

| Introduzione

sta per il coinvolgimento di ulteriori risorse provenienti dal mercato. In anticipo rispetto a quanto fatto dalla Banca Centrale Europea, è stato lanciato un programma di acquisiti di ABS e di obbligazioni bancarie garantite, per stimolare il settore immobiliare residenziale. Infine, è proseguita l'attività di valorizzazione degli immobili pubblici, con la realizzazione di importanti investimenti da parte del FIV, il Fondo Investimenti per la Valorizzazione.

Nell'ambito dell'evoluzione delle partecipazioni azionarie e dei fondi di investimento, CDP ha continuato a svolgere un ruolo sempre più determinante all'interno dei processi di privatizzazione e di valorizzazione del patrimonio industriale, trasformando il risparmio in capitale per lo sviluppo. In linea con la mission e con gli indirizzi strategici indicati dagli azionisti, sono state completate alcune importanti operazioni previste nel Piano Industriale. In particolare modo, si può segnalare la quotazione di Fincantieri presso Borsa Italiana, tramite un aumento di capitale finalizzato al reperimento di nuove risorse per il rafforzamento patrimoniale dell'azienda. Inoltre, è stata conclusa la cessione, pur mantenendo il controllo, di una quota del capitale di CDP Reti a State Grid Corporation of China – oltre che a un gruppo di investitori istituzionali italiani – che si colloca tra i primi dieci investimenti storicamente effettuati da un investitore cinese a livello mondiale in una società industriale. Infine, è stato completato il passaggio a SNAM della partecipazione detenuta da CDP GAS in Trans Austria Gasleitung GmbH (TAG), finalizzato allo sviluppo di una rete europea del gas in cui SNAM possa operare da principale protagonista.

Per quanto riguarda gli investimenti in equity, FSI ha continuato a consolidare il proprio posizionamento nel mercato italiano e ad affermarsi tra gli operatori principali per dotazione di capitale, pipeline e capacità di esecuzione. Tra le operazioni di rilievo, si segnalano la cessione del 40% del capitale di Ansaldo Energia, nell'ambito di un accordo strategico di lungo periodo con Shanghai Electric Corporation, e gli investimenti in importanti realtà italiane d'eccellenza, quali Valvitalia, il Gruppo Trevi e Inalca. Il fondo, inoltre, ha continuato ad agire in qualità di attrattore di capitali esteri, tramite la sottoscrizione di un accordo di collaborazione con China Investment Corporation (CIC), per operazioni di investimento comune ai fini di promuovere la cooperazione economica fra l'Italia e la Cina.

Le novità intervenute sul fronte della raccolta non sono state meno rilevanti. CDP ha, infatti, differenziato le fonti di approvvigionamento, ai fini di assicurarsi volumi stabili di raccolta, a costi competitivi e in linea con l'evoluzione delle esigenze degli investitori e dei risparmiatori. È stato avviato un programma per l'emissione di commercial paper, quale strumento di raccolta a breve termine, e sono stati predisposti l'emissione e il collocamento del primo prestito obbligazionario a favore di clientela retail residente in Italia. A supporto di tale strategia di diversificazione, è stata lanciata un'importante campagna pubblicitaria, per diffondere presso il mercato e i risparmiatori la conoscenza del ruolo e della mission di CDP all'interno dell'economia italiana. Si deve anche a questo lo straordinario successo dell'emissione, avvenuta nei primi mesi del 2015.

In conclusione, vorrei qui sottolineare che tutto ciò è stato reso possibile anche grazie all'impegno e alla dedizione delle donne e degli uomini che lavorano in CDP, cui vanno i miei più sentiti ringraziamenti. È grazie a loro se CDP riuscirà anche nei prossimi anni a supportare pienamente la crescita dell'economia del nostro Paese, a fronte delle sfide incalzanti poste da uno scenario globale sempre più competitivo.

Giovanni Gorno Tempini

PAGINA BIANCA



Cassa
depositi
e prestiti

RELAZIONE FINANZIARIA ANNUALE 2014



Relazione sulla gestione
del Gruppo

1. Il 2014 in sintesi

■ 31/12/2014

■ 31/12/2013

CDP S.p.A. - Dati economico-patrimoniali e indicatori di performance

Dati economici riclassificati (milioni di euro)	Variazioni			
	Assolute	%		
Margine di interesse	1.161	2.539	-1.378	-54,3%
Margine di intermediazione	2.664	3.114	-450	-14,4%
Risultato di gestione	2.409	2.953	-544	-18,4%
Utile di esercizio	2.170	2.349	-179	-7,6%

Dati patrimoniali riclassificati (milioni di euro)	Variazioni			
	Assolute	%		
Totale attività	350.205	314.685	35.520	11,3%
Disponibilità liquide e altri impieghi di tesoreria	180.890	147.507	33.383	22,6%
Crediti verso clientela e verso banche	103.115	103.211	-96	-0,1%
Partecipazioni e titoli azionari	30.346	32.693	-2.347	-7,2%
Raccolta	325.286	291.939	33.347	11,4%
Patrimonio netto	19.553	18.138	1.415	7,8%

