

Tutto ciò indurrà molte delle economie dell'area ad aumentare la pressione fiscale o a ridurre la spesa, con il rischio di compromettere la ripresa **(13)**. L'erogazione del credito da parte delle banche europee non è stata completamente ripristinata, a causa delle persistenti perdite in conto capitale che pesano sui bilanci e dei nuovi indirizzi regolamentari. Le perdite accumulate su investimenti cosiddetti "tossici", infatti, non sono state del tutto riassorbite dalle banche e, unitamente alle misure di ricapitalizzazione previste per rafforzare il livello di patrimonializzazione, potrebbero compromettere l'erogazione del credito alle imprese e alle famiglie **(14)**. La flessione dei volumi di credito alimentano dubbi sulla crescita della spesa per investimenti e consumi, quindi dell'attività economica **(15)**, stimata dalla BCE allo 0,80% per il 2010.

La BCE, in vista di miglioramenti nelle condizioni economiche dell'area, ha annunciato il ritorno a meccanismi di mercato per alcune forme di finanziamento al sistema bancario **(16)**, precedentemente concesso a tassi inferiori a quello ufficiale di riferimento (1,00%). Il tenore dei recenti annunci di politica monetaria ha consolidato l'aspettativa che i tassi di interesse non subiranno modifiche a rialzo nel corso della prima metà dell'anno, dato il basso livello di inflazione.

Le prospettive dell'economia giapponese, anche se in generalizzato miglioramento, rimangono condizionate alla tiepida ripresa del mercato del lavoro e, quindi, ai riflessi sul ciclo dei consumi. La ripresa del commercio internazionale costituisce quindi un elemento essenziale per la crescita. Il debito pubblico, ormai al 200,00% del PIL, è fonte di preoccupazione per il paese. La crescita per l'anno 2010 è attesa all'1,20%, a fronte di un livello di inflazione negativo pari allo 0,80% (stime Bank of Japan). L'indirizzo della politica economica della Bank of Japan stessa rimarrà verosimilmente espansivo per la necessità di sostegno alla fase congiunturale, con tassi prossimi allo zero.

Il ciclo economico dei paesi emergenti non è esposto agli stessi rischi dei sistemi sviluppati, grazie al minor grado di sofisticazione del sistema finanziario e alla minor esposizione agli effetti della crisi. Il basso livello di indebitamento dei bilanci pubblici costituisce un fattore di forza in quanto consente un maggior grado di intervento nella politica fiscale. La spesa per consumi sarà favorita dal cambiamento nelle preferenze della popolazione, conseguente al miglioramento delle condizioni finanziarie. La politica monetaria nei principali paesi dell'area asiatica e sudamericana tenderà ad essere restrittiva per far fronte a segnali inflattivi.

Quanto ai mercati finanziari, va osservato che le valutazioni presenti sui mercati azionari cominciano a giungere ai livelli di equilibrio quindi, nonostante le società continuino a mostrare buona capacità di generare cassa, i dubbi sulla sostenibilità dei profitti potrebbero alimentare fasi correttive. Da un punto di vista geografico, la ripresa dei margini appare più consolidata negli Stati Uniti, rendendo interessanti i segmenti delle piccole e medie capitalizzazioni, maggiormente esposte al ciclo economico. Le grandi capitalizzazioni statunitensi mostrano livelli valutativi non eccessivi, ma meno redditizi di quelli dell'area europea, dove le incertezze sulle modalità di rientro dei deficit e sulla sostenibilità della moneta unica hanno alimentato le vendite.

Le borse giapponesi sono quelle con i migliori livelli valutativi e per questo rappresentano un buon posizionamento tattico. I mercati azionari dei paesi emergenti, date le prospettive di crescita nel medio-lungo periodo, rappresentano un'opportunità di investimento sul piano strategico, sebbene l'aumento delle valutazioni li esponga a fasi correttive, che potrebbero comunque costituire occasioni di incremento dell'esposizione.

