

RELAZIONE SULLA GESTIONE

PAGINA BIANCA

BILANCIO CONSUNTIVO DELL'ESERCIZIO 2013**La struttura ed il contenuto del Bilancio**

Il Bilancio consuntivo al 31/12/2013 è stato redatto in base alla normativa civilistica in ottemperanza degli artt. 2423 e successivi, così come modificati e integrati dalle disposizioni emanate dalla IV^a Direttiva CEE e dalla riforma del diritto societario (D.lgs 6/03 e successive modificazioni).

Le norme sopracitate regolamentano la redazione del Bilancio d'esercizio, stabilendo in modo rigoroso i prospetti che lo compongono e lo accompagnano, il contenuto e i criteri di valutazione.

L'impostazione generale del bilancio è finalizzata al rispetto dei principi basilari di chiarezza, veridicità e correttezza nell'esposizione delle singole poste, tenendo nella dovuta considerazione le finalità pubblicistiche dell'Ente anche se svolte in ambito privatistico.

Il Bilancio consuntivo 2013 presenta i seguenti risultati:

Proventi	€	3.105.011.649
Costi	€	<u>1.951.765.743</u>
Utile d'esercizio	€	1.153.245.906

Di conseguenza, il patrimonio netto si modifica come segue:

Riserva legale (art.1 c. 4 Dlg. 509/94)	€	13.818.278.244
Utile dell'esercizio	€	<u>1.153.245.906</u>
Totale	€	14.971.524.150

Al 31 dicembre 2013 il patrimonio netto dell'Ente è incrementato del 8,35% rispetto a quello esistente al 31 dicembre 2012.

Il patrimonio, oltre ad esercitare un ruolo fondamentale nell'assicurare il mantenimento degli equilibri economico - finanziari, costituisce la fonte principale della solvibilità dell'Ente e, per gli iscritti, rappresenta una garanzia suppletiva per l'erogazione dei trattamenti previdenziali.

Analisi sul risultato della gestione

Le risultanze finanziarie dei Fondi di previdenza confermano nel complesso, anche per l'anno 2013, un positivo andamento delle gestioni.

Le entrate contributive della gestione corrente per tutti i Fondi di Previdenza sono aumentate del 2,51% circa rispetto all'esercizio precedente, mentre le spese complessive per prestazioni previdenziali registrano un aumento del 5,89% circa.

Appare opportuno segnalare che per il Fondo degli Specialisti Esterni, nonostante la precaria situazione del Fondo, si registra un incremento di oltre il 7% dei ricavi contributivi ordinari e dello 0,86% della spesa previdenziale.

I risultati complessivi del bilancio consuntivo sono così suddivisi:

Ricavi da gestione previdenziale:

▪ Contributi	€	2.223.623.828
▪ Entrate straordinarie	€	16.372.975

Totale entrate previdenziali	€	2.239.996.803
-------------------------------------	----------	----------------------

Uscite per prestazioni previdenziali:

▪ Prestazioni	€	1.319.407.390
▪ Uscite straordinarie	€	18.781.930

Totale spese previdenziali	€	1.338.189.320
-----------------------------------	----------	----------------------

Avanzo gestione previdenziale	€	901.807.483
--------------------------------------	----------	--------------------

Gestione non previdenziale:

▪ Altri ricavi e proventi	€	865.014.846
▪ Altri costi e oneri	€	- 613.576.423

Differenza	€	251.438.423
-------------------	----------	--------------------

Totale avanzo	€	1.153.245.906
----------------------	----------	----------------------

Nel dettaglio del risultato non previdenziale (€ 251.438.423), lo stesso risulta così determinato e scomposto nelle varie aree gestionali:

La gestione patrimoniale (immobiliare e mobiliare) ha reso:

Proventi lordi (comprese le plus da negoziazione titoli immobilizzati tra i proventi straordinari)	€	712.728.486
--	---	-------------

a cui vanno detratti:

Oneri	€ (-)	437.142.772
Imposte	€ (-)	76.985.845

Risultato netto della gestione Patrimoniale 2013	€	198.599.869
---	----------	--------------------

Gestione amministrativa

Proventi e recuperi diversi	€	4.149.030
Oneri diversi, ammortamenti, svalutazioni, ecc....	€ (-)	83.181.499
Imposta Irap	€ (-)	1.183.027

Risultato netto gestione Amministrativa 2013	€ (-)	80.215.496
---	--------------	-------------------

Gestione straordinaria

(esclusa parte previdenziale e plusvalenze su vendite titoli immobilizzati)

Proventi	€	148.137.330
Oneri	€ (-)	<u>15.083.280</u>
Risultato netto gestione Straordinaria 2013	€	133.054.050
Avanzo della gestione non previdenziale 2013	€	251.438.423

Investimenti patrimoniali – Valutazione e politiche di gestione del rischio

Per quanto riguarda gli investimenti patrimoniali nel 2013 il peso delle attività finanziarie è incrementato principalmente per effetto dei nuovi conferimenti in gestioni passive di prodotti indicizzati.

Si riporta qui di seguito la rappresentazione complessiva del patrimonio da reddito, con l'indicazione percentuale di ciascun componente di esso, raffrontata con quella dell'esercizio precedente, considerando le quote di partecipazione in società e fondi immobiliari facenti parte dell'asset immobiliare in largo senso inteso.

	2013	%	2012	%
Attività immobiliari	4.768.578.924	33,49%	4.539.174.525	34,34%
Immobili ad uso di terzi	2.077.791.294	14,59%	2.217.653.580	16,78%
Partecipazione in società e fondi immobiliari	2.690.787.630	18,90%	2.321.520.945	17,56%
Attività finanziarie	9.470.723.347	66,51%	8.680.107.663	65,66%
Immobilizzazioni finanziarie	3.488.224.590	24,50%	3.768.527.337	28,51%
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	5.417.132.249	38,04%	3.431.076.224	25,96%
Depositi vincolati	0	0,00%	1.200.000.000	9,08%
Disponibilità liquide	565.366.508	3,97%	280.504.102	2,12%
Totale	14.239.302.271	100,00%	13.219.282.188	100,00%

La tabella precedente riguarda solo il patrimonio da reddito e non tiene conto quindi dei fabbricati ad uso della Fondazione, dei terreni e delle migliorie, anche essi iscritti per complessivi € 164.894.395 tra le immobilizzazioni materiali quali cespiti patrimoniali.

