

dell'*outlook* si segnalano Argentina e Venezuela, in America Latina, Tunisia e Bahrain in Area MENA, Croazia e Ungheria (che hanno perso lo *status* di *investment grade*) tra i Paesi CEE/SEE.

Il sistema creditizio italiano (cenni): I tassi e gli spread

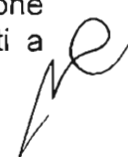
Nel 2013 si è assistito ad una graduale riduzione del costo complessivo della provvista da clientela. La discesa è stata guidata soprattutto dal calo del tasso medio sui depositi a tempo, grazie all'effetto congiunto del costo più contenuto dei nuovi depositi e dell'uscita dallo *stock* di quelli accesi nelle fasi più acute della crisi del debito sovrano, giunti a scadenza. Al calo del costo della raccolta ha contribuito la riduzione dei tassi sui conti correnti, soprattutto di quelli corrisposti alle società non finanziarie. Anche il costo marginale delle emissioni obbligazionarie a tasso fisso si è ridotto rispetto all'esercizio precedente, in media annua di quasi un punto percentuale. Tuttavia, il tasso sullo *stock* di obbligazioni è risultato vischioso, leggermente sopra la media del 2012.

Diversamente da quanto osservato per il costo della nuova raccolta, i tassi sui prestiti hanno mostrato una sostanziale resistenza, da ricondurre al permanere di un elevato rischio di credito che ha continuato a influenzare le condizioni sul mercato creditizio. Nell'ultima parte del 2013, cenni di discesa hanno interessato, invece, il tasso medio sui nuovi prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni, dopo le lievi limature registrate nei trimestri precedenti, con una media annua significativamente inferiore al 2012 (3,65% rispetto a 4,02% del 2012).

Gli impegni

L'attività creditizia è risultata debole. La consistenza dei prestiti alle società non finanziarie ha subito un'ulteriore contrazione nel quarto trimestre (-5,7% a/a in media negli ultimi tre mesi e -4,4% a/a in media annua), per la forte riduzione dei prestiti a breve, mentre i prestiti a medio-lungo termine hanno confermato le tendenze precedenti con riduzioni dell'ordine del 4-5% a/a. La flessione di questi ultimi è stata senza precedenti, a seguito della caduta della domanda di credito per investimenti. Nell'ambito delle imprese, nell'ultima parte dell'anno, il calo dei prestiti è risultato più marcato per le grandi imprese rispetto alle piccole, mentre sino ad agosto non mostrava sostanziali differenze per dimensione del prestatore.

I finanziamenti alle famiglie hanno continuato a registrare una flessione molto contenuta, del -1,3% in media annua. Nel complesso, i prestiti a



famiglie e imprese hanno riportato un calo medio annuo stimato in -3,3%, da -0,9% nel 2012.

La contrazione dei prestiti ha risentito del calo di domanda connesso alla recessione e all'incertezza delle prospettive economiche.

Il risparmio gestito

In tema di raccolta amministrata, è proseguito il calo dei titoli di debito della clientela in custodia presso le banche, pur con segni di attenuazione sul finire dell'anno. L'andamento risente, tra l'altro, della sostituzione in atto tra obbligazioni bancarie, in forte calo, e depositi, in crescita, nonché della fase di notevole interesse attraversata dai fondi comuni. In particolare, in corso d'anno il *trend* cedente dei titoli di debito in custodia per conto delle famiglie consumatrici si è accentuato fino a segnare tassi di variazione dell'ordine del -11% a/a continuativamente da maggio a ottobre, seguiti da un leggero miglioramento a novembre.