Il mercato del credito richiede maggiore selettività visto il recupero generalizzato del comparto: le obbligazioni societarie a maggior contenuto di rischio (*high yield*) potrebbero rivelarsi il segmento più promettente, grazie al calo dei tassi di insolvenza speculativi **(17)** e ai profittevoli livelli di rendimento. Tra gli investimenti obbligazionari più interessanti si rilevano gli emittenti sovrani dei paesi emergenti, interessati da

¹³ La Spagna, la Grecia ed l'Irlanda stanno intervenendo con misure correttive della spesa (riduzione degli stipendi pubblici, del *turn over* dei dipendenti, di alcune tipologie di prestazioni previdenziali) e del gettito, quali l'aumento dell'imposta sul valore aggiunto (c.d. *value added taxes*). La Germania, invece, manterrà in vigore sussidi al consumo per ca. 18 miliardi di euro per l'anno 2010.

¹⁴ "Global Financial Stability Report", Fondo Monetario internazionale.

¹⁵ Bollettino mensile Banca Centrale Europea, Febbraio 2010.

¹⁶ Nel dicembre scorso la Bce ha annunciato la sua ultima asta LTRO (*Long Term Refinancing Operation*), eccezionalmente della durata di dodici mesi, per tornare a meccanismi standard nel finanziamento al sistema bancario.

¹⁷ Il tasso default speculativo globale è sceso nel mese di dicembre al 12,5% dal 12,9% di novembre (valore massimo), per la prima volta in 23 mesi, fornendo un segnale di inversione che Moody's stima condurrà ad una riduzione attesa al 3,3% per la fine dell'anno. (Fonte *Moody's*)

uno strutturale percorso di risanamento delle finanze pubbliche. Le emissioni in valuta locale sono il miglior canale per l'investitore di cogliere le opportunità sui paesi emergenti, sia con riferimento alla crescita economica che alla rivalutazione delle valute.

Le obbligazioni *corporate investment grade* e le emissioni governative hanno oggi un rendimento così basso da non compensare i potenziali rischi. In particolare l'investimento in obbligazioni governative sembra penalizzato sia da fattori tecnici, che fondamentali.

La significativa ripidità della curva dei rendimenti garantisce una migliore remunerazione delle emissioni con scadenza lunga rispetto a quelle a breve, soprattutto nei paesi cosiddetti "periferici" dell'area euro. Tuttavia, l'annuncio, da parte della BCE, del cambiamento nella politica monetaria, potrebbe essere un importante fattore di rischio per la componente obbligazionaria (rischio *duration*). Inoltre, la moderata dinamica inflazionistica dei prossimi mesi potrebbe innescare fasi correttive sulle obbligazioni indicizzate all'inflazione, ipotesi che renderebbe favorevole un successivo acquisto.

In merito ai mercati valutari, le divise dei paesi emergenti saranno quelle con maggiore potenziale di crescita. Le valute asiatiche potrebbero beneficiare del graduale cambiamento del regime di cambio già in atto **(18)**; quelle sudamericane continueranno ad essere rafforzate dal ciclo delle *commodities*. Per entrambe le aree, un ulteriore aspetto positivo è ravvisabile nel rialzo dei tassi di riferimento.

La crescita dei prezzi delle materie prime non ha esaurito le opportunità offerte da questo tipo di investimento. La significativa dispersione nei rendimenti dei diversi comparti, infatti, indica come le materie prime industriali ed energetiche abbiano performato meglio, se comparate alla relativa staticità dei prezzi delle materie agro-alimentari. I metalli, la cui domanda è molto reattiva alla ripresa economica (metalli industriali) e all'incertezza sulle economie sviluppate (metalli preziosi), sono esposti a maggiori ribassi.

Le materie prime energetiche, infine, potrebbero rivelarsi più redditizie in relazione alla crescente domanda da parte dei paesi emergenti.

I prezzi delle *commodities* agricole, solo in lieve rialzo negli ultimi mesi, possono avere migliori margini di crescita perché sostenute dalla risalita delle quotazioni dei carburanti fossili che ne aumentano la domanda per la produzione di combustibili biologici. L'incremento demografico e la riduzione della mortalità costituiscono, inoltre, un tema di lungo periodo, che spiega la tendenza secolare al rialzo per questa tipologia di strumenti.

