

Pur rimanendo in essere alcuni sussidi fiscali, la politica fiscale potrebbe assumere un indirizzo restrittivo. In assenza di un accordo sul percorso di risanamento delle finanze pubbliche, infatti, l'acceso dibattito politico potrebbe condurre all'applicazione di tagli automatici della spesa.

La crescita economica dell'area euro, soffrendo la crisi del debito sovrano ed il processo di consolidamento delle finanze pubbliche, non avrà un andamento vivace: la BCE, infatti, stima per il 2012 una crescita compresa tra un negativo 0,5% ed un positivo 0,3%, sostenuta dalle economie tedesca e francese, ma frenata dalle spinte recessive provenienti dai paesi periferici (17). La vivace dinamica dei prezzi, alimentata prevalentemente da fattori di natura temporanea, non rappresenterebbe, invece, fonte di preoccupazione per la banca centrale. L'indirizzo di politica monetaria, infatti, potrebbe rimanere accomodante, lasciando margine per ulteriori riduzioni sui tassi di riferimento se la situazione congiunturale dovesse peggiorare ulteriormente. Altro fattore di preoccupazione per le autorità monetarie europee è rappresentato dalla ridotta attività di erogazione del credito da parte del settore bancario: l'entità delle risorse immesse nel sistema bancario nel 2011, infatti, non sembra aver generato un miglioramento nell'offerta di credito.

Il dibattito sulle riforme istituzionali rivolte alla convergenza della politica fiscale ed alla gestione delle situazioni di crisi esprime ancora sostanziali divergenze nelle posizioni dei paesi membri. Il contenuto di tali riforme, prevedendo la specificazione di obiettivi annui di rientro del deficit e del debito e di una procedura di reciproco controllo tra gli stati membri, potrebbe non incontrare il favore dei paesi destinatari di piani di aiuto o prossimi alle consultazioni elettorali. Il persistente peggioramento della congiuntura portoghese e di quella spagnola, inoltre, potrebbero dar luogo ad un'intensificazione delle preoccupazioni sull'adeguatezza delle risorse a disposizione dell'ESFS e ESM.

La dinamica del prodotto interno lordo giapponese continuerà ad essere sostenuta dalla ricostruzione e dal recupero della capacità produttiva temporaneamente ridotta a causa del terremoto. Le stime della *Bank of Japan* rispecchiano tali aspettative, proiettando la crescita al 2,2%. La dinamica dei prezzi esprime una sostanziale stabilità, con un tasso di inflazione stimato dalla banca centrale allo 0,1%. Il programma di stimolo monetario, che prevede tassi di riferimento in oscillazione tra lo 0% e lo 0,1%, contempla diversi tipi di interventi non convenzionali.

Le economie delle aree emergenti, soprattutto nella prima parte dell'anno, potrebbero risentire del generalizzato rallentamento legato alla restrizione monetaria volta a contenere i rischi inflattivi. Un ulteriore rallentamento ciclico, concomitante ad una moderazione nei prezzi delle materie prime, potrebbe mitigare ulteriormente la dinamica inflattiva e indurre molte banche centrali ad intraprendere una politica monetaria più accomodante. Le rinnovate tensioni sul mercato del debito europeo ed i rischi di deciso rallentamento dell'economia cinese potrebbero contenere i flussi di capitale in entrata e la domanda di materie prime e di semilavorati.

Le economie emergenti asiatiche potrebbero mostrare un percorso di crescita molto differenziato: alcune di esse, maggiormente esposte all'attività economica dei paesi sviluppati, in particolare del Giappone, potrebbero essere favorite dal miglioramento del commercio estero. I sistemi economici che, invece, sono più esposti al ciclo cinese potrebbero soffrire le influenze di una congiuntura meno vigorosa. Le autorità politiche cinesi, infatti, hanno ridotto l'obiettivo di tasso di crescita dall'8% al 7,5% e la banca centrale ha iniziato a stimolare l'economia con la riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria. La graduale apertura del mercato finanziario potrebbe rappresentare un utile strumento per favorire l'afflusso di capitali internazionali (18), incrementando le risorse a sostegno del sistema produttivo.

Le sorti dell'economia cinese rappresentano un rischio anche per i paesi sudamericani, che potrebbero vedere ridotta la domanda di materie prime. L'accresciuta percezione del rischio paese, inoltre, può limitare i flussi di investimento provenienti dall'estero, influenzando negativamente la crescita dell'area.

L'integrazione commerciale con l'Europa occidentale rappresenta una potenziale criticità per le dinamiche future delle economie europee emergenti; inoltre, l'indirizzo della politica economica ungherese, apparentemente divergente dalle indicazioni del programma di sostegno del FMI, rappresenta un fattore di rischio per i flussi di capitale esteri destinati all'intera area. I paesi con una forte specializzazione nel settore

¹⁷ Il tasso di crescita tedesco è atteso al 0,6%, quello francese al 0,5%, mentre quello italiano e spagnolo sono in contrazione, rispettivamente dell' 1,9% e dell' 1,8%. Fonte: "World Economic Outlook", FMI, Aprile 2012.

¹⁸ La autorità di politica economica cinese hanno esteso il limite massimo di investimento degli investitori istituzionali da 30 a 80 miliardi di dollari. Fonte: Bloomberg.

energetico, in particolare la Russia, continuano, invece, a beneficiare di flussi di investimento dall'estero e del favorevole andamento del prezzo del petrolio.

La rinnovata avversione al rischio sembra aver condotto i livelli valutativi dei mercati azionari globali a soglie adeguatamente remunerative in relazione ai fondamentali di mercato. Il rischio di un significativo peggioramento del mercato immobiliare cinese e l'ulteriore incertezza politica nella gestione della situazione di crisi europea può dar luogo a fasi correttive, soprattutto nel breve periodo.

Le piazze dei paesi aderenti all'euro, infatti, sembrano tuttora influenzate dalle incertezze politiche che interessano l'area, nonostante il sostegno offerto dai recenti interventi della BCE. La persistente incertezza negli indirizzi politico-istituzionali relativi alla gestione della crisi continua a rendere difficile il recupero di credibilità delle autorità politiche dei paesi membri.

Le valutazioni del mercato statunitense, sostenute dal miglioramento ciclico e dalla preferenza espressa dagli investitori nelle fasi di maggiore volatilità, hanno raggiunto livelli adeguati seppur non eccessivi. Le obbligazioni convertibili, pur offrendo rendimenti ridotti rispetto agli anni scorsi, costituiscono un importante strumento di ottimizzazione dell'esposizione azionaria in quanto, combinando il profilo obbligazionario a quello azionario, consentono di contenere i ribassi in concomitanza di un aumento della volatilità sui mercati dei capitali.

Il generalizzato stimolo monetario, realizzato attraverso piani di acquisto di titoli governativi ed altri interventi non convenzionali, ha ridotto i rendimenti espressi dai principali mercati obbligazionari. La ricerca di investimenti a minor contenuto di rischio ha amplificato tale dinamica, soprattutto relativamente agli emittenti aventi i *rating* migliori, quali gli Stati Uniti, l'Inghilterra e la Germania.