Principali indicatori di performance (%)	
Spread margine di interesse	0,5% 1,1%
Spread margine di intermediazione	0,6% 0,9%
Rapporto cost/income	5,3% 4,1%
ROE	12,0% 14,0%

| Relazione sulla gestione

■ 31/12/2014

■ 31/12/2013

Gruppo CDP - Dati economico-patrimoniali e indicatori di performance

Dati economici riclassificati (milioni di euro)	Variazioni			
	Assolute	%		
Margine di interesse	925	2.424	(1.499)	-61,8%
Margine di intermediazione	481	2.414	(1.933)	-80,1%
Margine della gestione bancaria e assicurativa	984	2.663	(1.679)	-63,1%
Risultato di gestione	5.005	6.815	(1.809)	-26,5%
Utile di esercizio	2.659	3.425	(766)	-22,4%
di cui di pertinenza della Capogruppo	1.158	2.501	(1.343)	-53,7%

Dati patrimoniali riclassificati (milioni di euro)	Variazioni			
	Assolute	%		
Totale attività	401.680	367.307	34.373	9,4%
Disponibilità liquide e altri impieghi di tesoreria	183.749	151.523	32.226	21,3%
Crediti verso clientela e verso banche	105.828	105.965	-137	-0,1%
Partecipazioni e titoli azionari	20.821	20.061	760	3,8%
Raccolta	344.046	312.511	31.535	10,1%
Patrimonio netto	35.157	30.243	4.914	16,2%
di cui di pertinenza della Capogruppo	21.371	19.295	2.076	10,8%

L'ANDAMENTO DELL'ECONOMIA NEL 2014

Nel 2014 il PIL mondiale è cresciuto del 3,3% in linea con il 2013; tra le economie avanzate l'area dell'euro ha registrato un tasso di crescita pari a +0,8% con l'Italia ancora in recessione (-0,4%), sebbene la contrazione sia inferiore rispetto al dato del 2013. Continuano infatti a pesare sull'economia italiana l'elevata disoccupazione e il permanere delle tensioni nell'accesso al credito da parte delle imprese, a fronte del contributo positivo fornito dalle esportazioni nette.

Con riferimento alla finanza pubblica italiana si registra un lieve peggioramento rispetto a quanto fatto registrare nel 2013, con un indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche italiane pari al 3% del PIL, a fronte del 2,9% realizzato nell'anno precedente.

I RISULTATI DELL'ESERCIZIO 2014 DI CDP S.P.A.

Dal punto di vista economico i risultati conseguiti nel 2014 evidenziano un utile di periodo in flessione, imputabile principalmente alla preventivata contrazione registrata dal margine di interesse. Tale aggregato è risultato pari a 1.161 milioni di euro, in flessione di circa il 54% rispetto al 2013. In un contesto di mercato contraddistinto dalla significativa riduzione dei tassi di interesse, tale dinamica deriva principalmente dalla discesa del rendimento del conto corrente di Tesoreria a livelli minimi storici anche per effetto delle novità introdotte dal D.M. 28 maggio 2014² relative alla revisione delle modalità di calcolo della remunerazione delle giacenze.

Tale trend è stato parzialmente controbilanciato a livello di margine di intermediazione che si è attestato a 2.664 milioni di euro, in calo del 14% rispetto a 3.114 milioni di euro del 2013. Il positivo contributo al risultato di fine anno deriva dalla plusvalenza realizzata sulla cessione di una quota di minoranza di CDP Reti, dalla massimizzazione dei dividendi delle società partecipate e dalla vendita di una quota parte del portafoglio titoli plusvalente.

Quanto alle consistenze patrimoniali lo stock di disponibilità liquide (con un saldo presso il conto corrente di Tesoreria di circa 147 miliardi di euro) risulta pari a circa 181 miliardi di euro, in crescita del 23% rispetto al dato di fine 2013. Al netto dell'operatività per conto del Tesoro (OPTES) tale stock è in crescita del 9% anche grazie al positivo contributo della raccolta postale netta CDP.

Lo stock di "Crediti verso clientela e verso banche", pari a circa 103 miliardi di euro, evidenzia una sostanziale stabilità rispetto al saldo di fine 2013 (-0,1%, comunque in linea rispetto all'andamento degli impieghi bancario verso imprese e P.A.).

2 Il D.M. ha recepito le modifiche introdotte dal D.L. n. 66 del 24 aprile 2014 ("Spending review") che, all'articolo 12, comma 1, introduce una modifica della remunerazione delle giacenze sul conto corrente di Tesoreria della gestione separata. In particolare, fermi restando i parametri di riferimento di detta remunerazione (tasso medio dei BOT e quello dell'indice Rendistato), viene previsto un diverso periodo di rilevazione degli stessi, non più riferito al semestre precedente ma corrispondente al "semestre di validità della remunerazione".

Relazione sulla gestione

Si segnala la riduzione di circa il 7% rispetto al dato di fine 2013 (32,7 miliardi di euro) del valore di bilancio relativo all'investimento in partecipazioni e titoli azionari pari a circa 30 miliardi di euro. Tale decremento è principalmente attribuibile all'operazione di conferimento di Terna in CDP Reti e alla successiva cessione di una quota di minoranza del veicolo a investitori di minoranza.

La raccolta complessiva al 31 dicembre 2014 si è attestata a 325 miliardi di euro (+11% rispetto alla fine del 2013). All'interno di tale aggregato si osserva la crescita della raccolta postale (+4% rispetto alla fine del 2013), dovuta a una raccolta netta positiva pari a circa 4,6 miliardi di euro e agli interessi maturati; lo stock relativo, che si compone delle consistenze sui Libretti di risparmio e sui BFP, risulta, infatti, pari a circa 252 miliardi di euro.

