del terremoto giapponese, invece, hanno minato la congiuntura dei paesi sviluppati, il cui prodotto interno lordo è cresciuto dell'1,6% annuo. In America il ciclo economico ha sofferto la debolezza del mercato del lavoro ed i conseguenti effetti sul ciclo dei consumi. La crescita annua, pari all'1,7%, è stata influenzata, inoltre, dalle interruzioni della produzione, derivanti dalla discontinuità della fornitura di importanti semilavorati, causata dal terremoto giapponese.

¹ Per i dati di prodotto interno lordo si fa riferimento alle stime del *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internazionale (aggiornamento aprile 2012).

La spesa per investimenti, favorita dal graduale miglioramento del sistema finanziario e dagli incentivi fiscali, ha continuato ad alimentare la crescita che, invece, ha ricevuto un contributo solo marginale dal commercio estero.

L'inflazione, cresciuta al tasso annuo del 3,17% ed in sensibile aumento rispetto all'1,63% del 2010 (2), non è stata fonte di preoccupazione per la banca centrale. La *Federal Reserve*, infatti, valutata la fragilità della fase congiunturale e l'elevato livello di disoccupazione (3), ha mantenuto i tassi ufficiali nella banda di oscillazione 0-0,25%, proseguendo il piano di acquisti di titoli di Stato avviato nel 2010. Tali acquisti, per un importo pari a 600 miliardi di dollari (4), sono stati indirizzati alle scadenze più lunghe. La politica fiscale ha avuto un orientamento espansivo con l'istituzione di un piano di sussidi per circa 800 miliardi di dollari (5).

In Europa la crisi del debito sovrano e le politiche di risanamento che ne sono conseguite, hanno condizionato la congiuntura economica dell'area euro; il prodotto interno lordo è risultato in crescita dell'1,4%, dall'1,9% del 2010. All'interno dell'area i ritmi di crescita sono stati eterogenei ed influenzati dall'implementazione di piani di rientro, che si sono resi inevitabili per prevenire o gestire gravi situazioni di crisi. L'attività economica dei paesi assoggettati ai piani di sostegno della UE e del Fondo monetario internazionale (FMI) è stata tendenzialmente in flessione; in particolare in Grecia e in Portogallo, la recessione è stata significativa e pari, rispettivamente, al 6,05% e all'1,5% annuo (6). L'Italia, tra i paesi esposti al contagio della crisi, è stata la più fragile soffrendo un sensibile calo del tasso di crescita, giunto allo 0,4% annuo dall'1,8% del 2010. I sistemi economici più flessibili e meno colpiti dalla crisi del debito hanno vissuto una fase congiunturale più favorevole; in tal senso la Germania, crescendo al tasso annuo del 3,1%, ha mantenuto la propria *leadership* politica ed economica.

La dinamica occupazionale è rimasta pressoché stazionaria, con un tasso di disoccupazione pari al 10,13% dal 10,12% del 2010. L'andamento dei prezzi delle materie prime ed il livello di inflazione da esso determinato hanno sostenuto il rialzo dei tassi ufficiali, condotto dalla Banca Centrale Europea (BCE) nei primi trimestri dell'anno. Nei mesi successivi all'estate, invece, l'acuirsi delle tensioni sui mercati finanziari ha determinato un orientamento fortemente espansivo; il costo del denaro è stato nuovamente portato all'1% e sono state definite ulteriori misure non convenzionali. La BCE, infatti, superati gli iniziali indugi, è intervenuta sul mercato dei titoli di Stato dei paesi periferici più colpiti dalla crisi, al fine di contenerne il repentino incremento dei rendimenti. L'eccezionalità della situazione, nonché le ripercussioni dirette sul volume di credito erogato, hanno richiesto l'istituzione del *Long Term Refinancing Operation* (LTRO) (7).

Il dibattito europeo sul sistema di gestione delle crisi dei debiti sovrani ha rappresentato una fonte di incertezza. Le difficoltà che hanno ostacolato il tempestivo incremento del fondo salva stati (8), così come la gestione di alcune situazioni di profonda crisi, hanno condotto al "default" guidato della Grecia e all'estensione della crisi ad alcune tra le economie più importanti dell'area, minando così la stabilità dell'euro. In Asia il terremoto del marzo 2011 ha colpito pesantemente l'economia nipponica, non solo per la devastazione causata, ma anche per gli effetti indotti sull'offerta di energia elettrica e sull'interruzione nella fornitura di importanti semilavorati. Il coinvolgimento della centrale nucleare di Fukushima, infatti, ha comportato un'improvvisa contrazione del 19% della produzione di energia termoelettrica (3,8% della produzione totale giapponese), determinando la temporanea sospensione della disponibilità di energia a diversi distretti produttivi.

