



Relazione sulla Gestione

Il tempo, oltre ad essere un fatto quotidiano è diventato e diventerà sempre più un elemento inconvertibile, le variabili complesse (a cui si rimanderà in seguito) non agevolano il nostro lavoro e la vita dei nostri iscritti. Metamorfosi degli schemi d'apprendimento, piuttosto che sociali, in un complesso sistema ammalato di degiovanimento e di insicurezza genitoriale, creeranno ed acutizzeranno le attuali fratture sociali. Proviamo ad immaginare i cambiamenti che i nuovi paradigmi stanno generando, ad esempio: il passaggio dal tipico metodo d'apprendimento caratterizzato dalla formula impara e memorizza a dimentica e impara, dalla famiglia patriarcale a quella contrattuale, dalla profondità all'ampiezza, dalla competenza all'agilità/fluidità.

Le domande a cui bisognerà dare risposta in seno a questa "rivoluzione" sono tante e per certo, nonostante gli approfondimenti disponibili a buon mercato, è opportuno precisare che la verità è e sarà figlia del tempo.

Anche la globalizzazione osannata e auspicata in nome del paradigma: "più modernizzazione più libertà", ha nel tempo rappresentato alcune criticità.

L'interconnessione e l'interdipendenza ha generato delle asimmetrie fortemente proiettate a favore dei centri di potere più forte, violando il meccanismo di reciprocità. Fra le tante domande:

- a) La tecnologia e la rete in questa enorme attività di disintermediazione, che riesce sicuramente a creare, generano più posti di lavoro rispetto a quelli che distruggono? Aveva ragione Keynes quando quasi un secolo fa ci ammoniva sugli effetti di quelle che definiva "disoccupazione tecnologia" ?
- b) Il nuovo dogma della rete: "opportunità per tutti aiuti per nessuno", non sta generando nuove asimmetrie verso determinate classi sociali, culture e poteri più avvezze ?
- c) Quando "l'informazione" sulla rete funziona, in termini di contatti e di numeri, non è quasi sempre megafono del populismo? Quasi come fosse il contagio a determinare la validità di un'idea?
- d) C'è forse la necessità di una redistribuzione del lavoro visto che c'è enorme difficoltà a crearne del nuovo?

Le tendenze demografiche rappresentano di fatto un fattore di rischio anche per i consumi. La fascia demografica più interessante, sotto questo profilo, è rappresentata dai 25-55enni, che costituiscono famiglie e disegnano, con i loro sacrifici, curve di crescita sotto il profilo professionale e esperienziale.

Quando, come sta accadendo, nelle economie occidentali enormi fasce di popolazione escono dal gruppo dei 55enni, andando ad occupare le aree



Relazione sulla Gestione

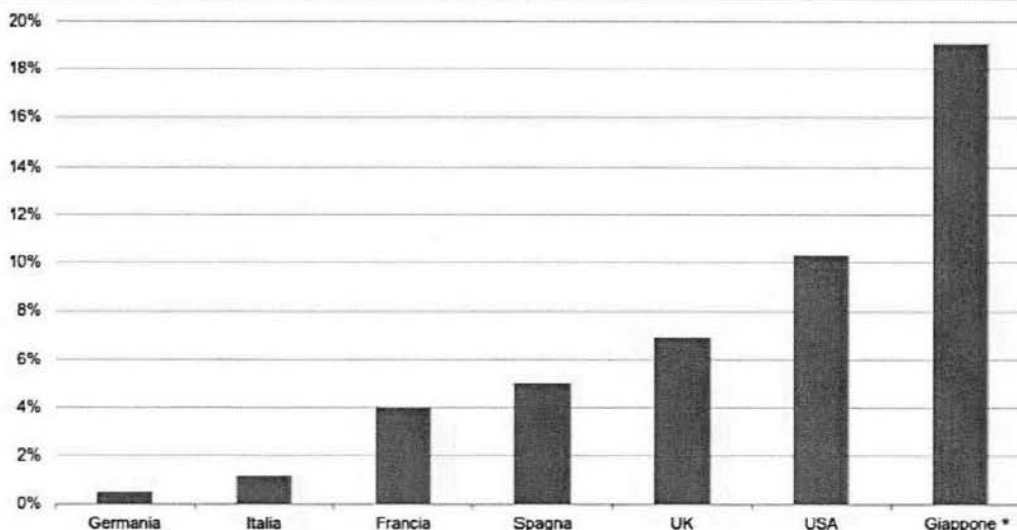
demografiche immediatamente successive, è prevedibile che si generino sempre maggiori fasce propense all'autolimitazione dei consumi .

Accompagniamo una generazione che deve subire "l'onta" della soggettivizzazione delle responsabilità, ossia il tuo successo è nostro e del sistema globale che abbiamo saputo costruire sopra di te, il tuo fallimento è frutto della tua mancata vivacità individuale/intellettuale che è uguale a ingenerare, sempre meno latenti, sentimenti di frustrazione/nichilismo che spesso fanno rima con immobilismo."

2013

I rischi di eventi estremi (break-out dell'Eurozona, fiscal cliff US, hard landing cinese) sembrano più bassi che nel 2011-2012, anche se una soluzione definitiva ai problemi dell'Eurozona non si è ancora trovata.

Aggiustamento fiscale necessario tra il 2014 ed il 2020 per riportare il debito/PIL al 60% al 2030



Fonte: Commissione Europea (2012b). IMF staff stime e proiezioni
*Giappone target 80% Net.