Il patrimonio netto al 31 dicembre 2014 si è assestato a circa 20 miliardi di euro, in incremento rispetto a fine 2013 (+8%) per l'effetto combinato dell'utile maturato (pari a 2.170 milioni di euro), solo parzialmente controbilanciato dai dividendi erogati agli azionisti nel corso dell'anno a valere sull'utile conseguito nel 2013.

I RISULTATI DELL'ESERCIZIO 2014 DEL GRUPPO CDP

Nel corso del 2014, il Gruppo CDP ha maturato un utile pari a 2.659 milioni di euro (di cui 1.158 milioni di euro di pertinenza della Capogruppo), in contrazione di circa il 20% rispetto al 2013.

Il margine di interesse, pari a 925 milioni di euro, si è ridotto di 1,5 miliardi di euro rispetto al 2013, a causa della citata dinamica sfavorevole del margine tra impieghi e raccolta della Capogruppo, nonostante gli effetti positivi derivanti dalla riduzione del costo medio del debito di SNAM, ottenuti attraverso l'ottimizzazione della struttura finanziaria della società.

Il contributo derivante dalla gestione del portafoglio partecipativo, sebbene rilevante, è anch'esso risultato in diminuzione. La dinamica decrescente è largamente spiegata dalla riduzione nella redditività di ENI, connessa al calo dei corsi petroliferi, parzialmente controbilanciata dalle plusvalenze conseguite da FSI su Generali, Ansaldo ed Hera. Il margine di intermediazione di Gruppo, pari a 481 milioni di euro, è quindi risultato in diminuzione di oltre 1,9 miliardi di euro, nonostante le plusvalenze conseguite mediante una gestione attiva del portafoglio titoli. Si segnala, inoltre, il contributo fornito dalla gestione assicurativa, pari a circa 500 milioni di euro e in significativa crescita rispetto al 2013. Alla formazione dell'utile di esercizio contribuiscono, infine, i positivi risultati del perimetro non finanziario del Gruppo, in progresso rispetto all'esercizio precedente. Tale aumento è dovuto principalmente alla diminuzione delle imposte sul reddito di SNAM e Terna³.

Con riferimento agli aggregati patrimoniali, le disponibilità liquide, pari a 184 miliardi di euro, risultano in aumento di oltre il 20% rispetto al 2013. Tralasciando l'andamento della Capogruppo, il saldo ha beneficiato degli effetti dell'operatività sul titolo Generali, dell'attrazione di capitali internazionali da parte

³ La riduzione delle imposte è prevalentemente attribuibile agli effetti dell'abolizione dell'addizionale IRES (cosiddetta "Robin Hood Tax").

di FSI (ingresso del fondo sovrano del Kuwait in FSI Investimenti) e del completamento del processo di quotazione di Fincantieri, al netto degli investimenti in attività fisse realizzati nell'ambito del perimetro non finanziario di Gruppo.

Con riguardo al portafoglio titoli di debito, si segnalano gli effetti del progressivo accentramento della tesoreria presso la Capogruppo, che ha determinato lo smobilizzo di titoli per 2,1 miliardi di euro da parte delle altre società del Gruppo.

Il saldo di partecipazioni e titoli azionari ha raggiunto nel 2014 quota 21 miliardi di euro, in incremento del 4% rispetto all'esercizio precedente. La variazione è riconducibile alla valutazione al patrimonio netto di ENI, alle modifiche intervenute nel perimetro di consolidamento e alle operazioni di acquisizione e cessione di partecipazioni a livello di Gruppo, principalmente relative a FSI.

Con riferimento alla raccolta, il saldo complessivo si è attestato a 344 miliardi di euro, in aumento del 10% rispetto al 31 dicembre 2013. Oltre alla raccolta postale, contribuisce alla dinamica del saldo la raccolta da clientela e banche, in aumento di quasi 18 miliardi di euro. La variazione include, oltre a quanto già discusso con riferimento alla Capogruppo, la liquidità raccolta da FSI nell'ambito dell'operatività sul titolo Generali, le risorse a sostegno dello sviluppo di SACE Fct e del perimetro non finanziario di Gruppo, nonché il financing a supporto dell'apertura del capitale di CDP Reti. Per quanto concerne la raccolta obbligazionaria, pari a 26 miliardi di euro, si segnalano le nuove emissioni effettuate da SNAM nel periodo (pari a 1,7 miliardi di euro) nell'ambito del percorso di ottimizzazione della propria struttura finanziaria.

Il patrimonio netto di Gruppo si è assestato a circa 35 miliardi di euro, in crescita del 16% rispetto al 2013. Tale dinamica è da ricondurre alla maturazione degli utili delle varie società del Gruppo, controbilanciati dall'ammontare di dividendi erogati agli azionisti terzi. A valere sul patrimonio netto complessivo, circa 21 miliardi di euro risultano di pertinenza della Capogruppo (+11% rispetto al 2013), mentre 14 miliardi di euro sono attribuibili a terzi.

2. Scenario macroeconomico e contesto di mercato

2.1. SCENARIO MACROECONOMICO

Nel 2014 la crescita del PIL mondiale in termini reali è stata positiva e in linea con quella del 2013 (+3,3%). Tale dinamica è stata guidata dai mercati emergenti (+4,4%), sebbene in rallentamento rispetto all'anno precedente (+4,7%), e in misura minore dalle economie avanzate (+1,8%), risultate in ripresa rispetto al 2013 (+1,3%), sia pur con notevoli differenze al proprio interno⁴.