Ad aprile il *downgrade* del merito creditizio della Grecia, da parte delle maggiori agenzie di credito, ha compromesso la negoziabilità dei titoli greci presso la BCE, con ripercussioni su tutti gli emittenti periferici europei, che hanno visto aumentare gli *spreads* creditizi rispetto ai Paesi *core* (Germania e Francia). I rendimenti sui titoli greci hanno raggiunto il 18,25% sulla scadenza a due anni e il 12,45% sulla scadenza a 10 anni. L'inversione della curva dei rendimenti, con tassi a breve più alti dei tassi a lungo termine, è stata una chiara indicazione di come il mercato scontasse l'ipotesi di ristrutturazione del debito greco.

Sul fronte valutario, la crisi del debito greco ha avuto ripercussioni sull'euro, che si è deprezzato sia nei confronti dello yen che del dollaro americano. Anche sul versante azionario si sono riscontrati pesanti storni, soprattutto sui mercati dell'area euro, dove i listini maggiormente penalizzati sono stati quelli della Grecia, della Spagna, del Portogallo, dell'Irlanda e dell'Italia. La brusca reazione del mercato alle esitazioni sugli aiuti alla Grecia ha convinto le autorità politiche europee a istituire un fondo per la salvaguardia della solvibilità degli stati membri.

E' opinione diffusa come il pacchetto di sostegno alla Grecia consenta di superare i rischi legati alla solvibilità delle emissioni di breve scadenza; tuttavia, permangono perplessità legate agli effetti delle misure di rientro dei deficit ed alle prospettive di crescita dell'economia nei prossimi trimestri.

¹⁸ Molte tra le divise asiatiche sono ancorate all'andamento del dollaro statunitense e ad un paniere di valute forti, spesso gestite in funzione dell'esigenza di fornire stimoli all'economia attraverso l'indebolimento valutario e l'aumento dei volumi di esportazione. L'utilizzo del cambio come strumento di politica economica, conduce normalmente alla sottovalutazione della valuta attraverso l'acquisto di valuta estera e quindi l'accumulo di riserve valutarie.

Il settore immobiliare

Il settore immobiliare ha registrato anche nel 2009 un andamento negativo, specie nei primi 9 mesi dell'anno. L'andamento delle compravendite rispetto al 2008 (che aveva già registrato una flessione del 15,10%) presenta un decremento complessivo dell'11,30%, molto accentuato nei primi 3 trimestri dell'anno (rispettivamente negativi per il 18,60%, 12,30% e 11,30%) mentre nel 4° trimestre appare nettamente ridimensionato (negativo per il 4,00%). Complessivamente la riduzione del volume delle compravendite negli ultimi 2 anni è stata quindi prossima al 27,00%.

Le abitazioni oggetto di compravendita sono passate da 686.000 nel 2008 a 609.145 nel 2009, con un ritorno ai livelli di inizio 2000. La flessione è stata più marcata nel 1° trimestre 2009, registrando una caduta del 18,50% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Nello stesso trimestre le compravendite del settore terziario sono diminuite del 20,40%, quelle del settore commerciale del 23,80% e quelle del settore produttivo del 33,40%.

Tale situazione è rappresentata nella seguente tabella:

Andamento trimestrale e annuo NTN (Numero transazioni normalizzate) per settori e variazione percentuale trimestrale ed annua

	I trim 09	II trim 09	III trim 09	IV trim 09	2009
Residenziale	136.115	163.973	132.816	176.241	609.145
Terziario	3.455	4.349	3.058	5.300	16.163
Commerciale	8.730	10.219	7.664	10.964	37.577
Produttivo	2.529	3.171	2.671	3.909	12.281
Pertinenze	108.164	129.927	101.712	143.736	483.539
Altro	40.905	50.391	42.422	54.945	188.664
Totale	299.899	362.030	290.343	395.095	1.347.368
	I trim 08	II trim 08	III trim 08	IV trim 08	2008
Residenziale	167.070	188.275	149.253	181.969	686.587
Terziario	4.342	4.596	3.768	5.281	17.988
Commerciale	11.457	11.944	9.309	12.572	45.283
Produttivo	3.796	3.977	3.220	4.405	15.398
Pertinenze	129.946	145.683	114.661	148.658	538.948
Altro	51.896	58.140	47.039	58.518	215.592
Totale	368.507	412.616	327.251	411.423	1.519.796
	I trim 08-09	II trim 08-09	III trim 08-09	IV trim 08-09	2008-09
Residenziale	-18,5%	-12,9%	-11,0%	-3,2%	-11,3%
Terziario	-20,4%	-5,4%	-18,8%	0,4%	-10,1%
Commerciale	-23,8%	-14,4%	-17,7%	-12,8%	-17,0%
Produttivo	-33,4%	-20,3%	-17,1%	-11,3%	-20,2%
Pertinenze	-16,8%	-10,8%	-11,3%	-3,3%	-10,3%
Altro	-21,2%	-13,3%	-9,8%	-6,1%	-12,5%
Totale	-18,6%	-12,3%	-11,3%	-4,0%	-11,3%

