

ITALIA PREVIDENZA SISPI SPA

Ai sensi dell'articolo 2427, primo comma, n. 14 C.c. si evidenziano le informazioni richieste sulla fiscalità differita e anticipata:

Fiscalità differita / anticipata

Le imposte anticipate sono state rilevate in quanto esiste la ragionevole certezza dell'esistenza, negli esercizi in cui si riverseranno le differenze temporanee deducibili, a fronte delle quali sono state iscritte le imposte anticipate, di un reddito imponibile non inferiore all'ammontare delle differenze che si andranno ad annullare.

Le principali differenze temporanee che hanno comportato la rilevazione di imposte differite e anticipate sono indicate nella tabella seguente unitamente ai relativi effetti.

Rilevazione delle imposte differite e anticipate ed effetti conseguenti:

	esercizio 31/12/2013 Ammontare delle differenze temporanee	Effetto fiscale	esercizio 31/12/2012 Ammontare delle differenze temporanee	Effetto fiscale
Imposte anticipate:				
Compensi CdA anni precedenti, pagati nell'esercizio	16.893	4.646	25.510	7.015
Compensi d'esercizio CdA non erogati	(20.000)	(5.500)	(16.893)	(4.646)
Compensi CdA 2012 non erogati				
Altre variazioni				
Totale imposte anticipate	(854)		2.369	
Imposte differite (anticipate) nette	(854)		2.369	

Abrogazione dell'interferenza fiscale

Non esistono interferenze fiscali da eliminare.

Operazioni di locazione finanziaria (leasing)

La società non ha in essere alcun contratto di locazione finanziaria.

Non esistono operazioni di compravendita con obbligo di retrocessione (Rif. art. 2427, primo comma, n. 6-ter, C.c.)

Informazioni sugli strumenti finanziari emessi dalla società
(Rif. art. 2427, primo comma, n. 19, C.c.)

La società non ha emesso strumenti finanziari.

Informazioni relative al *fair value* degli strumenti finanziari derivati
(Rif. art. 2427-bis, primo comma, n. 1, C.c.)

La società non ha strumenti finanziari derivati.

Informazioni relative alle operazioni realizzate con parti correlate
(Rif. art. 2427, primo comma, n. 22-bis, C.c.)

La società non ha posto in essere operazioni con parti correlate ad eccezione del contratto di affitto della sede legale, in corso con il socio INPS.

Informazioni relative agli accordi non risultanti dallo stato patrimoniale
(Rif. art. 2427, primo comma, n. 22-ter, C.c.)

La società non ha in essere accordi non risultanti dallo Stato Patrimoniale.

ITALIA PREVIDENZA SISPI SPA**Informazioni relative ai compensi spettanti al revisore legale**
(Rif. art. 2427, primo comma, n. 16-bis, C.c.)

Ai sensi di legge si evidenziano i corrispettivi di competenza dell'esercizio per i servizi resi dalla società di revisione legale relativamente all'esercizio 2012:

- corrispettivi spettanti per la revisione legale dei conti annuali: Euro 5.200 oltre Iva.

Dal 2013, come indicato in precedenza, la revisione del bilancio è stata affidata al Collegio sindacale.

Ai sensi di legge si evidenziano i compensi complessivi spettanti al Consiglio di Amministrazione ed ai membri del Collegio sindacale.

Qualifica	Compenso
Consiglio di Amministrazione	102.520
Collegio sindacale	45.722

Il presente bilancio, composto da Stato patrimoniale, Conto economico e Nota integrativa, rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria nonché il risultato economico dell'esercizio e corrisponde alle risultanze delle scritture contabili.

Il Consigliere
Gennaro Scala


**Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di FONDINPS
Fondo pensione complementare INPS**

FONDINPS

FONDO PENSIONE COMPLEMENTARE INPS
Iscritto all'albo tenuto dalla Covip al n. 500

da allegare al
BILANCIO

Prot. SG/104/2013

Spett. Le

INPS

Att. Dott. VINCENZO DAMATO
VIA CIRO IL GRANDE, 21
00144 ROMA

A standard linear barcode is positioned horizontally across the page. Above the barcode, the text "INPS 0014 11/06/2014 0005454" is printed in a small, black font.