L'area dell'euro ha mostrato una debole ripresa, pari a +0,8%, rispetto al dato negativo di -0,5% nel 2013. Nonostante alcuni segnali positivi, dovuti al deprezzamento dell'euro (il cui tasso di cambio reale effettivo si è ridotto di circa il 2% nell'ultimo trimestre dell'anno), al ribasso dei prezzi del petrolio, a politiche fiscali meno restrittive e a politiche monetarie accomodanti⁵, sulla ripresa gravano ancora incertezze dovute alla debolezza della dinamica degli investimenti e a una dinamica inflazionistica eccessivamente contenuta, che lascia presagire la persistenza di un regime di bassi tassi di interesse, anche a lungo termine.

L'economia italiana ha continuato a registrare una recessione nel 2014, con una riduzione del PIL di -0,4% in termini reali, sebbene la contrazione sia stata più attenuata rispetto a quella del 2013 (-1,9%). Sulla dinamica negativa ha pesato l'andamento di alcune componenti della domanda interna, tra cui, in particolar modo, quella degli investimenti fissi lordi (-3,3%), oltre che della spesa pubblica (-0,9%). In controtendenza, la spesa delle famiglie ha segnato un aumento di +0,3%, imputabile all'aumento del reddito disponibile sostenuto dalle misure adottate dal Governo nel corso dell'anno, nonostante la propensione al risparmio sia contestualmente aumentata. La domanda estera ha fatto registrare una variazione positiva e pari a +0,9%, confermandosi uno dei fattori di stimolo dell'economia nazionale.

Nel corso del 2014, la produzione industriale in media si è ancora ridotta (-0,8%), ma la contrazione è stata inferiore rispetto a quella mostrata nel 2013 (-3,2%). A dicembre, l'unico comparto a manifestare una variazione tendenziale positiva era quello dei beni strumentali, a differenza del comparto energetico, dei beni intermedi e di quelli di consumo, che facevano tutti registrare variazioni negative (-6,0%, -2,4% e -0,2%, rispettivamente)⁶.

Con riferimento al mercato del lavoro, a fine anno il tasso di disoccupazione è stato pari al 12,9%, in leggero aumento tendenziale (+0,3%), mentre il tasso di disoccupazione giovanile ha continuato ad at-

4 Cfr. Fondo Monetario Internazionale, *World Economic Outlook Update*, gennaio 2015.

5 Come noto, il 22 gennaio 2015 la Banca Centrale Europea ha annunciato un programma ampliato di acquisto di titoli pubblici per un ammontare pari a 60 miliardi di euro al mese, che nelle intenzioni dovrebbe durare almeno fino a settembre 2016, con l'obiettivo di riportare i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine.

6 Istat, *Produzione industriale*, 10 febbraio 2015.

testarsi su un livello particolarmente alto e pari al 42%, anch'esso in lieve aumento rispetto all'anno precedente (+0,1%)⁷.

L'inflazione nel 2014 è rimasta in media pressoché costante, facendo registrare soltanto un lieve aumento, pari a 0,2%, a differenza dell'incremento più sostenuto avutosi nel corso del 2013 e pari a 1,2%. In particolare, un andamento tendenziale nullo dei prezzi del settore abitazione, acqua, elettricità e combustibili e una dinamica negativa dei prezzi del settore telecomunicazioni (-7,3% in media annua)⁸ hanno contribuito a mantenere molto contenuta la dinamica inflazionistica. Nel terzo trimestre dell'anno il reddito delle famiglie a prezzi correnti è aumentato in termini tendenziali dell'1,4% mentre, tenuto conto dell'andamento dei prezzi, il potere d'acquisto delle famiglie è aumentato dell'1,5%. Nello stesso periodo, la spesa delle famiglie per consumi finali a prezzi correnti è lievemente aumentata su base annua (+0,4%). Contestualmente, la propensione al risparmio delle famiglie è stata pari al 10,8%, in aumento dello 0,9% rispetto all'anno precedente⁹.

2.2. CONTESTO DI RIFERIMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA

Le politiche di bilancio sono rimaste orientate al consolidamento dei conti pubblici, anche se il Governo ha mitigato il ritmo del risanamento a causa del peggioramento del quadro congiunturale, ai fini di evitare ulteriori ripercussioni recessive sull'economia ed eventuali conseguenze sfavorevoli sul rapporto tra debito pubblico e PIL. In quest'ottica si possono interpretare anche gli allentamenti del Patto di Stabilità Interno per gli enti locali, concretizzatisi in un aumento degli spazi finanziari per le spese di investimento e il pagamento dei debiti pregressi in conto capitale. Parallelamente, sono stati leggermente ridotti i limiti all'indebitamento degli enti locali, per favorire la spesa per investimenti.

Gli andamenti dei saldi di finanza pubblica hanno mostrato nel 2014 un lieve peggioramento rispetto a quanto fatto registrare nel 2013. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è stato pari al 3% del PIL, a fronte del 2,9% realizzato nell'anno precedente, mentre il saldo primario si è ridotto dello 0,3%, pur mantenendosi positivo, passando da 1,9% del PIL nel 2013 a 1,6% nel 2014¹⁰.

L'aumento dell'indebitamento netto è dovuto a un aumento più che proporzionale delle uscite totali delle Amministrazioni pubbliche rispetto alle entrate totali. Le uscite totali della PA, infatti, nel 2014 sono aumentate dello 0,8% rispetto all'anno precedente, risultando pari al 51,1% del PIL. Le entrate totali, invece, sono aumentate dello 0,6% rispetto al 2013, attestandosi al 48,1% del PIL¹¹. Per quanto riguarda, infine, il debito pubblico, nel 2014 ha subito un incremento del 3,6% del PIL rispetto al 2013, passando dal 128,5% del PIL al 132,1%¹².