Con riferimento al risparmio gestito, nel corso di tutto il 2013 il mercato italiano dei fondi comuni aperti ha ottenuto un saldo tra sottoscrizioni e riscatti decisamente positivo. I fondi di diritto estero hanno assorbito larga parte dei flussi e anche i fondi di diritto italiano sono tornati a registrare consistenti sottoscrizioni nette. Valutata sull'intero arco dell'anno la raccolta cumulata dei fondi comuni aperti è risultata di 48,7 miliardi di euro: i fondi flessibili hanno registrato larga parte dei flussi positivi (con oltre 28 miliardi di euro), a cui si è aggiunto il contributo dei fondi obbligazionari (12,8 miliardi), seppur più contenuto rispetto al 2012. Un saldo positivo di raccolta ha caratterizzato anche i fondi bilanciati (6,3 miliardi) e gli azionari (4,6 miliardi), mentre i riscatti sono prevalsi con importi contenuti tra i fondi hedge (-1,7 miliardi) e i monetari (-1,6 miliardi). Grazie anche al buon andamento dei mercati finanziari nel corso del 2013, il patrimonio gestito dall'industria dei fondi comuni aperti a fine anno si è portato a 558,9 miliardi di euro, in aumento rispetto ai 481,9 miliardi di dicembre 2012 (+16%).

Quanto alle assicurazioni, nel corso del 2013 si è registrata una decisa ripresa della produzione premi dei rami Vita (circa + 30% la raccolta cumulata rispetto al 2012). Il recupero della raccolta premi è risultato particolarmente sostenuto per i prodotti tradizionali; tuttavia anche i prodotti a più elevato contenuto finanziario (che rappresentano il 21% della raccolta) hanno ottenuto una crescita delle sottoscrizioni, seppur più contenuta.

Le prospettive per l'esercizio 2014

Vi sono diffuse aspettative che il 2014 sia un anno di moderata espansione per l'economia globale, con una maggiore convergenza dei tassi di crescita delle economie avanzate e assenza di pressioni inflazionistiche. L'Area Euro tornerà alla crescita e l'Italia ne risentirà positivamente, anche se con tassi di espansione modesti rispetto alla recessione degli ultimi due anni. Le politiche monetarie rimarranno molto espansive: gli Stati Uniti cancelleranno gradualmente il programma di stimolo quantitativo, ma i tassi ufficiali rimarranno vicini allo zero nei principali Paesi avanzati e lo stimolo quantitativo proseguirà in Giappone. Ciò nonostante, si attende che i tassi di interesse a medio e lungo termine continuino la graduale tendenza al rialzo iniziata nel 2013.

Nel 2014, anche tra le aree emergenti è prevista un'accelerazione del tasso di crescita del PIL, al 5,1% nelle previsioni del FMI. Molti Paesi beneficeranno del recupero in corso nelle economie avanzate, ma risentiranno ancora negativamente dell'indebolimento del ciclo delle materie prime e di condizioni di liquidità meno favorevoli sui mercati internazionali. Su base regionale, un'accelerazione delle dinamiche di crescita è attesa in tutte le aree, soprattutto nei Paesi che più avevano sofferto un rallentamento nel 2013: per i Paesi CSI è previsto un incremento del PIL del 2,6%, per l'America Latina del 3% e per l'Area MENA del 3,3%. Un rafforzamento della ripresa è atteso anche per il complesso dei Paesi CEE e SEE (intorno al 2% nelle previsioni di EBRD), sostenuta dall'atteso miglioramento della congiuntura in Area Euro, principale mercato di esportazione. Nell'Asia emergente la dinamica del PIL è prevista in lieve rialzo, al 6,7%, nonostante un assestamento della Cina intorno al 7,5% (dal 7,7% del 2013) e grazie ad una ripresa dell'India, vista dal FMI in crescita del 5,4% dal 4,4% del 2013.