Roma, 29 maggio 2014

OGGETTO: documenti

In allegato vi rimettiamo la copia dei seguenti documenti:

- relazione sulla gestione e rendiconto d'esercizio al 31 dicembre 2013;
 - bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2013;
 - relazione della società di revisione;
 - relazione del Collegio dei Sindaci.

Cordiali Saluti.



*Sede legale Via Ciro il Grande, 21 - 00144 Roma
Sede operativa Via dell'Ambo Aradam, 5- 00184 Roma
Mail: info@fondinps.it*

FONDINPS – FONDO PENSIONE COMPLEMENTARE INPS
ISCRITTO ALL’ALBO COVIP N. 500
SEDE LEGALE: Via Ciro il Grande, 21 - 00144 ROMA

RELAZIONE DEL COLLEGIO SINDACALE DI FONDINPS
sul Bilancio di Esercizio chiuso al 31/12/2013

Signori,

nel corso dell'esercizio sociale chiuso al 31 Dicembre 2013 abbiamo svolto l'attività di vigilanza prevista dall'art. 2403, co. 1, Codice Civile.

Abbiamo quindi esaminato il progetto di bilancio d'esercizio 2013, elaborato dal Direttore Generale di Fondinps, e da questi trasmessoci debitamente firmato unitamente alla relazione sulla gestione in data 21.5.2014, e corredata dalla lettera di clearance della società di revisione contabile Deloitte & Touche S.p.A. del 15 maggio 2014.

Il bilancio espone un risultato economico positivo per € 6.661.344 (€ 12.401.938 nel 2012) ed un attivo netto destinato alle prestazioni per € 59.953.886 (€ 53.292.542 nel 2012), che rappresentano l'andamento gestionale dell'esercizio di riferimento.

Per quanto attiene all'attività del Collegio nel corso dell'esercizio 2013, si precisa che:

- abbiamo svolto il controllo sull'amministrazione di FONDINPS, essendo affidato alla società Deloitte & Touche S.p.A. quello contabile e di revisione, ai sensi dell'articolo 2409-bis c.c. e dell'art. 20, co. 3, del regolamento del Fondo;
- abbiamo partecipato alle riunioni del Comitato amministratore e, in tale ambito, abbiamo assunto informazioni sull'andamento della gestione;
- abbiamo periodicamente incontrato il Direttore Generale nonché la Società di revisione, ricevendo indicazioni sulle metodologie applicate e sui controlli contabili effettuati.

Abbiamo acquisito conoscenza del sistema amministrativo-contabile e della sostanziale assenza di una struttura organizzativa propria del Fondo, anche attraverso la raccolta di informazioni dirette presso il direttore generale; al riguardo, in merito alla adeguatezza del sistema, il Collegio rammenta che l'attività gestionale è affidata totalmente alla SISPI SpA costituita il 26 marzo 2001 e, al momento, partecipata dall'INPS al 100% per effetto di un apposito accordo di servizio adottato, da ultimo, con determinazione del Presidente INPS n. 12 del 18-1-2013 e con successiva convenzione adottata con determinazione del Presidente INPS n. 151 del 19-7-2013.

L'attività degli organi sociali si è svolta nel rispetto delle disposizioni di legge e di statuto che ne disciplinano il funzionamento.

Il Collegio Sindacale ha assicurato la partecipazione di propri componenti effettivi alle riunioni dei predetti organi sociali tenutesi dalla data di costituzione di FONDINPS ad oggi, riscontrabile nei rispettivi verbali.

Il Comitato Amministratore ha periodicamente informato il Collegio Sindacale sul generale andamento della gestione, sulla sua prevedibile evoluzione e sulle operazioni di maggiore rilievo effettuate dal Fondo. Sulla base delle informazioni raccolte nello svolgimento del nostro incarico, possiamo quindi ragionevolmente riferire che le azioni poste in essere dagli Amministratori sono state conformi a "principi di corretta amministrazione".