7 Istat, *Occupati e disoccupati*, 30 gennaio 2015.

8 Istat, *Prezzi al consumo*, 14 gennaio 2015.

9 Istat, *Reddito e risparmio delle famiglie e profitti delle società*, 9 gennaio 2015.

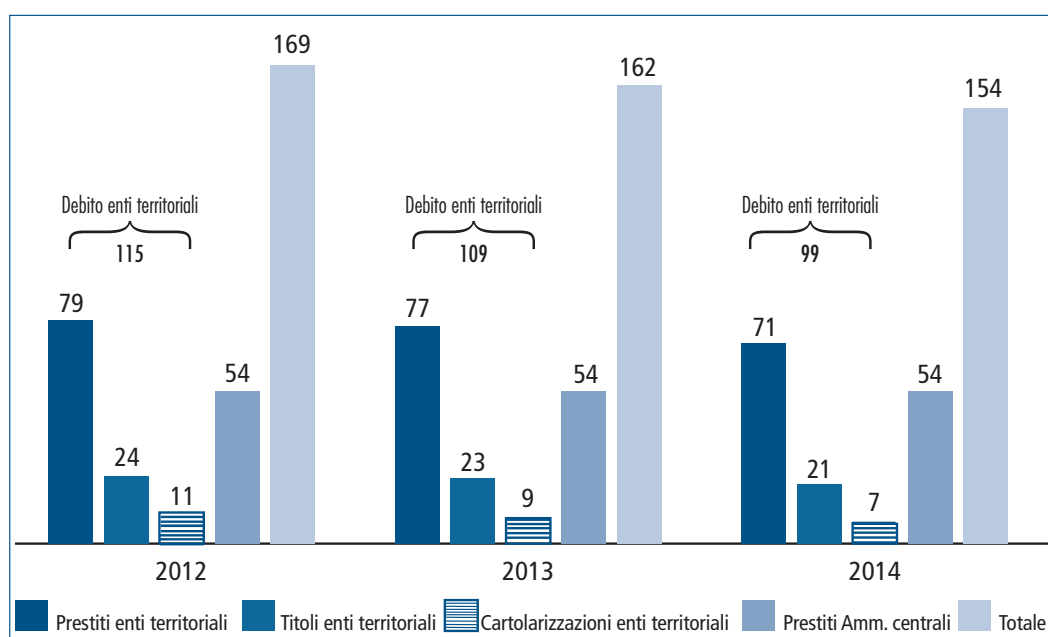
10 Cfr. Istat, *PIL e indebitamento AP (anni 2012-2014)*, 2 marzo 2015.

11 Ibid.

12 Ibid. Il rapporto debito pubblico/PIL è stato influenzato dal passaggio ai nuovi criteri di contabilità nazionale, basati sul sistema SEC2010, avvenuto nel settembre 2014.

| Relazione sulla gestione

Analizzando il mercato di riferimento di CDP, composto dal debito degli enti territoriali (comuni, province, regioni e altri enti locali) e dai prestiti alle Amministrazioni centrali, si registra che, a dicembre 2014, l'ammontare dei prestiti in essere erogati agli enti territoriali si attestava sui 71 miliardi di euro, in riduzione di circa 6 miliardi di euro rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Alla stessa data, il volume dei titoli emessi dagli enti territoriali era pari a 21 miliardi di euro, in riduzione di circa 2 miliardi di euro rispetto alla fine del 2013, mentre le cartolarizzazioni e le altre forme di indebitamento finanziario risultavano essere pari a 7 miliardi di euro, con una contrazione di circa 2 miliardi di euro nel periodo in questione.

Stock debito degli enti territoriali e prestiti ad Amministrazioni centrali*(miliardi di euro)*

Complessivamente, a dicembre 2014 l'ammontare del debito degli enti territoriali si era ridotto a 99 miliardi di euro, oltre 9 miliardi in meno rispetto allo stesso mese del 2013. Alla data in questione, il contributo maggiore era dato dagli enti locali (comuni e province), che detenevano uno stock di debito pari a circa 53 miliardi (54% del totale), mentre l'ammontare di debito attribuibile alle regioni risultava essere di circa 34 miliardi (34%) e quello degli altri enti locali era pari a circa 12 miliardi di euro (12%).

Per quanto riguarda i prestiti con onere a carico delle Amministrazioni centrali, a fine 2014 erano aumentati su base annua di circa 1 miliardo di euro, passando da una consistenza di 53,5 miliardi a una di 54,5 miliardi, in controtendenza rispetto ai prestiti degli enti territoriali. Preso nel suo complesso, il mercato di riferimento di CDP ha mostrato, nello stesso periodo, una contrazione di circa 8 miliardi di euro,

diminuendo da un livello di 162 miliardi di euro a 154 miliardi di euro e confermando la marcata tendenza alla riduzione verificatasi anche negli anni precedenti.

2.3. CONTESTO DI RIFERIMENTO DEL SETTORE CREDITIZIO

2.3.1. Tassi di interesse

Nel corso del 2014, la BCE ha continuato ad adottare politiche monetarie accomodanti, con l'obiettivo di garantire la stabilità dei prezzi e riportare l'inflazione a un tasso inferiore ma vicino al 2%, coerentemente con il suo mandato, oltre che di ripristinare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. A giugno, il tasso di rifinanziamento principale è stato portato a 0,15%, con una riduzione di 10 punti base, mentre a settembre è stato diminuito di altri 10 punti base, attestandosi a 0,05% e raggiungendo, così, un nuovo minimo storico. Contestualmente, il tasso di interesse sui depositi è stato portato in territorio negativo.

