

ASSEMBLEA NAZIONALE

AGRIGENTO	Dr. Salvatore PUMA	ALESSANDRIA	Dr. Mauro CAPPELLETTI
ANCONA	Dr. Fulvio BORROMEI	AOSTA	Dr. Roberto ROSSET
AREZZO	Dr. Lorenzo DROANDI	ASCOLI PICENO	Dr.ssa Fiorella DE ANGELIS
ASTI	Dr. Claudio LUCIA	AVELLINO	Dr. Antonio D'AVANZO
BARI	Prof. Filippo ANELLI	BARLETTA-ANDRIA-TRANI	Dr. Benedetto DEL VECCHIO
BELLUNO	Dr. Umberto ROSSA	BENEVENTO	Dr. G. Pietro IANNIELLO
BERGAMO	Dr. Emilio POZZI	BIELLA	Dr. Enrico MODINA
BOLOGNA	Dr. Giancarlo PIZZA	BOLZANO	Dr. Michele COMBERLATO
BRESCIA	Dr. Ottavio DI STEFANO	BRINDISI	Dott. Emanuele VINCI
CAGLIARI	Dr. Raimondo IBBA	CALTANISSETTA	Dr. Giovanni D'IPPOLITO
CAMPOBASSO	Dr.ssa Carolina DE VINCENZO	CASERTA	Dr.ssa M. Erminia BOTTIGLIERI
CATANIA	Prof. Massimo BUSCEMA	CATANZARO	Dr. Vincenzo Antonio CICONTE
CHIETI	Dr. Ezio CASALE	COMO	Dr. Gianluigi SPATA
COSENZA	Dr. Eugenio CORCIONI	CREMONA	Dr. Gianfranco LIMA
CROTONE	Dr. Enrico CILIBERTO	CUNEO	Dr. Salvio SIGISMONDI
ENNA	Dr. Renato MANCUSO	FERMO	Dr.ssa Annamaria TOTO' (V. Presidente)
FERRARA	Dr. Bruno DI LASCIO	FIRENZE	Dr. Antonio PANTI
FOGGIA	Dr. Salvatore ONORATI	FORLI'-CESENA	Dr. Michele GAUDIO
FROSINONE	Dr. Fabrizio CRISTOFARI	GENOVA	Dr. Enrico BARTOLINI
GORIZIA	Dr.ssa Roberta CHERSEVANI	GROSSETO	Dr. Roberto MADONNA
IMPERIA	Dr. Francesco ALBERTI	ISERNIA	Dr. Ferdinando CARMOSINO
L'AQUILA	Dr. Maurizio ORTU	LA SPEZIA	Dr. Salvatore BARBAGALLO
LATINA	Dr. Giovanni M. RIGHETTI	LECCE	Dr. Francesco Giovanni MORGANTE (V. Presidente)
LECCO	Dr. Pierfranco RAVIZZA	LIVORNO	Dr. Vincenzo PAROLI (V. Presidente)
LODI	Dr. Massimo VAJANI	LUCCA	Dr. Umberto QUIRICONI
MACERATA	Prof. Americo SBRICCOLI	MANTOVA	Dr. Marco COLLINI
MASSA CARRARA	Dr. Carlo MANFREDI	MATERA	Dr. Raffaele TATARANNO
MESSINA	Dr. Giacomo CAUDO	MILANO	Dr. Roberto Carlo ROSSI
MODENA	Dr. Niccolino D'AUTILIA	MONZA E BRIANZA	Dr. Carlo Maria TERUZZI
NAPOLI	Dr. Silvestro SCOTTI	NOVARA	Dr. Federico D'ANDREA
NUORO	Dr. Alain SERRU	ORISTANO	Dr. Antonio Luigi SULIS
PADOVA	Dr. Paolo SIMIONI	PALERMO	Prof.. Salvatore AMATO
PARMA	Dr. Pierantonio MUZZETTO	PAVIA	Dr. Giovanni BELLONI
PERUGIA	Dr. Graziano CONTI	PESARO-URBINO	Dr. Paolo Maria BATTISTINI
PESCARA	Dr. Enrico LANCIOTTI	PIACENZA	Dr. Augusto PAGANI
PISA	Dr. Giuseppe FIGLINI	PISTOIA	Dr. Egisto BAGNONI
PORDENONE	Dr. Guido LUCCHINI	POTENZA	Dr. Rocco PATERNO'
PRATO	Dr. Francesco SARUBBI	RAGUSA	Dr. Salvatore D'AMANTI
RAVENNA	Dr. Andrea LORENZETTI (V. Presidente)	REGGIO CALABRIA	Dr. Pasquale VENEZIANO
REGGIO EMILIA	Dr.ssa Anna Maria FERRARI	RIETI	Dr. Dario CHIRIACO'
RIMINI	Dr. Maurizio GROSSI	ROMA	Dr. Giuseppe LAVRA (V. Presidente)
ROVIGO	Dr. Emilio RAMAZZINA (V. Presidente)	SALERNO	Dr. Bruno RAVERA
SASSARI	Dr. Agostino SUSSARELLU	SAVONA	Dr. Ugo TRUCCO
SIENA	Dr. Roberto MONACO	SIRACUSA	Dr. Anselmo MADEDDU
SONDRIO	Dr. Alessandro INNOCENTI	TARANTO	Dr. Cosimo NUME
TERAMO	Dr. Cosimo NAPOLETANO	TERNI	Dr. Giuseppe DONZELLI
TORINO	Dr. Guido GIUSTETTO	TRAPANI	Dr. Cesare FERRARI
TRENTO	Dr. Marco IOPPI	TREVISO	Dr. Luigino GUARINI
TRIESTE	Dr. Claudio PANDULLO	UDINE	Dr. Maurizio ROCCO
VARESE	Dr. Roberto STELLA	VENEZIA	Dr. Maurizio SCASSOLA
VERBANO – C.O.	Dr. Daniele PASSERINI	VERCELLI	Dr. Pier Giorgio FOSSALE
VERONA	Dr. Roberto MORA	VIBO VALENTIA	Dr. Antonino MAGLIA
VICENZA	Dr. Michele VALENTE	VITERBO	Dr. Antonio Maria LANZETTI

