

fine 2013), ai minimi dal giugno 2008. A dicembre 2014, gli Stati Uniti sono l'unico paese che può vantare una crescita consistente della **produzione industriale** rispetto ai dodici mesi precedenti (+4,9%). In media, il 2014 si è chiuso con un aumento della produzione industriale del 4,3%.

Alla fine del mese di ottobre il FOMC ("Federal Open Market Committee", organismo della Fed) ha sancito, secondo le attese, la fine del programma di stimolo all'economia denominato "Quantitative Easing 3". La **Fed**, nel corso dell'ultima riunione del 2014, ha confermato i **tassi di interesse** nell'area dello 0-0,25% (ai minimi storici) riservandosi di procedere ad un loro aumento in un futuro non meglio specificato.

La **curva dei rendimenti americana** ha evidenziato una flessione. Lo spread fra i rendimenti a 10 e 2 anni sulla curva dei tassi è passato dal 2,606 del dicembre 2013 all'1,373 del dicembre 2014. In tale contesto il tasso a 2 anni è passato da un livello di 0,483% del dicembre 2013 allo 0,888% del dicembre 2014 ed il tasso a 10 anni è passato dal 3,089% del dicembre 2013 al 2,260% del dicembre 2014.

Nell'**Area Euro** il 2014 ha visto un **Pil** attestarsi ad una crescita dell'1,3% anche se l'andamento dell'economia ha evidenziato dinamiche assai diverse con alcuni paesi, quali Irlanda e Spagna, che hanno mostrato un inaspettato dinamismo e altri, quali Germania e Francia, che hanno sostanzialmente attenuato il loro ritmo di crescita. A partire dal secondo semestre dell'anno l'economia dell'area ha risentito delle tensioni geopolitiche nell'Europa dell'Est, in Siria e in Libia le quali hanno frenato in parte le esportazioni. La crescita del Pil è stata altresì favorita dal deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense e dalla caduta del prezzo del petrolio. Il **tasso di disoccupazione** dell'area a dicembre è risultato pari all'11,40% (toccando il livello più basso dall'agosto del 2012), pressoché stabile rispetto a fine 2013. Tra gli Stati membri il tasso più alto si è registrato in Grecia (26,0% in dicembre) mentre quello più basso si è riscontrato in Germania (4,80%).

A conferma della fragilità del contesto europeo si è assistito, nel corso del 2014, alla graduale riduzione dei prezzi al consumo. L'**inflazione** a dicembre è diminuita per la prima volta dal 2009 toccando un valore negativo (-0,2%) in termini tendenziali che evidenzia un quadro in cui oltre la metà dei paesi europei risulta in deflazione. Il dato è il risultato del crollo dei prezzi dell'energia (-6,3%) e in particolare del petrolio (-54,6%), in presenza di una stabilità del prezzo degli alimentari e dei beni industriali. Unico segno positivo appare quello del prezzo dei servizi (+1,2%). Fra i principali Paesi membri si evidenzia il dato della Spagna (-1,1%) ben al di sotto delle attese. Il dato sulla **Produzione Industriale** del mese di dicembre ha evidenziato modesti o insignificanti incrementi del Regno Unito (+0,5), della Germania (+0,2) e della Francia (invariata); modeste, ma in negativo, sono state le variazioni dell'Italia (-0,2) e della Spagna (-0,7). In media, il 2014 si è chiuso con un aumento piuttosto generalizzato della produzione industriale, ad eccezione della Francia e dell'Italia che, nel confronto con il 2013, hanno espresso contrazioni rispettivamente dell'1,0% e dello 0,7%. In media annua sono cresciute invece Spagna (+1,2), Germania (+1,3), Regno Unito (+1,4), Giappone (+2,1) e Stati Uniti (+4,3).

L'**Euribor mensile** è passato dal livello di 0,216 di fine 2013 a quello di 0,018 di fine 2014 toccando una punta massima a fine aprile di 0,269. L'**Euribor trimestrale** è passato dal livello di 0,287 di fine 2013 a quello di 0,078 di fine 2014 toccando una punta massima a fine aprile di 0,347.

La **curva dei rendimenti** nell'Area Euro ha evidenziato un andamento analogo a quella statunitense. I differenziali dei tassi sulla curva europea hanno espresso uno spread fra i rendimenti a 10 e 2 anni che è passato dall'1,617 del dicembre 2013 allo 0,637 del dicembre 2014. In tale contesto il tasso a 2 anni è passato



BILANCIO CONSUNTIVO AL 31 DICEMBRE 2014

dallo 0,537% del dicembre 2013 allo 0,175% del dicembre 2014 ed il tasso a 10 anni è passato dal 2,154% del dicembre 2013 allo 0,812% del dicembre 2014.

La debolezza della dinamica economica nell'Area ha orientato la **Banca Centrale Europea** verso una **politica monetaria** espansiva mentre in contemporanea la **Federal Reserve**, come già detto, si è trovata a gestire una situazione congiunturale di segno opposto. La dicotomia tra gli orientamenti delle due Banche Centrali ha contribuito all'apprezzamento, a partire dal secondo trimestre dell'anno, del dollaro nei confronti dell'euro. Nel corso del 2014 (e ad inizio 2015) hanno preso avvio una serie di operazioni "non convenzionali" da parte della **Banca Centrale Europea** finalizzate ad agevolare la ripresa dell'economia dell'Eurozona: tassi di interesse negativi, acquisto di ABS e Covered Bonds, operazioni TLTRO ("Target Longer Term Refinancing Operation") e, in ultimo e con impatto nel 2015, il lancio di operazioni di acquisto di titoli sul mercato ("Quantitative Easing"). Dal punto di vista dei tassi alla fine del 2014, per contrastare la deflazione, la Bce ha ribassato il tasso di riferimento (dal 0,15% allo 0,05%), il tasso di rifinanziamento sulle operazioni marginali (dal 0,40% allo 0,30%) e il tasso sui depositi delle banche dell'Area (dal -0,10% al -0,20%).

Con riferimento ai principali paesi, in **Germania** l'economia ha recuperato evidenziando un **Pil** in aumento dell'1,6% (contro il +0,1% del 2013). L'**indice di fiducia dei consumatori** evidenzia una ripresa (9,0% contro l'8,7% precedente e attese per un dato dell'8,8%). In dicembre il **tasso di disoccupazione** si è attestato stabilmente al 6,5%, in linea con il dato precede e con le stime. L'**inflazione** a dicembre è rimasta stabile allo 0,2%.

L'andamento del **Pil** è risultato positivo anche per **Regno Unito** (+2,8%) e **Francia** (+0,4%). La **Spagna** è tornata al segno positivo (+1,4%) dopo due anni di crescita negativa grazie all'effetto delle riforme strutturali messe in atto nel Paese. La **Grecia** ha continuato a rimanere a rischio "default". Dopo le elezioni e l'ascesa della sinistra al potere le trattative con l'unione Europea e la Troika continuano ad avere alti e bassi in attesa che il Premier giunga ad un giusto compromesso tra le promesse elettorali e le richieste di riforme strutturali nel Paese da parte delle autorità UE.