Non risultano essere state ricevute da parte nostra denunce ai sensi dell'art. 2408 Codice Civile né risultano essere stati richiesti al Collegio Sindacale, nel corso dell'esercizio, pareri previsti dalla legge. Nel corso dell'attività di vigilanza, non sono state riscontrate operazioni atipiche o inusuali, né fatti significativi ed operazioni delle quali non sia data un'esauriente informativa nel bilancio e nella relazione sulla gestione, e che siano quindi tali da richiedere un'esplicita segnalazione nella presente relazione.

Per quanto a nostra conoscenza, diamo atto che gli amministratori, nella redazione del bilancio, non hanno derogato alle norme di legge; si segnala l'inserimento di importi nei conti d'ordine per le liste di contribuzione ricevute e non riconciliate al 31-12-2013, al netto delle poste che risultano preabbinate e relative ad importi già incassati e preinvestiti alla medesima data.

Abbiamo verificato la rispondenza del bilancio e della relazione sulla gestione ai fatti ed alle informazioni di cui abbiamo avuto conoscenza nell'esercizio del nostro incarico, e non abbiamo osservazioni da riferire.

A conclusione dell'esame svolto sul progetto di bilancio d'esercizio 2013 e preso atto di quanto dichiarato, nella Lettera di clearance, dalla società Deloitte & Touche S.p.A., nonché da parte del Direttore Generale del Fondo, il Collegio esprime parere favorevole all'approvazione del predetto documento contabile.

IL COLLEGIO DEI SINDACI

Daniela Carlà

Daniela Carlà

Antonino Galloni

Antonino Galloni

Silvia Genovese

Silvia Genovese

Mariano Martone

Mariano Martone

Giuseppe Umberto Mastropietro

Giuseppe Umberto Mastropietro

Roberto Nicolò

Roberto Nicolò

Giuseppe Vitaletti

Giuseppe Vitaletti

FONDINPS

FONDO PENSIONE COMPLEMENTARE INPS

Iscritto all'albo tenuto dalla Covip al n. 500

**RELAZIONE SULLA GESTIONE E
RENDICONTO D'ESERCIZIO
AL 31 DICEMBRE 2013**

Via Ciro il Grande, 21 – 00144 Roma (RM)



Organi del Fondo:

COMITATO AMMINISTRATORE al 31 dicembre 2013

Presidente

Alessandra Carleo

Vice Presidente

Giulio De Caprariis

Consiglieri

Renato Berretta

Vincenzo Candalino

Guido Lazzarelli

Stefano Marconi

Giuseppe Soricaro

COLLEGIO DEI SINDACI

Presidente

Daniela Carlà

Vice Presidente

Paolo Marcarelli

Sindaci

Antonino Galloni

Silvia Genovese

Mariano Martone

Giuseppe Umberto Mastropietro

Roberto Niccolò

Giuseppe Vitaletti

MAGISTRATO DELLA CORTE DEI CONTI DELEGATO AL CONTROLLO INPS

Antonio Ferrara



DIRETTORE GENERALE RESPONSABILE DEL FONDO

Sergio Corbello

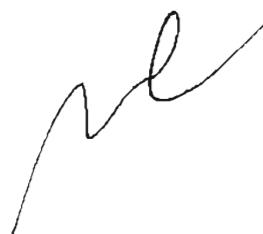
Società incaricata del controllo contabile e della revisione legale
Deloitte & Touche S.p.A.

Gestore amministrativo e contabile
INPS

Banca Depositaria
Società Generale Securitie Service S.p.A.

Gestore Finanziario
GENERALI ITALIA S.p.A.

Advisor per il monitoraggio della gestione finanziaria
Mangusta Risk



1. Lo scenario economico generale e l'andamento dei mercati finanziari nel 2013

Nel 2013 l'economia mondiale ha continuato a espandersi a ritmo moderato e altalenante. Negli Stati Uniti, la ripresa della crescita ha avuto favorevoli ripercussioni sulla dinamica dell'occupazione; in Giappone, gli indici di attività economica hanno risposto positivamente alla politica economica espansiva - che include un aggressivo stimolo monetario - introdotta dal nuovo governo. La *Federal Reserve* ha reagito al consolidamento della ripresa economica annunciando a fine anno il ridimensionamento del massiccio programma di acquisto di titoli, attuato per tutto il 2013.