L'interruzione della produzione di semilavorati ha condizionato, in particolare, l'attività dei settori dell'elettronica e dell'auto a livello sia nazionale che internazionale. Nei primi due trimestri dell'anno il prodotto interno lordo è calato del 6,8%, e dell'1,5%, per poi recuperare nei mesi successivi e chiudere l'anno con un negativo 0,88% annuo (9). La politica monetaria, fornendo stimolo a molti comparti

² Si fa riferimento al *CPI* (*Consumer Price Index*), calcolato dalla *Federal Reserve*.

³ Il tasso di disoccupazione è stato misurato dalla Fed al 9%, rispetto al 9,6% del 2010.

⁴ Nel 2010 l'ammontare degli acquisti di titoli di Stato è stato pari a circa 340 miliardi di dollari.

⁵ Tale piano ha avuto ad oggetto l'anticipazione di ammortamenti entro l'importo degli investimenti realizzati, l'estensione dei sussidi alla disoccupazione a periodi superiori alle 99 settimane ed alcune deduzioni per i redditi medio alti.

⁶ Fonte: Bloomberg

⁷ Il *Long Term Refinancing Operation* (LTRO), è stato attivato a Dicembre 2011, per un importo pari a circa 489 miliardi di euro, come strumento per sostenerne la liquidità delle banche e favorire l'erogazione del credito.

⁸ L'espansione della dotazione dell'EFSF (*European Financial Stability Facility*) a 440 miliardi si è rivelata insufficiente per la gestione della propagazione della crisi alle economie più grandi. L'istituzione dell'ESM (*European Stability Mechanism*), che ha dotazione di 500 miliardi di euro, e l'eventuale fusione con l'EFSF, non sembra aver contenuto i timori sulla stabilità dell'area dell'euro.

⁹ Fonte: Bloomberg.

dell'economia, si è rivelata un importante strumento di gestione della crisi; i tassi di riferimento, infatti, sono rimasti nell'intervallo 0-0,1%, mentre sono stati ampliati i piani di acquisto di strumenti finanziari e sono state definite linee di finanziamento diretto per la ricostruzione ⁽¹⁰⁾.

L'indice generale dei prezzi che, pur in miglioramento dopo la più consistente contrazione del 2010 (0,7%), ha registrato ancora una moderata flessione (0,28%), ha confermato la tendenza deflazionistica.

Per quanto riguarda le economie emergenti, tra quelle asiatiche, Cina e India si sono rivelate le migliori con il 9,2% e il 7,2% di crescita annua; la Thailandia, al contrario, risentendo delle alluvioni verificatesi nel corso dell'anno, è riuscita solo a contenere le spinte recessive, espandendosi al tasso annuo dello 0,1%, rispetto al 7,8% del 2010 ⁽¹¹⁾. Gli effetti della politica monetaria restrittiva ed il deterioramento nei volumi di scambio internazionale hanno indebolito i sistemi economici sudamericani. L'economia brasiliana è stata tra le più colpite; la crescita del prodotto interno lordo, dopo la vigorosa espansione del 2010 al 7,5%, è stata del 2,7% annuo. Perù e Cile, invece, si sono rivelate più brillanti, crescendo, in ragione di anno, di circa il 6% e il 7%. L'Argentina, infine, ha mostrato il migliore tasso di crescita, risultato pari all'8,9%. Il profilo di crescita dell'area emergente europea è stato sostenuto dall'economia turca (8% annuo), polacca e russa (4,3% annuo ciascuna), che hanno compensato le fasi cicliche dell'Ungheria e della Repubblica Ceca, cresciute entrambe solo dell'1,7% annuo.