2.FONDINPS

Attività e vicende

Nel 2013 è regolarmente proseguita per FONDINPS l'ordinaria gestione finanziaria delle risorse, affidata INA Assitalia S.p.A., divenuta GENERALI ITALIA S.p.A, per vicende societarie del Gruppo di appartenenza

Per quanto concerne i profili di *governance* del Fondo, non si debbono segnalare novità, rispetto al Decreto del Ministro del lavoro e delle politiche sociali del 10 ottobre 2012, con il quale era stato rinnovato il Comitato



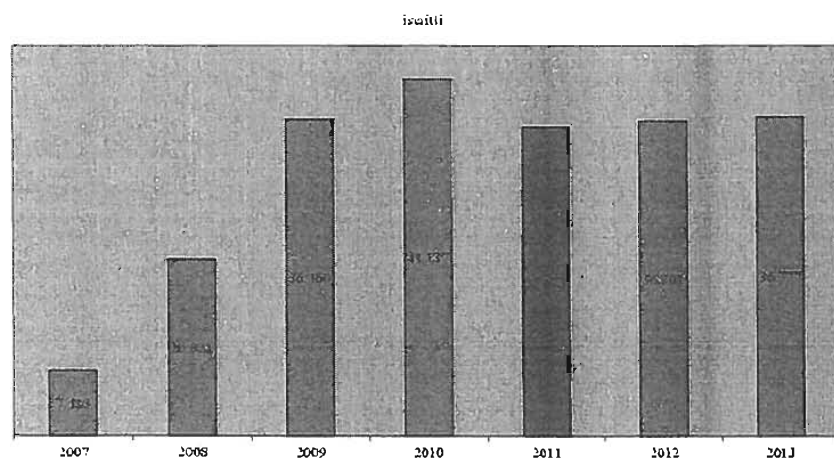
Amministratore nella composizione indicata in precedenza e riconfermato il Direttore Generale.

La base degli iscritti

Al 31 dicembre 2013 gli iscritti al Fondo erano 36.777. Di questi, in corso d'anno, sono risultati versanti 7.089, mentre i restanti 29.688 non hanno effettuato neppure un versamento.

Anno Iscritti

2007	7.413
2008	20.321
2009	36.460
2010	41.137
2011	35.673
2012	36.301
2013	36.777



La percentuale dei lavoratori versanti in corso d'anno si aggira intorno al 20% del totale degli iscritti, registrando una leggera flessione rispetto al 2012. Questa situazione è determinata, oltre che dal perdurare della pesantissima crisi economica, essenzialmente, dalla caratteristica degli iscritti stessi, che sono occupati per periodi di lavoro brevi e molto spesso non rinnovati, nonché dalla recente istituzione di Fontemp, che ha assorbito i dipendenti delle società di lavoro temporaneo.

In particolare, il numero di iscritti non versanti nel 2013 - con posizione individuale al 31/12/2013 di ammontare non superiore ai 100 euro - è di 11.299, cioè il 30,72% del totale degli iscritti.

La suddivisione degli iscritti per sesso e regione è riportata nella tabella che segue.

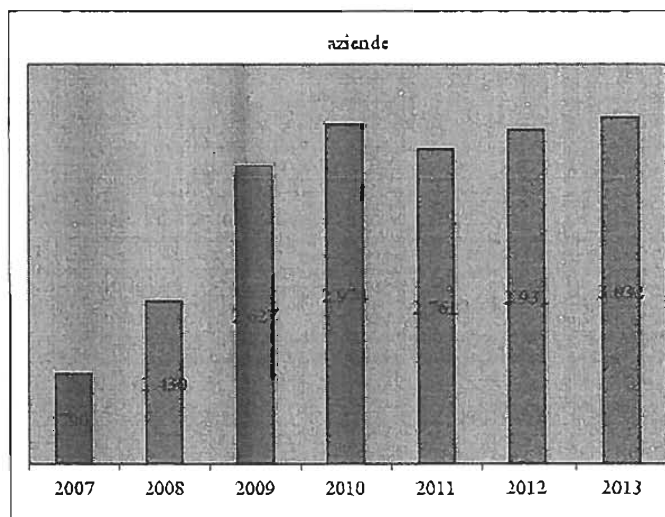
Regione	Maschi	Femmine	Totale
Piemonte	1.533	1.721	3.254
Valle d'Aosta	110	80	190
Lombardia	4.290	4.552	8.842
Liguria	485	407	892
Veneto	1.378	1.336	2.714
Trentino-Alto Adige	298	390	688
Fiuli-Venezia Giulia	425	405	830
Emilia-Romagna	1.114	1.052	2.166
Toscana	805	782	1.587
Umbria	151	130	281
Marche	368	307	675
Lazio	2.839	2.499	5.338
Abruzzo	278	317	595
Molise	80	54	134
Campania	1.337	699	2.036
Puglia	819	430	1.249
Basilicata	76	43	119
Calabria	284	179	463
Sicilia	2.454	1.492	3.946
Sardegna	364	414	778
Totale	19.488	17.289	36.777