I mercati governativi dell'area euro rispecchiano le difficoltà di alcuni emittenti nel rifinanziare il proprio debito a condizioni sostenibili. I livelli di rendimento continuano ad esprimere grande differenziazione tra gli emittenti *core* e quelli periferici. Le obbligazioni indicizzate all'inflazione, pur essendo esposte ad una maggiore variabilità, sembrano caratterizzarsi per un'equilibrata combinazione rischio-rendimento. L'ingente stimolo monetario, infatti, potrebbe alimentare spinte inflazionistiche nel medio termine che, grazie al meccanismo di indicizzazione, potrebbero accrescerne il rendimento.

Le difficoltà degli emittenti di molte aree sviluppate stanno indirizzando ingenti flussi di investimento verso le emissioni governative dei paesi emergenti. Le valutazioni, sostenute dal ridotto livello di indebitamento di tali economie e dal miglior profilo di crescita, possono continuare a rappresentare un'adeguata combinazione rischio-rendimento. Le modalità della gestione della crisi del debito saranno le principali determinanti dei mercati valutari e, in particolare, dell'andamento dell'euro rispetto alle principali divise. L'ulteriore espansione dell'EFSF/ESM e, in generale, delle risorse destinate al sostegno dei paesi in crisi, possono determinare un recupero dell'euro, soprattutto rispetto al dollaro statunitense. Tale meccanismo può trovare vigore nell'incertezza legata alla gestione della politica fiscale statunitense.

Il normale funzionamento dei mercati valutari potrebbe essere influenzato dall'azione delle banche centrali, orientata a contenere gli effetti restrittivi del rafforzamento delle proprie valute.

La dinamica particolarmente favorevole dei tassi di insolvenza può sostenere flussi di investimento verso i mercati delle obbligazioni societarie che, alla luce delle vicende della crisi del debito, appaiono meno volatili di alcune emissioni governative. La preferenza verso il comparto obbligazionario *corporate* potrebbe, pertanto, rimanere elevata, soprattutto nel segmento *high yield*, nel quale la combinazione tra bassi tassi di insolvenza ed interessanti livelli valutativi può sostenere ulteriormente le quotazioni. Il segmento statunitense, pur presentandosi più sviluppato e meno rischioso, rispecchia in questa fase livelli valutativi inferiori rispetto a quello europeo.

Il settore immobiliare

Anche nel 2011 il mercato immobiliare ha registrato, nel suo complesso, un andamento negativo, nonostante gli aumenti delle compravendite registrate nel 3° e 4° trimestre. Tutti i settori hanno infatti registrato, su base annua, un decremento in termini di volumi, ad eccezione del settore produttivo che mostra una significativa crescita (5,3%) rispetto all'anno precedente.

Nel 2011 le compravendite sono risultate complessivamente pari a 1.321.229, con un decremento dello 1,9% rispetto al 2010 (anno in cui si era registrata una flessione dello 0,1% rispetto al 2009). Negli ultimi 2

trimestri del 2011 l'andamento è stato, nel suo complesso, positivo (con incrementi rispettivamente dell'1,6% e dello 0,4%), mentre nel 1° e 2° trimestre le vendite hanno registrato un decremento (rispettivamente del 3,6% e del 5,6%).

Tale situazione è di seguito rappresentata, per destinazioni d'uso:

Andamento trimestrale e annuo NTN (Numero transazioni normalizzate) per settori e variazione percentuale trimestrale ed annua (Fonte: Osservatorio Valori Immobiliari)

NTN	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	Anno 2011
Residenziale	136.780	160.139	131.125	170.181	598.224
Terziario	3.259	3.894	3.028	4.289	14.468
Commerciale	7.916	9.211	7.703	10.064	34.900
Produttivo	2.474	3.215	2.949	3.839	12.477
Pertinenze	107.593	126.572	102.210	140.476	476.851
Altro	41.038	47.020	41.279	54.971	184.309
Totale	299.059	350.052	288.299	383.819	1.321.229
Var %	I trim 10-11	II trim 10-11	III trim 10-11	IV trim 10-11	Anno 10-11
Residenziale	-3,6%	-6,6%	1,4%	0,6%	-2,2%
Terziario	-4,4%	4,2%	2,0%	-16,5%	-5,1%
Commerciale	-8,8%	-5,5%	11,8%	-6,4%	-3,3%
Produttivo	-2,0%	5,9%	32,8%	-5,5%	5,3%
Pertinenze	-2,6%	-3,4%	0,9%	2,1%	-0,7%
Altro	-5,1%	-3,2%	0,9%	-1,1%	-3,8%
Totale	-3,6%	-5,6%	1,6%	0,4%	-1,9%

Il comparto produttivo si presenta come l'unico settore che denota un andamento positivo, mentre quello residenziale continua a registrare un andamento negativo. Nel 2011 le abitazioni oggetto di compravendita, infatti, sono state pari a 598.224, con un decremento del 2,2% rispetto al 2010 e con una riduzione registrata sia nei capoluoghi (0,4%) sia nei comuni minori (3,1%).

Come evidenziato nella seguente tabella, nel 2011 nelle 8 principali città italiane e nelle relative provincie (Roma, Milano, Torino, Genova, Napoli, Palermo, Bologna e Firenze) le compravendite hanno toccato quota 93.352, con un aumento del 2,4% rispetto al 2010, con le migliori *performance* che sono state riscontrate nelle città di Torino (7%) e Firenze (6%), mentre Napoli (0,2%) e Roma (1,4%) hanno registrato un incremento più contenuto:

NTN (Numero transazioni normalizzate) trimestrale e variazione % tendenziale annua settore residenziale principali città (Fonte: Osservatorio Valori Immobiliari)

Città	III trim 2011	IV trim 2011	Anno 2011	var % III trim 10-11	var % IV trim 10-11	var % anno 10-11
ROMA	7.427	9.601	33.633	0,3%	11,7%	1,4%
MILANO	4.087	5.233	19.182	3,0%	1,7%	1,3%
TORINO	2.412	3.497	12.036	1,0%	15,6%	6,9%
GENOVA	1.538	1.891	7.006	2,1%	-1,5%	2,0%
NAPOLI	1.313	1.919	6.633	2,0%	9,0%	0,2%
PALERMO	1.159	1.406	5.456	16,0%	2,5%	1,9%
BOLOGNA	1.012	1.350	4.791	-4,2%	6,9%	1,3%
FIRENZE	1.002	1.270	4.613	16,4%	10,0%	6,0%
Totale città	19.949	26.245	93.352	2,7%	8,0%	2,4%

L'analisi dei prezzi del mercato residenziale evidenzia una flessione del 2% per quanto riguarda le grandi città. Mentre a Milano, Torino e Roma vi è stata una tenuta delle quotazioni, a Bologna, Cagliari e Firenze si è verificata una flessione dei prezzi del 3% ed una contrazione del 5% a Napoli e Bari. Considerando le quotazioni per macro aree geografiche, le zone che hanno evidenziato i maggiori cali delle quotazioni sono

le regioni del sud (4,1%) e quelle del centro (3,3%), mentre al nord i prezzi si sono ridotti in misura meno pronunciata (0,9%).