In **Giappone**, il **Pil** a fine 2014 ha fatto registrare una variazione pressoché nulla. Il Primo Ministro, Shinzo Abe, a giugno ha annunciato l'avvio di un pacchetto di riforme per rilanciare l'economia. In realtà il Paese, nonostante il "Quantitative Easing" posto in essere dalla Banca Centrale, a causa dell'inasprimento fiscale di metà anno volto a contenere l'ingente deficit di bilancio pubblico, è nuovamente entrato in recessione mentre le riforme strutturali del governo Abe, riconfermato alle recenti elezioni, tardano ad essere realizzate. Recentemente Abe ha dichiarato di voler proseguire con la politica di stimolo all'economia e di voler riattivare alcune delle centrali nucleari che erano state chiuse a seguito del disastro di Fukushima. Il **tasso di disoccupazione** nel Paese è rimasto invariato a dicembre al 3,4%. La **produzione industriale**, nonostante la buona intonazione del mese di dicembre, ha espresso un + 1,0% inferiore rispetto ad un anno prima, evidenziando un incremento su base annua del 2,1%. Il **tasso di riferimento** fissato dalla Banca Centrale del Paese si è attestato, a fine anno, allo 0,10%. Il tasso di fiducia dei consumatori giapponesi è ai minimi da quasi tre anni.

Nel 2014 la **Cina**, pur rallentando marginalmente il proprio ritmo di crescita, ha proseguito il processo di cambiamento del proprio modello di sviluppo, volto a favorire la domanda interna e a ridimensionare il peso detenuto sino ad oggi dalle esportazioni e dagli investimenti. Il **Pil** a fine anno è cresciuto del 7,4% rispetto al 7,7% del 2013, il ritmo più lento in quasi 25 anni. La **produzione industriale** in dicembre è aumentata del 7,9%,



BILANCIO CONSUNTIVO AL 31 DICEMBRE 2014

su base tendenziale e l'indice dei prezzi al consumo ha registrato un +1,4% rispetto all'anno prima, ai minimi negli ultimi cinque anni. Alla fine dell'anno la Banca Centrale del Paese ha tagliato i **tassi di interesse** per ridare slancio all'economia. Il tasso sui depositi ad un anno è stato ridotto di 25 b.p. al 2,75% mentre il tasso sui prestiti ad un anno è stato ridotto di 40 b.p. al 5,60%. È stata inoltre concessa maggiore flessibilità alle banche del Paese consentendo di offrire remunerazioni sui depositi dei privati sino a 1,2 volte il tasso di riferimento invece di 1,1 volta. Il **tasso di disoccupazione** si è attestato stabilmente al 4,1%.

In **Russia** il **Pil** del 2014 si è attestato al +0,6% (dal +1,3% del 2013). Il Paese è entrato in crisi nell'ultima parte dell'anno, con **tassi di interesse** innalzati dalla Banca Centrale al 17% e un livello record raggiunto dalle quotazioni del rublo rispetto alle altre monete. Le cause di questa crisi sono da ricercare nella vertiginosa discesa del prezzo del petrolio e nelle sanzioni economiche imposte dagli Stati Uniti e dall'Unione Europea a seguito delle tensioni e degli scontri in Ucraina.

La significativa riduzione del prezzo del petrolio ha impattato, oltre che sull'economia russa, anche sull'economia di alcuni Paesi Emergenti (tra cui il **Venezuela**) mentre il rafforzamento del dollaro ha provocato tensioni in Paesi, quali **Turchia** e **Brasile**, i quali hanno maggiore necessità di attirare capitali per finanziare i propri deficit strutturali.

In **Italia**, il **Pil** del 2014 è diminuito dello 0,4% pur in leggero miglioramento rispetto al -1,7% del 2013 e al -2,8% del 2012. I **consumi** sono l'unica componente della domanda che ha evidenziato segnali di recupero, seppur deboli a partire dal terzo trimestre del 2013. Confindustria ha previsto un aumento dello 0,2% della spesa delle famiglie, favorito dal calo del prezzo del petrolio. La spesa per investimenti è in calo da sei anni e a fine 2014 ha evidenziato un -2,4%. Gli indicatori sul clima di fiducia diffusi dall'Istat hanno evidenziato a fine anno un leggero miglioramento. L'**indice di fiducia dei consumatori** si è attestato a 99,7 punti, in miglioramento rispetto al livello di dicembre 2013 (96,7 punti), con tutte le componenti in crescita. L'**indice di fiducia delle imprese** in dicembre si è attestato a 83,9 punti, in miglioramento rispetto a fine 2013 con crescite significative nei compatti del commercio al dettaglio e, in minor misura, dei servizi di mercato, mentre è peggiorato nel comparto delle costruzioni e del manifatturiero. I dati sulla **produzione industriale** hanno segnalato, a dicembre, un aumento dello 0,1% rispetto al dato di dicembre 2013 evidenziando una situazione ancora difficile.

L'**indice dei prezzi al consumo** in dicembre ha registrato una variazione nulla su base annua. Il dato riflette il calo dei prezzi dei carburanti (-7,5% annuo per la benzina e -9,0% annuo per il diesel). Il **tasso di disoccupazione** in dicembre si è attestato al 12,9%, in aumento dello 0,3% rispetto al dato di fine 2013, ma in diminuzione dello 0,4% in termini congiunturali. Il numero di disoccupati (ben 3 milioni e 322 mila unità) è aumentato del 2,9% su base annua (+95.000 unità) mentre il tasso di disoccupazione della fascia 15-24enni è pari al 42,0% (+0,1% rispetto alla fine del 2013).

Con riferimento al **commercio con l'estero extra UE**, l'Istat ha rilevato che nel quarto trimestre 2014 la dinamica congiunturale delle **esportazioni** è risultata positiva dell'1,8% investendo tutti i raggruppamenti principali di prodotti ad esclusione dell'energia, che ha invece segnato una flessione del 3,6%. Dal lato delle **importazioni** nello stesso periodo si è registrata una flessione contenuta (-0,9%) da imputarsi principalmente al calo dell'import di energia (-13,1%), al netto del quale il flusso sarebbe stato positivo di quasi il 5,0%. Anche i dati tendenziali (che confrontano i dati di dicembre 2014 con lo stesso mese dell'anno precedente) hanno evidenziato una crescita delle esportazioni del 5,3% contro una diminuzione delle importazioni dell'8,7%.



BILANCIO CONSUNTIVO AL 31 DICEMBRE 2014

dovuta principalmente alla marcata contrazione degli acquisti di energia (-35,3%). Nell'intero anno il **surplus commerciale** si è attestato a 28,1 miliardi di euro, a fronte dei 19,6 miliardi del 2013. Su base tendenziale gli Stati Uniti hanno rappresentato il partner commerciale con il miglior dato sulle **importazioni** dal nostro Paese (+10,2%) seguiti dai Paesi EDA (gli asiatici industrializzati quali Singapore, Corea del Sud, Taiwan, Hong Kong, Malesia e Thailandia, +9,6%) e dalla Cina (+6,6%) mentre sono risultate in flessione le **esportazioni** verso la Russia (-11,6%) e il Giappone (-10,9%). Dal lato delle importazioni i dati più significativi riguardano ancora la Cina (+8,6%), gli Stati Uniti (+8,3%) e il Giappone (+5,4%) mentre i cali più significativi si sono registrati verso i Paesi OPEC (-30,0%).