Di contro, tra le attività finanziarie sono comprese anche le disponibilità liquide per € 565.366.508, che, pur produttive di reddito, non costituiscono ancora veri e propri investimenti mobiliari. Considerando tali voci, rispettivamente in aggiunta ed in detrazione, la ripartizione degli investimenti patrimoniali porrebbe quelli immobiliari al 35,65% e quelli mobiliari al 64,35% del totale.

I valori medi delle suesposte attività possono essere così riepilogati:

- gli immobili ad uso di terzi hanno prodotto una redditività lorda pari al 4,54%, al netto dei costi gestionali pari al 2,25% ed al netto delle imposte pari al 0,17%;
- le partecipazioni in società e fondi immobiliari hanno prodotto una redditività lorda pari al (-) 2,07% e netta pari al (-) 2,18%;
- le immobilizzazioni finanziarie e le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (titoli, azioni, partecipazioni, altri investimenti) hanno prodotto una redditività lorda pari al 3,75% al netto degli oneri di gestione pari al 3,67% ed al netto anche delle imposte pari al 3,37% (comprendente delle plusvalenze non iscrivibili).

I tassi di redditività suesposti così calcolati, sono relativi alla totalità degli investimenti e sono dati dal rapporto fra il risultato netto della gestione finanziaria e la consistenza media dei valori mobiliari.

In osservanza del criterio di prudenza dettato dal Codice Civile, il patrimonio mobiliare non comprende la plusvalenza derivante dal confronto tra il valore di carico dei titoli in bilancio ed il valore di mercato, che ammonta a complessivi € 285.521.253 quale valore netto risultante da € 309.608.108 di plusvalenze implicite riferite all'attivo circolante sia in gestione diretta che presso le gestioni patrimoniali, da € 775.581 per plusvalenze da contratti di valuta a termine presso le gestioni ed € (-) 24.862.436 di minusvalenze relative alle partecipazioni in società e fondi immobiliari non iscritte perché considerate non durevoli. Il patrimonio complessivo, se si considerassero tali maggiori valori, sarebbe quindi pari ad € 14.524.823.524. Inoltre considerando il valore di mercato del patrimonio immobiliare diretto stimato su basi Nomisma si evidenzerebbe un ulteriore plusvalore di € 1,2 miliardi.

L'Economia.

Il 2013 è stato il quinto anno della crisi e quello in cui i mercati hanno iniziato a stabilizzarsi.

Il sentimento degli investitori, in primis negli Stati Uniti, per quanto non euforico, è migliorato rispetto al pessimismo osservato ancora nel 2012. La volatilità degli utili aziendali e del mercato azionario è scesa, in alcuni casi a fronte di un aumento in quella dell'obbligazionario, seguita da una riduzione nei 'premi di rischio'¹; i fondamentali economici hanno ricominciato a crescere, soprattutto nelle economie avanzate; il consolidamento fiscale sta rallentando e si percepisce minor timore relativamente alla 'sostenibilità' dei debiti, con un graduale rafforzamento del sistema bancario.

Dunque, nonostante una panoramica globale ancora incerta - con i focolai di tensione che si riaccendono anche nei primi mesi del 2014 rispetto alla tensione Russia- Ucraina - sembra che i simboli del perdurare della crisi, i cosiddetti 'Cigni Neri', siano meno evidenti.

Le politiche monetarie accomodanti, che le diverse Banche Centrali hanno perseguito negli ultimi anni, sembrano in alcuni paesi arrivate ad un punto di svolta, seppur con diversi 'ritmi'. L'anno ha rappresentato il punto di inizio di un periodo di transizione da un'economia influenzata dall'eccesso di liquidità ad una trainata dalla crescita.

¹ rendimenti attesi dal mercato rispetto a quelli del mercato obbligazionario

Negli Stati Uniti il Q3, il terzo programma di sostegno all'economia con il mantenimento della politica dei tassi 'vicino allo zero', tramite l'acquisto mensile di titoli per \$ 85 Miliardi² lanciato a Settembre 2012 dal Governatore Bernanke, ha contribuito al graduale miglioramento dei dati economici – primi fra tutti la disoccupazione; ciò ha portato ad anticipare un graduale disimpegno (tapering) da detta politica, annunciato da Bernanke a Maggio 2013, ma iniziato solo a Dicembre³, che ha prodotto un'inattesa risalita dei rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti ed in altre economie nonostante il mantenimento del programma stesso, nelle previsioni almeno fino alla fine del 2014 - inizio 2015. Se il miglioramento dei parametri economici risultasse costante, dovremmo vedere un'inversione della politica monetaria ed un graduale rialzo dei tassi, per la prima volta dal 2008. Nel Febbraio 2014 Bernanke ha terminato il mandato ed è stato sostituito da Janet Yellen come nuovo Governatore della Federal Reserve, che guiderà la c.d. normalizzazione della politica monetaria. Le grandi problematiche che rimangono aperte sono quelle del livello massimo di indebitamento nazionale - debt ceiling - oltrepassato il quale nel 2013 sono scattati una serie di tagli alla spesa (sequester), e la politica fiscale.

Giappone ed Abenomics. Il 2013 è stato l'anno della ripresa del Giappone grazie alla politica del nuovo primo ministro Shinzo Abe, sviluppata secondo un 'tridente' di iniziative – politica monetaria, fiscale e di crescita - mirate a risollevare il paese da una più che decennale crisi economica. Il tutto si è concretizzato in una serie di iniziative volte a stimolare una svalutazione dello yen, una crescita dell'inflazione, un'aumento della spesa pubblica, concretizzate in diversi interventi – dal lancio di un programma di acquisto di titoli pubblici simile a quello americano (QQE – Quantitative and Qualitative Easing) alla definizione di un tasso di inflazione obiettivo pari al 2% – che hanno portato ad una notevole ripresa sia del mercato che del PIL nazionale. Rimangono aperti i temi degli elevati livelli di indebitamento e della necessità di riforme strutturali permanenti che consentano un'efficacia duratura degli interventi.