Valutazioni molto attraenti ad inizio anno e una riduzione significativa dei rischi "di coda" dello scenario, soprattutto a partire dall'estate, spiegano



Relazione sulla Gestione

gran parte delle performance positive. Il focus dei mercati pare gradualmente spostarsi dai temi strutturali a quelli ciclici in uno scenario di lento ma progressivo miglioramento del ciclo economico

Nel 2013 diventa più evidente la divergenza nel comportamento tra le banche centrali dei paesi sviluppati e le banche centrali dei paesi emergenti. Le seconde, paiono verosimilmente vicine ad interrompere il loro ciclo di allentamento monetario convenzionale (attraverso la riduzione dei tassi d'interesse), mentre le prime (FED, BCE, BoE e BoJ) nicchiano, continuando ad espandere aggressivamente i propri bilanci attraverso operazioni di allentamento monetario non convenzionale.

Nonostante la crescenti aspettative di inizio del tapering, il programma di quantitative easing ha continuato ad espandere il bilancio della Fed al ritmo di 85 miliardi di dollari al mese per tutto il corso dell'anno.

Capitolo a parte del primo quarterly va dedicato agli eventi di Marzo che hanno trasformato Cipro, nel quinto paese della zona Euro oggetto di un salvataggio per 17 miliardi di Euro. Le caratteristiche del salvataggio finiscono per introdurre un pesante coinvolgimento dei privati, la distinzione tra depositi protetti e non protetti diventa elemento chiave dell'accordo raggiunto. Il caso Cipro ricorda che la crisi in Europa non è finita e che può ancora creare turbolenza sui mercati, difatti dopo una reazione particolarmente composta di spread, mercati e cambi, l'ottimismo cede il passo ai timori di lungo termine che potrebbero impattare sulla gestione della crisi della zona Euro.

Il primo ciclo dell'anno, nonostante gli "sforzi" delle plutocrazie, si può caratterizzare da numeri particolarmente brillanti:

tra il 1° gennaio e il 22 maggio 2013 le azioni nipponiche, misurate dall'indice Topix, si sono apprezzate del 48%. Nello stesso periodo quelle statunitensi, misurate dall'S&P500, hanno guadagnato il 16% e le piazze sviluppate mondiali sono salite del 13% in base all'Msci World. L'unica area non coinvolta da questa straordinaria onda "trascinante" nei mercati azionari sviluppati, rimangono i mercati emergenti.

Un quadro favorito dalla messa in moto dalla positiva soluzione dei negoziati sul "precipizio fiscale" statunitense in chiusura del precedente esercizio, ma soprattutto grazie all'eco delle parole pronunciate nel deciso intervento del Presidente della Banca centrale europea (Bce) Mario Draghi, che il 25 luglio 2012 dichiarò: **"nell'ambito del nostro mandato, la Bce è pronta a fare tutto il necessario per preservare l'euro. E credetemi: sarà abbastanza."**



Relazione sulla Gestione

Punto di svolta 2013:

22 maggio

Il mese di maggio 2013 è stato il quarto mese peggiore degli ultimi vent'anni per i rendimenti dei titoli di stato. Il discorso del 22 maggio tenuto da Ben Bernanke insinuò il timore della chiusura del piano di allentamento quantitativo da parte della Fed, concretizzando di fatto una forte impennata dei tassi d'interesse oltre che un sensibile aumento della volatilità delle quotazioni azionarie. Tale scenario aggiunto all'incertezza per la politica economica giapponese Abenomics gravò in modo eterogeneo sui mercati. I mercati emergenti e le obbligazioni indicizzate all'inflazione ne risentirono particolarmente, mentre il settore del credito ne rimase relativamente immune.

La rappresentazione numerica è ben fotografata dai dati di seguito riportati: i paesi Bric, ad esempio, "campioni" di questo punto di conversione subiscono brusche flessioni tra il 23 maggio e il minimo di questa onda di mercato toccato attorno al 24 giugno. L'Msci Brazil cala del 22,3% in tale periodo, l'Msci Russia cede il 12,5%, il Chinese Shanghai Composite perde il 13,7% e l'indice Indian Sensex lascia sul terreno il 5,8%. I "primi della classe", sono rappresentati dai numeri delle piazze sviluppate:

l'Msci World, ad esempio, cede il 6,2%, mentre l'S&P500, l'EuroStoxx 50 e il Topix perdono rispettivamente il 4,7%, il 9,5% e l'8,3%.

Nei due diversi momenti dei mercati appena descritti, la correlazione tra gli "indici della paura" degli investitori nei mercati azionari e creditizi si distingue facilmente; dall'inizio dell'anno sino al 22 maggio gli "indici della paura" nei mercati azionari e creditizi riescono a tracciare grafici decorrelati, fatto salvo che due picchi coincidenti di avversione nelle piazze azionarie e creditizie: uno verso la fine di febbraio, quando i verbali della riunione della Fed rivelarono per la prima volta la discussione sull'uscita dal QE, e l'altro in marzo/aprile, contestualmente ai negoziati per il salvataggio finanziario di Cipro che minacciavano di destabilizzare l'Eurozona.

Una particolare riflessione rispetto ai temi del 22 maggio, va fatto in relazione alle reazioni dei mercati così detti emergenti. Molte valute di tali paesi arrivarono a perdere fino all'8,5% in media e il 25% nel caso dell'India. Molti investitori difatti, cominciarono a ritirarsi dai paesi interessati da disavanzi delle partite correnti elevati e crescenti, quegli stessi paesi che, dovendo essere finanziati mediante indebitamento estero, vedrebbero peggiorare la propria situazione visto il blandito aumento dei tassi d'interesse.