Il **fabbisogno del settore statale** nel 2014 è stato pari a circa 76,8 miliardi di euro, in calo di 3,5 miliardi rispetto a fine 2013. Il risultato positivo risulta influenzato da una dinamica della spesa in contenimento mentre dal lato dei pagamenti si è registrata una maggiore spesa per interessi sul debito, dovuta al diverso profilo di rimborso delle cedole e ai minori pagamenti per operazioni finanziarie.

I MERCATI FINANZIARI E VALUTARI

Per quanto riguarda i **mercati obbligazionari** le performance e i rendimenti sono ulteriormente scesi.

Nel corso del 2014 la **curva dei tassi di interesse** sul mercato monetario ha registrato una discesa generalizzata su tutte le scadenze. Le flessioni più ampie si sono registrate tuttavia sulla parte lunga della curva, con il tasso IRS a 30 anni in flessione di oltre 120 b.p. I tassi a breve sono scesi in maniera più contenuta in quanto ormai già prossimi allo zero. Per quanto riguarda i rendimenti governativi, la curva dei titoli tedeschi ha mostrato un movimento simile, con flessioni più marcate sulle scadenze più lunghe, mentre sulle scadenze brevi (2 e 3 anni) si sono evidenziati rendimenti in area negativa. Similare l'andamento dei tassi governativi italiani con l'andamento delle curve dei nostri rendimenti che ha evidenziato la progressiva riduzione della percezione del rischio legato ai nostri titoli governativi. Il tasso dei BOT ad un anno è risultato in flessione oscillando tra un livello massimo dello 0,78% e un minimo dello 0,27%, con una media ponderata dello 0,48%. Per il BTP decennale, il tasso benchmark è oscillato tra il 3,98% di inizio anno e l'1,92% di fine 2014. Di conseguenza, lo **spread Btp/Bund**, che aveva chiuso il 2013 a quota 217 b.p. (con una punta massima di 350 b.p. nel mese di marzo) ha continuato a scendere chiudendo il 2014 a quota 134 b.p. A favorire il ribasso è stata la percezione generale di una diminuzione del "rischio Paese" e la presenza di abbondante liquidità nei mercati, che ha spinto gli investitori mondiali a continuare ad acquistare titoli dei Paesi a più elevato rendimento, fra i quali anche quelli italiani.

Nel contesto evidenziato di tassi di interesse estremamente bassi, sia per ragioni macroeconomiche sia per l'intervento diretto delle Banche Centrali, le performance 2014 dei **mercati azionari internazionali**, sono state più contenute. L'andamento è stato positivo negli Stati Uniti e più debole in Europa, dove hanno influito sia le tensioni geopolitiche in Ucraina, sia il calo del prezzo del petrolio e, nell'ultima parte dell'anno, l'incertezza connessa alle elezioni politiche in Grecia. I **mercati evoluti** hanno comunque ben performato. L'indice MSCI World, dopo il +13,2% del 2012 e il +24,1% del 2013, è cresciuto ancora ma in maniera più contenuta (+3,23%) restando ampiamente al di sopra del livello pre-crisi di fine 2007 di oltre 7 punti percentuali. I **mercati emergenti** hanno ancora ritracciato, seppur debolmente. L'indice MSCI Emerging Market, dopo essere cresciuto del 15,20% nel 2012 ed avere ritracciato del 5,02% nel 2013, perde un ulteriore 4,63% nel corso del 2014.



BILANCIO CONSUNTIVO AL 31 DICEMBRE 2014

In **Asia** l'indice Nikkei (**Giappone**) ha guadagnato il 7,12% (rispetto al +56,72% del 2013), lo Hang Seng (**Hong Kong**) l'1,28% (rispetto al +2,86% del 2013), il CSI 300 (**Shangai**) ha guadagnato il 51,66% (rispetto al ritracciamento del 7,65% del 2013) e lo S&P BSE (**India**) ha registrato un + 29,89% (rispetto al +3,24% del 2013).

In **Brasile** l'indice Bovespa ha ritracciato del 2,91% (dopo il calo del 17,65% del 2013) mentre in **Russia** l'indice RTS ha fatto registrare un -8,63% rispetto al +1,97% del 2013.

Negli **Stati Uniti** gli indici hanno continuato a performare grazie alla minore volatilità ed ai generali segnali di miglioramento degli utili aziendali legati alla ripresa dell'economia. Il **Dow Jones**, dopo la crescita del 26,50% del 2013 si è attestato a fine 2014 al livello di 17.823 punti esprimendo una crescita del 7,52%; l'indice **S&P 500** (dopo la crescita del 29,59% del 2013) si è attestato a fine 2014 al livello di 2.059 punti esprimendo una crescita dell'11,39%; il **Nasdaq** (dopo la crescita del 38,32% del 2013) si è attestato in chiusura di esercizio al livello di 4.736 punti registrando una crescita del 13,40%.

L'**indice Vix**, che misura la volatilità implicita a breve termine delle opzioni "at the money" sull'indice S&P 500 quotate sul mercato delle opzioni del Chicago Board of Trade (CBOT), in genere fluttuante su livelli del 20-30%, dopo il picco del novembre del 2008 (80,86%) e il ritracciamento di fine 2012 e 2013 (22,72% e 13,72%) si attesta a fine 2014 al 14,55%, con un picco massimo del 26,25% a metà del mese di ottobre.

In **Europa** l'**Eurostoxx 50** ha fatto registrare, dopo la performance positiva del +17,94% del 2013, una crescita ulteriore dell'1,20% toccando una punta massima a metà settembre di 3.315 punti ed una punta minima a metà ottobre di 2.875 punti ed attestandosi, a fine dicembre, a circa 3.146 punti.

Più nello specifico le performance del 2014 sono state le seguenti: il Ftse di **Londra** -2,71% (+14,43% nel 2013), lo Xetra Dax di **Francoforte** +2,65% (+25,48% nel 2013), il Cac di **Parigi** -0,54% (+17,99% nel 2013), l'Ibex di **Madrid** +3,66% (+21,42% nel 2013), lo Smi di **Zurigo** +9,86% (+16,85% nel 2013). La **Borsa italiana** ha riportato un rialzo dell'indice FTSE Mib del +0,23% (+16,56% nel 2013).

Il **cambio euro/dollaro**, che ha aperto il 2014 con una quotazione di 1,376, ha toccato il massimo annuale di 1,393 a metà marzo ed ha poi ritracciato sino a toccare il minimo di fine 2014 a 1,209. Nell'ultimo mese dell'anno la quotazione media mensile si è attestata sul livello di 1,23. L'apprezzamento della divisa statunitense è attribuibile in primis al forte calo del prezzo del petrolio, alla perdurante fase di stagnazione dell'Europa, alla graduale riduzione degli stimoli di politica monetaria della Fed oltre che alle voci su di un possibile primo rialzo dei tassi negli Stati Uniti.