Europa. L'Europa continua a soffrire di un'eccessiva frammentazione tra gli stati, con forti differenze tra paesi centrali/nordici e cintura mediterranea in termini di indebitamento, disoccupazione, tasso di crescita del PIL (Eurozona -0,5%, Germania +0,5%, Italia -1,9%). La politica della Banca Centrale si mantiene espansiva, a fronte dell'emersione di un rischio di deflazione, ma si lavora ancora sull'unione bancaria ed altre riforme strutturali di compattamento dell'area. L'Irlanda è emersa positivamente dalla gestione della crisi riaffacciandosi sul mercato, la Grecia vede un graduale miglioramento del debito, a fronte di una recessione che nelle previsioni dovrebbe arrestarsi nel 2014, in Spagna ed Italia perdura il tema dell'indebitamento anche se in Italia il disavanzo è positivo. L'Euro è stata la valuta più forte del 2013, frutto anche di un ritorno dell'attenzione degli investitori sull'area, che soffriva di un notevole 'sottopeso' sia della valuta che degli attivi durante il periodo di crisi. La debolezza dell'Eurozona comunque permane.

Cina. Nel 2013 la Cina ha visto passare i suoi tassi di crescita a doppia cifra degli anni passati al +7,7%. Il paese, per cui non è ancora possibile parlare di economia a libero mercato essendo ancora influenzata da politiche governative di scopo molto incisive, ha grossi problemi interni legati alla corruzione, all'andamento dei tassi legati all'esistenza di un mercato 'nero' del credito – che si è cercato di combattere con tassi a breve elevati per evitare il surriscaldamento del comparto – ed ad un mercato immobiliare in continua crescita, pur con ritmi inferiori del passato, che rende la bolla, ormai da anni ventilata, sempre più evidente (10% di correzione sul mercato immobiliare rappresenterebbe circa un 2% del PIL). Questa situazione di stallo ha contribuito in parte alla volatilità dei mercati globali nel corso dell'anno, con effetti negativi sia sul prezzo delle

² che ha portato il bilancio della FED a \$ 4.5 Trilioni dai \$ 800 Miliardi del 2007

³ Con la prima riduzione del programma di acquisto mensile da \$ 85 Miliardi a \$ 75 Miliardi. Il programma è proseguito nel 2014 con un'ulteriore riduzione di \$10 Miliardi a Gennaio ed una successiva, sempre di \$ 10 Miliardi, a Marzo. L'ottica è di arrivare ad esaurire il programma entro la fine dell'anno ed ipotizzare i primi rialzi di tasso a ridosso della fine dell'anno o nei primi mesi del 2015; il tasso di disoccupazione si attesta tra il 6.5-6.6% rispetto al 7.7% del febbraio 2013.

materie prime sia su alcune economie emergenti ‘satellite’ con effetti negativi sulle valute e sui disavanzi primari. La Cina resta comunque uno dei principali motori dell’economia mondiale, è il primo creditore degli Stati Uniti sul debito e la sua valuta è l’ottava al mondo per volumi. Nel Febbraio 2014 la Bank of China e la Banca d’Inghilterra si sono accordate per consentire il clearing ed il regolamento di operazioni in valuta cinese (renminbi) sulla piazza di Londra, prima operazione di espansione della Cina su mercati non asiatici.

Paesi Emergenti. I paesi emergenti, pur se con importanti distinguo tra Asia, Sud America ed Europa, continuano a rappresentare elemento di forte volatilità dei mercati. Il Sud America continua a soffrire elevati livelli di indebitamento, deficit di conto corrente e forte instabilità politica; l’Asia ha invece livelli di debito molto più contenuti ed alcuni paesi ‘star’ come la Korea e Taiwan, a fronte di situazioni molto penalizzate come la Thailandia o l’Indonesia. Nella gran parte di questi paesi i debiti, così come gli scambi, sono denominati in dollari statunitensi e questo, a fronte di un miglioramento del current account deficit USA ha provocato un peggioramento dell’export locale, un indebolimento delle valute ed un out flow consistente del mercato azionario. L’Europa emergente è ancora caratterizzata da tassi di crescita elevati del PIL con elevata inflazione (Russia PIL +1.7% - inflazione 6.7%, Turchia PIL 3.7%/Inflazione 7.5%) ed alta volatilità legata a vicende politico sociali ancora aperte, tranne i paese più vicini al blocco Core europeo come la Polonia caratterizzata da valori più ‘normali’ PIL 1.1%, inflazione 1.2%.

Mercato Immobiliare: anche sulla scia della ripresa USA, il mercato immobiliare nel corso del 2013 si è mosso a livello globale con un volume di transazioni pari a \$ 563 miliardi (+20%), in salita in tutti e tre i grandi blocchi (Americhe, Europa-Medioriente-Africa, e Asia Pacific). Lo sviluppo a livello globale si è concentrato sul mercato Core ‘prime’. In Italia, dopo i picchi del 2006 e 2007 (> Euro 7 Miliardi) e la forte contrazione del 2012 (Euro 1,8 miliardi), le transazioni sono tornate ai volumi medi degli ultimi 10 anni (Euro 4.5 Miliardi) con livelli di rendimento medio variabile tra il 5.20% del direzionale, il 6.35% degli shopping center ed il 7.80% dei centri di stoccaggio, sui due centri principali di Milano e Roma. Il commerciale ‘retail’ ha rappresentato il driver principale della ripresa in Italia, non solo sugli immobili centrali di prestigio, ma anche sui centri commerciali e gli outlets periferici. Gli investimenti stranieri in Italia, visibili anche sul mercato borsistico e supportivi alla forte contrazione degli spread sui titoli governativi, hanno rappresentato il 63% del totale, creando un volano di fiducia che ha riportato l’Italia nel 2014, stante le attese riforme strutturali, ad essere vista come una reale opportunità di investimento turnaround.

Prodotto Interno Lordo

La crescita dell’economia mondiale si è assestata al 3,0%, sui livelli del 2012, evidenziando però negli ultimi trimestri importanti segnali di rafforzamento. Il contesto delle condizioni finanziarie è stato meno favorevole nei paesi emergenti per i quali si è assistito ad un deflusso degli investimenti verso i paesi sviluppati a causa delle tensioni economiche e geopolitiche. Tuttavia anche nel 2013 oltre i 2/3 della crescita globale è arrivata dai paesi emergenti con un PIL complessivamente cresciuto del 4,7% a fronte dei paesi sviluppati che hanno registrato una crescita dell’1,3%.

Tra i paesi sviluppati i migliori segnali sono arrivati dall’economie anglosassoni (Nord America e Regno Unito) che si sono attestate sul 2% circa, mentre è continuata la recessione nell’area Euro (- 0,5%) a causa della contrazione dei paesi mediterranei Italia (- 1,9%) e Spagna (- 1,2%).