In aggiunta alle misure sui tassi, a giugno la BCE ha introdotto ulteriori strumenti di politica monetaria, tra cui le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO, Targeted Longer-Term Refinancing Operations) e gli acquisti diretti di asset backed securities (ABS), ai fini di migliorare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e stimolare la concessione di credito all'economia reale. Tali decisioni sono state essenzialmente motivate dalle persistenti differenze nel ciclo di politica monetaria tra i diversi Stati membri, dalle pressioni al ribasso presenti nel quadro inflazionistico, dalla crescita debole dell'area euro e dalla dinamica del credito ancora compressa¹³. I mercati hanno risposto alle decisioni della BCE mostrando una forte riduzione dei tassi. Il tasso Euribor a 3 mesi è sceso da 0,29% a inizio anno a 0,08% a fine anno (-73%), mentre il tasso Eonia nello stesso periodo è passato da 0,22% a -0,01%¹⁴.

Durante il corso dell'anno, le tensioni nel mercato dei titoli del debito sovrano hanno continuato a ridursi, sia per gli effetti delle politiche monetarie accomodanti sia per il processo di aggiustamento dei conti pubblici. Lo spread sui titoli pubblici decennali italiani rispetto agli equivalenti tedeschi si è ridotto da 215 punti base a inizio dell'anno a 129 punti base in chiusura d'anno¹⁵. Parallelamente, l'indice generale del Rendistato si è ridotto tra gennaio e dicembre da 2,8% a 1,6%, trainato al ribasso dalla progressiva compressione dei rendimenti sui titoli del debito pubblico italiano.

Nonostante l'espansività delle politiche monetarie e l'ulteriore riduzione delle pressioni sul debito sovrano, l'erogazione del credito al settore privato ha continuato a restringersi, anche se a un ritmo inferiore rispetto all'anno precedente. A novembre 2014 i prestiti delle banche alle imprese hanno manifestato

13 Cfr. ECB Press release, *Monetary policy decisions*, 5 June and 4 September 2014; ECB Press release, *ECB announces monetary policy measures to enhance the functioning of the monetary policy transmission mechanism*, 5 June 2014; M. Draghi, *Introductory statement to the press conference*, 4 September 2014.

14 Fonte: elaborazioni su dati Datastream.

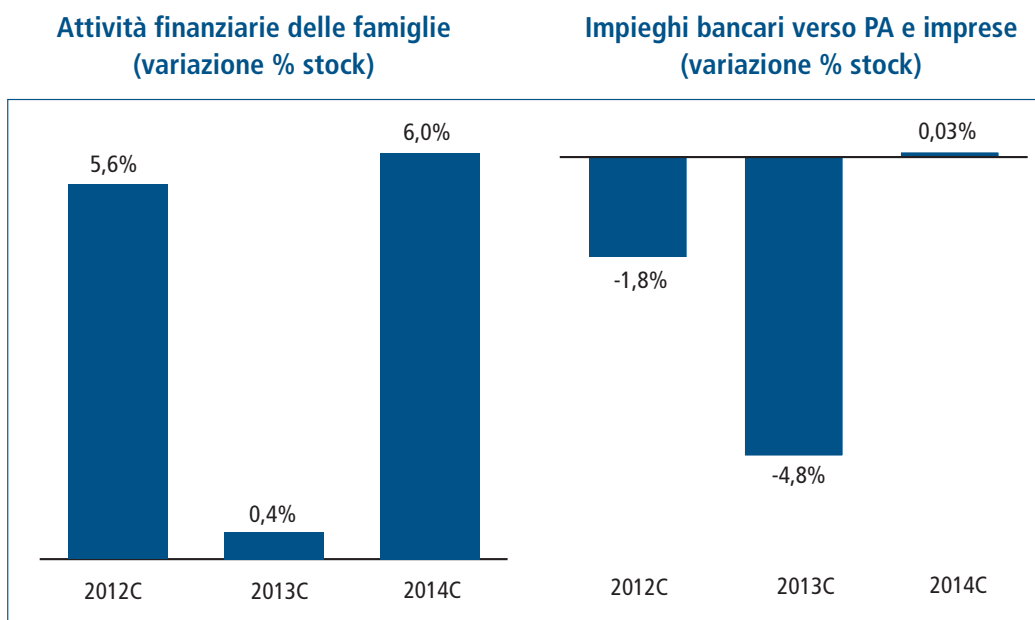
15 Ibid.

| Relazione sulla gestione

una variazione negativa su base annua e pari a -2,4%, mentre i prestiti alle famiglie hanno subito una riduzione minore e pari a -0,2%.

2.3.2. Impieghi e raccolta

Nel 2014, il mercato di riferimento in cui opera CDP ha beneficiato del progressivo miglioramento delle condizioni di offerta del credito che ha interessato il settore bancario. Il volume degli impieghi alle Amministrazioni pubbliche, alle società non finanziarie e alle famiglie produttrici, infatti, ha manifestato su base annua una stagnazione (0,0%), a differenza del dato pesantemente negativo registrato nel 2013 (-4,8%). L'andamento nullo del mercato è stato causato dalle dinamiche contrastanti relative al segmento imprese (società non finanziarie e famiglie produttrici), che ha mostrato una variazione tendenziale negativa pari a -0,8%, e al settore della PA, i cui impieghi hanno manifestato, invece, una crescita pari a +3,1%, che tuttavia non è riuscita compensare la contrazione degli impieghi alle imprese. Pur essendo migliorate nel corso dell'anno le condizioni di offerta di credito, la contrazione dei prestiti ha risentito della persistente rischiosità dei prenditori di fondi, oltre che della scarsità della domanda, dovuta alla debolezza degli investimenti¹⁶.