Gli iscritti per classi di età sono così ripartiti:

Classi di età	Maschi	Femmine	Totale
inferiore a 20	4	1	5
tra 20 e 24	437	192	629
tra 25 e 29	2.838	1.753	4.591
tra 30 e 34	3.147	2.712	5.859
tra 35 e 39	3.427	3.132	6.559
tra 40 e 44	2.984	2.936	5.920
tra 45 e 49	2.567	2.524	5.091
tra 50 e 54	1.869	1.848	3.717
tra 55 e 59	1.287	1.239	2.526
tra 60 e 64	644	700	1.344
65 e oltre	284	252	536
Totale	19.488	17.289	36.777

Al 31 dicembre 2013 le aziende con dipendenti aderenti a FONDINPS erano 3.032, in lieve crescita rispetto al 2012.

Anno	Aziende
2007	790
2008	1.430
2009	2.627
2010	2.974
2011	2.761
2012	2.931
2013	3.032



I riscatti avvenuti in corso d'anno sono stati 371, di cui 331 totali. 40 iscritti hanno ottenuto un'anticipazione per spese sanitarie.

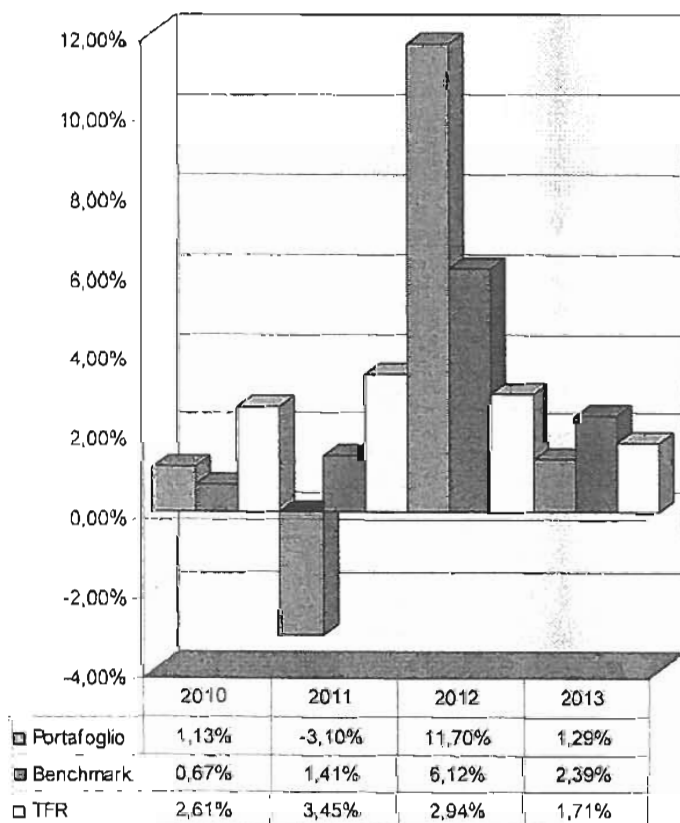
I trasferimenti verso altre forme di previdenza complementare sono stati 224 di cui 51 verso PIP, 112 verso fondi negoziali, 33 verso fondi preesistenti e 28 verso fondi aperti.