Nel 2013 si può parlare di disallineamento tra il ritorno alla crescita dei paesi core (Germania e Francia) e la contrazione dei paesi mediterranei dell’area Euro, anche se la contrazione è risultata meno pesante rispetto allo scorso anno. Nell’ultimo trimestre anche i paesi mediterranei

hanno agganciato la ripresa, seppur risibile (Italia + 0,1%). In ogni caso i paesi core hanno registrato tassi di crescita contenuti (+0,5%).

In termini assoluti di PIL dollar based l'area Euro si attesta a circa 12.200 miliardi, dopo gli Stati Uniti che registrano 16.200 miliardi e prima della Cina che registra 8.200 miliardi. L'Italia si attesta a circa 2.000 miliardi, dopo la Russia e prima dell'India.

Occupazione.

La dinamica del tasso di disoccupazione, che fisiologicamente segue con ritardo la ripresa della attività economica, si assesta sui valori dello scorso anno (7,9%), con segni di ulteriore miglioramento nei paesi con politiche fiscali e monetarie più accomodanti, i quali stanno ritornando gradualmente verso i livelli pre-crisi e sono vicini a colmare l'output-gap cioè sono vicini al massimo potenziale impiego della capacità produttiva di medio termine.

Peggiora l'indicatore nell'area Euro (dal 10% al 12%) sempre a causa dei paesi mediterranei con la Spagna che rimane sui livelli dell'anno precedente (26,4%), la Grecia (27,3%) e l'Italia che segna un ulteriore peggioramento dal 10,6% al 12,2%. L'indice rileva significativi miglioramenti per gli Stati Uniti, con un decremento dal 7,8% al 6,7%, per il Giappone dal 4,4% al 4,1%, mentre in Germania si assesta dal 5,5% al 5,4%.

Inflazione

L'inflazione rimane bassa e sotto controllo facendo riemergere verso la fine dell'anno nell'area Euro un rischio deflazione. A livello globale l'inflazione continua a scendere sia nei paesi sviluppati (dal 2,0% all'1,4%) sia nei paesi emergenti (dal 6,0% al 5,8%), a causa della discesa dei prezzi delle materie prime, combustibili e alimentari in primis. Alcuni analisti hanno predetto la fine del ciclo dei prezzi al rialzo delle materie prime a causa di spostamenti strutturali sia della domanda (rallentamento dei paesi emergenti) sia della offerta (nuove tecnologie di estrazione del petrolio negli USA, incremento della produzione di grano e oli alimentari in Cina).

Negli Stati Uniti USA l'inflazione passa dal 2,1% all'1,5% e nel Regno Unito dal 2,8% al 2,6%. Nell'area Euro l'inflazione scende sotto il target di lungo periodo della BCE all'1,3%. Il Giappone rileva un aumento dei prezzi dello 0,4%, dopo anni di deflazione, che segnala l'avvio del percorso verso il tasso di inflazione programmato al 2% alla base del programma di espansione quantitativa monetaria della banca centrale.

Politiche monetarie.

In questo scenario le politiche monetarie delle banche centrali sono rimaste ancora accomodanti con delle divergenze per quanto riguarda le prospettive di evoluzione: mentre la BCE, dopo aver abbassato due volte i tassi dello 0,25%, si è rivolta con maggior vigore, verso la fine dell'anno, al contrasto degli effetti deflattivi, annunciando addirittura la possibilità di ricorrere a strumenti non convenzionali come l'acquisto di titoli sul mercato, la FED ha annunciato l'avvio del "tapering" ovvero la rimozione graduale degli acquisti di titoli sul mercato.

La FED, in particolare, ha annunciato di voler cambiare gli obiettivi di politica monetaria passando dal considerare primario il tasso di disoccupazione ad un set di più indicatori relativi al mercato del lavoro, alla inflazione, alle aspettative di inflazione, con un livello di attenzione per la soglia di inflazione sopra il 2%, e alle condizioni finanziarie.

Anche la Banca di Inghilterra ha rimosso l'obiettivo del tasso di disoccupazione e si è posta in una fase interlocutoria finalizzata alla copertura dell'output gap produttivo e al rilascio delle attività finanziarie nel bilancio acquisite durante la crisi. È importante notare che sia la FED che la BCE hanno il tasso di riferimento ai minimi sin dal 2009 (0,25% e 0,5% rispettivamente).

La Banca centrale giapponese ha mantenuto invece il programma di acquisto titoli supportandolo con due programmi minori indirizzati a stimolare la crescita dei prestiti bancari. Meno accomodanti, soprattutto verso la fine dell'anno, le politiche monetarie nei paesi emergenti dove alcune banche centrali hanno rialzato i tassi ufficiali di riferimento per contrastare sia le pressioni inflazionistiche che il deflusso dei capitali.

In sintesi permangono condizioni favorevoli al consolidamento della ripresa nei prossimi due anni, in particolare nei paesi sviluppati, dove il margine per colmare la piena capacità produttiva permetterebbe ancora il mantenimento di politiche espansive sia monetarie sia fiscali. Più complicata la situazione dei paesi emergenti, in particolare in quelli con pressioni inflazionistiche e deficit fiscali, che pongono rischi di possibili contagi agli altri paesi. In finale, la ripresa rimane soggetta a rischio di potenziali correzioni dovute sia al prematuro ritiro degli stimoli dei policymaker nei paesi avanzati, sia alla credibilità nei paesi emergenti di poter intraprendere una crescita robusta e sostenibile.

I mercati finanziari.

Anche nel 2013 gli investitori hanno proseguito il trend, innestatosi nel 2012, di ricerca di premi di rendimento su asset class più rischiose, in particolare l'azionario. L'evento più importante nell'anno per i mercati finanziari globali, è stato certamente l'annuncio del "tapering" da parte della FED: l'intenzione, appena accennata da Bernanke in maggio, di ridurre progressivamente il quantitative easing ha subito provocato forti dislocazioni tra mercati, sia obbligazionari che azionari, sia tra aree geografiche, nonostante sia stato effettivamente messo in opera a dicembre.

Nel periodo maggio-giugno in particolare, si è registrata la reazione negativa dei mercati obbligazionari che sono scesi del 3% a causa del rischio di veder evaporata una importante quota di acquisti di obbligazioni e dell'effetto annuncio di una possibile inversione di politica monetaria restrittiva. Il deflusso di capitali dai mercati obbligazionari è stato stimato in circa 60 miliardi di dollari nel solo mese di maggio. I mercati azionari hanno invece retto registrando una leggera discesa del -0,8%, dovuta in particolare ai mercati emergenti (-4,3%).