Il **cambio euro/sterlina**, che a fine 2013 si era attestato sul livello di 0,836, ha toccato un massimo a metà marzo di 0,840 per poi attestarsi al minimo dell'anno (alla fine di dicembre) sul livello di 0,777.

Il **cambio euro/franco svizzero**, che a fine 2013 era sul livello di 1,227, ha poi toccato un massimo ad inizio gennaio di 1,238 e un minimo a metà dicembre di 1,200, attestandosi a fine anno sul livello di 1,203.

Analizzando il **comparto del risparmio gestito**, il 2014 ha rappresentato un anno record per la raccolta sui fondi comuni di investimento, grazie all'abbondante liquidità presente sul mercato. Secondo Assogestioni le sottoscrizioni totali hanno sfiorato i 129 miliardi di euro (il doppio della raccolta netta registrata nel 2013), portando il totale del patrimonio gestito dall'industria a fine dicembre a 1.579 miliardi di euro, il 19% in più rispetto a fine 2013. La raccolta netta dell'esercizio si è concentrata prevalentemente verso i **fondi flessibili** (+41,6 miliardi di euro) e i **fondi obbligazionari** (+28,1 miliardi di euro). La predominanza dei prodotti flessibili è



BILANCIO CONSUNTIVO AL 31 DICEMBRE 2014

da ricercare nella propensione dei sottoscrittori verso portafogli più rischiosi, ma allo stesso tempo, con la ricerca di soluzioni che tengano sotto controllo la volatilità e il rischio mentre i fondi obbligazionari continuano a rappresentare un investimento sempre più alternativo a quello in titoli di Stato, i cui rendimenti sono in continuo calo.

FATTI DI RILIEVO - ESERCIZIO 2015

Secondo le recenti stime del Fondo Monetario Internazionale nel 2015 l'**economia mondiale** dovrebbe crescere del 3,2%, in linea con la crescita del 2014, mentre per il 2016 è previsto un lieve aumento (+3,4%)

Negli **Stati Uniti** le stime riguardanti la crescita dell'economia per il 2015 vedono un Pil in ripresa rispetto a quello del 2014 (+2,8%, contro un +2,4%) mentre il 2016 è visto in leggera flessione (+2,7%).

Nell'**Eurozona** le stime sulla crescita dell'economia per il 2015 evidenziano un +1,7% che resta costante anche per il 2016.

Dopo il rallentamento del 2014, le previsioni degli analisti per la crescita della **Cina** vedono un Pil, seppur sostenuto, ancora in leggera flessione al 6,8% per il 2015 e al 6,4% per il 2016.

Per quanto riguarda il **Giappone** le stime prevedono un Pil positivo dell'1,3% per il 2015 e dell'1,00% per il 2016, in leggera ripresa rispetto alla non crescita del 2014.

Anche negli **altri Paesi Emergenti** la dinamica economica sembra doversi ridimensionare. Per il 2015 e il 2016 gli analisti intravedono un ritmo di espansione che dovrebbe flettersi per la Russia (-3,8% per il 2015 e -1,1% per il 2016) e per il Brasile (-1,0% per 2015 e +1,0% per il 2016). Diversa la posizione dell'India, vista in forte crescita sia per il 2015 (+8,1%) che per il 2016 (+7,1%).

Nella tabella riepiloghiamo in sintesi la **crescita delle principali economie mondiali** stimata per il 2015 e il 2016:

Paese	2015	2016
Usa	2,8	2,7
Area Euro	1,7	1,7
Italia	0,7	1,6
Regno Unito	2,5	1,9
Germania	2,0	1,7
Francia	0,9	1,5
Spagna	2,5	2,2
Giappone	1,3	1,0
Cina	6,8	6,4
India	8,1	7,1
Brasile	-1,0	1,0
Russia	-3,8	-1,1

*Fonti: Prometeia, FMI, European Economic Forecast e Statistiche Ufficiali

Per gli stessi motivi sopra indicati (discesa del prezzo del petrolio, stagnazione economica dell'Europa, termine del QE Usa e aspettative sul rialzo dei tassi negli Stati Uniti) il **cambio euro/dollaro**, che a fine dicembre 2014 viaggiava su livelli di circa 1,209, ha toccato un massimo nella prima settimana di gennaio a 1,210 ed un minimo a metà marzo di 1,050 per poi attestarsi sui livelli attuali di circa 1,127. E' ovvio che un euro debole, pur rendendo relativamente più costose le importazioni, impatta positivamente sulla competitività delle nostre esportazioni.



BILANCIO CONSUNTIVO AL 31 DICEMBRE 2014

Il **cambio euro/sterlina**, che a fine 2014 era attestato sul livello di 0,777, ha toccato un massimo in data 6 gennaio a 0,785 e un minimo in data 11 marzo di 0,706 per poi attestarsi sui livelli attuali di 0,737.

Il **cambio euro/franco svizzero**, che a fine 2014 era attestato sul livello di 1,203, oggi viaggia abbastanza stabilmente sul livello di 1,047. Ricordiamo che la Banca Centrale Svizzera, il 15 gennaio ha abbandonato il livello di cambio fisso tra le due valute per cui, negli ultimi tre anni, la valuta unica era stata quotata 1,20 franchi e questo ha comportato nell'immediato una rivalutazione di circa il 15% della moneta svizzera.

Nell'ambito delle **materie prime**, il prezzo dell'**oro** è rimasto sostanzialmente in linea con i valori di fine anno (1.181 dollari/oncia), pur toccando una punta massima a metà gennaio di 1.302,13 dollari/oncia.

Il prezzo del **petrolio**, dal livello di fine 2014 di 57,33 dollari/barile ha leggermente recuperato toccando l'attuale livello (massimo del 2015) di circa 66,78 dollari/barile.

La **Bce**, nella riunione del 22 gennaio 2015, ha confermato l'avvio, ormai ampiamente scontato dai mercati, del programma di acquisto di titoli di Stato dalle banche (c.d. "**Quantitative Easing**" o "QE") per mezzo del quale la banca centrale acquisterà, a partire da inizio marzo 2015, asset per un importo mensile di 60,0 miliardi di euro. Il Piano proseguirà sino alla fine di settembre 2016 e comunque sino a quando l'inflazione non tornerà verso il livello del 2,0%. Il programma prevede una condivisione del rischio con le banche centrali dei paesi interessati per l'80%, mentre il 20% resterà a carico della Bce.

Il **QE** ha impattato positivamente sia sui **titoli governativi** dell'area euro che sui **mercati azionari** europei. I responsabili politici europei si sono impegnati a mettere in atto riforme strutturali con l'obiettivo di promuovere la crescita e rafforzare le motivazioni positive per investire in asset finanziari del proprio paese. L'emissione di quantità ridotte di titoli di stato, già a livelli di rendimento molto bassi, sta rendendo difficile alla Bce reperire le obbligazioni sul mercato e, conseguentemente, si è generato un impatto più sostenuto in particolare sulla parte lunga della curva, dove le emissioni sono più limitate. Importanti SGR hanno inoltre deciso per una rotazione dei propri portafogli dai mercati azionari USA e UK, verso Europa e Giappone. Gran parte dell'Europa sta infatti vedendo miglioramenti sugli utili. Le economie si stanno riprendendo dalla debole crescita del 2014, e gli analisti sono convinti che il QE favorirà la crescita dei profitti grazie anche al deprezzamento dell'euro.