La situazione economica dell'Area Euro è rimasta debole, ma a partire dal secondo trimestre si sono manifestati i primi cauti segnali di uscita dalla fase recessiva. La ripresa si è rinforzata nel corso del secondo semestre, allargandosi anche ad alcuni dei paesi colpiti dalla crisi del debito. La crescita cumulata nei primi tre trimestri non è stata però sufficiente a impedire che il prodotto interno lordo subisse una modesta contrazione in media annua anche nel 2013. L'alto livello di risorse inutilizzate e l'assenza di impulsi inflazionistici provenienti dall'estero hanno fatto calare i tassi inflattivi su livelli inferiori all'1%. Le politiche fiscali hanno mantenuto un'impostazione restrittiva, sebbene meno intensa rispetto al 2012; le condizioni finanziarie sono rimaste più sfavorevoli nei Paesi mediterranei rispetto a quelli del Nord Europa, anche se il sostanziale calo dei premi al rischio segnala che la fase acuta della crisi è stata ampiamente superata. Sul fronte della crisi del debito, si sono chiusi i difficili negoziati sul piano di sostegno a Cipro, che hanno comportato una drastica ristrutturazione dei due principali istituti bancari nazionali. Le revisioni degli altri programmi in corso (Grecia, Portogallo, Irlanda e Spagna) sono state concluse con esito positivo. A fine 2013 Irlanda e Spagna sono uscite dai programmi di sostegno finanziario, senza richiedere ulteriore assistenza.

La fase recessiva dell'economia italiana si è estesa al terzo trimestre del 2013, pur in un contesto di graduale stabilizzazione. I dati di produzione industriale e le indagini congiunturali segnalano che il quarto trimestre ha segnato il ritorno alla crescita dell'attività economica. La variazione media annua è stata ancora molto negativa, con una flessione rispetto al 2012 superiore all'1,5%. La contrazione della domanda interna è stata parzialmente compensata da un nuovo miglioramento della bilancia commerciale, dovuto però più al calo delle importazioni che alla crescita dell'export. La situazione complessiva continua a essere penalizzata da una marcata contrazione dei livelli di reddito delle famiglie, associata a una dinamica dell'occupazione molto sfavorevole. La politica fiscale ha mantenuto

ancora un tono prevalentemente restrittivo. Tuttavia, nel corso dell'anno la Pubblica Amministrazione ha avviato il pagamento di fatture arretrate per oltre 20 miliardi di euro e l'orientamento della politica fiscale annunciato per il 2014 è diventato gradualmente neutrale.

In maggio, la Banca Centrale Europea (BCE) ha tagliato da 0,75% a 0,50% il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento (OPR) e ha portato da 1,50% a 1,00% il tasso di rifinanziamento marginale; una seconda limatura è stata effettuata in novembre, riducendo il tasso sulle OPR allo 0,25% e il rifinanziamento marginale allo 0,75%. Il tasso sui depositi è rimasto a zero. La piena allocazione è stata prorogata almeno fino al luglio 2015. La BCE non ha escluso l'adozione di nuove misure in futuro, segnalando che i tassi ufficiali rimarranno pari o inferiori al livello attuale per un periodo prolungato. I tassi di mercato monetario sono rimasti stabili, con modesti segnali di risalita a partire da giugno e una sostanziale insensibilità agli interventi sui tassi ufficiali.