Nello stesso periodo un paniere di indici di mercato bilanciato, come quello della Asset Allocation Strategica della Fondazione, ha registrato un andamento negativo per -2,9% poi recuperato e superato nei mesi successivi.

In dicembre l'altra notizia importante ha avuto un impatto positivo sui mercati azionari, in particolare del settore bancario, conseguentemente al raggiungimento dell'accordo sul meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie dei paesi della UE. Tra questi meccanismi la previsione di un test sulla qualità degli attivi bancari (asset quality review), necessario per poter continuare ad operare, ha accelerato l'emersione delle partite creditizie deteriorate e chiarito l'entità di capitale aggiuntivo delle banche europee.

Mercati azionari

L'indice globale azionario, ha fatto registrare un progresso del +26,2%, con maggiori rialzi nei mercati sviluppati (+29,6%) e sostanzialmente neutri i mercati dei paesi emergenti (+3,8%), andamenti che si sono invertiti rispetto a quelli del 2012.

L'area Asia Pacifico dei paesi sviluppati ha segnato la maggiore performance (+38%) insieme alla area Nord America (+31%) mentre l'Europa si è dovuta "accontentare" (+22%). Parte del leone è andata al mercato azionario giapponese (oltre + 50%) mentre "fanalino di coda" è ancora una volta il mercato azionario italiano (+16%) con circa la metà di quello spagnolo (+29%).

Mercati obbligazionari

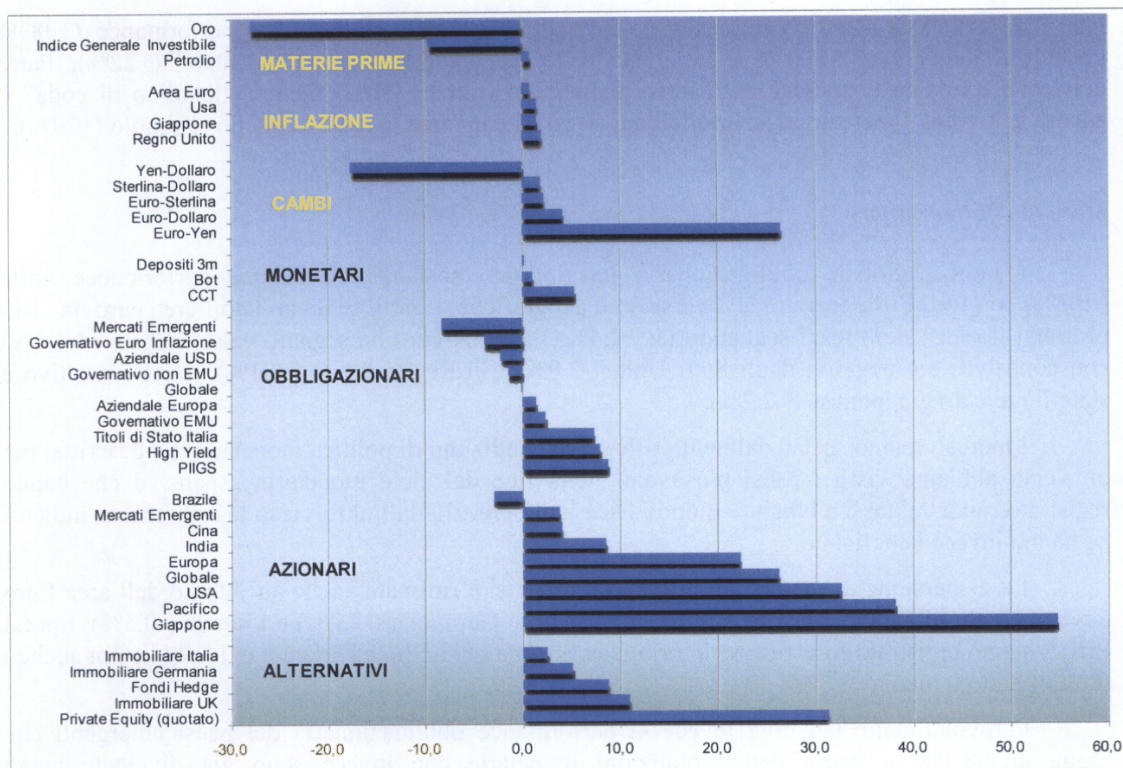
L'indice globale obbligazionario ha riportato sostanzialmente una performance nulla (-0,1%) con forti differenze tra le diverse aree geografiche. Infatti, se da un lato l'area euro ha visto protrarsi il rialzo dei prezzi segnando un +2,4%, l'area ex-euro ha segnato valori negativi (-1,5%) con contributi più negativi dagli Stati Uniti (-2,0%) e il Regno Unito (-4,1%), mentre positivo è stato il mercato giapponese (+2,2%).

I mercati hanno sostanzialmente riflesso le condizioni di politica monetaria già descritte: per un verso abbiamo visto i paesi più avanti nella fine del ciclo monetario espansivo che hanno registrato rialzi dei tassi a lunga (e quindi discesa dei prezzi), dall'altro verso le aree ancora indietro ne hanno invece beneficiato.

La dispersione di rendimenti a livello globale si è ritrovata anche all'interno dell'area Euro dove, a fronte di performance negative dei paesi core Germania (-2,2%) e Francia (-0,5%), i paesi PIIGS hanno registrato forti riprese in primis la Spagna (+11,5%) e l'Irlanda (+11,3%) e poi anche i titoli di Stato italiani (+7,3%).

Particolarmente negativa invece la performance obbligazionaria dei paesi emergenti che segna un -8,3%, a causa delle condizioni monetarie che invece sono già diventate meno accomodanti e del reversal flow degli investimenti verso i paesi sviluppati.

Nel corso dell'anno si è assistito ad un ulteriore compressione degli spread degli emittenti privati, in particolare bancari, dove l'indice ha segnato un + 2,4%, e degli emittenti a più basso rating creditizio (High Yield) che segnano un +8,0%.



Mercati dei cambi

In relazione all'andamento delle principali valute l'euro ha continuato a rafforzarsi nei confronti di tutte le valute sia del dollaro (+4,2%), della sterlina (+2,3%) e soprattutto e dello Yen (+26,4%).

Lo Yen è risultato in forte deprezzamento nei confronti di tutte le valute e questo ha favorito la crescita dell'inflazione, obiettivo primario della politica del premier giapponese Shinzo Abe orientata ad uscire dalla deflazione e depressione cronica.