La gestione finanziaria

Nel 2013 il **Comparto GARANZIA**, unico di FondInps, ha registrato un risultato positivo, del +1,29% in termini assoluti, con una sotto performance sul benchmark di 1,12 punti percentuali (+2,41% la performance di riferimento). La rivalutazione del TFR per l'anno è del +1,88%. Ricordiamo che il **Comparto Garanzia** è caratterizzato da un rendimento minimo garantito dell'1% annuo nell'ultimo biennio di validità della Convenzione di gestione (1 ottobre 2012 – 30 settembre 2014).

Nell'esercizio non sono stati effettuati acquisti o vendite di strumenti finanziari caratterizzati da situazioni di conflitto di interesse; i titoli in portafoglio al 31 dicembre 2013 che ricadono in questa fattispecie sono analiticamente individuati nella Nota Integrativa.

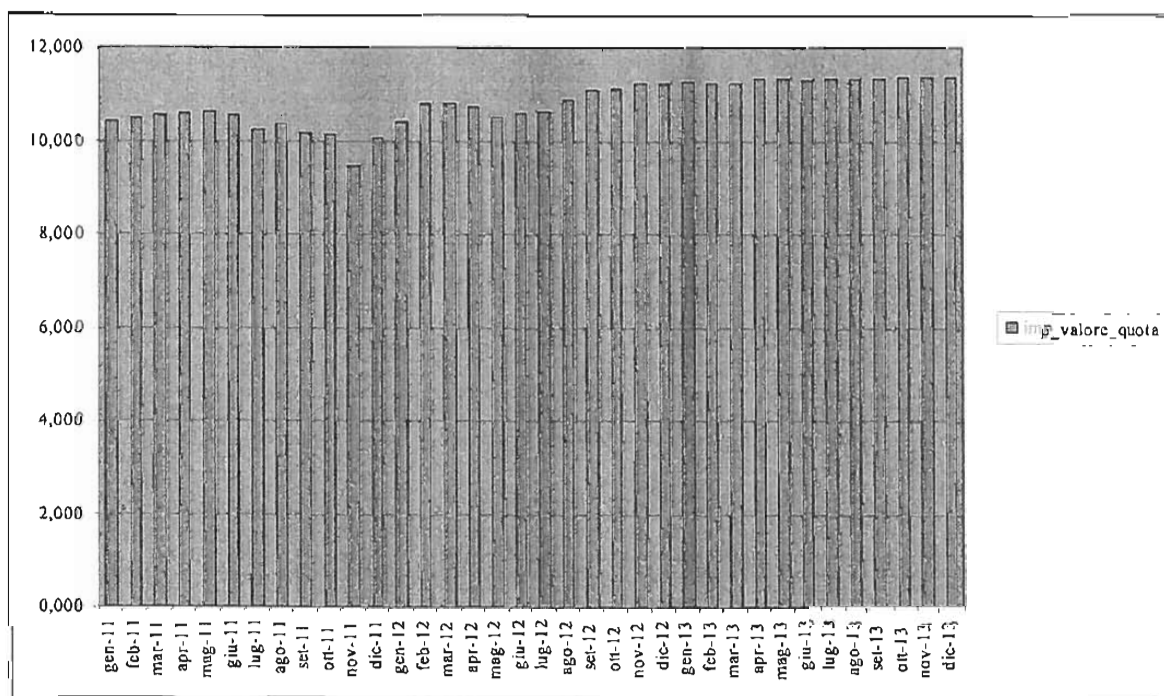
Rendimenti



Valore delle quote

Al 31 dicembre 2013 il valore quota era di euro 11,369.