I tassi IRS hanno avviato da maggio una decisa ascesa, dovuta soprattutto alla correlazione con il mercato americano. Analoga tendenza si è osservata sui rendimenti obbligazionari dei Paesi con alto *rating*. Il mercato dei BTP ha visto un drastico calo dei rendimenti in gennaio, poi rientrato a causa dell'incertezza associata alle elezioni politiche di fine febbraio. In seguito, l'*impasse* politica ha avuto ripercussioni negative relativamente contenute su premi al rischio e tassi e non ha impedito un nuovo cauto ingresso di capitali esteri sul mercato italiano. Da fine maggio si è registrato un nuovo allargamento dei differenziali di rendimento tra titoli italiani e tedeschi, in sintonia con la maggiore avversione al rischio osservata nei principali mercati finanziari; i differenziali di tasso, dopo aver segnato un picco alla fine del secondo trimestre, hanno poi beneficiato di una prolungata e intensa discesa, continuata fino all'inizio dell'esercizio 2014, collocandosi in prossimità dei 200 pb. Un marcato restringimento degli spread ha interessato anche il mercato spagnolo.

Fino a giugno, pur registrando ampie oscillazioni, l'euro è rimasto su livelli mediamente più deboli rispetto a fine 2012. Nel secondo semestre è iniziato un graduale rafforzamento verso 1,34-1,36 dollari, su livelli mantenuti anche all'inizio dell'esercizio 2014.

I mercati azionari nel 2013

Nel corso del 2013, i mercati azionari internazionali hanno registrato dinamiche complessivamente positive, sostenute dalle politiche monetarie espansive delle banche centrali e dai progressivi segnali d'inversione di tendenza nel ciclo economico dell'area euro.

Dopo un inizio d'anno caratterizzato in Europa dalla crisi del sistema bancario-finanziario a Cipro e dalla crescente incertezza politica in Italia, l'annuncio in aprile della banca centrale giapponese di una politica monetaria fortemente espansiva, combinata alle politiche accomodanti della *Federal Reserve* e della BCE, ha innescato una fase al rialzo degli indici azionari internazionali. Questo movimento si è temporaneamente interrotto dopo metà maggio, per i crescenti timori degli investitori sui tempi di uscita della *Federal Reserve* dalla sua politica monetaria espansiva: la correzione degli indici azionari ha fortemente ridotto e in taluni casi azzerato i progressi conseguiti da inizio anno.

Nel terzo trimestre l'andamento dei mercati azionari è tornato largamente positivo, grazie ai primi segnali di stabilizzazione del ciclo nell'area euro (e in alcuni paesi, come la Germania, di vera e propria ripresa economica), in un quadro di maggiore appetito per il rischio da parte degli investitori e di graduale ritorno di attenzione alle dinamiche fondamentali. I paesi "periferici" dell'eurozona (in particolare, Italia e Spagna) hanno in questa fase ottenuto performance superiori a quelle dei paesi "core" (Germania e Francia), chiudendo in buona parte il gap accumulato nella prima metà dell'anno.

Nonostante una temporanea presa di profitto sui mercati, innescata dai timori per la debole dinamica dei prezzi nell'area euro, le ultime settimane del 2013 sono state caratterizzate ancora da un forte movimento al rialzo degli indici azionari, scontando condizioni economiche e finanziarie normalizzate nel 2014.

Nel corso del 2013, l'indice S&P 500 ha registrato un rialzo del 29,6%, sostenuto dalla positiva dinamica della crescita economica e degli utili societari negli Stati Uniti. Le *performance* dei principali mercati azionari asiatici hanno continuato ad evidenziare un'elevata divergenza: l'Indice SSE Composite del mercato cinese ha chiuso il 2013 in calo del 6,8%, penalizzato da preoccupazioni sull'intensità della crescita economica, mentre l'indice Nikkei 225 si è fortemente rivalutato (+56,7%), sugli effetti benefici delle già rimate politiche monetarie e fiscali espansive.

La crescente visibilità sulla ripresa economica e il calo delle tensioni legate alla crisi del debito sovrano, hanno sostenuto i mercati azionari nell'area euro. L'indice DAX 30 ha realizzato nel 2013 un rialzo del 25,5%, di riflesso alla forza relativa dell'economia domestica, mentre il CAC 40 si è rivalutato del 18% nello stesso periodo. In forte recupero il mercato azionario spagnolo, con l'IBEX 35 in rialzo del 21,4%. L'indice Euro Stoxx ha chiuso l'anno con un rialzo del 20,5%. Al di fuori dell'area euro, l'indice del mercato



britannico FTSE 100 si è rivalutato del 14,4%, mentre l'azionario svizzero ha chiuso il periodo con un +20,2% dell'indice SMI.