Mercati delle materie prime

L'andamento del 2013 particolarmente negativo (-9,6%) sembrerebbe confermare alcuni studi recenti che parlano della fine del "superciclo di rialzi" dei prezzi delle materie prime a causa del rallentamento della crescita tumultuosa delle economie emergenti (shift strutturale verso una domanda più bassa) e della scoperta di nuove tecniche di estrazione di combustibile fossile (shift strutturale verso un'offerta più alta).

In realtà grossa parte della variazione è arrivata dalla discesa dell'oro (-28%) per il quale sembra si sia esaurita la corsa all'acquisto come bene rifugio mentre, per esempio, le quotazioni del Brent sono rimaste stabili.

Secondo un modello dell'FMI, analizzato nell'ambito di uno studio dedicato a verificare la validità dei modelli predittivi sulle traiettorie dei prezzi delle materie prime, la forza della domanda globale permane e suggerisce maggiori rischi di rialzo dei prezzi del petrolio nel futuro.

Investimenti alternativi

L'indice del Private Equity quotato nel 2013 ha messo a segno un ulteriore allungo (+31,3%), che porta il complessivo degli ultimi due anni ad oltre il 60%. Anche l'indice calcolato da Cambridge sugli investimenti diretti di Private Equity in USA segna una performance particolarmente positiva (+21%). Indubbiamente il 2013 è stato un anno di successo per fondi di PE, che con la raccolta di oltre 365 miliardi di dollari, ha segnato un nuovo massimo dal 2008.

L'indice dei Fondi Hedge dell'universo investibile segna anch'esso un anno positivo con il +8,6%. La performance è stata in prevalenza legata al buon andamento dei mercati sottostanti piuttosto che alle strategie attive dei gestori. I flussi di investimento nella asset class hanno continuato a salire nel 2013 superando ormai i 3.500 miliardi di dollari di AUM.

Positivi infine gli andamenti dei mercati immobiliari, in particolare negli Stati Uniti (+12%) e nel Regno Unito (+11%), mentre più indietro il mercato dell'Europa continentale (+5%) e l'Italia (+2,5%).

L'Asset Allocation Strategica (AAS) ed il rischio.

La Fondazione ENPAM si è avvalsa di un consulente esterno (Iscritto all'albo CONSOB per la specifica materia) sia per la definizione della Asset Allocation Strategica (AAS), attraverso un modello di ottimizzazione basato sui rendimenti attesi, la volatilità di ciascuna classe di investimento e la matrice di correlazioni, sia per la misurazione del rischio del portafoglio che viene effettuata ex-post alla fine di ciascun trimestre.

Gli organi dell'Ente sono consapevoli che si possono verificare periodi con dei risultati anche negativi a causa della non prevedibilità e volatilità nel breve termine dei mercati finanziari, soprattutto quelli azionari.

L'accettazione di questa strategia, basata sulla moderna teoria di portafoglio, implica che l'orizzonte temporale di valutazione dell'investimento è di medio-lungo termine, adatto ad un fondo pensione come ENPAM che ha orizzonti di lungo periodo.

La dislocazione degli investimenti effettivi rispetto alla Asset Allocation Strategica determina la Asset Allocation Tattica (AAT) e la composizione di strumenti finanziari del portafoglio (PTF) determina il rischio effettivo del portafoglio di investimento.

La Asset Allocation Strategica.

La Asset Allocation Strategica approvata dalla Fondazione nel marzo 2012 ha un carattere "provvisorio" conseguente all'incertezza normativa del periodo della sua adozione: all'epoca dovevano essere ancora definiti appieno tutti gli aspetti del D. Lgv. 201/11 ("decreto Salva Italia") e la Fondazione si apprestava a completare la propria riforma previdenziale.

Nella seguente tabella è riportata la AAS provvisoria e le sue caratteristiche finanziarie, adottata dalla Fondazione nel II trimestre del 2012, per la quale sono stati stabiliti anche dei parametri di intervallo in ciascuna asset class.

Mercato di riferimento	AAS		Valori attesi nel periodo di 10 anni	
			Rendimento	Rischio
Monetario	5,0%	± 5,0%	2,0%	1,0%
Obbligazionario	41,0%	± 8,5%	4,9%	
Titoli di Stato area Euro	12,0%	± 2,5%	4,5%	5,1%
Titoli di Stato Mondo (ex Euro)	10,0%	± 2,0%	4,3%	4,8%
Titoli Paesi emergenti	2,0%	± 0,5%	7,6%	8,2%
Titoli Aziendali area Euro	9,0%	± 2,0%	5,1%	5,5%
Titoli Aziendali area USA	6,0%	± 1,0%	5,0%	5,6%
Titoli High Yield	2,0%	± 0,5%	7,1%	8,7%
Inflazione (Titoli di Stato Euro)	4,5%	± 1,0%	4,6%	5,3%
Azionario	9,0%	± 4,0%	8,6%	
Azioni Europa	3,0%	± 1,0%	8,6%	20,1%
Azioni Nord America	2,5%	± 1,0%	8,1%	19,6%
Azioni Pacifico	1,5%	± 1,0%	8,5%	21,3%
Azioni Mercati emergenti	2,0%	± 1,0%	9,4%	22,1%
Alternativi	5,5%	± 1,5%	8,8%	
Hedge Funds	3,0%	± 0,5%	7,6%	7,3%
Commodity	1,5%	± 0,5%	9,3%	20,6%
Private Equity	1,0%	± 0,5%	11,4%	23,6%
Immobiliare	35,0%	± 5,0%	4,5%	6,6%
Asset allocation Totale			5,2%	5,4%
Rendimento atteso al netto dei costi			4,6%	
Rendimento atteso netto costi e fiscalità			3,8%	
Rendimento min su 10 anni al 95% di confidenza			3,3%	
Rendimento min su 10 anni al 97% di confidenza			3,0%	

La AAS viene denominata provvisoria in quanto basata su delle simulazioni attuariali provvisorie, che contenevano modifiche dei regolamenti in itinere, che differiscono oggi da quelle effettivamente risultanti alla fine del percorso normativo, conclusosi con l'approvazione da parte dell'autorità competente. Gli effetti della riforma finale non variano significativamente rispetto alle proiezioni effettuate con le simulazioni attuariali provvisorie. In particolare si evidenzia un anticipo della gobba del deficit di saldo previdenziale dal 2027 al 2029 ed un ritardo del ritorno al saldo positivo dal 2036 al 2037. Nel punto di picco il deficit previdenziale passa da circa -300 milioni di Euro a -500 milioni. Tuttavia, ipotizzando un rendimento del patrimonio del 2%, il saldo di esercizio complessivo rimane sempre positivo toccando un minimo di circa 70 milioni di Euro nel 2032 rispetto al minimo di circa 300 milioni, sempre nel 2032.