MEMBRI ELETTI SU BASE NAZIONALE**Medici di medicina generale:**

Dott.ssa Adele **Bartolucci**
Dott. Nazzareno Salvatore **Brissa**
Dott. Sandro **Campanelli**
Dott. Angelo **Castaldo**
Dott.ssa Antonella **Ferrara**
Dott.ssa Ivana **Garione**
Dott. Egidio **Giordano**
Dott.ssa Tatiana **Giuliano**
Dott. Domenico Roberto **Grimaldi**
Dott. Paolo Giuseppe **Lai**
Dott.ssa Antonietta **Livatino**
Dott.ssa Mirene Anna **Luciani**
Dott.ssa Tommasa **Maio**
Dott. Luca **Milano**
Dott. Sabatino Federici **Orsini**
Dott. Romano **Paduano**
Dott.ssa Caterina **Pizzutelli**
Dott. Daniele **Ponti**
Dott. Fabio **Rizzo**
Dott.ssa Celeste **Russo**
Dott. Salvatore **Scotto Di Fasano**
Dott. Giovanni **Sportelli**
Dott. Andrea **Stimamiglio**
Dott.ssa Bruna **Stocchiero**
Dott. Nunzio **Venturella**
Dott. Fabio Maria **Vespa**

Pediatrici di libera scelta:

Dott.ssa Antonella **Antonelli**
Dott. Antonio **D'Avino**
Dott. Nunzio **Guglielmi**
Dott. Giuseppe **Vella**

Specialisti ambulatoriali, medici della medicina dei servizi territoriali, convenzionati passati alla dipendenza:

Dott. Gabriele **Antonini**
Dott. Gianfranco **Moncini**
Dott. Renato **Obrizzo**
Dott. Gabriele **Peperoni**
Dott. Vincenzo **Priolo**
Dott. Pietro **Procopio**
Dott.ssa Alessandra Elvira Maria **Stillo**
Dott. Mauro Renato **Visonà**

Specialisti esterni:

Dott. Salvatore **Gibiino**

Liberi professionisti (Quota B del Fondo di Previdenza Generale):

Dott. Donato **Andrisani**
Dott. Luca **Barzaghi**
Dott. Corrado **Bellezza**
Dott.ssa Maria Grazia **Cannarozzo**
Dott. Arcangelo **Causo**
Dott. Paolo **Coprivez**
Dott. Michele **D'Angelo**
Dott. Giancarlo **Di Bartolomeo**
Dott. Angelo **Di Mola**
Dott.ssa Cinzia **Famulari**
Dott. Giovanni Evangelista **Mancini**
Dott. Giuliano **Nicolin**
Dott.ssa Carla **Palumbo**
Dott.ssa Sabrina **Santaniello**

Dipendenti da datore di lavoro pubblico o privato:

Dott. Antonio **Amendola**
Dott. Giuseppe **Ricciardi**
Dott. Ilan **Rosenberg**
Dott. Alberto **Zaccaroni**
Dott.ssa Rosella **Zerbi**

Contribuenti alla sola Quota A del Fondo di Previdenza Generale:

Dott. Andrea **Silenzì**

Rappresentanti dei Presidenti Cao:

Dott. Carmine **Bruno**
Dott. Gianluigi **D'Agostino**
Dott. Antonio **Di Bellucci**
Dott. Federico **Fabbri**
Dott. Massimo **Gaggero**
Dott. Roberto **Gozzi**
Dott.ssa Alba **Latini**
Dott. Massimo **Mariani**
Dott. Mario **Marrone**
Dott. Diego **Paschina**
Dott. Alexander **Peirano**

Presidente della Consulta degli specialisti esterni non presente nel Consiglio di amministrazione:

Dott. Claudio **Dominedò**

OSSERVATORIO DEI GIOVANI

Dott.ssa Concetta D'AMBROSIO

Dott. Stefano DE GREGORIIS

Dott.ssa Francesca MANZIERI

Dott. Enrico PETERLE

Dott.ssa Camilla RUSSO

OSSERVATORIO DEI PENSIONATI

Dott.ssa Maria Clemens BARBERIS

Dott. Renato NALDINI

Dott. Marco PERRELLI ERCOLINI

Dott. Claudio TESTUZZA

Dott. Francesco VINCI

COMITATO CONSULTIVO DELLA GESTIONE PREVIDENZIALE DELLA LIBERA PROFESSIONE – QUOTA “B”(FONDO DI PREVIDENZA GENERALE)

Dott. ZOVI Alessandro (Presidente – Veneto) - Dott. SEEBERGER Gerhard Konrad (Vice Presidente – Sardegna) - Dott. CHIARELLO Marco (Vice Presidente - Rappr. Naz. Dipendenti) - Dott. PRACELLA Pasquale (Puglia) - Dott. MANCINI Giovanni Evangelista (Rappr. Naz. Odontoiatri) - Dott. FRACASSI Enzo Mario (Abruzzo) – Dott. GALIZIA Giuseppe (Basilicata) – Dott. COCCA Secondo Roberto (Bolzano) –Dott. GUARNIERI Giuseppe (Calabria) - Dott. CIANCIO Gaetano (Campania) - Dott. BARCHIESI Pier Paolo (Emilia Romagna) - Dott. FATTORI Andrea (Friuli Venezia-Giulia) – Dott. MAZZACUVA Domenico (Lazio) - Dott. PEROSINO Gabriele (Liguria) – Dott. PROCOPIO Claudio Mario (Lombardia) – Dott. CROGNOLETTI Vincenzo (Marche) - Dott. COLOCCIA Domenico (Molise) - Dott. DEL MASTRO Giulio (Piemonte) - - Dott. MARCONE Gian Paolo (Sicilia) - Dott. MELE Renato (Toscana) - Dott. VISINTAINER Stefano (Trento) – Dott. MANGIUCCA Michele (Umbria) - FERRERO Massimo (Valle D'Aosta) –

COMITATO CONSULTIVO DELLA GESTIONE PREVIDENZIALE DEI MEDICI DI MEDICINA GENERALE, PEDIATRI DI LIBERA SCELTA E ADDETTI DI CONTINUITA' ASSISTENZIALE ED EMERGENZA TERRITORIALE

Dott. TATARANNO Raffaele (Presidente – Basilicata) - Dott. CARRANO Francesco (Vice Presidente – Lazio) – Dott. PANERO Giovanni (Vice Presidente – Piemonte) – Dott. ALBANO Vito (Abruzzo) – Dott. TATA Roberto (Bolzano) - Dott. LARUSSA Vincenzo (Calabria) – Dott. BENEVENTO Francesco (Campania) – Dott. PASCUCCI Gian Galeazzo (Emilia-Romagna) – Dott. KUSSINI Khalid (Friuli Venezia Giulia) – Dott. PRETE Francesco (Liguria) – Dott. TAMBORINI Ugo Giovanni (Lombardia) - Dott. SPINOZZI Enea (Marche) – Dott. DE GREGORIO Giuseppe (Molise) – Dott. MONOPOLI Donato (Puglia) – Dott. DESOLE Antonio Nicola (Sardegna) - Dott. SPICOLA Luigi (Sicilia) – Dott. UCCI Mauro (Toscana) - Dott. CAPPELLETTI Franco (Trento) - Dott. PESCA Leandro (Umbria) - Dott. ROSSET Roberto (Valle D'Aosta) – Dott. ADAMI Lorenzo (Veneto) -. Dott. PAGANO Franco (Rappr. Naz. Ass. Prim) –Dott. SEMPRINI Giovanni (Rappr. Naz. Pediatri di Lib. Scelta) –Dott. LEONARDI Stefano (Rappr. Naz. Cont. Ass.le).

COMITATO CONSULTIVO DELLA GESTIONE PREVIDENZIALE DEGLI SPECIALISTI AMBULATORIALI E DEGLI ADDETTI ALLA MEDICINA DEI SERVIZI

Dott. DI RISIO Mario Virginio (Presidente Trento) - Dott. CAPUANO Maurizio (Vice Presidente - Basilicata) – Dott. RAGGI Andrea (Vice Presidente – Umbria) – Dott.ssa STRUSI Maria Carmela (Abruzzo) – Dott.ssa CORSO Lisetta (Bolzano) – Dott. CARDILE Antonino (Calabria) – Dott. BUONINCONTI Francesco (Campania) - – Dott. VENTURA Francesco (Emilia Romagna) - Dott. TERRINONI Luciano (Friuli Venezia-Giulia) - Dott.ssa IOSSA Speranza (Lazio) - Dott. CONTE Giancarlo (Liguria) – Dott. CAPPELLO Giuseppe - (Lombardia) - Dott.ssa COLLINA Patrizia (Marche) - Dott. CUCCIA Leonardo (Molise) - Dott. MUIA' Fernando (Piemonte) - Dott. SPIRTO Giuseppe Pantaleo (Puglia) – Dott. AGHEDU Gonario (Sardegna) - Dott. VITELLARO Giuseppe (Sicilia) – Dott. CIUFFOLETTI Leopoldo (Toscana) – Dott. CORAZZA Giovanni (Valle d'Aosta) – Dott. CALZAVARA Armando (Veneto).