Il mercato azionario Italiano ha lievemente sottoperformato rispetto ai maggiori mercati europei, penalizzato nella prima parte dell'anno dalla prolungata debolezza della congiuntura economica domestica, nonché dalle tensioni successive alle elezioni politiche di febbraio. Tuttavia, il gap di performance si è largamente ridotto nella seconda parte dell'anno, in vista di una progressiva stabilizzazione del ciclo economico. L'indice FTSE MIB ha chiuso l'anno con un rialzo del 16,6% (dopo il calo del 6,4% a fine giugno); analogamente, il FTSE Italia All Share ha registrato un rialzo del 17,6% (-5,4% al semestre). I titoli a media capitalizzazione hanno invece largamente sovraperformato le blue chips, con l'indice FTSE Italia STAR che ha registrato un forte rialzo (+55,7%) in corso d'anno.

I mercati obbligazionari corporate nel 2013

I mercati del credito europei hanno chiuso positivamente il 2013, con restringimenti generalizzati dei premi al rischio, in particolare tra le asset class più rischiose, che hanno continuato a beneficiare del mantenimento di politiche monetarie accomodanti da parte delle banche centrali e di incoraggianti segnali di ripresa economica nell'Eurozona.

Il positivo andamento dei mercati ha subito una battuta di arresto a partire da metà maggio sui timori legati a una riduzione dello stimolo quantitativo della *Federal Reserve* già entro l'anno. La conferma di un'impostazione stabilmente espansiva da parte della BCE e l'abbondante liquidità alla ricerca di rendimento hanno permesso ai mercati di continuare il movimento di contrazione dei premi al rischio. Questa tendenza ha tratto ulteriore forza dall'effetto sorpresa generato dalla decisione della Fed in settembre di rinviare la riduzione del suo programma di acquisto titoli. Il quarto trimestre ha visto poi l'inatteso taglio, se non altro in termini di *timing*, da parte della BCE e la comunicazione della banca centrale americana che ad una riduzione del programma di acquisti non sarebbe corrisposto un immediato rialzo dei tassi e, anzi, che il loro livello rimarrà basso per un tempo ragionevolmente lungo.

Il 2013 ha registrato un mercato primario tonico per il comparto *investment grade* e con volumi record per le emissioni *speculative grade*; in particolare queste ultime hanno beneficiato della ricerca di rendimento da parte degli investitori e della necessità degli emittenti di ricorrere al mercato primario in sostituzione del debito bancario, a condizioni favorevoli.



Il mercato obbligazionario europeo ha evidenziato una sovra-performance dei bond industriali rispetto ai finanziari nel segmento *investment grade*. Il ritorno della propensione al rischio e la continua ricerca di rendimenti attraenti da parte degli investitori hanno trainato le performance dei titoli dei paesi periferici rispetto ai paesi *core* e dei titoli speculativi rispetto agli *investment grade*, specialmente nelle classi di minor merito creditizio. Anche il comparto derivati ha evidenziato una generale contrazione nel costo di copertura da rischio di insolvenza, terminando il 2013 sui minimi dell'anno e sovraprestando, a livello *investment grade*, il comparto *cash*. I restringimenti sono stati maggiori negli indici sintetici Crossover e finanziari, in particolare subordinati.

I paesi emergenti: ciclo economico, inflazione e politica monetaria

Nel 2013 la crescita del PIL nelle economie emergenti, sulla base di stime ancora preliminari del FMI, è decelerato al 4,7% dal 4,9% del 2012. Il rallentamento è stato più marcato nelle aree maggiormente esposte al ciclo delle materie prime, nello specifico in America Latina, nei Paesi CSI e MENA. In quest'ultima area, hanno inoltre pesato le persistenti tensioni politiche.