Come spesso accade in queste fasi, i mercati cercano una ragione qualsiasi per realizzare i profitti. Ne sono testimonianza diretta paesi come Filippine, Messico e Polonia, nessuno di essi ha dopato crediti, né risulta pesantemente indebitato con l'estero per finanziare l'aumento del deficit



Relazione sulla Gestione

corrente, eppure nessuna delle considerazioni appena esposte contribuì in quei giorni a rallentare il contagio durante il mese di agosto.

L'ultimo trimestre del 2013 ha premiato gli investitori che si erano riposizionati a seguito del sell-off dei mesi di maggio e giugno, di fatti esso sarà ricordato per qualcosa che non è accaduto, ma soprattutto per un punto a sfavore nella strategia di comunicazione della Fedral Reserve.

Con grande sorpresa dei mercati, a settembre la Fed decise di non procedere con il rallentamento del programma di quantitative easing, spostando nuovamente la politica della banca centrale americana verso un'orientamento più accomandante in risposta a qualsiasi eventuale segnale di debolezza economica.

Quindi, ancor prima che l'inchiostro versato dai catastrofisti intenti ad agitare lo spettro di una nuova crisi in stile 1998 si asciugasse, i mercati emergenti archiviarono un rally generalizzato, mentre sul fronte obbligazionario l'effetto congiunto dell'SSM (Single Supervisory Mechanism) e la disponibilità di fondi potenzialmente illimitati tramite l'Esm e l'Omt per sostenere i titoli di Stato dell'area dell'euro, si rivelarono sufficienti ad alleviare le pressioni sui rendimenti sovrani dell'Eurozona.

Al 30 ottobre 2013, i rendimenti decennali dei titoli di Stato italiani e spagnoli erano scesi rispettivamente al 4,19% e al 4,06%, un calo di quasi il 40-50% rispetto ai picchi di luglio 2012.

Così che, mentre i mercati festeggiavano il presunto QE-infinity, nel pomeriggio del 19 dicembre Ben Bernanke mette una toppa (tapering) annunciando una riduzione degli acquisti mensili di asset da parte della banca centrale americana di 10 miliardi di dollari passando da 85 a 75 miliardi di dollari mensili. Nel mettere fine alle interminabili congetture sulle tempistiche del tapering, da evidenza con la "solita" *forward guidance* all'appropriatezza dei tassi straordinariamente bassi (0-0.25%) finché disoccupazione e aspettative d'inflazione rimarranno rispettivamente sotto il 6,5% e 2,5%.

L'attività dell'Ente è stata diretta, anche, all'individuazione di possibili opportunità nei mercati obbligazionari, in particolar modo verso segmenti di mercato particolarmente scontati. L'attenzione si è concentrata in primo luogo su Italia e Spagna, verso curve di rendimento con duration più elevate rispetto alla media di portafoglio, sia per ragioni tattiche che strategiche.

Il denominatore che ha guidato, nel 2013, i ns. convincimenti resta legato all'opinione di base che la BCE continui a sostenere la ripresa dell'area euro, curando la frammentazione dei mercati obbligazionari (spread 2013 ancora elevati tra paesi core), che impedisce la trasmissione della politica monetaria nei paesi periferici.



Relazione sulla Gestione

Le scelte operate sono anche state guidate dalla consapevolezza che gli asset rischiosi dovranno iniziare a fare a meno del flusso di liquidità apparentemente interminabile delle banche centrali nonché dalla coscienza che, se tale tendenza dovesse continuare e l'enfasi del mercato dovesse gradualmente spostarsi dalla liquidità ai fondamentali, le attività rischiose potrebbero subire pressioni.

Fra i così detti key factor, che a nostro parere dovranno essere affrontati in un momento in cui la dinamica generale dei profitti è scarsa, vi è la necessità di individuare nicchie di crescita ambiziose, tra l'altro, da tutti gli investitori professionali e non.

Considerazioni come ad esempio quelle legate al cuscinetto offerto dai coupon, divenuto risibile dato il contesto di bassi tassi di interesse, piuttosto che ai livelli dei rendimenti dei bond governativi core che si stanno avviando ad un livello tale da mortificare il ritorno, sia in termini assoluti, sia in relazione all'inflazione, rendendo tangibili, anche all'investitore meno avvezzo, le enormi difficoltà legate alla costruzione di asset allocation strategiche.

Sintetizzare un portafoglio orientato a liability di lungo periodo come quello dell'Ente, in contesti di fine ciclo dei tassi bassi, impone la necessità di individuare motori di rendimento non necessariamente legati all'allungamento della duration. Al contempo accessoriare lo stesso con "anticorpi" in grado di agire/reagire a fattori di "paura" non modellizzabili è stato e sarà un lavoro a dir poco difficile.

Al fine di traslare un portafoglio efficiente ed in grado di interpretare le linee guida dei prossimi anni, ci poniamo, costantemente domande, "...Tertium non datur", o forse sì? I numeri non barano mai, e proprio i numeri evidenziano l'amletico dubbio: aveva ragione Aristotele ad escludere una terza via, oppure c'è una qualche scappatoia, una motivazione alternativa, una "terza via" nell'attuale andamento dei mercati finanziari? La domanda, come dicevamo, nasce dai numeri che giornalmente affollano i terminali degli addetti ai lavori e i titoli dei giornali: può aumentare la fiducia dei consumatori (ai massimi da inizio 2011) e gli indicatori di direzione (vicini ai massimi del 2011) mentre le aspettative di inflazione restano basse e l'inflazione europea continua il suo flirt con lo zero? Possono gli indici azionari tentare di raggiungere nuovi massimi mentre i rendimenti dei titoli governativi raggiungono anche loro nuovi massimi storici? La teoria economica dà storicamente ragione ad Aristotele nel medio termine, ovvero prevede che l'obbligazionario soffra quando l'azionario si apprezza, e viceversa. Com'è noto, il fortissimo interventismo delle banche centrali ha alterato questo paradigma, come è stato



Relazione sulla Gestione

evidente a tutti la scorsa estate, quando obbligazionario ed azionario hanno accusato il colpo in modo molto simile...”