I **mercati obbligazionari** continuano ad esprimere rendimenti bassissimi se non negativi in alcuni Paesi (in Svizzera l'ultima emissione del governativo decennale è stata collocata ad un rendimento del -0,055%) e ad essere molto sensibili rispetto all'andamento dello spread sui titoli governativi. Il **differenziale Btp/Bund** si attesta al momento sul livello di 108/110 b.p. determinando un rendimento del nostro decennale attorno all'1,45% (rispetto allo 0,373% del governativo tedesco). Da inizio anno ha toccato il minimo di 88,25 b.p. in data 13 marzo e il massimo di 138,23 b.p. in data 20 aprile. I tassi applicati dalle banche centrali nei paesi avanzati continueranno con molta probabilità a rimanere su livelli molto bassi per tutto il 2015 e, conseguentemente, gli investitori persisteranno nella ricerca di possibili aree alternative di rendimento. Il livello dello spread potrà essere nel prossimo futuro influenzato dall'esito delle trattative in corso tra autorità europee e la Grecia la quale, entro il mese di maggio, dovrà presentare ai creditori istituzionali (UE, Bce e Fmi) un piano di serie riforme economiche e strutturali allo scopo di ottenere lo sblocco dei prestiti concessi al paese in difficoltà.

I **mercati azionari internazionali** continuano a presentare andamenti non in linea tra di loro.



BILANCIO CONSUNTIVO AL 31 DICEMBRE 2014

Da inizio anno gli **indici statunitensi** evidenziano dei piccoli rallentamenti legati anche agli importanti massimi toccati e alle conseguenti prese di beneficio degli investitori; gli indici dei **paesi emergenti** presentano in alcuni casi performance meno brillanti legati al ritracciamento delle rispettive crescite di Pil mentre importanti acquisti (soprattutto esteri) continuano a concentrarsi sia sui paesi "periferici" dell'Area Euro che sull'intera area (ad eccezione della Grecia).

Nella tabella riepiloghiamo la **performance** delle principali borse mondiali da inizio 2015:

Paese	2015
Usa (DJ)	+0,10
Usa (Nasdaq)	+4,34
Usa (S&P500))	+1,29
Giappone	+11,92
Brasile	+12,44
Russia	+21,51
India	-1,77
Hong Kong	+19,18
Shanghai	+34,42
EuroStoxx 50	+16,25
Londra	+6,19
Germania	+16,82
Francia	+18,11
Svizzera	+ 3,43
Spagna	+10,75
Italia	+21,22
Portogallo	+27,57
Irlanda	+15,81
Grecia	-0,40

* Dati al 01.05.2015 - Area extra Ue in valuta locale



BILANCIO CONSUNTIVO AL 31 DICEMBRE 2014



**RELAZIONE SULLA GESTIONE
AL 31 DICEMBRE 2014
LA GESTIONE DELLA CASSA NAZIONALE DEL NOTARIATO**



BILANCIO CONSUNTIVO AL 31 DICEMBRE 2014

LA GESTIONE DELLA CASSA NAZIONALE DEL NOTARIATO

IL CONTO ECONOMICO

Il bilancio consuntivo della Cassa Nazionale del Notariato nel 2014 presenta un avanzo economico di 16,719 milioni di euro; Tale risultato scaturisce dalla contrapposizione dei ricavi, quantificati al 31/12 in 305,172 milioni di euro ed i costi, il cui ammontare complessivo viene fissato in 288,453 milioni di euro; sia le entrate che le uscite fanno rilevare, rispetto al consuntivo dello scorso esercizio, un lieve decremento rispettivamente dello 0,10% e dell'1,36%.

Anche nel 2014 la Cassa raggiunge, seppur in un momento storico molto complesso, l'obiettivo di rispettare il principio di equilibrio e di adeguatezza patrimoniale voluti dal legislatore nel decreto di privatizzazione (decreto legislativo 509/1994) a completa tutela della categoria assistita; le riserve patrimoniali raggiungono al fine esercizio l'importo di 1.324 miliardi di euro, pari a 6,71 volte l'annualità pensionistica rilevata al 31/12/2014.

La congiuntura economica attraversata dalla Cassa, come negli anni passati, riflette fedelmente quella generale di un Paese che, anche nel 2014, ha ancora manifestato segni di forte sofferenza.

La produzione di ricchezza generata dalla professione notarile, dopo un lungo periodo di forte calo, solo nominalmente ha visto crescere il suo valore per effetto della rivisitazione, con decorrenza 1° aprile 2013, dei parametri contributivi (DM n.265/2012). In termini reali, però, anche nel 2014 l'attività notarile ha fatto registrare una riduzione di oltre due punti percentuali, toccando punte ben superiori a tale media. Nel mese di maggio il calo è stato di oltre 10 punti percentuali, ma variazioni importanti si sono osservate anche a gennaio (-8,4%), a giugno (-6,8%) e a marzo (-6,0%); negli ultimi quattro mesi dell'anno, invece, si è assistito ad una timida inversione di tendenza, non sufficiente però a far divenire positiva la variazione finale prima accennata.

L'andamento dell'attività notarile, che ha consentito la formazione di un'entrata contributiva pari a 251,818 milioni di euro, è stato accompagnato dalla dinamica in crescita delle prestazioni per quiescenza, iscritte per un totale di 197,132 milioni di euro; queste ultime fanno rilevare un incremento rispetto all'esercizio precedente del 3,48%, nonostante la mancata rivalutazione annuale. Una riflessione deve essere fatta proprio su questo aspetto, considerando che il costo per le pensioni nel 2010, ultimo anno in cui è stato deliberato l'incremento di perequazione annuale, è rilevato in 177,020 milioni di euro, contro i 197,132 milioni di euro del 2014, con un incremento dell'11,36%.

La crescita delle prestazioni legate alla quiescenza del notaio è direttamente legata a tre fenomeni coincidenti: il pensionamento della classe notarile entrata in esercizio negli anni '70, in coincidenza con l'eccezionale incremento del numero dei professionisti iscritti (in seguito alla modifica dei posti previsti nella tabella ministeriale); la leggera anticipazione dell'età pensionabile generata dalla perdurata crisi economica; inoltre, la durata delle prestazioni previdenziali si è allungata a causa dell'allungamento della vita anagrafica ed il relativo continuo incremento delle pensioni dirette rispetto a quelle indirette.

Le rendite lorde del patrimonio hanno evidenziato, rispetto al 2013, una sensibile flessione passando dai 76,370 milioni di euro dell'esercizio precedente a 46,722 milioni di euro del 2014, flessione attribuibile essenzialmente alla diminuzione dei ricavi generati dalle dismissioni del patrimonio immobiliare (circa 27,6 milioni di euro).

Escludendo tali poste straordinarie, le rendite nette patrimoniali ordinarie hanno fatto evidenziare una diminuzione di 0,892 milioni di euro (-2,73%), passando dai 32,599 milioni di euro del 2013 ai 31.707 milioni di

euro del 2014. Tale andamento è stato possibile anche grazie alla importante contrazione dei costi di gestione del patrimonio immobiliare (-1.228 milioni di euro).