Le banche centrali dei paesi emergenti hanno mantenuto una politica monetaria restrittiva per rispondere ai rischi inflazionistici, derivanti dalla permanenza dei prezzi delle materie prime su livelli elevati. In India i tassi di riferimento sono stati aumentati al 7,5%, mentre in Cina al 6,56%. Nell'area sudamericana i tassi ufficiali sono stati alzati sia in Perù (dal 3,75% al 4,25%) che in Cile (dal 4% al 5,25%). In Argentina e Venezuela, viceversa, sono rimasti sostanzialmente stazionari su livelli molto elevati, rispettivamente al 10,10% e al 14,5%.

Il peggioramento dell'attività economica brasiliana ha condotto ad una riduzione all'11% dei tassi ufficiali, dopo l'aumento che, nel corso dell'anno, li aveva temporaneamente portati al 12,25%.

Il costo del denaro è stato aumentato anche in Polonia e in Islanda, giungendo rispettivamente al 4,5% ed al 4,75%; in Russia, al contrario, il livello già elevato dei tassi di riferimento, prossimo all'8%, non ha supportato ulteriori interventi a rialzo. La necessità di controllare il repentino deprezzamento del fiorino, infine, ha confortato la banca centrale ungherese nella sua azione restrittiva, pur in presenza di una fase ciclica non favorevole; negli ultimi mesi dell'anno il costo del denaro è stato aumentato dal 6% al 7%.

Andamento dei principali mercati finanziari nel 2011

I mercati azionari globali, dopo un brillante avvio di inizio anno, hanno subito una brusca frenata a causa della destabilizzazione che ha interessato l'area nordafricana, con la primavera araba, e giapponese, con il terremoto di marzo, limitando il rendimento del primo trimestre al 3,31% ⁽¹²⁾. Nello stesso periodo di osservazione, la dispersione dei rendimenti all'interno dei mercati emergenti è stata ampia: l'area emergente Europea, infatti, ha segnato un rendimento positivo pari al 5,75%, rispetto ai mercati sudamericani e asiatici che hanno subito una flessione rispettivamente dell'2,87% e dell'1,6%.

Tra le borse dei paesi sviluppati sono risultate positive nel 1° trimestre sia quella statunitense (5,92%) che quelle dell'area euro (3,87%), mentre quella giapponese ha registrato un andamento negativo (3,71%), indotto dagli effetti del terremoto.

Nel corso del secondo trimestre le perplessità sull'implementazione del piano di aiuti alla Grecia e la richiesta del Portogallo di accedere ai piani di sostegno dell'UE e del FMI hanno contribuito ad accrescere la volatilità sui mercati. La tendenza ribassista ha avuto effetti limitati sui mercati sviluppati: le piazze statunitensi ed europee, infatti, hanno chiuso il primo semestre con una *performance* positiva pari rispettivamente al 4,97% ed al 3,11%. Il mercato giapponese, invece, ha lievemente incrementato le proprie perdite portandole al 4,56%.

¹⁰ Il programma di acquisto di strumenti finanziari è stato ampliato a 40.000 miliardi di yen, includendo anche azioni e obbligazioni corporate. Le linee di credito destinate alla ricostruzione hanno durata variabile tra uno e due anni ed un importo complessivo di 1.500 miliardi di yen.

¹¹ Fonte: Bloomberg.

¹² Si fa riferimento ad indici espressi in valuta locale.

Tra le borse emergenti, quelle dell'est Europa sono apparse ancora una volta più solide, chiudendo il trimestre in sostanziale pareggio; analogo risultato è stato realizzato dalle borse asiatiche, mentre quelle sudamericane hanno registrato un andamento negativo, che ha condotto il rendimento da inizio anno ad un negativo 8,29% .

Alla fine di giugno 2011, l'approvazione della manovra fiscale italiana e l'erogazione della *tranche* di luglio del piano di aiuti alla Grecia, hanno temporaneamente limitato i timori di contagio della crisi del debito europeo, fornendo sostegno ad un recupero di brevissimo respiro. La successiva notizia del taglio dei *ratings* della Grecia e dell'Irlanda al livello *sub-investment grade*, infatti, ha generato nuovi flussi di vendita, alimentati dalla convinzione della necessità di una ristrutturazione del debito sovrano greco e di un effetto contagio su altre economie dell'area euro.