L’attuale fotografia dei tassi *politicamente corretti*, ancillari ad una ripresa ancora esangue, mettono in luce aspetti complementari, tra gli altri:

- che livello dei tassi potrebbe sopportare l’acquirente di una casa? da qui a poco potremmo scoprirlo. Come riferito dallo stesso Bernanke nella conferenza stampa di settembre, l’aumento di oltre 125 punti base per un mutuo trentennale negli ultimi 6-12 mesi sembra aver fermato la costruzione di nuove abitazioni e soprattutto i rifinanziamenti ipotecari, elemento che, all’epoca dei fatti, spinse la Fed a rinviare la decisione al secondo giro di giostra.
- quanti e quali fattori tecnici stanno danneggiando più o meno irrimediabilmente la tanto agognata GENUINA TRANSIZIONE ? L’attività persuasiva delle banche centrali, (*farword guidance*) finalizzata, ad oggi, a convincere i mercati che i tassi a breve saranno ancora bassi per molti anni al fine ultimo di tenere ragionevolmente bassi anche quelli a lungo termine, porta con sé un inevitabile messaggio implicito negativo (*i tassi saranno bassi in previsione di crescite future molto negative*) che deprime piuttosto che stimolare la domanda di credito da parte di chi intraprende sulla base di scenari attesi.

Siamo convinti che in contesti di down side molto elevati, il mantra dell’Indicizzazione può spingere ad essere pienamente investiti in un mercato sopravvalutato e mai, come in questi ultimi tre anni, siamo convinti della politica d’investimento di cui da quasi tre lustri siamo stati antesignani.

Un approccio di allocazione strategica del patrimonio inquadrabile come “benchmark agnostic”. Uno stile che abbiamo ritenuto, a suo tempo, necessario per interpretare e affrontare i movimenti tettonici che avevamo intravisto e puntualmente annunciato.

Forse ancora oggi l’approccio rimane ancora isolato rispetto al mondo di riferimento delle casse di previdenza, ma viene istituzionalizzato e proposto, con vigore, da molti asset manager internazionali. Propongono, quale unico metodo “salvifico”, mandati ampi e flessibili attraverso il così detto approccio unconstrained.

Non abbiamo utilizzato la sfera di cristallo ma abbiamo cercato di osservare con lucidità il presente sforzandoci costantemente di monitorare il così detto Rischio “Complacency” (condizione di autocompiacimento dei mercati, sicurezza, soddisfazione dei risultati raggiunti, spesso combinata con scarsa consapevolezza di pericoli, i rischi o difficoltà esistenti).



Relazione sulla Gestione

Il processo d'investimento, dunque, nasce e viene mantenuto sulla base di una serie di elementi costantemente ponderati: a) obiettivi ministeriali forniti su base annua; b) valori espressi dal bilancio tecnico attuariale; c) aspettative implicite espresse dai mercati sugli elementi che caratterizzano il nostro asset-liability matching; d) controllo ed eventuale interferenza sui gestori del nostro patrimonio che vengono costantemente e stabilmente responsabilizzati attraverso un coinvolgimento diretto nella strategia di breve, medio e lungo periodo.

Anche quest'anno i numeri ci hanno dato ragione ed in tutta onestà siamo orgogliosi di sceglierne alcuni che ne esprimono tangibilmente la misura:

Rapportando

A) la consistenza media (saldi al 31 dicembre) delle disponibilità finanziarie dell'Ente dal 2004 al 2013, **paria a circa 252 Mln. di Euro**

con

B) il rendimento degli investimenti finanziari al netto degli oneri finanziari maturati nello stesso periodo, pari a circa 77 Mln di Euro,

si produce un semplice assunto:

negli anni tradotti a futura memoria, come quelli rappresentativi di una crisi economica epocale, circa il 30.49 % del patrimonio attuale è stato generato dalla sola gestione finanziaria.