COMITATO CONSULTIVO DELLA GESTIONE PREVIDENZIALE DEGLI SPECIALISTI ESTERNI IN REGIME DI ACCREDITAMENTO

Dott. DOMINEDO' Claudio (Presidente - Sardegna) - Dott. FLORIDI Mario (Vice Presidente - Lazio) - Dott. MOLINARI Giuseppe (Vice Presidente - Veneto) - Dott. MINICUCCI Renato (Abruzzo) – Dott. LACERENZA Francesco (Basilicata) – Dott. IARIA Demetrio (Lombardia) – Prof. GORRIERI Oliviero (Marche) – Dott. IUVARO Giuseppe (Molise) – Dott. PANNI Roberto (Puglia) – Dott. DATO Achille Giuseppe (Sicilia) – Dott. SPAGNOLO Giorgio (Toscana) – Dott. MARTINI Giorgio (Trento) – Dott. CANNATA' Michele (Valle D'Aosta).

PAGINA BIANCA

RELAZIONE SULLA GESTIONE

PAGINA BIANCA

BILANCIO CONSUNTIVO DELL'ESERCIZIO 2015

La struttura ed il contenuto del Bilancio

Il Bilancio consuntivo al 31/12/2015 è stato redatto in base alla normativa civilistica in ottemperanza degli artt. 2423 e successivi, così come modificati e integrati dalle disposizioni emanate dalla IV^a Direttiva CEE e dalla riforma del diritto societario (D.lgs 6/03 e successive modificazioni).

Le norme sopracitate regolamentano la redazione del Bilancio d'esercizio, stabilendo in modo rigoroso i prospetti che lo compongono e lo accompagnano, il contenuto e i criteri di valutazione.

L'impostazione generale del bilancio è finalizzata al rispetto dei principi basilari di chiarezza, veridicità e correttezza nell'esposizione delle singole poste, tenendo nella dovuta considerazione le finalità pubblistiche dell'Ente anche se svolte in ambito privatistico.

Il Bilancio consuntivo 2015 presenta i seguenti risultati:

Proventi	€	3.896.222.297
Costi	€	<u>2.849.692.400</u>
Utile d'esercizio	€	1.046.529.897

Di conseguenza, il patrimonio netto si modifica come segue:

Riserva legale (art.1 c. 4 Dlg. 509/94)	€	16.154.171.012
Utile dell'esercizio	€	1.046.529.897
Total	€	<u>17.200.700.909</u>

Al 31 dicembre 2015 il patrimonio netto dell'Ente è incrementato del 6,48% rispetto a quello esistente al 31 dicembre 2014.

Il patrimonio, oltre ad esercitare un ruolo fondamentale nell'assicurare il mantenimento degli equilibri economico - finanziari, costituisce la fonte principale della solvibilità dell'Ente e, per gli iscritti, rappresenta una garanzia suppletiva per l'erogazione dei trattamenti previdenziali.

Analisi sul risultato della gestione

Le risultanze finanziarie dei Fondi di previdenza confermano nel complesso, anche per l'anno 2015, un positivo andamento delle gestioni.

La gestione corrente per tutti i Fondi di Previdenza registra un incremento rispetto all'esercizio precedente sia delle entrate contributive (+ 5,72% circa), che delle spese per prestazioni previdenziali (+ 4,62% circa).

Tale risultato è essenzialmente ascrivibile al rapporto, tuttora positivo, tra il numero degli iscritti e dei pensionati e tra le entrate contributive e la spesa per pensioni, il tutto riconducibile anche ai positivi effetti della ormai nota riforma previdenziale, entrata in vigore il 1° gennaio 2013.

I risultati complessivi del bilancio consuntivo sono così suddivisi:

Gestione previdenziale

Ricavi	Costi	Risultato netto
Contributi 2.392.089.090	Prestazioni 1.432.927.379	
Entrate straordinarie 38.463.141	Uscite straordinarie 20.215.955	
2.430.552.231	1.453.143.334	977.408.897

Gestione Patrimoniale

Ricavi	Costi	Risultato netto
Proventi 730.205.915 [(tot. lordo € 1.451.795.776) fitti, cedole, divid., scarti, diff. attive su cambi, plus. da negoz. immobili e titoli, ecc.]	Comm. Di Gestione 17.602.722	
Oneri 374.950.897 [(tot. lordo € 1.096.540.758) conduz. immobili, minus. valutaz. immobili e titoli, perdite da negoz. immobili, diff. passive su cambi, ecc.]	Imposte 135.036.352	
355.255.018	152.639.074	202.615.944