L'analisi delle simulazioni attuariali ha quindi individuato una fase di attenzione durante la quale i saldi di cassa saranno marginalmente negativi. Il raggiungimento del rendimento obiettivo deve quindi essere completato entro tale termine, per consentire il pieno finanziamento dei saldi di cassa con i proventi della redditività del patrimonio (salidi di esercizio).

L'orizzonte temporale del portafoglio strategico è stato calcolato in 15 anni e, per motivi prudenziali, si è adottato un orizzonte temporale più breve di 10 anni. La probabilità stimata che la AAS fallisca il raggiungimento dell'obiettivo di rendimento minimo del 2% netto nell'arco di dieci anni non è superiore al 5%.

In merito alla distribuzione del rischio (RAS, Risk Allocation Strategica) della strategia si evidenzia complessivamente una allocazione equipesata tra le tre principali asset class (Obbligazionario, Azionario e Immobiliare), mentre rimane marginale il contributo degli alternativi finanziari.

Asset	AAS	AAT	RAS
Obbligazionario	50,5%	±14,5%	25,3%
<i>Monetario</i>	5,0%	±5%	0,1%
<i>Obbl. Governativo</i>	28,5%	±6,0%	12,7%
<i>Obbl. Corporate</i>	17,0%	±3,5%	12,5%
Azionario	9,0%	±4%	29,6%
Alternativi	5,5%	±1,5%	7,9%
Immobiliare	35,0%	±5%	37,3%

Gli investimenti di un ente di previdenza come la Fondazione Enpam, alla luce dei sistemi previdenziali attuali fortemente sensibili in termini di sostenibilità e adeguatezza all'andamento del mercato del lavoro, devono anche considerare aspetti non secondari come l'impatto economico, di sistema ed occupazionale degli investimenti. Infatti la tenuta nel lungo periodo del sistema pensionistico dipende anche dalla crescita dei contributi che dipende dallo sviluppo del lavoro medico e odontoiatrico.

Pertanto, oltre ai tradizionali parametri che guidano l'asset allocation strategica e tattica, il Consiglio di Amministrazione dell'Ente ha ritenuto necessario considerare l'impatto economico indiretto sul settore di riferimento e sull'occupazione degli investimenti promossi.

La Fondazione ha quindi deciso di indirizzare, all'interno della AAS predeterminata tempo per tempo, fino al 5% del proprio patrimonio in investimenti aventi carattere strategico per i fini istituzionali (*mission related*) secondo i seguenti elementi:

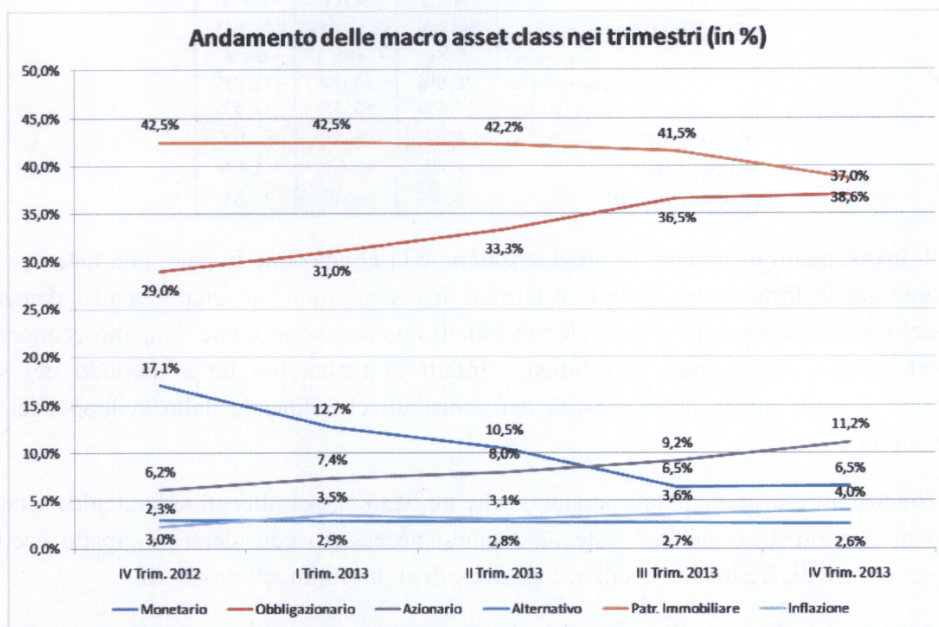
- interesse strategico legato alla crescita delle Professioni Mediche e Odontoiatriche, al Sistema Sanitario Nazionale, alla solidità finanziaria dello Stato Italiano;
- limite massimo del 5% dell'attivo patrimoniale;
- iniziative di investimento nelle classi Obbligazionario, Azionario, Immobiliare, Private Equity;
- deviazione dai principi finanziari di diversificazione e ottimizzazione di portafoglio.

Tali investimenti rientrano nel cd. **Portafoglio Istituzionale** e devono rispettare i seguenti requisiti minimi:

- Rendimenti netti potenziali almeno positivi;
- Rischio in linea a quello di riferimento della asset class o sotto comparti della stessa;
- Obiettivi non finanziari dichiarati.

La distribuzione degli investimenti di portafoglio a mercato.

Il grafico seguente riporta la distribuzione percentuale degli investimenti patrimoniali nel corso del 2013 alla fine di ciascun trimestre così da poter evidenziare le principali tendenze nelle diversi comparti di investimento. I pesi sono stati calcolati in base al valore di mercato degli attivi.



Il grafico evidenzia come, nel corso dell'anno, sono variati i pesi percentuali nei comparti ed in particolare rileva l'aumento degli investimenti, sia nel comparto obbligazionario sia nel comparto azionario, realizzati attraverso l'apporto ai mandati indicizzati alle asset class previste dalla politica di investimento. Il contrappeso è dato ovviamente dalla riduzione degli investimenti di tipo monetario.

Come già anticipato nel bilancio 2012, al quale si rimanda per il dettaglio della attività di selezione che ha interessato i migliori gestori operanti per istituzionali nella piazza europea, nel 2013 si è dato avvio al programma di investimento indicizzato finalizzato a stabilizzare il rendimento di mercato del portafoglio.