In America Latina il PIL è decelerato, tra gli altri, in Messico dal 2,3% all'1,2%, ma anche in Cile e Venezuela, mentre in Brasile, grazie al supporto della politica fiscale, è risultato, in controtendenza, in crescita dall'1% al 2,3%. Nei Paesi CSI, in Russia, il PIL è cresciuto all'1,3, pari a meno della metà rispetto al 2012, mentre l'Ucraina è nuovamente tornata in recessione. Nei Paesi MENA la dinamica del prodotto ha frenato, tra gli altri, in Egitto (dal 3,2% all'1,7%), in parte per effetto delle turbolenze legate ai nuovi rivolgimenti politici nel Paese. In Asia il PIL è risultato in modesta accelerazione, dal 6,4% al 6,5%. L'area ha risentito del rallentamento dei due maggiori Paesi, Cina e India, osservato nell'ultimo biennio e delle misure di aggiustamento intraprese in alcuni paesi come Indonesia, Tailandia e Malesia, caratterizzati da forti squilibri macroeconomici.

Il PIL ha diversamente visto un recupero nei paesi CEE/SEE, che hanno beneficiato della ripresa del ciclo nell'Area Euro. La Serbia (con crescita del PIL a +1,9% ca. rispetto al -1,7% del 2012) e l'Ungheria (+0,7% ca. da -1,7%) sono uscite dalla recessione, mentre la Romania ha registrato una significativa accelerazione (+2,3% ca. il PIL del 2013 dallo +0,7% del 2012). Croazia e Slovenia si sono invece confermate in recessione, anche se in Croazia la caduta del PIL (-0,9%) è stata inferiore a quella intervenuta nel 2012 (-2%). In Slovacchia la crescita ha rallentato su base annua (allo 0,8% del 2013 da 1,8% del 2012) evidenziando, tuttavia, una graduale accelerazione in corso d'anno.



Nel 2013 il tasso d'inflazione è lievemente aumentato in media d'anno portandosi, sulla base delle stime preliminari del FMI, al 6,1% dal 6% nell'intero 2012. Le contenute pressioni al rialzo sono state principalmente determinate dagli aumenti dei prezzi dei beni alimentari e energetici, che nei panieri delle economie emergenti hanno un peso relativamente più alto rispetto a quelli dei paesi avanzati. Accelerazioni più consistenti si sono avute in alcuni paesi asiatici (Indonesia e Malesia), in Turchia ed in Egitto, dove il tendenziale ha chiuso il 2013 al 10,4% dal 4,7% di fine 2012. In queste regioni le spinte al rialzo sono state accentuate dal deprezzamento del cambio. L'inflazione ha invece frenato nei paesi CEE/SEE, in particolare in Serbia (da +12,2% a fine 2012 a +4,8% a fine 2013), in Croazia (da +4,7% a +2,5%), mercé la debole domanda interna.

L'insieme degli interventi di politica monetaria operati nel 2013 dai paesi emergenti si presenta variegato. Nell'Europa Centro Orientale, in un quadro, nel complesso, di stabilizzazione fiscale, inflazione contenuta e crescita ancora debole, vi sono stati diffusi tagli dei tassi di riferimento (Ucraina, Polonia, Romania, Serbia, Ungheria). La Turchia, tuttavia, dopo aver abbassato i tassi in modo aggressivo nella prima metà dell'anno (-225pb), ha invertito la marcia nel secondo semestre per contrastare il deprezzamento del cambio e l'accelerazione dell'inflazione.