Gestione amministrativa

Ricavi	Costi	Risultato netto
Proventi e recuperi diversi 623.918	Spese gestione, personale, ammortamenti, svalutazioni, ecc.... 122.960.810	
623.918	1.243.108	124.203.918
		-123.580.000

Gestione straordinaria

(esclusa parte previdenziale e patrimoniale)

Ricavi	Costi	Risultato netto
Proventi 13.250.372	Oneri 23.165.316	
13.250.372	23.165.316	-9.914.944

UTILE 2015

1.046.529.897

Investimenti patrimoniali – Valutazione e politiche di gestione del rischio

Si riporta qui di seguito la rappresentazione complessiva del patrimonio da reddito, con l'indicazione percentuale di ciascun componente di esso, raffrontata con quella dell'esercizio precedente, considerando le quote di partecipazione in società e fondi immobiliari facenti parte dell'asset immobiliare in largo senso inteso.

	2015	%	2014	%
Attività immobiliari	4.665.155.753	28,36%	4.854.340.769	31,16%
Immobili ad uso di terzi	1.505.440.872	9,15%	2.005.713.666	12,88%
Partecipazione in società e fondi immobiliari	3.159.714.881	19,21%	2.848.627.103	18,29%
Attività finanziarie	11.783.859.880	71,64%	10.723.777.804	68,84%
Immobilizzazioni finanziarie	2.377.473.660	14,45%	3.304.744.804	21,21%
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	8.962.229.681	54,48%	6.540.491.107	41,99%
Depositi vincolati	0	0,00%	225.000.000	1,44%
Disponibilità liquide	444.156.539	2,70%	653.541.893	4,20%
Totali	16.449.015.633	100,00%	15.578.118.573	100,00%

La tabella precedente riguarda solo il patrimonio da reddito e non tiene conto quindi dei fabbricati ad uso della Fondazione, dei terreni e delle immobilizzazioni in corso e acconti, anche essi iscritti tra le immobilizzazioni materiali quali cespiti patrimoniali per complessivi € 173.333.569.

Di contro, tra le attività finanziarie sono comprese anche le disponibilità liquide per € 444.156.539 che, pur produttive di reddito, non costituiscono ancora veri e propri investimenti mobiliari. Considerando tali voci, rispettivamente in aggiunta ed in detrazione, la ripartizione degli investimenti patrimoniali porrebbe quelli immobiliari al 29,91% e quelli mobiliari al 70,09% del totale.

I valori medi contabili delle suseposte attività e la redditività prodotta possono essere così riepilogati:

- gli immobili ad uso di terzi hanno prodotto una redditività linda pari al 4,73%, al netto dei costi gestionali pari al 1,66% ed al netto delle imposte pari al -0,65%;
- le partecipazioni in società e fondi immobiliari hanno prodotto una redditività linda pari al 2,36% e netta pari al 1,61% (comprensiva di valori di mercato);
- le immobilizzazioni finanziarie e le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (titoli, azioni, partecipazioni, altri investimenti) hanno prodotto una redditività linda pari al 1,69% al netto degli oneri di gestione pari al 1,50% ed al

netto anche delle imposte pari al 0,65% (comprese delle plusvalenze non iscrivibili).

I tassi di redditività sussintesi così calcolati sono relativi alla totalità degli investimenti e sono dati dal rapporto fra il risultato netto della gestione finanziaria e la consistenza media dei valori mobiliari.

In osservanza del criterio di prudenza dettato dal Codice Civile, il patrimonio mobiliare non comprende la plusvalenza derivante dal confronto tra il valore di carico dei titoli in bilancio ed il valore di mercato che ammonta a complessivi € 769.915.459 quale valore netto risultante da € 326.948.420 di plusvalenze implicite riferite all'attivo circolante sia in gestione diretta che presso le gestioni patrimoniali, da € 183.373.704 quale netto plus relativo alle partecipazioni in società e fondi immobiliari e da € 259.593.335 quale netto plus per i titoli immobilizzati. Il patrimonio complessivo, se si considerassero tali maggiori valori, sarebbe quindi pari ad € 17.218.931.092. Inoltre considerando il valore di mercato del patrimonio immobiliare diretto stimato su basi Nomisma si evidenzierebbe un ulteriore plusvalore di € 847 milioni.

L'Economia.

Il 2015 è stato un anno di grande volatilità dei mercati dove la *geopolitica* ha rappresentato un fattore chiave di influenza sui mercati.

Il post-crisi ha radicalmente cambiato le dinamiche dell'economia reale e gli scenari d'investimento, accentuando la dislocazione produttiva, accelerando l'inversione di cicli e tendenze, modificando i meccanismi di trasmissione delle politiche monetarie.

Bassi tassi di interesse e crollo dei prezzi delle materie prime, uniti ad un eccesso di capacità produttiva, hanno innescato una spirale deflazionistica che rappresenta la minaccia degli anni a venire, contro cui le armi di politica monetaria sembrano poco efficaci.