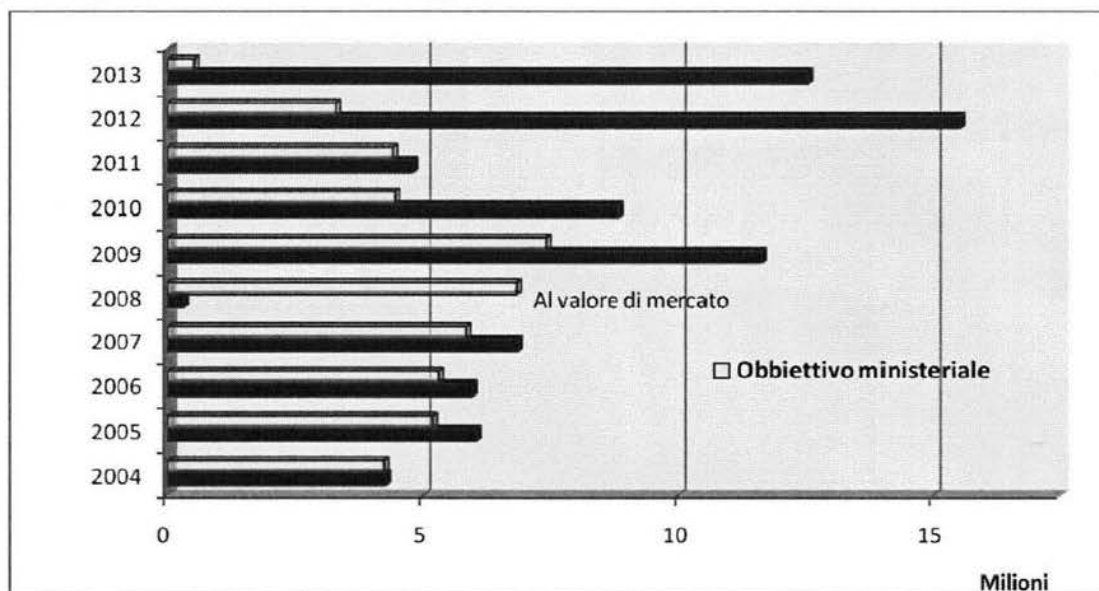
Da questo calcolo rimangono ovviamente esclusi i valori pertinenti all'attuale gestione inclusi durante il 2014.



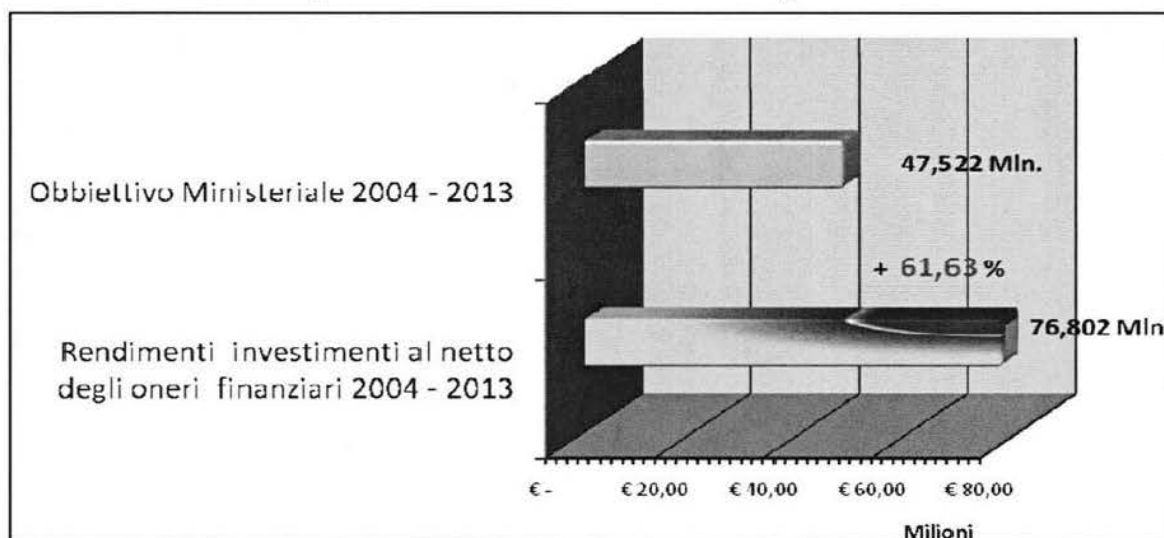
Relazione sulla Gestione

Anche il 2013, ci ha visto superare l'obiettivo Ministeriale.

Il grafico che segue illustra chiaramente come la gestione finanziaria, negli anni, ha sempre centrato e superato brillantemente questo obiettivo, confermando la competenza e positività della scelta decisionale in materia di investimenti. Il confronto tra la rivalutazione da riconoscere sui montanti degli iscritti e l'ammontare dei proventi finanziari realizzati dal 2004 ad oggi, fotografa la positività delle scelte nella politica di investimento.



Il successivo grafico evidenzia come la gestione del comparto mobiliare, dal 2004 ad oggi, abbia prodotto un surplus del 61.63 % rispetto a quanto richiesto dalla L. 335/95 per la rivalutazione del montante degli iscritti.





Relazione sulla Gestione

La politica di investimenti adottata dall'Ente ha dunque garantito al portafoglio oltre che una bassa volatilità, un'enorme porzione di attivo circolante, caratterizzato da un'ottima disponibilità di impegni a brevissimo termine 0-3 mesi, (40% circa del portafoglio è compreso tra liquidità e titoli con scadenza compresa fra i 0 e i 2 y) in coerenza con tutti i credo che abbiamo esposto, ma soprattutto con quelle convinzioni che riteniamo un dogma: *si stanno creando i presupposti per i cambiamenti che solo le grandi crisi possono generare ed è in questa direzione che cercheremo di individuare l'ambiente fertile dove poter monitorare la cultura dei geni che potranno garantire il futuro pensionistico dei nostri iscritti.*

Al fine di implementare l'architettura patrimoniale dell'Ente e perseguire le logiche pregnanti delle indicazioni, più volte evidenziate dai confronti con gli Enti degli organi vigilanti, nel 2013 l'ENPAB, ha istituzionalizzato l'area finanza quale elemento intercettore delle svariate evoluzioni normative.

Tale funzione interna avrà un focus costante sul portfolio management nonché al risk management degli asset.