Con un margine decisamente più circoscritto rispetto al consuntivo 2013, anche nell'esercizio 2014 le rendite nette patrimoniali risultano idonee alla copertura dell'onere erogato per le indennità di cessazione iscritto per un totale di 29.379 milioni di euro, in virtù del raffreddamento della spesa generato dalla modifica dell'articolo 26 del Regolamento per l'attività di Previdenza e di Solidarietà.

Gli "Altri costi" dell'Associazione fanno registrare un deciso aumento (+24,22%), correlato principalmente all'incremento di 6.932 milioni di euro dell'onere della categoria "Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni", in virtù della politica altamente prudenziale adottata dagli Organi della Cassa per far fronte al momento di particolare complessità attraversato, per motivazioni differenti, dal mercato mobiliare ed immobiliare.

Nelle seguenti tabelle vengono riportate, per categoria, le voci del consuntivo 2014 confrontate con i valori definitivi dell'esercizio precedente (prospetto scalare):

RICAVI (prospetto scalare)	31-12-2013	31-12-2014	Variazioni %
Contributi previdenziali	215.819.998	253.119.446	17,28
Maternità	1.162.250	1.173.750	0,99
Ricavi lordi gestione patrimonio:			
- settore immobiliare	41.265.234	11.990.471	-70,94
- settore mobiliare	35.104.357	34.731.362	-1,06
Altri ricavi	12.127.276	4.156.634	-65,72
TOTALE RICAVI	305.479.115	305.171.663	-0,10

COSTI (Prospetto scalare)	31-12-2013	31-12-2014	Variazioni %
Prestazioni correnti previdenziali	192.049.690	198.405.445	3,31
Prestazioni correnti assistenziali	12.789.924	10.829.574	-15,33
Maternità	780.161	740.181	-5,12
Costi gestione patrimonio immobiliare	8.063.502	6.835.739	-15,23
Costi gestione patrimonio mobiliare	7.206.505	7.272.063	0,91
Indennità di cessazione	43.367.566	29.378.634	-32,26
Altri costi:			
- Organi amministrativi e di controllo	1.581.321	1.446.800	-8,51
- Compensi professionali e lavoro autonomo	683.036	710.722	4,05
- Personale	4.084.869	4.038.269	-1,14
- Pensioni ex dipendenti	227.661	230.495	1,24
- Materiale sussidiario e di consumo	46.635	23.865	-48,83
- Utenze varie	78.993	114.709	45,21
- Servizi vari	176.820	166.418	-5,88
- Spese pubblicazione periodico e tipografia	13.788	20.086	45,68
- Oneri tributari	246.452	215.808	-12,43
- Oneri finanziari	1.062	13.854	*/*
- Altri costi	246.590	213.111	-13,58



BILANCIO CONSUNTIVO AL 31 DICEMBRE 2014

COSTI (Prospetto scalare)	31-12-2013	31-12-2014	Variazioni %
- Accantonamenti, ammortamenti e svalutazioni	14.924.898	21.857.219	46,45
- Oneri straordinari	781.603	423.752	-45,78
- Rettifica di valori	739.962	444.649	-39,91
- Rettifiche di ricavi	4.335.488	5.071.185	16,97
TOTALE COSTI	292.426.526	288.452.578	-1,36

LA GESTIONE CORRENTE

La gestione corrente risulta essere certamente la più significativa per la Cassa poiché ingloba la gestione previdenziale che esprime la capacità dei contributi notarili di finanziare, in un'ottica di ripartizione, le pensioni e gli assegni di integrazione. Indica, nondimeno, la stessa propensione dell'Associazione a rinviare importanti risorse alle riserve patrimoniali affinché siano stabilmente adeguate agli impegni assunti.

Il risultato dell'area previdenziale ha registrato un miglioramento rispetto al precedente esercizio traendo origine dall'ascesa della contribuzione notarile (aumentata in valore di circa 37.299 milioni di euro), in parte contenuta dalla contestuale crescita delle prestazioni previdenziali (6.356 milioni di euro).

Il saldo della gestione corrente previdenziale è salito così dai 23.770 milioni di euro del 2013 ai 54.714 milioni di euro del 2014.

Al netto delle prestazioni assistenziali, il cui costo dell'anno è stato pari a 10.830 milioni di euro, l'avanzo dell'area caratteristica della Cassa è rilevato in 43.884 milioni di euro, in luogo dei 10.980 milioni di euro dello scorso esercizio.

PREVIDENZA E ASSISTENZA	31-12-2013	31-12-2014	Variazioni %
Contributi previdenziali	215.819.998	253.119.446	17,28
Prestazioni correnti previdenziali	-192.049.690	-198.405.445	3,31
SALDO DELLA GESTIONE CORRENTE PREVIDENZIALE	23.770.308	54.714.001	130,18
Prestazioni correnti assistenziali	-12.789.924	-10.829.574	-15,33
SALDO GENERALE DELLA GESTIONE CORRENTE	10.980.384	43.884.427	299,66

CONTRIBUTI PREVIDENZIALI

L'entrata contributiva di competenza dell'anno 2014 versata dai Notai in esercizio per il tramite degli Archivi Notarili è stata di 251.818 milioni di euro.

Rispetto al precedente esercizio, in cui l'entrata aveva raggiunto il valore di 214.404 milioni di euro, si è registrata una crescita di oltre 17 punti percentuali.

L'andamento della contribuzione è stato influenzato dalla combinazione di più fattori.

L'imponibile contributivo infatti è cresciuto rispetto al passato, ancorché nominalmente, di circa 5 punti percentuali con effetti benefici sull'entrata previdenziale. Il repertorio notarile dell'anno 2014 è pari a 665,5 milioni di euro in luogo dei 634,7 milioni di euro relativi al precedente esercizio.

Il richiamato andamento tuttavia, come già evidenziato, è stato generato non da una effettiva crescita dell'attività professionale (diminuita di 2,5 punti percentuali) quanto dagli effetti positivi legati alla presenza -



nel 2014 per l'intero esercizio – dei parametri contributivi fissati dal DM 265/2012. Si ricorda, infatti, che i nuovi parametri di cui sopra sono entrati in vigore nell'anno 2013 a partire dal 1° aprile; tuttavia, l'elemento determinante per la crescita è da ritrovarsi nelle nuove misure delle aliquote contributive in vigore dall'1 gennaio 2014 (42% per tutti gli atti ad esclusione di quelli di valore inferiore a 37.000 euro disciplinati dall'articolo 5 del DM 265/12, la cui aliquota è pari al 22%).

La contribuzione corrente è formata, oltre che dai contributi pervenuti dagli Archivi Notarili, da altre entrate minori: "Contributi Notarili Amministratori Enti Locali (D.M. 25/5/01)", "Contributi da Uffici del Registro (Agenzia delle Entrate)", "Contributi previdenziali da ricongiunzione (Legge 5/3/1990, n. 45)", "Contributi previdenziali – riscatti" e, dal 2014, "Contributi di solidarietà su pensioni (Legge 27/12/2013 n. 147)". Il gettito dell'anno 2014 generato da tale residuale categoria contributiva è stato di 1.302 milioni di euro, contro 1.416 milioni dell'esercizio precedente.