Il settore terziario (uffici e istituti di credito) - con 14.468 compravendite - mostra una diminuzione complessivamente del 5,1% rispetto al 2010, denotando un calo più accentuato al Centro ed al Sud (rispettivamente il 5,9% ed il 5,8%) e meno marcato (4,6%) al Nord. Variazioni particolarmente negative si sono registrate al Nord ed al Centro nel 4° trimestre (rispettivamente del 17,9% e del 22,5%). Tale situazione è riflessa nella seguente tabella:

NTN trimestrale e variazione percentuale tendenziale annua del settore terziario per macro aree geografiche (Fonte: Osservatorio Valori Immobiliari)

Area	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	anno 2011	var % III trim 10-11	var % IV trim 10-11	var % anno 10-11
Nord	1.875	2.246	1.729	2.541	8.391	5,0%	-17,9%	-4,6%
Centro	707	893	619	880	3.099	-10,3%	-22,5%	-5,9%
Sud	677	755	679	867	2.978	7,9%	-4,1%	-5,8%
Italia	3.259	3.894	3.028	4.289	14.468	2,0%	-16,5%	-5,1%

Per gli immobili direzionali le compravendite e le locazioni, anche nel 2011, risultano in diminuzione, confermando le difficoltà in termini di assorbimento degli *stock* posti sul mercato, specie per gli stabili meno appetibili sia in termini di *standard* edilizi che di ubicazione. Nel settore commerciale le compravendite sono diminuite complessivamente del 3,3%, con una contrazione più accentuata al Nord (4,5%) e meno marcata al Sud (1,7%). Variazioni particolarmente negative si sono registrate per il Centro e per il Nord nel 4° trimestre (rispettivamente il 6,6% ed il 10,3%).

Tale situazione è analizzabile nella seguente tabella:

NTN trimestrale e variazione percentuale tendenziale annua del settore commerciale per macro aree geografiche (Fonte: Osservatorio Valori Immobiliari)

Area	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	anno 2011	var % III trim 10-11	var % IV trim 10-11	var % anno 10-11
Nord	3.804	4.354	3.880	4.874	16.911	15,3%	-10,3%	-4,5%
Centro	1.793	2.076	1.616	2.235	7.720	4,9%	-6,6%	-2,6%
Sud	2.319	2.782	2.212	2.956	10.268	11,2%	1,0%	-1,7%
Italia	7.916	9.211	7.708	10.064	34.900	11,8%	-6,4%	-3,3%

Nel settore produttivo (capannoni ed industrie) le compravendite sono aumentate complessivamente del 5,3%, con un incremento significativo al Sud (20,4%) ed al Centro (6,2%), come si desume dalla tabella che segue:

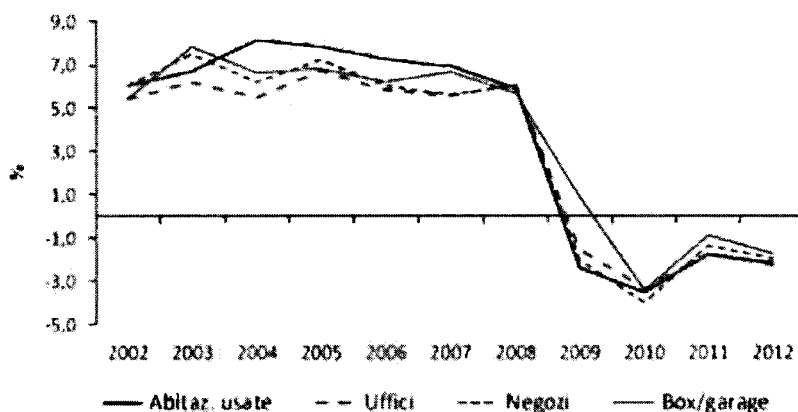
NTN trimestrale e variazione percentuale tendenziale annua del settore produttivo per macro aree geografiche (Fonte: Osservatorio Valori Immobiliari)

Area	I trim 2011	II trim 2011	III trim 2011	IV trim 2011	anno 2011	var % III trim 10-11	var % IV trim 10-11	var % anno 10-11
Nord	1.683	2.157	1.966	2.618	8.425	24,0%	-8,5%	2,0%
Centro	427	523	457	565	1.972	37,4%	-13,5%	6,2%
Sud	364	534	526	656	2.080	73,4%	19,2%	20,4%
Italia	2.474	3.215	2.949	3.839	12.477	32,8%	-5,5%	5,3%

Nella tabella che segue è riportato l'andamento (tendenzialmente riflessivo nel periodo 2004-2010, soprattutto nel 2008-2010, con una modesta ripresa nel 2010-2012) dei prezzi nelle 13 città intermedie

(Ancona, Bergamo, Brescia, Livorno, Messina, Modena, Novara, Parma, Perugia, Salerno, Taranto, Trieste e Verona):

Evoluzione dei prezzi medi correnti degli immobili (variazioni % annuali) - Fonte: Nomisma



Per le abitazioni tale riduzione è stata pari al 4,7% nelle grandi città e nei loro *hinterland* e del 4,2% nei capoluoghi di provincia. I tempi di vendita si sono stabilizzati intorno ai 195 giorni nelle grandi città, mentre nei capoluoghi minori si possono toccare anche i 12 mesi, con uno sconto medio sul prezzo iniziale richiesto che si attesta intorno al 10-15%.

Con riferimento ai rendimenti, anche nel 2011 si registra, in termini generali, la loro riduzione per tutti i comparti immobiliari, anche per le richieste di rinegoziazione dei canoni di locazione. Per le abitazioni si registra, a livello nazionale, una diminuzione dei canoni reali di circa il 6%, mentre è più contenuto il calo dei canoni del settore terziario (uffici e commerciale), specie nelle zone centrali delle grandi città come Roma e Milano. La diminuzione dei canoni è da attribuirsi, anche per il 2011, alla minore disponibilità economica dei potenziali conduttori ed alla cospicua offerta di immobili in locazione, che ha contribuito a calmierare i valori dei canoni stessi.

Per il 2012 gli operatori non prevedono significativi cambiamenti rispetto alla situazione che ha caratterizzato il 2010-2011, ipotizzando inoltre una sostanziale stagnazione del mercato per il prossimo biennio ed una riduzione della media dei prezzi per le principali aree urbane, per il persistere degli elementi negativi (contrazione del mercato delle compravendite, mancato adeguamento delle quotazioni del mercato alla progressiva diminuzione della domanda, difficile accesso al credito bancario a causa dalla crisi finanziaria internazionale) che hanno caratterizzato il mercato immobiliare anche nel corso del 2011.