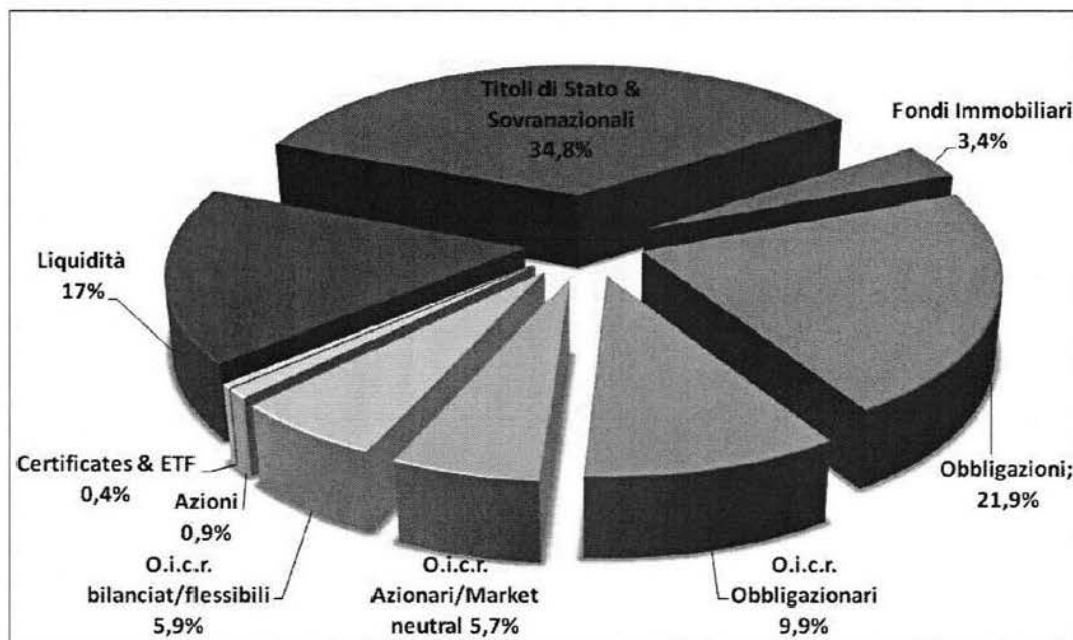
E' stata concretizzata l'attività di strutturazione della governance integrata di processo, ovvero il naturale punto di intersezione delle politiche gestionali applicate negli anni alle componenti finanziarie dell'Ente.



Relazione sulla Gestione

Patrimonio finanziario

Liquidità	67.840.411	17,0%
Titoli di Stato & Sovranazionali	139.216.860	34,8%
Fondi Immobiliari	13.777.335	3,4%
Obbligazioni	87.381.401	21,9%
O.i.c.r. Obbligazionari	39.676.313	9,9%
O.i.c.r. Azionari/Market neutral	22.953.427	5,7%
O.i.c.r. bilanciati/flessibili	23.413.783	5,9%
Azioni	3.661.065	0,9%
Certificates & ETF	1.561.103	0,4%
Totale	399.481.698	100%

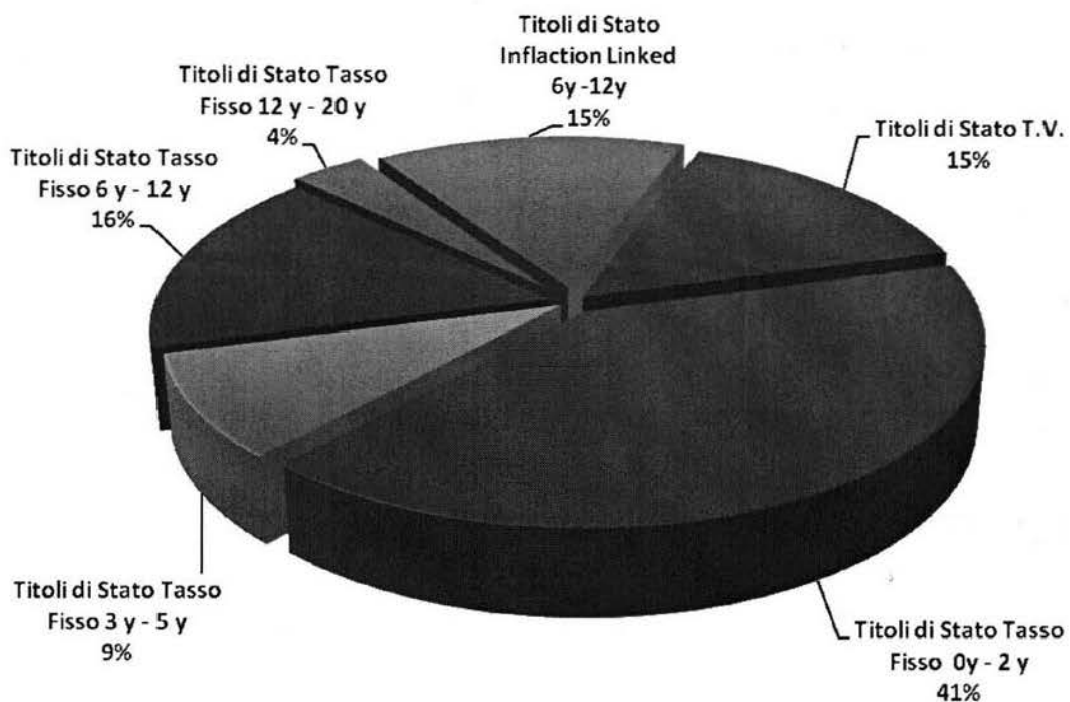




Relazione sulla Gestione

Titoli di Stato e Sovranazionali 34,8 % del Portafoglio totale

Titoli di Stato T.V.	21.155.109	15%
Titoli di Stato Tasso Fisso 0y - 2 y	57.089.703	41%
Titoli di Stato Tasso Fisso 3 y - 5 y	12.778.032	9%
Titoli di Stato Tasso Fisso 6 y - 12 y	22.709.895	16%
Titoli di Stato Tasso Fisso 12 y - 20 y	4.936.870	4%
Titoli di Stato Inflation Linked 6y -12y	20.547.251	15%
Totale	139.216.860	100%