Le prime fasi di debolezza del mercato dei titoli di Stato italiani, inoltre, hanno accresciuto la convinzione che la crisi stesse assumendo una portata sistemica, attraverso un più complicato rifinanziamento del debito pubblico e del debito bancario. Sul fronte azionario la ricerca di attività finanziarie a basso livello di rischio ha rapidamente innescato, nel corso del terzo trimestre, consistenti ribassi nei corsi azionari, soprattutto in quelli delle borse emergenti. L'integrazione con l'economia dell'area euro ha penalizzato i listini dell'Est Europa che, tra i mesi di luglio e settembre, sono risultati in calo del 20,68%; i timori legati alla congiuntura cinese, invece, hanno ulteriormente minato i mercati emergenti asiatici, in flessione del 18,25%. I mercati dell'America Latina, in questa fase, hanno registrato perdite più contenute (13,21%).

I mercati sviluppati hanno, a livello aggregato, raggiunto un calo del 15,26%, risentendo in modo particolare del crollo dei mercati europei (22,80%). La flessione del mercato statunitense è stata più contenuta, assestandosi al 13,87%; quella della borsa giapponese, infine, è stata del 10,61%.

Nel quarto trimestre dell'anno, il cambio della *leadership* politica avvenuta in alcuni paesi periferici e il maggiore attivismo di alcune delle principali banche centrali hanno supportato il recupero, che ha permesso ai mercati azionari di contenere le perdite accumulate nei mesi precedenti. Le borse mondiali, con una crescita nel trimestre del 7,31%, hanno ridotto le perdite, per l'anno 2011, al 7,56%. Anche in questa fase il mercato statunitense è risultato relativamente migliore (con un positivo 11,8%), compensando le perdite pregresse e chiudendo l'anno in crescita del 2,09%. La vivace ripresa dei mercati dell'area euro non ha, invece, compensato i cali dei mesi precedenti; tali listini, alla fine del quarto trimestre, sono risultati comunque in perdita del 14,55% dall'inizio dell'anno.

La persistente tendenza negativa, invece, ha condotto il mercato giapponese a chiudere l'anno in calo del 15,61%.

La variabilità dei mercati azionari si è riflessa, soprattutto nella seconda metà dell'anno, nella dinamica delle obbligazioni convertibili ⁽¹³⁾. Nella prima metà dell'anno, infatti, il rendimento è stato positivo del 2,63% ma, dopo la fase correttiva scaturita dall'allargamento della crisi del debito sovrano, la *performance* da inizio anno è giunta ad un negativo 6,29%. Il recupero del comparto, visibile nell'ultima parte dell'anno, non ha consentito di recuperare le perdite dei mesi precedenti, portando il risultato da inizio anno ad un negativo 4,18%. I mercati obbligazionari governativi ⁽¹⁴⁾ sono stati dominati dalla crisi del debito sovrano, che ha penalizzato gli emittenti direttamente interessati e favorito la domanda di quelli ritenuti più sicuri e con un migliore profilo di liquidità.

Le incertezze legate alla gestione della crisi e la scarsa incisività degli interventi hanno reso i mercati dell'area euro molto volatili, disperdendone i rendimenti in base al differente coinvolgimento degli emittenti nella crisi. I titoli governativi greci, al centro della crisi, hanno subito perdite prossime al 60%, per effetto del progetto della ristrutturazione studiato dalle autorità europee, mentre quelli portoghesi, che hanno risentito della lentezza nella gestione delle problematiche strutturali, hanno accumulato perdite per circa il 22%. Il mercato irlandese, al contrario, ha mostrato una *performance* in netta controtendenza rispetto agli altri emittenti in crisi; nonostante la perdita dello status di *investment grade*, infatti, è riuscito a chiudere l'anno in crescita dell'11,06% per effetto della ristrutturazione del proprio settore finanziario.

Tra gli emittenti più esposti al "contagio" l'Italia è stato quello più volatile, giungendo a perdere nel terzo trimestre circa il 12% per poi recuperare negli ultimi mesi dell'anno e chiudere l'anno con un negativo 5,85%.

¹³ L'indice assunto come riferimento per i mercati delle obbligazioni convertibili è il paniere *Ubs Global Convertible*.

¹⁴ Per la rilevazione dei rendimenti in euro dei mercati obbligazionari si è assunto come riferimento l'insieme degli indici proposti da Jp Morgan.

favorita dall'azione della BCE. Le obbligazioni governative francesi e spagnole, pur se coinvolte nella crisi, sono risultate meno volatili e più remunerative, registrando un rendimento annuo positivo pari, rispettivamente, al 5,1% ed al 6,61%.