In America Latina sono prevalsi interventi distensivi (in particolare in Cile, Colombia, Messico e Perù), ma non sono mancati casi di restrizione. La Banca centrale del Brasile, a fronte di una politica fiscale espansiva ed inflazione oltre il target, ha alzato ripetutamente il tasso di riferimento Selic. In Asia, la Reserve Bank dell'India, dopo aver tagliato i tassi nella prima metà del 2013 per sostenere la domanda interna, li ha successivamente alzati, per contrastare le pressioni al ribasso sulla valuta. In Cina le Autorità monetarie sono intervenute con misure restrittive, per contenere, invece, l'espansione del credito. Nei paesi MENA, l'Egitto ha aumentato i tassi nella prima metà del 2013, a fronte dell'accelerazione dell'inflazione e del deprezzamento della valuta. A partire dall'estate tuttavia, l'attenzione delle Autorità si è rivolta al peggioramento delle prospettive di crescita e la Banca centrale ha abbassato più volte i tassi (150 pb da agosto a fine anno). Gli interventi di riduzione sono stati resi possibili dalla stabilizzazione della valuta e dalla ripresa del processo di accumulo delle riserve che ha beneficiato di afflussi di capitale provenienti da paesi amici.

I mercati finanziari

Nel 2013 i mercati finanziari dei Paesi emergenti hanno risentito dell'indebolimento dell'attività economica reale e, nei casi di maggiore vulnerabilità finanziaria, di minori afflussi di capitali, dopo l'annuncio della



Federal Reserve di un graduale rientro dal programma di espansione della liquidità. La successiva revisione delle aspettative sui tempi e i modi di avvio del *tapering* hanno in parte corretto l'impatto negativo nella seconda parte dell'anno.

L'indice azionario MSCI composito dei paesi emergenti è salito di un modesto 0,9% nell'intero 2013, rispetto al 13,9% nel 2012. Nel dettaglio, l'indice, sceso di oltre il 6,3% nel 1° semestre, ha riguadagnato oltre il 7% nel secondo semestre. I mercati dei paesi petroliferi del Golfo e l'Egitto hanno però messo a segno consistenti rialzi. Anche le piazze dell'Europa Centro Orientale hanno registrato buone performance, seguendo al rialzo l'EuroStoxx.

I mercati obbligazionari dei paesi emergenti, secondo il JPM total return index, hanno offerto, nel 2013, un rendimento positivo dello 0,9%, nettamente inferiore, tuttavia, a quello del 2012, quando avevano guadagnato oltre il 14%. I mercati dell'Europa Centro Orientale hanno garantito un rendimento relativamente maggiore (intorno al 2%), sostenuti dalle politiche di stabilizzazione interna e dal rientro delle tensioni finanziarie in Area Euro.

In tutte le aree emergenti vi è stato nel complesso del 2013 un aumento del costo dell'assicurazione contro il rischio di default (CDS spread) del debito sovrano, causato, in particolare nel primo semestre, da una revisione delle aspettative sulle condizioni globali della liquidità. Tra gli altri fattori che hanno pesato sull'andamento degli spread si evidenziano in Medio Oriente le persistenti tensioni politiche (Bahrain, Egitto, Tunisia, Libano), nell'Europa Centro Orientale il deterioramento in alcuni Paesi della posizione fiscale (Croazia e Serbia) o della posizione esterna (Albania, Ucraina, Turchia), in America Latina il disappunto per le mancate riforme (Brasile) e la gestione dirigistica della politica economica, che ha generato gravi squilibri sociali (Venezuela, Argentina).

In parallelo, nel 2013 tra i Paesi emergenti i tagli di *rating* e di *outlook* da parte delle tre principali agenzie hanno nettamente prevalso. Tra i pochi paesi oggetto di un innalzamento di *rating* o miglioramento di *outlook* si segnalano Messico, Colombia e Perù in America Latina, premiati il primo dai progressi sulla strada delle riforme e i secondi dal rafforzamento della posizione fiscale e di quella esterna, la Romania, su cui S&P ha espresso un *outlook* positivo dopo i progressi nella politica fiscale, la Tailandia, portata da BBB a BBB+ da Fitch per le buone prospettive di crescita, la bassa inflazione e la solidità della posizione esterna. L'Egitto, dopo ripetuti tagli di *rating* in corso d'anno, a novembre, grazie al recupero delle riserve valutarie, ha ottenuto da S&P la rimozione dallo stato di *junk* (CCC+) e l'innalzamento del *rating* a B-. Tra i Paesi che hanno registrato un deterioramento del *rating* o