In base alle prime stime disponibili, nel 2014 lo stock delle attività finanziarie delle famiglie ha subito una variazione tendenziale positiva pari a +6,0%¹⁷. Tale incremento è principalmente imputabile al valore dei

¹⁶ Cfr. Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, numero 1, gennaio 2015.

¹⁷ Le attività finanziarie delle famiglie comprendono la raccolta bancaria (conti correnti, depositi e obbligazioni), le quote dei fondi comuni (risparmio gestito), i titoli di Stato e le assicurazioni ramo vita.

titoli del debito pubblico nel portafoglio delle famiglie e all'andamento del risparmio gestito e del ramo vita assicurativo, che hanno fatto registrare su base annua variazioni ampiamente positive, favorite dai bassi livelli dei tassi di interesse e, soprattutto nella prima metà dell'anno, dalle condizioni favorevoli dei mercati azionari. Per quanto riguarda la raccolta di risorse finanziarie delle famiglie da parte degli istituti di credito, nel corso dell'anno è proseguito il trend positivo dei depositi, con una preferenza per gli strumenti più liquidi a scapito di quelli a maggiore scadenza. Contestualmente, le obbligazioni bancarie hanno continuato a ridursi, non solo per l'attuale preferenza delle famiglie verso strumenti finanziari più liquidi, ma anche per la minore necessità degli istituti di credito di reperire nuove fonti di finanziamento sul mercato retail, data la maggiore disponibilità di risorse finanziarie a livello di sistema.

2.4. CONTESTO DI RIFERIMENTO NEL SETTORE IMMOBILIARE

La ripresa del settore immobiliare si sta rivelando molto più lenta e problematica del previsto¹⁸; a incidere negativamente sui livelli di attività ha inevitabilmente concorso il deterioramento del quadro macroeconomico e, con esso, le prospettive reddituali e il livello di fiducia di famiglie e imprese.

Nel terzo trimestre dell'anno il numero di compravendite di abitazioni ha segnato un rialzo, pur collocandosi ancora poco al di sopra dei livelli minimi toccati nel 2013 (circa +4%). Nello stesso periodo è proseguita, pur attenuandosi, la flessione dei prezzi delle abitazioni in atto dalla fine del 2011. La contrazione registrata sul versante dei valori non contribuisce ad alimentare prospettive di rilancio. Il perdurare della pressione ribassista, che nel breve periodo non pare destinata ad attenuarsi, rappresenta un fattore che, oltre ad attestare la debolezza economica della domanda e l'eccesso di offerta, induce inevitabilmente il differimento delle scelte di investimento in attesa di condizioni più propizie.

Altro fattore che non contribuisce all'evoluzione delle transazioni residenziali è il modesto flusso di mutui alle famiglie registrato nel corso dell'anno; nel terzo trimestre 2014, la quota di acquisti finanziati con un mutuo ipotecario è infatti diminuita al 59,9%, (dal 62,9% del trimestre precedente), interrompendo il graduale aumento in atto da circa un anno¹⁹. Le ragioni di tale selettività del sistema creditizio sono molteplici e riscontrabili: (i) nel progressivo deterioramento della qualità del credito registrato in corrispondenza della crisi che ha comportato la necessità di effettuare consistenti rettifiche costituendo un ostacolo sulla via del ritorno a una normalità allocativa, (ii) nell'approdo a un sistema unificato di vigilanza a livello europeo che ha imposto un'accelerazione del processo di verifica del valore delle garanzie immobiliari a copertura dei crediti.

A partire dalla seconda metà del 2014 la capacità di erogazione del sistema bancario italiano risulta però in progressivo aumento; tale dinamica è sostenuta anche dal pacchetto di misure della Banca Centrale Europea riguardo alle condizioni di rifinanziamento e di garanzia su titoli e mutui ipotecari.

18 *Rapporto sul Mercato Immobiliare 2014* di Nomisma pubblicato nel mese di novembre.

19 Banca d'Italia, *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, ottobre 2014.

| Relazione sulla gestione

2.5. CONTESTO DI RIFERIMENTO NEL SETTORE DEL PRIVATE EQUITY

Analizzando il perimetro di riferimento di FSI su scala europea, si osserva come le operazioni realizzate nel 2014 siano state pari a 204 con un controvalore di 188 miliardi di dollari, in crescita rispetto ai 124 miliardi di dollari per l'anno 2013, attestandosi pur sempre a valori inferiori ai picchi registrati negli anni 2006 e 2007 (quasi 300 miliardi di dollari in ciascun anno). Gli investimenti effettuati nel 2014 hanno riguardato prevalentemente i settori telecomunicazioni (24%), tempo libero (18%), industriale (14%) e immobiliare (13%) e, con riguardo alla suddivisione geografica, perfezionate in maggior misura in Regno Unito (33%) e Francia (27%). Le operazioni realizzate in Italia risultano pari solo al 2% del totale complessivo, in netta flessione rispetto al 5% rilevato nel 2013.

Tali volumi limitati per l'Italia non sono coerenti con le metriche economiche del Paese che, in quanto secondo sistema manifatturiero europeo, offre, in contrasto, solide aziende operanti in nicchie di eccellenza, nonché un'alta percentuale di aziende familiari.