La Cina contribuisce a spostare il baricentro dell'economia da occidente a oriente diventando il principale creditore degli USA e trascinando al rialzo le economie asiatiche satellite ed il Giappone. Nel 2015 però il dragone rallenta sganciando la sua valuta dal dollaro ed iniziando un processo di riforma del sistema che impatta considerevolmente sulla crescita del GDP facendola diventare, insieme alle *commodity*, uno dei principali "catalizzatori" ciclici della negatività globale.

La continua riduzione nel prezzo del petrolio, associata ad un aumento nell'offerta di energia rispetto alla domanda, impatta fortemente sulle economie *commodity-based* e diventa un importante fattore di stress *geopolitico* per il medio oriente.

Le principali criticità "politiche" del 2015 sono risolte: il pericolo di una guerra tra Russia ed Ucraina è stato scongiurato; la "rivoluzione" greca di Tsipras si è risolta con la firma di un nuovo accordo che, se ha aumentato le restrizioni sulla piccola economia greca, non ha però avuto effetti negativi sull'eurozona; in Inghilterra i conservatori di Cameron hanno vinto la sfida sulla destra più "estremista" di UKIP mentre in Francia il

Front National che sembrava ben posizionato alle regionali è arrivato terzo alle spalle dei partiti più *mainstream* del centro-sinistra e centro-destra.

La coesione degli stati europei è stata messa a dura prova quando la Turchia in estate ha cessato di fatto il pattugliamento delle frontiere marine, in concomitanza con la prosecuzione delle tensioni in Siria, provocando un afflusso di emigrati senza precedenti. In Germania, dove la quota profughi è importante, si creano tensioni sulla politica della Merkel, contestata dai populisti di *Alternative für Deutschland*, che ha però impatto limitato (CDU scende dal 41% al 37%, AfD sale dal 5% al 10%). La minaccia populista torna anche in paesi come gli USA (Donald Trump e l'estrema destra) e l'Inghilterra (Jeremy Corbin e l'estrema sinistra) nonostante 6 anni di ripresa economica ed un'importante crescita dell'occupazione.

La ripresa post-crisi è stata molto differenziata tra le varie economie, anche a livello europeo, dati differenti strategie e tempi di reazione: tuttavia nel 2015 la crescita si presenta più omogenea, tornando positiva anche in Italia che ha iniziato a vedere i frutti degli sforzi compiuti negli ultimi anni.

Negli USA ed Inghilterra il ciclo economico si considera ormai maturo e la crescita prevista a medio termine si assesta intorno al 2%. Gli USA inaugurano a dicembre una lungamente attesa politica monetaria di *tightening*, con il primo rialzo nei tassi da 8 anni.

In Giappone il programma di stimolo iniziato nel 2013 con interventi a tutto campo sull'economia e sulla lotta alla deflazione procede a scossoni: nel 2015 vede sul piatto addirittura l'indicazione tra gli obiettivi di governo di investire sul mercato azionario e a gennaio 2016, a fronte di dati in contrazione del GDP su fine anno, la banca centrale varà una strategia di tassi negativi dando ulteriore stimolo alla svalutazione dello yen, all'export, all'inflazione.

L'Europa è ancora fragile: lo spirito più prettamente europeista sembra rappresentato solamente dalla BCE. La *Banking Union* europea procede a rilento (è solo del novembre 2015 la proposta di creare l'*EDIS - European Deposit Insurance Scheme* - per fornire una copertura assicurativa più forte ed omogenea dei depositi retail nell'unione). Politica europea e BCE hanno agito di concerto in questi anni, ma è solo il 22 gennaio 2015 che finalmente Draghi varà il programma di *Quantitative Easing* europeo con acquisto mensile di € 60 miliardi di titoli europei fino al settembre 2016, successivamente prorogato fino al marzo 2017 e rinforzato il 10 marzo 2016 con aumento degli acquisti ad € 80 milioni al mese, finalizzato a rilanciare l'economia dell'eurozona tramite riduzione del costo del debito e dei tassi, stimolo al mercato del credito e lotta alla deflazione.

Le politiche monetarie degli ultimi anni hanno compresso ampiamente i premi di rischio. Le attese di mantenimento di bassi tassi a lungo, – anche il *tightening* in USA si prevede lento – la deflazione, le preoccupazioni di recessione strisciante anche nelle grandi economie, fanno prevedere rendimenti bassi per gli anni a venire, associati ad elevata volatilità. Con il rialzo dei tassi negli USA termina la fase della “grande

liquidità”: dal marzo 2008 le banche centrali hanno iniettato liquidità portando i propri bilanci da \$ 7,5 a \$ 17 trilioni fino al settembre 2014 (quando si è concluso il *QE3 USA*); da allora la liquidità globale si sta riducendo di circa il 3,4% all’anno, con un impatto sostanziale sull’andamento dei mercati (meno liquidità = meno flussi di investimento = volatilità). Il settore bancario, preso normalmente come “barometro” della crescita nominale attesa, è sceso in Europa negli ultimi 6 mesi dell’anno del 41% ed è stato particolarmente avversato anche nei primi mesi del 2016.