L'andamento dei titoli "core" (15) ha fornito un'ulteriore evidenza della segmentazione del mercato europeo delle obbligazioni governative. Il comparto, infatti, ha mantenuto nel corso di tutto l'anno una tendenza positiva, rafforzandosi ulteriormente a partire dal secondo trimestre in concomitanza con la formale richiesta di sostegno presentata da parte del Portogallo e con le difficoltà mostrate dalla Grecia nell'implementazione dei piani di rientro. L'avversione al rischio e la preferenza verso gli emittenti più solidi ha permesso a questo mercato di concludere l'anno con un rendimento positivo del 7,19%.

I comparti obbligazionari governativi statunitense e inglese hanno beneficiato della crisi europea rappresentando un'alternativa di investimento più sicura; la relativa preferenza verso questi mercati, inoltre, ha trovato vigore nei programmi di acquisto realizzati dalle banche centrali. Il rendimento positivo che ne è risultato, pari al 9,94% per gli Stati Uniti ed al 16,85% per il Regno Unito, è stato migliore di quello degli emittenti "core" dell'area euro.

Le emissioni obbligazionarie societarie hanno rispecchiato le differenziazioni geografiche legate alla crisi del debito sovrano. Il comparto europeo della categoria *investment grade*, dopo il primo trimestre, ha intrapreso un movimento rialzista che, nonostante la correzione del terzo trimestre, ha determinato un rendimento positivo del 3,1% annuo. Il mercato statunitense si è caratterizzato per la continuità della fase rialzista chiudendo l'anno con una performance positiva del 7,61%.

Nel segmento *high yield* la maggiore preferenza verso il mercato americano è stata altrettanto visibile, sia nella prima parte dell'anno sia durante la flessione del secondo e terzo trimestre. In questo periodo, infatti, mentre il mercato europeo soffriva perdite pari al 6,44%, quello americano le limitava al 2,1%. La ripresa degli ultimi mesi dell'anno è stata affine sia per il mercato europeo che per quello statunitense, traducendosi in una *performance* annua pari rispettivamente ad un negativo 0,92% ed a un positivo 3,5%.

La migliore posizione delle finanze pubbliche e la fase congiunturale hanno alimentato, infine, la favorevole dinamica dei mercati obbligazionari dei paesi emergenti. Il sostenuto rialzo dei prezzi ha consentito al comparto del debito emergente di chiudere l'anno in crescita dell'8,49%.

Prospettive economico-finanziarie 2012

L'economia globale, pur rimanendo in progressivo miglioramento, rimane ancora esposta ai rischi derivanti dalla crisi del debito sovrano.

Per le economie emergenti ed in via di sviluppo le aspettative di crescita sono, per l'anno 2012, del 5,7%; le prospettive delle economie sviluppate appaiono, invece, meno brillanti con stime di crescita al 1,4% (16).

In alcune delle principali economie sviluppate la tenue dinamica occupazionale e la tendenza al consolidamento dei bilanci pubblici continuano a minare l'attività economica. Tale tendenza potrebbe accentuare il rallentamento ciclico delle economie emergenti, in molte delle quali la politica monetaria restrittiva ha già ridotto il ritmo di crescita.

Nel corso del 2012 l'economia statunitense, secondo le stime della *Federal Reserve*, crescerà del 2,45%, spinta dagli stimoli di politica monetaria, che stanno accompagnando la ripresa del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione, atteso all'8,35%, pur confermando il percorso di miglioramento dell'occupazione, rimane comunque alto rispetto al passato. La tenue dinamica inflazionistica e le preoccupazioni ascrivibili alla situazione occupazionale giustificano l'indirizzo espansivo della politica monetaria. La banca centrale, infatti, ha dichiarato che, nel corso del 2012, il livello dei tassi di riferimento verrà mantenuto nella banda di oscillazione 0-0,25%.

Le autorità monetarie, inoltre, stanno valutando ulteriori forme di stimolo qualora non si dovessero riscontrare sensibili miglioramenti nel mercato del lavoro.

¹⁵Attraverso tale termine si identificano gli emittenti con miglior merito creditizio dell'area euro rappresentati dall'indice JPM GBI ex Grecia, Portogallo, Irlanda, Italia e Spagna.

¹⁶Fonte: "World Economic Outlook" FMI, Aprile 2012.