Per il 2012 si prevede un'ulteriore riduzione del numero delle compravendite residenziale, che si dovrebbero attestare a circa 594.000 unità, ed una sostanziale tenuta delle compravendite degli uffici, della logistica e del commerciale, con dinamiche complessive del mercato che, nei grandi centri, saranno prevedibilmente migliori rispetto a quelle dell'*hinterland* delle grandi città e delle regioni del Sud.

Il patrimonio della Cassa, i rendimenti, le politiche d'investimento ed il piano d'impiego della liquidità

Il patrimonio immobiliare

Nel rinviare ai dati ed alle informazioni esposte nella nota integrativa, si evidenzia che il patrimonio immobiliare dell'Ente è costituito da 41 immobili dislocati sul territorio nazionale - prevalentemente al centro-nord - che occupano circa 256.000 metri quadrati di superficie lorda complessiva, per un valore lordo di bilancio di circa € 318 milioni e netto di circa € 257 milioni.

Sul piano reddituale i ricavi da locazioni sono risultati pari a circa € 13 milioni, riferibili per circa il 51 % al segmento commerciale, per circa il 30% a quello industriale e, per il residuo 19% circa, ad immobili ad uso residenziale.

Alla luce del descritto quadro dei mercati mobiliari ed immobiliari, appare opportuno - proseguendo nella strada intrapresa - continuare ad annoverare tra gli importanti obiettivi dell'Ente quello dell'analisi di nuove proposte di investimento, nonché quello della razionalizzazione e riqualificazione dell'attuale patrimonio immobiliare, sulla base di valutazioni inerenti il pregio della localizzazione e la qualità degli immobili oggetto di attenzione, nel cui ambito dovrebbero essere preferiti quelli del tipo "cielo-terra" (ossia autonomi dal punto di vista impiantistico e gestionale) e senza ristretti vincoli di destinazione, nonché l'adeguatezza dei rendimenti attesi, sia in termini di rapporto con il costo sostenuto sia in termini di coerenza con l'obiettivo target dell'Ente.

Il patrimonio mobiliare

Consistenza e rendimenti

A fine 2011 il valore di mercato del patrimonio mobiliare è pari a circa € 3,4 miliardi. Tale importo - come rappresentato nella tabella di seguito riportata - risulta in parte affidato alla gestione di operatori professionali ed in parte investito in strumenti finanziari acquisiti direttamente in portafoglio nel caso di prodotti che, per loro natura e funzione nell'asset allocation dell'Ente, non appaiono necessariamente suscettibili di articolata gestione.

In tale tabella i valori di mercato delle "gestioni patrimoniali" sono tratti dai dati della banca depositaria e quelli delle obbligazioni includono i relativi ratei lordi maturati (valori *tel quel*), mentre la liquidità è quella del conto corrente bancario dedicato all'operatività mobiliare (la liquidità tiene conto delle entrate contributive di fine 2011 accreditate nel mese di dicembre sul conto dedicato all'operatività mobiliare). In relazione alle obbligazioni fondiarie ai fini della valutazione viene considerato il costo storico, in quanto non risulta disponibile un prezzo di mercato.

Segue la tabella:

TIPO DI GESTIONE	Valore di mercato al 31/12/2011	Peso (%)
Strumenti finanziari in portafoglio	2.629.432.422	76,71%
<i>ETF</i>	77.756.700	2,27%
ETF Azionari	77.756.700	2,27%
<i>Liquidità</i>	344.854.353	10,06%
Liquidità di cc	344.854.353	10,06%
<i>OICR</i>	1.149.719.334	33,54%
OICR Altro	577.055	0,02%
OICR Azionari	465.492.870	13,58%
OICR Obbligazionari	634.635.154	18,51%
OICR Total Return	49.014.255	1,43%
<i>Obbligazioni</i>	1.057.102.035	30,84%
Obbligazioni Corporate	243.813.392	7,11%
Obbligazioni Fondiarie	2.462.138	0,07%
Obbligazioni Governative	558.594.076	16,30%
Obbligazioni Inflation	190.447.429	5,56%
Obbligazioni PCT	0	0,00%
Obbligazioni Strutturate	61.785.000	1,80%
Gestione in Delega	798.461.235	23,29%
<i>GPM</i>	798.461.235	23,29%
GPM Benchmark	527.818.356	15,40%
GPM TotalReturn	270.642.879	7,89%
Totale	3.427.893.657	100,00%

Nella tabella che segue vengono rappresentati sia i rendimenti netti del patrimonio mobiliare a valori di mercato (per le obbligazioni fondiarie viene esposto il costo storico maggiorato dei ratei maturati) sia la volatilità di ciascuna categoria di attivo per l'anno 2011:

TIPO DI GESTIONE	Rend.to TW	Dev. St annualizzata
Strumenti finanziari in portafoglio	-4,63%	7,59%
<i>ETF</i>	-9,06%	21,62%
ETF Azionari	-9,06%	21,62%
<i>Liquidità</i>	1,88%	0,08%
Liquidità di cc	1,88%	0,08%
<i>OICR</i>	-6,14%	11,96%
OICR Altro	-0,20%	0,16%
OICR Azionari	-10,20%	19,04%
OICR Obbligazionari	-2,51%	7,33%
OICR Total Return	-2,65%	3,18%
<i>Obbligazioni</i>	-4,49%	6,50%
Obbligazioni Corporate	-2,70%	6,13%
Obbligazioni Fondiarie	3,04%	0,01%
Obbligazioni Governative	-5,16%	7,28%
Obbligazioni Inflation	-14,80%	19,40%
Obbligazioni PCT	1,54%	0,07%
Obbligazioni Strutturate	3,92%	6,19%
Gestione in Delega	-8,11%	11,59%
<i>GPM</i>	-8,11%	11,59%
GPM Benchmark	-10,64%	15,67%
GPM TotalReturn	-2,24%	2,86%
Totale	-5,60%	8,53%

Il rendimento netto del patrimonio mobiliare per l'anno 2011 - calcolato con metodo *time weighted* su dati puntuali al 31 dicembre 2011 - risulta negativo e pari al 5,60% con una volatilità media annua dell'8,53%.

E' da rilevare come quello che tradizionalmente è stato considerato un assef prudentiale per profilo di rischio e rendimento, ossia i titoli del debito pubblico italiano, ha influito negativamente sul risultato in parola. I soli titoli governativi italiani presenti nel portafoglio diretto della Cassa, infatti, esclusi, quindi, quelli ricompresi nelle gestioni in delega e negli OICR, hanno contribuito negativamente per l'1,5% sul risultato finale.