- **Stati Uniti** – Gli USA riportano una crescita del GDP pari a +2,5% con una riduzione nella disoccupazione che veleggia verso il 5%; a dicembre viene inaugurato, dopo una serie di falsi allarmi, un ciclo di politica monetaria restrittiva alzando i tassi di 0,25%. La fine della fase di “eccesso di liquidità” provoca un andamento altalenante dei mercati, una discreta volatilità del dollaro, una specifica comunicazione del Governatore Yellen sulla “gradualità” del ciclo di politica monetaria. Gli attivi che hanno ben performato nel periodo del QE si prevede avranno un consistente ritracciamento, già notato nell’allargamento degli spread di credito dei corporate e degli high yielder. I mercati azionari reggono fino all’ultimo trimestre dell’anno dove recuperano lo shock di agosto causato dai timori di recessione cinese, ma chiudono deboli. Un debole andamento nei consumi privati ed un peggioramento nelle attese di reddito delle piccole e medie imprese, uniti alla più bassa inflazione registrata dal 2009, rappresentano segnali di debolezza in entrata nel 2016.
- **Giappone**. Proseguono gli stimoli monetari del governatore della banca centrale Kuroda, nell’ambito del pacchetto espansivo del premier Abe. Il 2015 vede una crescita del GDP intorno allo 0,6%, molto al di sotto delle aspettative, mentre per il 2016 le previsioni si attestano intorno all’1,2%. L’ultimo trimestre dell’anno vede un’importante contrazione del GDP, una forte decelerazione della produzione industriale e dei consumi privati che spingono la banca centrale a gennaio 2016 ad implementare una politica di tassi negativi, per spingere ancora a fondo sulla svalutazione e sulla ripresa dell’inflazione. Il dato forte è rappresentato però dal calo delle esportazioni e dal rallentamento manifatturiero cinese che sottolineano la necessità di una ripresa del mercato interno affinché la crescita si possa stabilizzare.
- **Cina**. Il dragone rallenta. Come in Giappone nel 1990 la Cina è entrata in un periodo “secolare” di rallentamento della crescita economica (il FMI prevede una convergenza al 6% nei prossimi 2 anni): nel 2015 il GDP si attesta al 6,9% il dato più basso degli ultimi 25 anni, pur su un’economia cresciuta 15 volte rispetto al 1990. La forte svalutazione che negli ultimi anni ha interessato il Giappone, le economie emergenti e l’Europa, hanno contribuito ad un consistente calo nell’export cinese. La reazione porta a sganciare il *peg* con il dollaro e favorire una serie di svalutazioni del cambio, spingendo anche sul cambiamento del modello economico. La Cina è già uno dei protagonisti della crescita globale e delle dinamiche di mercato, ma lo sarà ancora di più “aprendo” all’esterno il suo sistema finanziario; vuole recuperare l’export ma anche creare e stabilizzare un forte mercato interno. Al Plenum del partito Comunista di ottobre, tra i messaggi “forti” che vengono passati, l’enfasi è sul creare una “società

moderatamente prospera”, segnalando che il governo sta ponendo attenzione al miglioramento della qualità della vita; si parla di voler raddoppiare il GDP in termini reali entro il 2020 che equivale ad un target di crescita del 6,53% all’anno per i prossimi 5 anni. Si abolisce la “*politica del figlio unico*” introdotta da Deng Xiaoping nel 1979 per far fronte all’impoverimento del paese, perché ora detta politica è vista come “minaccia alla crescita”. Si parla di togliere le restrizioni agli investitori ad effettuare investimenti diretti all’estero e di continuare nelle riforme anche sulla deregulation. Il peso del manifatturiero sul GDP cala consistentemente a favore dei servizi che pesano il 51%. Essendo però un netto importatore di petrolio e materie prime, la Cina ora beneficia grandemente del collasso dei prezzi delle commodity. Finché non si vedranno segnali di ripresa delle esportazioni, favorite da una valuta meno costosa, l’andamento dei mercati interni, della valuta e delle banche continueranno comunque a rappresentare fonti di turbativa dei mercati globali.