PRESTAZIONI CORRENTI PREVIDENZIALI E ASSISTENZIALI

Il montante contributivo incassato è prima di tutto diretto alla copertura finanziaria delle prestazioni correnti previdenziali.

Tali spese sono costituite dalle pensioni agli iscritti, dalle eventuali liquidazioni in capitale e dagli assegni di integrazione. Nel corso del 2014 tali spese hanno generato un esborso economico totale di oltre 198.405 milioni di euro pari ad un incremento percentuale, rispetto al 2013, del 3,31%.

Tale variazione è interamente attribuibile all'andamento della spesa relativa alle "Pensioni agli iscritti" che cresce, nell'anno in esame, del 3,48% (oltre 6.621 milioni di euro).

L'aumento della spesa pensionistica si è verificato nonostante il Consiglio di Amministrazione della Cassa avesse deliberato di escludere, per il quarto anno consecutivo (2011, 2012, 2013 e 2014), l'applicazione del meccanismo automatico di perequazione delle pensioni. La decisione presa dall'Organo deliberante è stata assunta al fine di mantenere inalterato l'equilibrio economico-finanziario dell'Associazione messo a dura prova dalla preoccupante contrazione dell'attività notarile rilevata nei passati esercizi e anche nel 2014.

L'evoluzione del costo delle pensioni dell'anno 2014 è quindi interamente attribuibile, come accennato in premessa, alla crescita del numero delle pensioni dirette e all'aumento della vita media della popolazione in quiescenza. Rispetto al dato di stock osservato al 31 dicembre, il numero dei trattamenti di quiescenza è aumentato passando dai 2517 del 2013 ai 2562 del 2014.

Nella categoria delle prestazioni correnti previdenziali risulta in diminuzione la spesa per gli "Assegni di integrazione". Nel corso dell'anno 2014 sono stati deliberati assegni per un valore complessivo di 1.273.386 euro, necessari a integrare i repertori prodotti da alcuni Notai risultati inferiori al parametro stabilito dal Consiglio di Amministrazione.

Il costo rilevato nell'esercizio, che fa riferimento per la totalità a prestazioni deliberate nel 2014, registra una diminuzione del 17,24% rispetto al precedente 2013 (in cui l'onere era stato di 1.538.608 euro); si ricorda che il Consiglio di Amministrazione della Cassa ad aprile 2014 ha deliberato la media nazionale repertoriale per il 2013 nella misura di 63.935,72 euro (contro 50.473,23 euro dell'esercizio precedente) e di mantenere la massima aliquota prevista dal Regolamento (40% dell'onorario medio nazionale) per il computo degli assegni di integrazione; il massimale integrabile così calcolato è risultato pari ad euro 25.574,29.



BILANCIO CONSUNTIVO AL 31 DICEMBRE 2014

Le prestazioni correnti assistenziali sono iscritte per un totale di 10,830 milioni di euro, contro 12,790 milioni di euro del 2013 e fanno rilevare un decremento del 15,33% rispetto all'esercizio precedente; il 96,76% delle prestazioni assistenziali è rappresentato dall'onere della polizza sanitaria.

In considerazione del particolare momento vissuto dal notariato, gli Organi della Cassa, al fine di mantenere positivo il saldo della gestione corrente e creare risorse da destinare alle riserve patrimoniali per la copertura delle prestazioni future, hanno assunto importanti decisioni, intervenendo in maniera fondamentale anche sulle prestazioni assistenziali di carattere non obbligatorio, ed in particolar modo sulla polizza sanitaria; infatti, il nuovo contratto di copertura assicurativa è stato strutturato in modo tale da consentire all'Ente una sostanziale riduzione dell'onere (considerati i livelli di spesa raggiunti negli ultimi anni).

LA GESTIONE MATERNITÀ

Il saldo della gestione maternità anche per il 2014 risulta positivo e viene quantificato in 433.569 euro.

Il gettito contributivo della gestione maternità per il 2014 è stato determinato in 1,174 milioni di euro. L'entrata contributiva in argomento è legata al numero dei professionisti in esercizio al 1° gennaio e all'ammontare del contributo unitario; tale contributo, dall'anno 2009, è stato determinato nella misura di 250 euro, in luogo dei precedenti 129,11 euro.

Le indennità di maternità deliberate nell'anno 2014 hanno comportato un costo di bilancio pari a 740.181 euro per n. 45 beneficiarie, contro 780.161 euro per n. 48 beneficiarie rilevato nel consuntivo 2013.

Per il 2014 l'importo massimo erogabile per ogni indennità ai sensi del decreto legislativo 26 marzo 2001, n. 151, è stato determinato in 24.741,60 euro, contro 24.476,40 del 2013.

GESTIONE MATERNITÀ'	31-12-2013	31-12-2014	Variazioni %
Contributi indennità di maternità riscossi	1.162.250	1.173.750	0,99
Indennità di maternità erogate	-780.161	-740.181	-5,12
SALDO DELLA GESTIONE MATERNITÀ'	382.089	433.569	13,47

LA GESTIONE PATRIMONIALE

I ricavi patrimoniali lordi, quantificati in 46.721.833 euro (comprese le eccedenze da alienazione immobili), al netto dei relativi costi (costi immobiliari per 6.835.739 euro e mobiliari per 7.272.063 euro) hanno consentito, anche per il 2014, la copertura delle spese relative alle indennità di cessazione, il cui costo viene calcolato in 29.368.072 euro e degli interessi ad essa collegati (10.562 euro).

GESTIONE PATRIMONIALE	31-12-2013	31-12-2014	Variazioni %
Ricavi lordi della gestione immobiliare	41.265.234	11.990.471	-70,94
Ricavi lordi della gestione mobiliare	35.104.357	34.731.362	-1,06
Totale ricavi lordi gestione immobiliare e mobiliare	76.369.591	46.721.833	-38,82
Costi gestione immobiliare	-8.063.502	-6.835.739	-15,23
Costi gestione mobiliare	-7.206.505	-7.272.063	0,91
Indennità di cessazione	-43.367.566	-29.378.634	-32,26
Totale costi gestione immobiliare e mobiliare	-58.637.573	-43.486.436	-25,84
SALDO DELLA GESTIONE PATRIMONIALE	17.732.018	3.235.397	-81,75



BILANCIO CONSUNTIVO AL 31 DICEMBRE 2014

La spesa per indennità di cessazione viene considerata come onere strettamente correlato agli anni di contribuzione e di esercizio professionale del Notaio e trova, pertanto, la sua naturale copertura finanziaria nelle rendite rivenienti dalla gestione patrimoniale.

Si precisa inoltre che l'onere della categoria "Spese pluriennali immobili" dall'esercizio 2014 è iscritto, per analogia di trattamento rispetto alle altre spese di mantenimento funzionale del patrimonio immobiliare dell'Associazione, nell'ambito dei costi della gestione patrimoniale. Tale classificazione, per consentire la comparazione dei valori con l'esercizio precedente, è stata effettuata anche alle risultanze del 2013 che mostrano, pertanto, un aumento dei costi della gestione immobiliare per euro 1.392.668 e un'altrettanta riduzione del saldo della gestione patrimoniale (che da consuntivo 2013 era quantificata in 19.124.686 euro).