Al fine di facilitare la lettura di questi valori con quelli riportati nei paragrafi precedenti sono state condotte, a mero titolo esemplificativo, delle analisi su un *benchmark* bilanciato globale. L'analisi evidenzia come un portafoglio bilanciato a valori di mercato, avrebbe reso nel 2011 un risultato negativo pari al 5,78%, in linea con il rendimento conseguito dalla Cassa, con una volatilità media annua tuttavia superiore e pari al 12,57%, rispetto a quella del portafoglio dell'Ente. Dunque, se da un lato il portafoglio ha risentito dell'andamento del mercato, così come il *benchmark*, la diversificazione ha permesso di ridurre il rischio complessivo del portafoglio, ottimizzando quindi il profilo di rischio e rendimento dell'investimento.

Per gli investimenti immobiliari, il rendimento netto, calcolato a valori di libro, è stato dell'1,71%.

Il rendimento netto del patrimonio complessivo si attesta, conseguentemente, intorno ad un negativo 4,75% (contro circa un positivo 4% nel 2010). Tale dato deriva dalla media, ponderata per i rispettivi ammontari, dei rendimenti ottenuti dalla componente mobiliare e da quella immobiliare.

Il rendimento annuo netto della liquidità è stato dell'1,88%, in linea col livello dei tassi di riferimento che hanno caratterizzato il 2011. La metodologia adottata - in linea con gli standard internazionali GIPS (*Global Investment Performance Standards*) - consente di calcolare i rendimenti in tutti gli intervalli di tempo

compresi tra due flussi di cassa successivi mantenendo la neutralità rispetto ai flussi stessi, nonché di capitalizzare i risultati sul periodo complessivo di riferimento.

Si evidenzia che i rendimenti indicati non rappresentano il parametro utilizzabile per la quantificazione del tasso di capitalizzazione dei montanti contributivi di cui all'art. 10, comma 3, del Regolamento di Disciplina del Regime Previdenziale, la cui misura viene quantificata con delibera del Consiglio di Amministrazione che determina i criteri ed i metodi di valutazione per il computo dei rendimenti stessi, così come previsto dal comma 4 del citato articolo.

I risultati gestionali rispecchiano l'andamento di mercato, caratterizzato - soprattutto nel secondo semestre dell'anno - da una generale tendenza ribassista, sia nei principali mercati azionari che in alcuni comparti dei mercati governativi europei, oltre che da elevati valori di volatilità. Tali dinamiche trovano riscontro nei rendimenti degli strumenti a maggior contenuto azionario e dei titoli governativi dei paesi periferici, quali l'Italia. La porzione di portafoglio investita in gestioni patrimoniali ha perso l'8,11% con una volatilità pari all'11,59%. Le gestioni *total return* hanno mostrato una particolare attitudine al contenimento delle perdite (2,24%) e del livello di volatilità, assestatisi al 2,86% annuo.

Nella prima parte dell'anno l'investimento in "pronti contro termine", con rendimenti all'1,54%, si è rivelato un utile strumento per ottimizzare la gestione della liquidità, altrimenti impiegata a tassi medi netti inferiori. Da dicembre 2011 il rendimento della liquidità è stato ulteriormente migliorato attraverso una temporanea deroga alle condizioni di conto corrente per effetto della quale il tasso di interesse creditore lordo, riconosciuto sulla giacenza di liquidità presente sul conto corrente bancario dedicato all'operatività mobiliare, risulta pari al 5,75% annuo.

All'interno del comparto obbligazionario le obbligazioni *corporate* hanno avuto un rendimento negativo del 2,70% e un livello di volatilità al 6,13%. Le obbligazioni governative indicizzate all'inflazione hanno risentito in modo particolare dell'aumento degli *spreads* sulle emissioni italiane perdendo il 14,80%, con la volatilità al 19,40%; le emissioni governative non indicizzate all'inflazione, invece, hanno contenuto le perdite al 5,16% e la volatilità al 7,28%, per la prevalenza di strumenti aventi scadenza più breve. In ultimo le emissioni strutturate hanno registrato un rendimento positivo pari al 3,92% con una volatilità del 6,19%.

Analisi del rischio

Relativamente all'analisi del rischio si è provveduto a richiedere all'*advisor* Mercer di aggiornare gli indicatori di VAR (*value at risk*) e di *shortfall*. Il VAR annuo del portafoglio mobiliare, calcolato con livello di confidenza del 95,00%, è pari al 9,91%.

La metodologia di calcolo impiegata è quella del VAR parametrico con distribuzione normale dei rendimenti: un VAR al 95,00% indica una probabilità del 5,00% di conseguire una perdita sul portafoglio pari o maggiore al 9,91% su un orizzonte temporale di un anno. Come quella del VAR, anche l'analisi dello *shortfall* è stata portata avanti unicamente sul portafoglio mobiliare, non disponendo di stime di rendimento atteso e volatilità del comparto immobiliare. Tale analisi - che indica quale sarà la probabilità di ottenere in futuro un determinato rendimento su un orizzonte temporale di 3-5 anni - è calcolata su ipotesi statistiche, ossia sulla stima di rendimenti lordi e volatilità attesi, ed è così analizzabile:

3/5 anni	
1,50%	66,76%
3,50%	53,98%
4,50%	47,34%

Sulla base della precedente tabella, data l'allocazione del portafoglio, vi è il 66,76% di probabilità di conseguire un rendimento medio annuo lordo pari o superiore ad 1,50% sull'orizzonte temporale indicato; il 53,98% di probabilità di raggiungere il 3,50% e il 47,34% di raggiungere il 4,50%.

Analisi dell'asset allocation ⁽¹⁹⁾

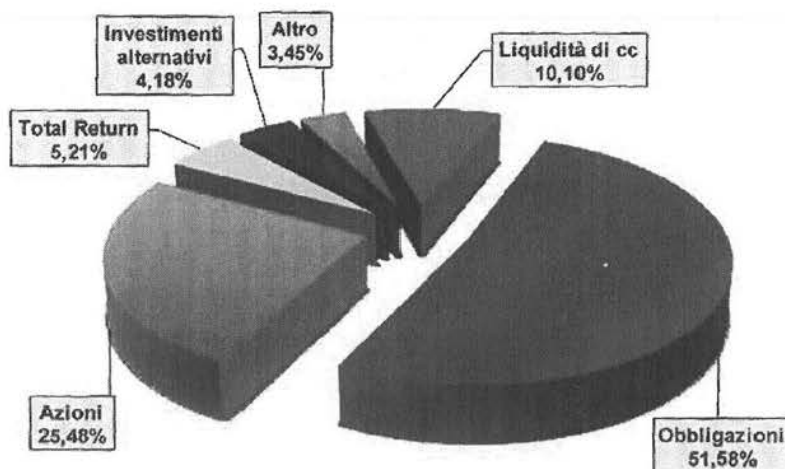
Si riporta di seguito l'analisi dell'asset allocation complessiva, al 31 dicembre 2011, con la rappresentazione dell'esposizione geografica da un lato e settoriale dall'altro:

Asset Class	Valorizzazione	Peso %	Asset Class	Valorizzazione	Peso %
IMMOBILIARE *	452.009.921	11,69%	IMMOBILIARE *	452.009.921	11,69%
LIQUIDITA' c/c	344.854.353	8,92%	LIQUIDITA' c/c	344.854.353	8,92%
Italia	876.872.402	22,67%	Governative	850.624.051	22,00%
Euro ex Italia	323.410.245	8,36%	Corporate	448.415.461	11,60%
UK	46.665.274	1,21%	Convertible	203.608.671	5,26%
Europa ex Euro	20.742.595	0,54%	Inflation linked	197.070.255	5,10%
Emerging Europa	42.814.862	1,11%	Titoli Strutturati	61.785.000	1,60%
USA + Canada	189.202.217	4,89%			
Latin America	39.926.222	1,03%			
Giappone	11.316.144	0,29%			
Pacifico (ex Giappone)	12.813.568	0,33%			
Emerging Asia	113.136.725	2,93%			
Sovra-nazionali	2.910.720	0,08%			
Altro	81.692.465	2,11%			
OBBLIGAZIONI	1.761.503.438	45,55%	OBBLIGAZIONI	1.761.503.438	45,55%
Italia	35.313.476	0,91%	Telecommunication	62.537.255	1,62%
Euro ex Italia	201.326.041	5,21%	Financials	188.512.472	4,87%
UK	117.669.188	3,04%	Consumer Discretionary	83.802.803	2,17%
Europa ex Euro	44.899.078	1,16%	Industrials	80.967.850	2,09%
Emerging Europa	17.292.568	0,45%	Consumer Staples	62.249.975	1,61%
USA + Canada	210.235.101	5,44%	Information Technology	64.913.899	1,68%
Latin America	59.601.392	1,54%	Energy	134.154.174	3,47%
Giappone	13.699.167	0,35%	Health Care	57.750.158	1,49%
Pacifico (ex Giappone)	20.097.087	0,52%	Utilities	35.517.824	0,92%
Emerging Asia	120.779.783	3,12%	Materials	99.660.570	2,58%
Altro	29.154.100	0,76%			
AZIONI	870.066.980	22,50%	AZIONI	870.066.980	22,50%
TOTAL RETURN	178.161.853	4,60%	TOTAL RETURN	178.161.853	4,60%
Long/Short Equity	142.650.654	3,69%	Long/Short Equity	142.650.654	3,69%
Investimenti Alternativi	142.650.654	3,69%	Investimenti Alternativi	142.650.654	3,69%
ALTRO	118.032.284	3,05%	ALTRO	118.032.284	3,05%
TOTALE	3.867.279.483	100,00%	TOTALE	3.867.279.483	100,00%

* Stima del valore di mercato al 31 dicembre 2011 (include € 284.649 per versamenti di quote in un fondo immobiliare)

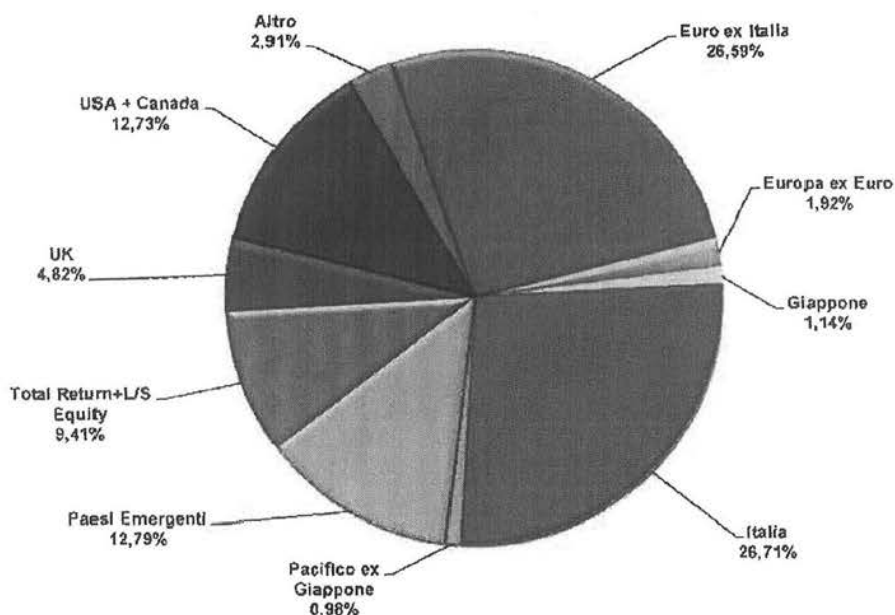
Si riporta di seguito la rappresentazione del patrimonio mobiliare classificato secondo l'esposizione a ciascuna classe di attivo che lo costituisce, precisando che tali analisi fanno riferimento alla sola allocazione del comparto esaminato (ciascuna riportata su base cento):

¹⁹ Le riclassificazioni sono effettuate su valori di mercato. Per i prodotti obbligazionari non sono considerati i tassi di interessi.



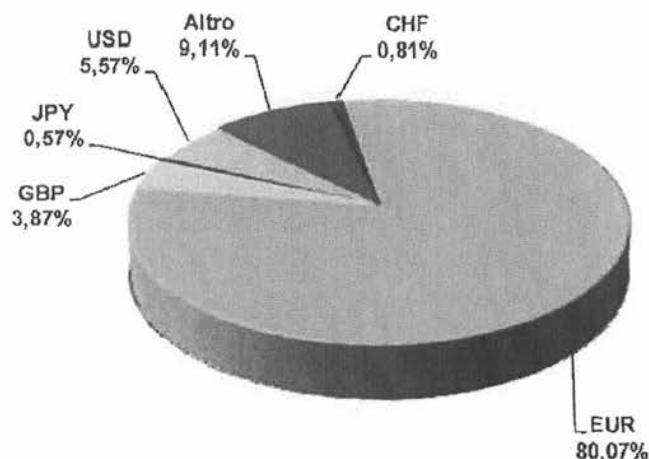
Gli investimenti *total return* incidono per il 5,21%, in calo rispetto all'8,70% del 2010, per effetto della trasformazione del mandato in delega conferito a Kairos in un nuovo mandato di tipo *long-short*. Nella categoria "investimenti alternativi" è presente a dicembre 2011 solamente l'investimento in strategie *long-short*, pari al 4,18% del patrimonio mobiliare. L'esposizione ai mercati azionari, pari al 25,48%, risulta in diminuzione rispetto al dicembre 2010 (27,34%), quale effetto dello sfavorevole andamento dei mercati. L'allocazione in strumenti obbligazionari è pari al 51,58% del patrimonio, superiore al 48,90% rilevato alla fine del 2010, in ragione di un investimento incrementale in strumenti di natura obbligazionaria. La componente "Altro" rappresenta prevalentemente alcuni strumenti derivati impiegati nelle gestioni patrimoniali per coperture cambi o posizionamenti efficienti del portafoglio.