- **Europa.** A gennaio la BCE annuncia il *QE* europeo, con acquisto di € 60 miliardi di titoli al mese fino a fine 2016, poi estesa a marzo 2017, che contribuisce ad una crescita sostenuta dei mercati per tutto il primo trimestre. Le tensioni politiche successive in Grecia, le incertezze sui tempi di esecuzione del sistema bancario europeo e delle riforme nazionali rendono comunque la ripresa fragile, acuita dalla forte volatilità di mercato innescata dai timori di recessione cinese in agosto, dallo scandalo Volkswagen, dalla discesa inarrestabile delle materie prime. La fragilità politica del blocco e la coesione europea è messa a dura prova in diverse occasioni: dalle vicende legate ai migranti della Siria, alle discussioni sulla solidità del settore bancario su cui - fianco aperto dell’Europa - si scatena una tempesta che a partire dall’ultima parte dell’anno flagella i mercati fino a febbraio 2016. A dicembre Draghi annuncia un allungamento nei termini del *QE* fino a Marzo 2017 ed una riduzione nei tassi di deposito, che lascia però il mercato “deluso”. Il problema forte rimane quello della deflazione nonostante un miglioramento graduale del livello dei consumi privati e la scarsa efficacia della politica monetaria. Tensioni politiche a parte l’Europa chiude comunque l’anno con una crescita positiva che abbraccia finalmente tutti i suoi componenti: il GDP complessivo cresce +1,5% (0,9% nel 2014), con l’Italia a +0,7% (-0,4% nel 2014), Germania a +1,7%, Francia +1,20%. La disoccupazione rimane alta, poco sotto l’11%, con un’inflazione pari sostanzialmente a zero. Con il *QE* l’Euro passa dall’1,20 di fine 2014 a 1,05 a marzo, salvo stornare e assestarsi intorno a 1,10 tra fine anno e i primi mesi del 2016. I consumi privati sono previsti in aumento, sempre col supporto del basso prezzo del petrolio e del previsto aumento dei redditi da lavoro, importante elemento inflazionistico; anche i consumi pubblici sono visti al rialzo trainati, soprattutto in Germania, da una politica fiscale espansiva. Il miglioramento nell’accesso al credito ed un aumento nell’uso della capacità produttiva fanno prevedere anche una ripresa negli investimenti. La ripresa continua, quindi, pur se moderata. Il 10 marzo 2016 la BCE aumenta la tranche di acquisto mensile a € 80 milioni e porta il tasso sui depositi, già negativo, a -0,4%.
- **Italia.** La prima stima Istat segnala una crescita del GDP per il 2015 di +0,7%, sotto la stima del Governo a +0,9%, ma primo segnale positivo dopo una decrescita

ininterrotta dal 2011. Mentre nei primi 3 trimestri dell'anno la crescita è stata relativamente sostenuta (Q3 +0,9%), l'ultimo trimestre ha in effetti frenato. Il miglioramento, pur se moderato, è presente sia dal lato della produzione industriale, che dei consumi grazie anche ad un aumento nel reddito medio delle famiglie a +1,5% rispetto al 2014. È migliorato l'accesso al credito anche con una ripresa nella concessione di mutui residenziali che hanno visto il mercato rianimarsi, pur se in leggero calo di valore rispetto all'anno precedente. La disoccupazione rimane elevata intorno all'11,8%, mentre il tasso di inflazione si assesta intorno allo 0,2%. Nei primi tre trimestri dell'anno si è vista una forte ripresa nella liquidità e domanda dei titoli di stato, che ha portato lo spread a ridursi fino a 0,90%; verso fine anno, e successivamente nei primi mesi del 2016, lo spread si è allargato fino ad 1,20% anche in concomitanza al forte *sell-off* dei mercati che ha colpito principalmente il settore bancario generale, ma penalizzando specificatamente quello italiano. Il BTP 10 anni ha chiuso l'anno con un rendimento di 1,60%. Il mercato azionario italiano, best performer nel 2015, ha iniziato il 2016 enfatizzando le perdite osservate a livello globale. L'avanzo commerciale risulta costantemente positivo ed in crescita a € 45,2 miliardi anche se, a livello europeo, il contributo dell'Italia alle esportazioni dell'area è leggermente calato da 8,6% a 8,5% a favore della Germania, che da 24,3% è passata al 24,7%.

- **Paesi Emergenti.** Il 2015 ha evidenziato l'estrema differenza tra i paesi emergenti, a seconda del "blocco". La contrazione nei prezzi delle materie prime ha fortemente penalizzato i paesi produttori, in medio oriente così come in sud America, il rallentamento della Cina ha influenzato le economie del pacifico, mentre l'inizio del tightening USA e il rafforzamento del dollaro hanno pesato a livello globale. Le valute emergenti si sono tutte deprezzate nei confronti del dollaro e gli effetti più duri si sono avuti sulle economie maggiormente dipendenti dai capitali esteri per sostenere le spese domestiche. Le prospettive di un rialzo nei tassi USA hanno ridotto la liquidità del dollaro e colpito i paesi con debito in dollari, aumentandone il costo ed aumentando parimenti i rischi di default. Il panorama è quanto mai differenziato: nelle economie asiatiche influenzate dal rallentamento della Cina e dove gli scenari deflazionistici hanno dominato, i tassi sono scesi ulteriormente ed alcune curve sono addirittura piatte (Korea) riflettendo la necessità di mantenere politiche monetarie accomodanti. Di converso in America Latina i tassi sono in generale saliti per combattere l'inflazione e cercare di sostenere la copertura di ampi deficit di conto corrente, come in Brasile e Colombia, a fronte di uno scenario di crescita debole. La Polonia e l'Ungheria sono tra le economie emergenti meno esposte alle difficoltà comuni agli altri paesi, grazie all'esposizione all'Europa.

Prodotto Interno Lordo

La crescita dell'economia mondiale si è attestata intorno al 3,1% in lieve riduzione rispetto al 2014, tuttavia con valori positivi più omogenei: l'unica area che riporta un