FONDINPS - valore quota 2013	
Gennaio	11,268
Febbraio	11,231
Marzo	11,233
Aprile	11,319
Maggio	11,337
Giugno	11,284
Luglio	11,331
Agosto	11,341
Settembre	11,342
Ottobre	11,366
Novembre	11,380
Dicembre	11,369



La gestione amministrativa

Relativamente all'attività di riconciliazione, proseguita nel 2013, si rileva un significativo incremento del fenomeno della morosità, come evidenziato nei conti d'ordine.

La morosità coinvolge al 31.12.2013 nr. 229 aziende per un monte contributi di € 2.498,200, attualmente in fase di monitoraggio.

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized 'P' or 'R' shape with a loop at the top and a vertical stroke extending downwards, crossing a horizontal line.

FONDINPS

FONDO PENSIONE COMPLEMENTARE INPS

iscritto all'albo tenuto dalla Covip al n. 500

BILANCIO D'ESERCIZIO AL 31 DICEMBRE 2013

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



FONDINPS
FONDO PENSIONE COMPLEMENTARE INPS

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

**iscritto al n. 500 dell'Albo istituito ai sensi
dell'art.19, del D.Lgs. n. 252/2005**

Indice

1 - STATO PATRIMONIALE	3
2 - CONTO ECONOMICO	3
3 – NOTA INTEGRATIVA	4
3.1 – Rendiconto della fase di accumulo	9
3.1.1 - Stato Patrimoniale	15
3.1.2 - Conto Economico	17
3.1.3 - Nota Integrativa	18
3.1.3.1- Informazioni sullo Stato Patrimoniale	18
3.1.3.2 - Informazioni sul Conto Economico	25



1 – STATO PATRIMONIALE

ATTIVITA' FASE DI ACCUMULO		31/12/2013	31/12/2012
10	Investimenti diretti	-	-
20	Investimenti in gestione	59.708.498	53.405.927
30	Garanzie di risultato acquisite sulle posizioni individuali	24.622	72.766
40	Attività della gestione amministrativa	2.460.754	1.882.034
50	Crediti di imposta	-	-
TOTALE ATTIVITA' FASE DI ACCUMULO		62.193.874	55.360.727

PASSIVITA' FASE DI ACCUMULO		31/12/2013	31/12/2012
10	Passività della gestione previdenziale	1.753.727	1.278.874
20	Passività della gestione finanziaria	65.954	62.941
30	Garanzie di risultato riconosciute sulle posizioni individuali	24.622	72.766
40	Passività della gestione amministrativa	340.273	332.170
50	Debiti di imposta	55.412	321.434
TOTALE PASSIVITA' FASE DI ACCUMULO		2.239.988	2.068.185
100	Attivo netto destinato alle prestazioni	59.953.886	53.292.542
CONTI D'ORDINE			
	Crediti per contributi da ricevere	3.338.279	3.742.012

2 – CONTO ECONOMICO

		31/12/2013	31/12/2012
10	Saldo della gestione previdenziale	5.940.820	7.287.840
20	Risultato della gestione finanziaria	-	-
30	Risultato della gestione finanziaria indiretta	1.034.351	5.930.143
40	Oneri di gestione	-258.415	-227.277
50	Margine della gestione finanziaria (20)+(30)+(40)	775.936	5.702.866
60	Saldo della gestione amministrativa	-	-
70	Variazione dell'attivo netto destinato alle prestazioni ante imposta sostitutiva (10)+(50)+(60)	6.716.756	12.990.706
80	Imposta sostitutiva	-55.412	-588.768
	Variazione dell'attivo netto destinato alle prestazioni (70)+(80)	6.661.344	12.401.938

3 - NOTA INTEGRATIVA

1. LO SCENARIO ECONOMICO GENERALE E L'ANDAMENTO DEI MERCATI FINANZIARI

Lo scenario macroeconomico

L'economia e i mercati

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 rידate 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 sovraperformando, 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, Thailandia 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 usciti 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