Da un punto di vista geografico, il patrimonio mobiliare è rappresentabile come segue:

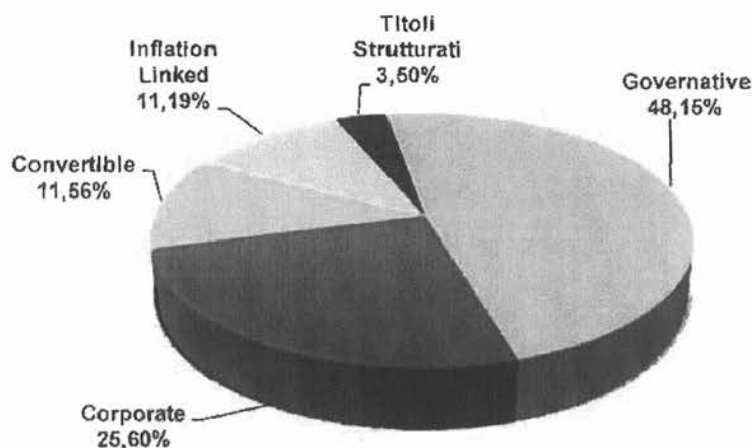


La ripartizione geografica evidenzia una lieve riduzione dell'esposizione all'area euro rispetto all'anno precedente, con l'Italia e l'"Euro ex Italia" passate, rispettivamente, dal 27,31% al 26,71% e dal 29,81% al 26,59% in funzione degli investimenti condotti in altre aree geografiche, quali il Nord America ed i mercati emergenti. Il peso sui mercati del nord America, infatti, è aumentato dal 10,50% al 12,73%, quello dei mercati emergenti dal 9,69% al 12,79%.

L'analisi dell'esposizione valutaria evidenzia come la divisa principale risulti essere l'euro con l'80,07%, in ribasso rispetto allo scorso anno (83,77%). Gli investimenti in dollari statunitensi sono aumentati al 5,57%, dal 3,39% del 2010. Si evidenzia, inoltre, come l'incremento della voce Altro all'interno dell'esposizione valutaria sia dovuto agli investimenti in strumenti finanziari aventi come sottostante emissioni obbligazionarie governative di paesi emergenti unitamente agli investimenti in strumenti azionari delle aree Australia e Canada. Si riporta di seguito una rappresentazione grafica dell'esposizione valutaria:



Si riporta di seguito la ripartizione del comparto obbligazionario per tipologia di emissione:

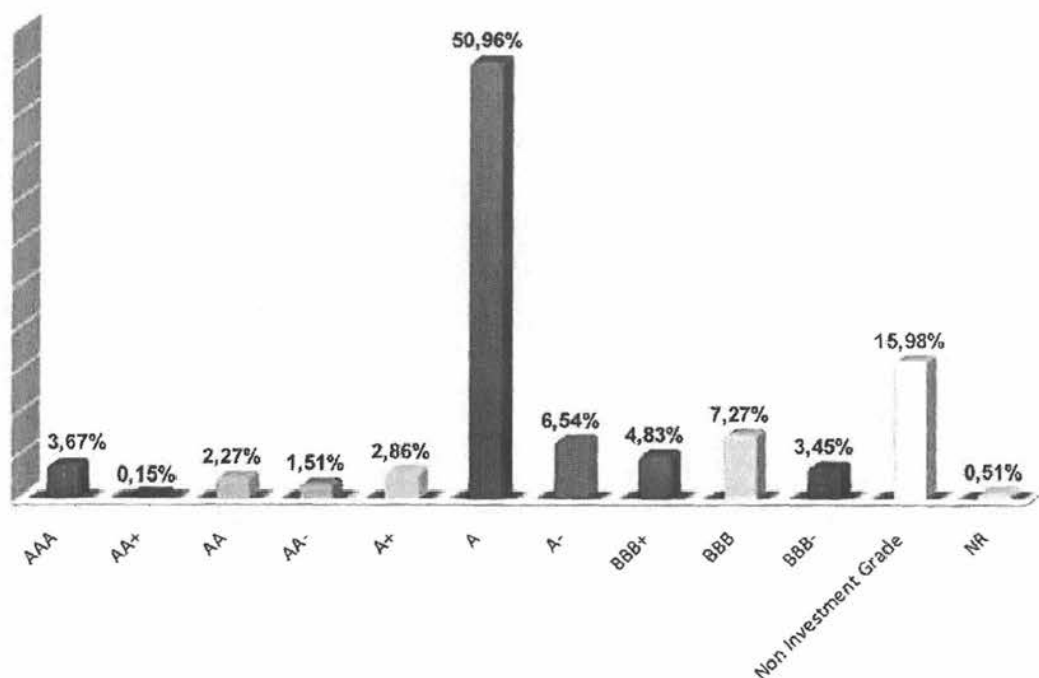


Al 31 dicembre 2011 il peso delle emissioni indicizzate all'inflazione, in ragione degli investimenti effettuati nel comparto a fine anno, registra un incremento dall'8,22% all'11,19% mentre le obbligazioni governative sono in lieve aumento al 48,15% (dal 47,72% del 2010). L'incidenza delle obbligazioni convertibili, che era pari al 10,21% nel 2010, è aumentata all'11,56%.

Il peso delle obbligazioni societarie *corporate* si attesta al 25,60%, dal 25,93% del 2010. Al 31 dicembre 2011 non vi sono in essere operazioni di "pronti contro termine". La ripartizione del portafoglio obbligazionario per *rating* evidenzia come il 67,97% dello stesso sia impiegato in strumenti aventi alto merito creditizio (*rating* pari o superiore ad "A-"): dall'analisi emerge inoltre che la classe di rating A costituisce ben il 50,96% degli investimenti obbligazionari. Il peso della categoria "NR" esprime la ridotta esposizione ai titoli

prvi di rating. Il peso della categoria "non investment grade", che rappresenta le obbligazioni con rating inferiore al "BBB-", è aumentato dall'11,28% del 2010, al 15,98%, per effetto degli investimenti nel comparto *high yield* e nei paesi emergenti.

Si riporta di seguito la rappresentazione grafica:



Al 31 dicembre 2011 la *duration* media di portafoglio era pari a 1,8, quindi sostanzialmente in linea a quella dell'anno precedente (1,7).

Piano di impiego della liquidità

Nel corso del 2011 la Cassa ha proseguito l'investimento sui mercati azionari, rivolto sia ai mercati sviluppati, sia a quelli emergenti. Le dinamiche di mercato hanno altresì favorito il proseguimento dell'impiego in quelli obbligazionari, indirizzando gli investimenti verso i comparti *high yield*, convertibili e del debito pubblico dei Paesi emergenti. Nel corso del primo semestre sono state condotte operazioni di pronti contro termine e di acquisto di titoli a breve, volte a ottimizzare l'impiego della liquidità.