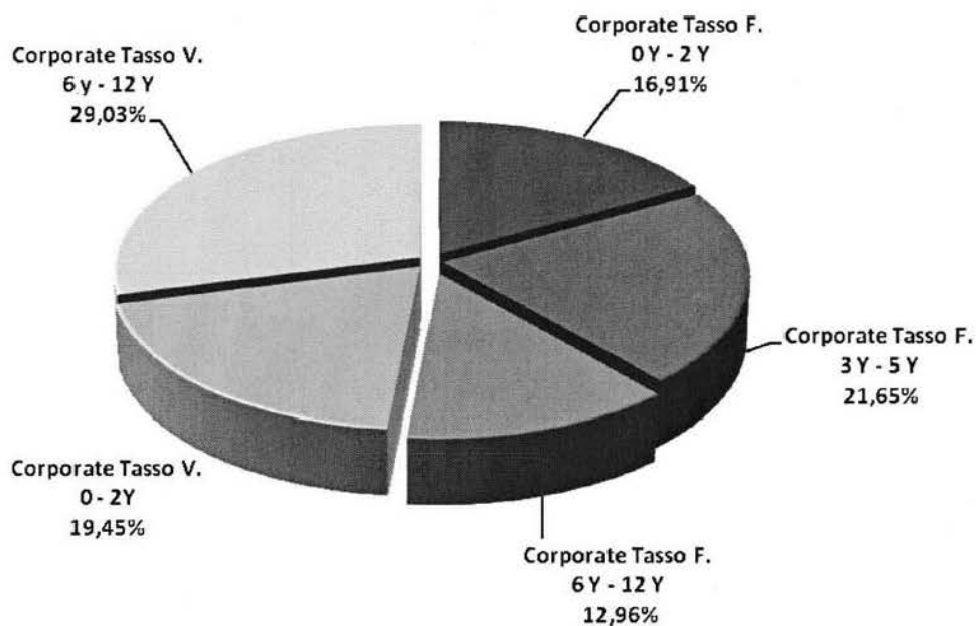




Relazione sulla Gestione

Obbligazioni 21,9 % del Portafoglio totale

Corporate Tasso F. 0 Y - 2Y	14.775.544	16,91%
Corporate Tasso F. 3 Y - 5Y	18.918.578	21,65%
Corporate Tasso F. 6 Y - 12Y	11.320.510	12,96%
Corporate Tasso V. 0 - 2Y	16.997.902	19,45%
Corporate Tasso V. 6 y - 12Y	25.368.866	29,03%
Totale	87.381.401	100,00%

O.I.C.R. Obbligazionari 9,9% del portafoglio totale

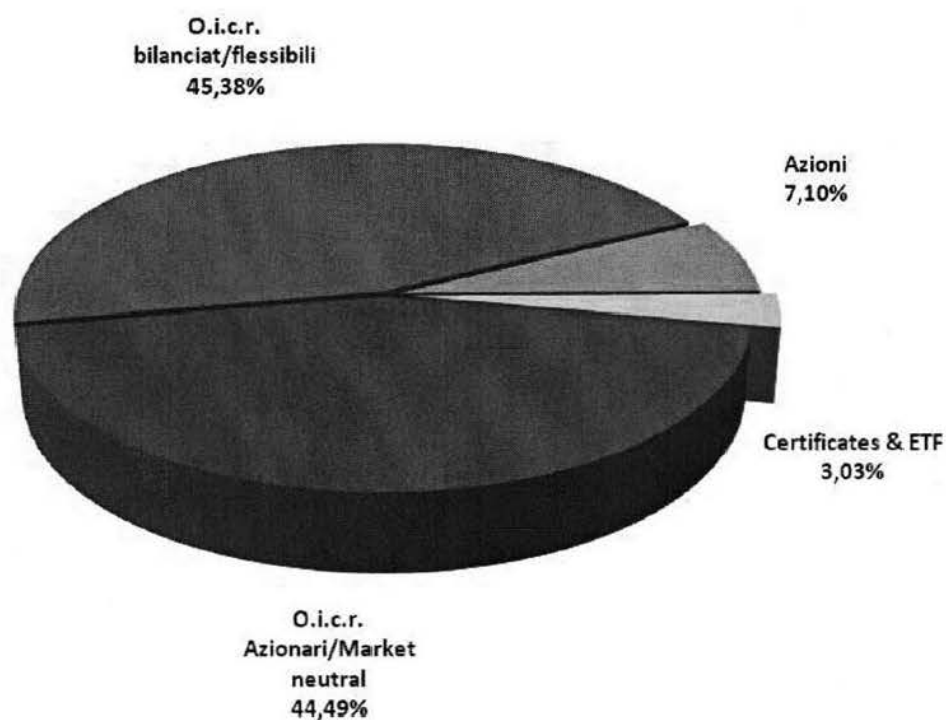
Global bond Government/Corporate	39.676.313	9,9%
----------------------------------	------------	------