Gli apporti ai mandati per Euro 3,6 mld sono stati realizzati in fasi successive nel corso del 2013 al fine di tendere sempre più verso il portafoglio effettivo alla AAS deliberata.

Nell'ultimo trimestre sono stati acquistati in asta 310 milioni di BOT annuali, attraverso primary dealer inseriti nella lista degli specialisti del Ministero del Tesoro. Sempre verso la fine dell'anno si è dato avvio al programma di efficientamento della gestione del patrimonio immobiliare diretto, che interessa nella prima fase la dismissione del residenziale di Roma (1 mld circa) ed il conferimento del direzionale (1 mld circa) ai fondi immobiliari gestiti da operatori specializzati.

Entrando nel dettaglio (vedi tabella successiva) si nota che gli apporti ai mandati hanno permesso di coprire rapidamente gli squilibri complessivi del portafoglio e sono stati distribuiti tra

le diverse asset class in più momenti al fine di ridurre il rischio di timing. Alla fine del percorso si evidenzia comunque un mercato sottopeso nel comparto titoli di stato mondo ex-Euro, per le ragioni riportate anche nella relazione sulla economia e i mercati. Nell'ultimo apporto dell'ultimo trimestre inoltre si è deciso di andare leggermente in sovrappeso di azionario per compensare il sottopeso nella asset class alternativi (la cui attività di selezione deve essere ancora strutturata). Il sottopeso della classe obbligazionaria si compensa strategicamente con il sovrappeso del comparto immobiliare.

Scostamenti da Asset Allocation Strategica del trimestre					
Asset Class	2012 IV	2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV
MONETARIA	12,1%	7,7%	5,5%	1,5%	1,5%
OBBLIGAZIONARIA	-12,0%	-10,0%	-7,7%	-4,5%	-4,0%
Titoli di Stato area Euro	-1,1%	0,0%	0,9%	0,7%	1,1%
Titoli di Stato Mondo (ex Eu)	-6,0%	-6,6%	-6,7%	-4,6%	-3,1%
Titoli Paesi emergenti	-0,7%	-0,7%	-0,8%	-0,7%	-0,7%
Titoli Aziendali area Euro	0,2%	0,1%	0,4%	0,9%	0,2%
Titoli Aziendali area USA	-4,8%	-3,1%	-1,6%	-1,2%	-2,0%
Titoli High Yield	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,6%
INFLAZIONE	-2,2%	-1,0%	-1,4%	-0,9%	-0,5%
AZIONARIA	-2,8%	-1,6%	-1,0%	0,2%	2,2%
Azioni Europa	-0,5%	0,0%	0,0%	0,3%	1,1%
Azioni Nord America	-0,8%	-0,7%	-0,3%	0,1%	0,7%
Azioni Pacifico	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,1%	0,2%
Azioni Mercati emergenti	-1,2%	-0,6%	-0,3%	-0,1%	0,2%
ALTERNATIVI	-2,5%	-2,6%	-2,7%	-2,8%	-2,9%
Hedge Funds	-1,1%	-1,2%	-1,2%	-1,3%	-1,4%
Commodity	-0,8%	-0,8%	-0,9%	-0,9%	-0,9%
Private Equity	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
IMMOBILIARE	7,5%	7,5%	7,2%	6,5%	3,6%
TOTALE	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Il Rischio del portafoglio

Il Valore a Rischio (VAR) del portafoglio obbligazionario compresa la liquidità, che alla fine del 2013 pesa per il 48% del portafoglio complessivo e per il 78% del portafoglio mobiliare, secondo le analisi del Risk Advisor è di circa il 2,52% (base mensile al 99mo percentile) ed è inferiore a quello del benchmark, che è del 3,2%. Il dato è in aumento rispetto allo scorso anno per il portafoglio che ha aumentato la componente obbligazionaria investita a scapito del monetario.

Il VAR obbligazionario in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 150 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 150 milioni con una probabilità dell'1%.

Il VAR del portafoglio azionario, che alla fine del 2013 pesa per l'11% sul portafoglio complessivo per il 18% del portafoglio mobiliare, secondo le analisi del Risk Advisor è di circa l'11,04%, in leggero aumento nell'anno.

Il VAR azionario in valore assoluto a prezzi di mercato è circa 250 milioni di Euro. Ciò significa che nell'arco di un mese il valore di mercato potrebbe scendere di oltre 250 milioni con una probabilità dell'1%.

La performance totale del portafoglio e della AAS.

Rimandando per il dettaglio dell'analisi dei contributi al rendimento del portafoglio alla relazione dell'Area Patrimonio, si vuole qui evidenziare il rendimento complessivo finanziario del portafoglio di investimento e delle sue macro aree, sia in termini assoluti che in termini relativi alla strategia di investimento adottata.

Si vuole innanzitutto precisare che i dati qui considerati stimano il rendimento mark to market che è dato, oltre che dai proventi che rilevano contabilmente, anche dai plusvalori extra contabili come le plusvalenze sull'attivo circolante e immobilizzato e le minusvalenze nell'immobilizzato. Infatti si ricorda al lettore che i principi contabili nazionali, ispirati al criterio della prudenza del minore tra costo e mercato, non consentono di iscrivere le plusvalenze non realizzate oltre il costo storico, mentre obbligano a rilevare le minusvalenze non realizzate, e permettono di non rilevare le minusvalenze dell'immobilizzato a meno di una perdita durevole di valore.

In particolare nel 2013 il rendimento di mercato del portafoglio è stato sostanzialmente in linea con l'andamento del benchmark strategico, evidenziando però una differenza tra i contributi derivanti dalle due principali macroaree.

Portafoglio (Mil. di Euro)	2013			
	31/12/2013	Peso %	%	Benchmark
Totale	15.783	100,0%	3,4%	3,3%
Tesoreria	566	3,6%	1,9%	0,6%
Patrimonio	15.216	96,4%	3,6%	3,3%
<i>Portafoglio Immobiliare</i>	6.011	38,1%	1,4%	2,5%
<i>Portafoglio Finanziario</i>	9.205	58,3%	5,2%	3,7%

Stima del rendimento del patrimonio mark to market al netto degli oneri di gestione e lordo della tassazione

Per quanto riguarda il benchmark della nuova asset allocation strategica si rileva che complessivamente negli ultimi due anni ha consegnato un rendimento medio in linea con quello atteso.