Le linee guida per il 2011 del piano degli investimenti finanziari prevedevano, come rappresentato nel budget approvato dall'Assemblea dei Delegati in data 30 novembre 2010, la collocazione di € 270,0 milioni in titoli di Stato ed obbligazionari (per € 130,0 ml), strumenti azionari (per € 130,0 ml) ed alternativi (€ 10,0 ml), oltre ad € 80,0 milioni per investimenti immobiliari in forma diretta. Tali previsioni sono state poi modificate sia nella prima sia nella seconda revisione di budget (approvate dall'Assemblea dei Delegati, rispettivamente, il 30 giugno ed il 30 novembre 2011) - tenuto conto sia delle opportunità offerte dai mercati finanziari sia della disponibilità finanziaria riscontrata - con previsione di investimenti finanziari per complessivi € 611,0 milioni (titoli di Stato ed obbligazionari per € 111,0 ml, OICR per € 355,0 ml ed operazioni monetarie a breve per € 145,0 ml), oltre alla previsione di investimenti immobiliari per € 100,0 milioni (di cui € 80,0 ml in forma diretta ed € 20,0 ml in forma indiretta).

Peraltro, come anche evidenziato nel budget 2011, tale allocazione riveste carattere meramente indicativo e non vincolante e, rispetto alla versione finale del budget, l'attuazione si è concretizzata nell'impiego di € 877,8 milioni in strumenti finanziari: in titoli di Stato ed obbligazionari per € 238,1 milioni (di cui € 222,9 ml in titoli di Stato italiani e, in particolare, € 82,9 ml in BTP indicizzati), OICR per € 495,4 milioni e, per il residuo (€ 144,3 ml), in operazioni di "pronti contro termine". Sul versante immobiliare, l'attuazione si è concretizzata nell'impiego di € 31,3 milioni per l'acquisto di uno stabile sito in Roma ad uso commerciale e, per € 20,0

milioni, nella sottoscrizione di quote in un fondo immobiliare di diritto italiano (di cui € 0,3 ml versate al 31 dicembre 2011). Nel 2011, in considerazione della volatilità dei mercati finanziari, si è ritenuto mantenere un'elevata liquidità presso la banca, remunerata al tasso medio netto di circa 1,82 % in assenza di rischio. Nei primi mesi del 2012 la Cassa ha proseguito ulteriormente il piano di investimento nel comparto obbligazionario *high yield* e azionario emergenti; ha inoltre diversificato l'esposizione al comparto alternativo attraverso la sottoscrizione di un fondo di fondi di *private equity*.

Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio

Nessun fatto di rilievo da segnalare, oltre quanto già rilevato in sede di trattazione degli specifici argomenti.

Evoluzione prevedibile della gestione

I prossimi mesi saranno scanditi, tra l'altro, dall'intero percorso elettorale che porterà alla definizione della nuova Assemblea dei Delegati, del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale. Tale importante impegno democratico andrà a coincidere con un momento particolarmente delicato per la previdenza delle libere professioni. Ed infatti, l'attuale panorama economico e politico, impone una sempre maggiore attenzione sul piano delle valutazioni di sostenibilità e di adeguatezza delle prestazioni, avendo sempre presente l'esigenza di preservare l'equità intergenerazionale.

E' auspicabile, per questo, che possa trovare presto operatività l'istituto dell'accredito diretto di quota parte del contributo integrativo sui montanti, che, grazie alla emanazione della c.d. Legge Lo Presti, non dovrebbe trovare ostacoli nel percorso di approvazione. Tale intervento sarebbe di importante complemento alla delibera già assunta in tema di "aliquota di computo" dalla Assemblea dei Delegati del 24 maggio 2011 e favorirebbe realisticamente il raggiungimento di un obiettivo di adeguatezza dei trattamenti previdenziali nella accezione che l'art. 38 della Costituzione attribuisce a tale termine. E' da ritenere, altresì, che nel corso dei prossimi mesi possa concludersi il processo di digitalizzazione della Cassa, portando a compimento anche l'attività di rasterizzazione dell'intera documentazione cartacea. Tutto ciò non potrà che favorire l'ulteriore implementazione dei servizi da porre a disposizione degli iscritti, anche nell'ottica di contenimento dei costi e di riduzione della tempistica di espletamento delle procedure interne. Non meno rilevante sarà l'impegno che la Cassa, congiuntamente agli altri enti di previdenza privata, dovrà dispiegare in relazione al delicato tema della autonomia, oggi sempre più compressa da decisioni giurisprudenziali e iniziative legislative, non ultima quella che ricondurrebbe tali soggetti nell'ambito di applicazione delle norme di finanza pubblica.

* * * * *

Care Colleghe e Colleghi,

è ormai al termine il mandato di questo Consiglio di Amministrazione. A nome dello stesso e a mio personale, voglio ringraziare l'Assemblea dei Delegati per aver saputo da subito svolgere in maniera responsabile, fattiva e collaborativa il proprio prezioso compito, favorendo il conseguimento di obiettivi veramente importanti per la previdenza di categoria, così come testimoniato dal costante apprezzamento che gli Associati manifestano continuamente, avendo ben chiaro il grande lavoro svolto a tutela dei loro interessi.

Un ringraziamento va tributato anche a tutto il personale dell'Ente che ha saputo, grazie anche all'incessante impegno della Direzione Generale, interpretare e concretizzare gli obiettivi di aziendalizzazione che questo Consiglio di Amministrazione si era prefissato. Un augurio, quindi, a chi ci succederà, affinché possa avere la fortuna di operare nelle stesse condizioni di condivisione di impegno e obiettivi, nella consapevolezza che questa è la condizione principale per poter continuare a garantire importanti risultati per la Cassa e quindi per tutti i suoi iscritti.

IL PRESIDENTE
del Consiglio di Amministrazione
Walter Areda



PAGINA BIANCA

RELAZIONE DEL COLLEGIO DEI REVISORI

Relazione del Collegio dei Sindaci sul Bilancio al 31/12/2011

All'Assemblea dei Delegati
della Cassa Nazionale di Previdenza e
Assistenza a favore dei Dottori Commercialisti

Signori Delegati,

abbiamo esaminato il progetto di Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2011, redatto ed approvato dal Consiglio di Amministrazione ai sensi di Legge e dello statuto e trasmesso a questo Collegio nel rispetto dei termini imposti dall'art.33, punto 3 e dall'art. 2429 del Codice Civile.

Ai sensi dell'articolo 2403 del Codice Civile, il Collegio Sindacale "vigila sull'osservanza della Legge e dello Statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla Cassa e sul suo concreto funzionamento".

Nello svolgimento delle nostre funzioni abbiamo tenuto riunioni periodiche, nonché assistito alle Assemblee dei Delegati ed alle sedute del Consiglio di Amministrazione e della Giunta Esecutiva.

Il Collegio ha, pertanto, vigilato sull'affidabilità dell'assetto amministrativo e contabile a rappresentare correttamente i fatti di gestione, mediante l'ottenimento di informazioni dai responsabili delle diverse direzioni e l'esame dei documenti.

FUNZIONE DI REVISIONE LEGALE DEI CONTI

L'art. 1, comma 159, della Legge n. 311/2004 attribuisce la funzione di controllo contabile, ora Revisione Legale dei Conti, ex art. 2409 bis e seguenti del Codice Civile, al Collegio Sindacale.