Relazione sulla Gestione

Componente flessibile 12,9 % del portafoglio totale

O.i.c.r. Azionari/Market neutral	22.953.427	44,49%
O.i.c.r. bilanciati/flessibili	23.413.783	45,38%
Azioni	3.661.065	7,10%
Certificates & ETF	1.561.103	3,03%
Totale	51.589.378	100,00%



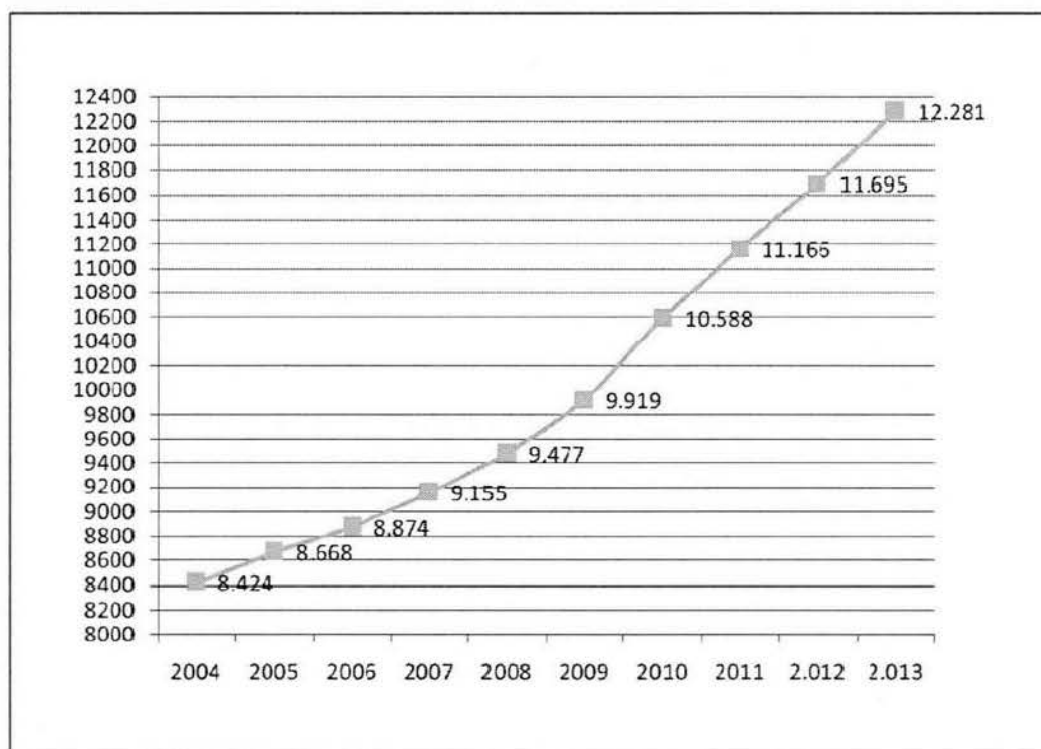


Relazione sulla Gestione

La gestione contributiva

Nell'anno 2013 il numero degli iscritti è cresciuto del 5% passando da 11.695 a 12.281. Il numero complessivo delle nuove iscrizioni nel 2013 è stato di 1.290 che fotografa una costante crescita dei professionisti biologi.

2010	2011	2012	2013
10.558	11.166	11.695	12.281

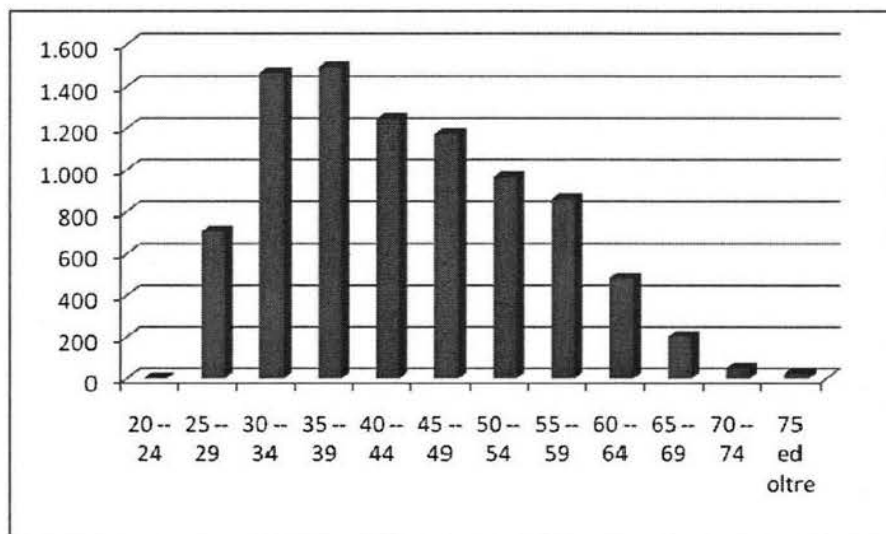


Analizzando nel dettaglio la composizione della categoria professionale dei biologi si riscontra una componente giovane, prevalentemente femminile: le iscritte biologhe rappresentano il 70% della categoria.



Relazione sulla Gestione

Tra le iscritte donne la classe di età maggiormente rappresentata è quella dai 35 ai 39 anni, inoltre ben il 48% delle iscritte ha tra i 30 ed i 45 anni.



Mentre tra gli uomini liberi professionisti la situazione è significativamente diversa. Il 35% degli iscritti uomini ha tra i 55 e i 70 anni. Anche tra gli uomini si registra comunque una crescita delle percentuali di iscritti giovani.