In relazione al perimetro di riferimento di FSI in Italia, nel corso del 2014 il numero di operazioni realizzate in Italia da fondi è stato pari a 9, rispetto alle 7 realizzate nell'anno 2013. In ciascuno dei due anni, FSI ha realizzato 3 operazioni.

Investimenti in capitale di rischio completati nel 2014 in Italia nel perimetro di operatività di FSI - Acquirenti fondi*(milioni di euro)*

Target	Acquirente	Ricavi 2013	Equity (1)	Quota acquisita	Perimetro FSI D.M. 2/7/2014
Versace	Blackstone	479	210	20,0%	Dimensione
Eataly	Tamburi IP	285	120	20,0%	Dimensione con deroga
Rina	VEI Capital & Intesa SP	294	25	20,0%	Dimensione con deroga
Nuova Castelli	Charterhouse	350	300	80,0%	Dimensione e settore
Inalca	FSI/Qatar Holding (3)	1.559	165	28,4%	Dimensione e settore
Trevi	FSI (4)	1.276	101	16,9%	Dimensione
Rocco Forte Hotels (2)	FSI (4)	291	76	23,0%	Settore
Intercos	Catterton Partners	330	n/a	43,0% (5)	Dimensione
Carige Vita Nuova + Carige Ass.	Apollo GM	1.061	310	100,0%	Dimensione e settore

(1) Capitale di rischio investito.

(2) Sottoscritto accordo investimento, perfezionato a marzo 2015.

(3) Tramite IQ, MIIC, joint venture tra FSI Investimenti e Qatar Holding.

(4) Si intende FSI e FSI Investimenti.

(5) Fonte Mergermarket, dato ufficiale non disponibile.

Fonte: Factset, Private Equity Monitor, Mergermarket, stampa.

Con riferimento alle operazioni perfezionate da parte di operatori industriali, le stesse sono risultate pari a 12 nel corso del 2014 rispetto alle 6 del 2013.

Investimenti in capitale di rischio completati nel 2014 in Italia nel perimetro di operatività di FSI - Acquirenti operatori industriali

(milioni di euro)

Target	Acquirente	Ricavi 2013	Equity (1)	Quota acquisita	Perimetro FSI D.M. 2/7/2014
Ansaldo Energia	Shanghai Electric	1.219	400	40,0%	Dimensione
Indesit	Whirlpool	2.671	758	66,8%	Dimensione
Poltrona Frau	Hayworth	273	415	100,0%	Dimensione con deroga
Shell Italia (2)	Q8	n/a	300	100,0%	Dimensione
Pirelli - Steelcord	Bekaert	300	255	100,0%	Dimensione
Acciai Speciali Terni	ThyssenKrupp AG	1.820	1.269 (3)	100,0%	Dimensione
Direct Line	Mapfre	714 (4)	550 (4)	100,0%	Dimensione e settore
Rottapharm	Meda	536	1.918	100,0%	Dimensione e settore
Camfin/Pirelli	Rosneft	6.146	553	50,0%	Dimensione
Alitalia	Etiihad Airways	3.406	388	49,0%	Dimensione e settore
Alitalia Loyalty	Etiihad Airways	n/a	113	26,0%	Settore
Credito Bergamasco	Banco Popolare	521	301	22,2%	Dimensione e settore
Totale investito da operatori industriali			7.218		

(1) Capitale di rischio investito.

(2) Include le attività italiane del gruppo Shell, ovvero le società attive nei business Shell rete (c. 800 distributori), aviazione, supply e distribuzione.

(3) Investimento per l'acquisizione di VDM GmbH e Acciai Speciali Terni da Outokumpu.

(4) Ricavi congiunti di Direct Line Italia e Direct Line Germania; investimento per il 100% di Direct Line Italia e Direct Line Germania.

Fonte: Factset, Private Equity Monitor, Mergermarket, stampa.

2.6. CONTESTO DI RIFERIMENTO NEI SETTORI DEL SUPPORTO ALL'EXPORT E DELL'ASSICURAZIONE DEL CREDITO

I volumi degli scambi internazionali di merci sono in lenta ripresa (+3,3% nel 2014). Il saldo commerciale italiano ha raggiunto i 42,9 miliardi di euro, in miglioramento rispetto all'anno precedente. Questo avanzo è la risultante dell'aumento dell'export (+2%) e della flessione dell'import (-1,6%). Le esportazioni hanno registrato una performance positiva nell'UE (+3,7%), mentre si è registrata una contrazione della domanda nell'area extra UE (-0,1%). Tra i Paesi più dinamici troviamo il Belgio, gli Stati Uniti, la Polonia, la Cina e l'area Asean²⁰; sono invece risultate in flessione le vendite verso la Russia, l'area del Nord Africa e del Mercosur²¹. L'aumento dell'export italiano è da attribuire soprattutto alla crescita delle vendite di beni di consumo e di beni strumentali.

20 I Paesi appartenenti all'Asean sono: Indonesia, Malesia, Filippine, Singapore, Thailandia, Brunei, Vietnam, Laos, Myanmar, Cambogia. Lato export i Paesi più importanti sono: Singapore, Indonesia, Malesia, Vietnam, Filippine e Thailandia.

21 I Paesi Mercosur sono: Argentina, Brasile, Uruguay, Venezuela (a pieno titolo). Sono anche associati: Bolivia, Cile, Colombia, Ecuador e Perù.