SETTORE IMMOBILIARE

Il patrimonio immobiliare dell'Associazione ad "uso investimento" è passato dai 292.523 milioni di euro, rilevati al 1° gennaio, ai 291.360 milioni di euro presenti al 31 dicembre 2014, con una redditività londa del 3,80% (rapporto tra la voce "Affitti di immobili" e "Fabbricati uso investimento" al 31/12/2014).

Per l'esercizio 2014 si rilevano entrate lorde inerenti il patrimonio immobiliare in diminuzione di 29.275 milioni di euro (-70,94% rispetto al consuntivo 2013), influenzate dall'importante decremento della voce "Eccedenze da alienazione patrimonio immobiliare" (-27.594 milioni di euro), riconducibile ai due conferimenti immobiliari perfezionati nel 2013.

I redditi patrimoniali ordinari rivenienti dal settore immobiliare, relativi alla voce "Affitti di immobili", vengono quantificati nel 2014 in 11.062 milioni di euro, facendo rilevare un decremento del 13,02% rispetto al consuntivo dell'esercizio precedente (12.717 milioni di euro); tale andamento sconta naturalmente, parzialmente, la minor entrata relativa ai canoni degli stabili oggetto dei conferimenti prima menzionati, perfezionati a fine 2013.

La categoria "Costi gestione immobiliare" è iscritta per un totale di 6.836 milioni di euro (-15,23% rispetto ai costi 2013) e comprende anche il carico fiscale dell'Associazione derivante dal patrimonio e dalle rendite del comparto immobiliare.

L'I.M.U., imposta municipale unica (istituita dall'art. 8 del D.Lgs. 14 marzo 2011, n. 23, sostitutiva del precedente tributo I.C.I.) viene rilevata nel consuntivo 2014 per 2.034 milioni di euro contro 2.338 milioni di euro rilevati nel 2013 (-13,01%).

Si ricorda che l'introduzione dell'I.M.U. ha comportato un notevole aumento di spesa rispetto alla vecchia I.C.I., facendo lievitare il costo del tributo locale nell'anno 2012 del 90,42% rispetto al costo registrato nel precedente anno 2011, pur considerando la riduzione del patrimonio immobiliare avvenuta nel biennio precedente. Il passaggio alla nuova imposta infatti ha determinato sia la maggiorazione della base imponibile (pari a un massimo 160% della rendita catastale rivalutata) sia l'aumento delle aliquote di imposta da applicare.

L'"I.R.E.S." (Imposta sul reddito delle società) viene calcolata nella misura di 3.230 milioni di euro in considerazione dell'attuale quadro fiscale di riferimento e dell'aliquota d'imposta fissata al 27,50%; la diminuzione dell'onere I.R.E.S. nel 2014, rispetto al 2013 (-4,50%), è da correlare essenzialmente al decremento degli affitti causato principalmente dai conferimenti perfezionati a fine 2013.

L'I.M.U. e l'I.R.E.S. insieme rappresentano l'77% dei costi della gestione immobiliare.



BILANCIO CONSUNTIVO AL 31 DICEMBRE 2014

SETTORE MOBILIARE

Nel corso dell'anno la Cassa, in considerazione delle perduranti incertezze sui tempi della ripresa economica, ha mantenuto una politica gestionale prudente, continuando a monitorare con attenzione il mercato ed, in particolare il settore obbligazionario. Supportato anche dalle indicazioni provenienti dall'analisi dell'"Asset Liability Management", il Consiglio di Amministrazione ha posto in essere, soprattutto nella prima parte dell'anno, un graduale allungamento della duration media del nostro portafoglio, con acquisti mirati nel comparto governativo. Anche nel settore dei Corporate si è provveduto, quando si è presentata l'opportunità, a disinvestire in utile dei titoli con rendimenti ritenuti non più competitivi, sostituendoli con altri più appetibili.

Complessivamente, la strategia posta in essere dall'Ente ha consentito di incrementare il portafoglio obbligazionario di circa 17,354 milioni di euro, quale risultato di un aumento dei titoli di Stato al netto della diminuzione delle altre obbligazioni e di generare un plusvalore, maturato ma non realizzato, pari ad 37,450 milioni di euro nel primo bimestre 2015.

Il **settore azionario** è stato drasticamente ridotto, a seguito del disinvestimento di gran parte del pacchetto Generali e della vendita delle altre azioni quotate in portafoglio (UBI Banca e Banca Popolare di Milano). Considerando che le Generali residue sono state alienate all'inizio di gennaio 2015, alla data di redazione del bilancio risultano in essere soltanto le partecipazioni nelle società SATOR SGR e Notartel.

Nel settore dei **Fondi Comuni di Investimento mobiliari e gestioni patrimoniali** le operazioni principali hanno riguardato il disinvestimento quasi totale dei Fondi del comparto Equity Internazionale sottoscritti nel corso del 2013 e il reimpiego delle risorse liberate nel conferimento di due nuovi mandati, affidati a primari gestori, operanti sempre nel settore azionario internazionale. Sono stati inoltre sottoscritti impegni in tre nuovi fondi di **Private Equity**, per un "commitment" complessivo di 10 milioni di euro.

Per quanto riguarda il settore dei **certificati assicurativi**, nel corso del 2014 sono state liquidate cinque polizze giunte a scadenza, per un nozionale pari a 28 milioni di euro; il relativo controvalore non è stato reimpiegato nello stesso comparto (anche alla luce del livello attuale dei rendimenti attesi), che si vede quindi notevolmente ridimensionato.

Da segnalare infine che anche nel 2014 il Consiglio di Amministrazione, pur in presenza di un calo generalizzato dei rendimenti sui conti bancari conseguente agli interventi di politica monetaria della BCE, ha continuato a mantenere importanti giacenze di liquidità, con rischio controparte frazionato su molteplici posizioni e con remunerazioni comunque interessanti, in attesa di definire precise strategie allocative del patrimonio coerentemente con le evidenze di ALM.

Il comparto mobiliare fa registrare complessivamente un risultato economico positivo, evidenziando eccedenze nette per circa 27,459 milioni di euro; i ricavi lordi del comparto ammontano infatti a 34,731 milioni e gli oneri sono pari a circa 7,272 milioni.

Rispetto al precedente esercizio, il risultato conseguito nel 2014 fa rilevare una lieve flessione (-0,439 milioni di euro, corrispondenti all'1,57%), imputabile essenzialmente alla sensibile riduzione subita dai tassi di rendimento nel corso dell'anno. In particolare si registra un calo sia degli interessi sui conti correnti (-0,645 milioni di euro) che degli interessi sui titoli obbligazionari (-2,664 milioni), anche se l'effetto di tale diminuzione è stato in buona parte compensato dall'aumento delle eccedenze in conto capitale realizzate sui disinvestimenti (+2,159 milioni di euro). Risultano in aumento anche i ricavi imputabili al comparto azionario (+ 0,649 milioni di euro) e quelli di pertinenza dei fondi e gestioni esterne (+0,269 milioni), in particolare per i maggiori dividendi incassati,