Fonte: Osservatorio Valori Immobiliari

Nelle 13 città campione di medie dimensioni (Ancona, Bergamo, Brescia, Livorno, Messina, Modena, Novara, Parma, Perugia, Salerno, Taranto, Trieste e Verona) sono ulteriormente aumentati i tempi medi di vendita (5,9 mesi per le nuove abitazioni; 7,7 per gli uffici; 6,9 per i negozi e 7,1 per i capannoni) e lo sconto medio praticato (12,60% per le abitazioni non nuove; 12,40% per gli uffici; 11,30% per i negozi e 11,50% per i capannoni).

I prezzi medi si sono ridotti in media - rispetto al 2008 - del 3,70% per le nuove abitazioni, del 3,30% per gli uffici, del 4,00% per i negozi e dell'3,20% per i capannoni. Una riduzione dei prezzi si è registrata anche nelle 13 grandi aree urbane (Bari, Bologna, Cagliari, Catania, Firenze, Genova, Milano, Napoli, Padova, Palermo, Roma, Torino e Venezia) per le abitazioni (4,10%), per gli uffici (3,90%), per i negozi (3,20%) e per i capannoni (6,20%).

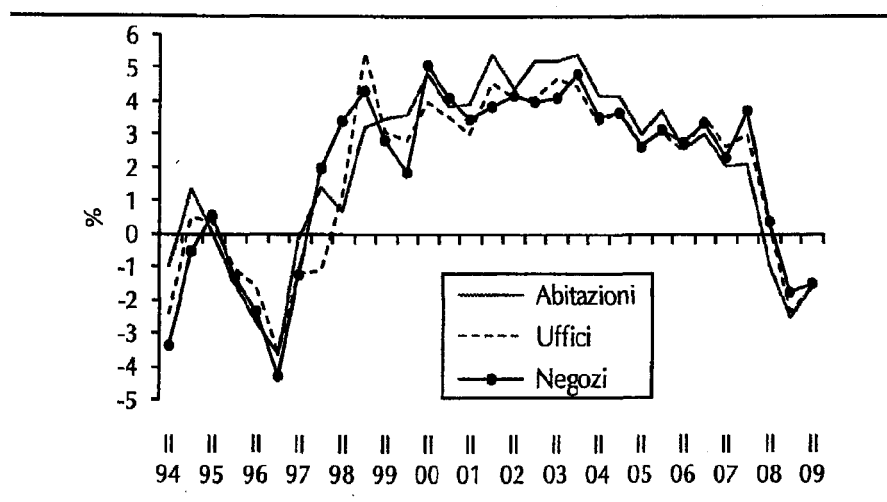
Di seguito si riportano 2 tabelle rappresentative dell'andamento del mercato immobiliare nelle 13 grandi aree urbane:

Media 13 grandi aree urbane - Variazione dei prezzi medi correnti (anno 2009)

	Var. % Semestrale	Var. % Annuale
Abitazioni	-1,6	-4,1
Uffici	-1,6	-3,9
Negozi	-1,5	-3,2

Fonte: Nomisma

Media 13 grandi aree urbane - Variazioni percentuali semestrali dei prezzi degli immobili periodo 1994-2009



Fonte: Nomisma

Meno marcata la riduzione dei valori immobiliari a livello nazionale; a tale proposito si riporta di seguito una tabella con le variazioni - semestrali (periodo 2004-2009) ed annuali - delle quotazioni relative al mercato delle abitazioni a livello nazionale, di città capoluogo e non:

**Variazioni percentuale semestrale ed annuale delle quotazioni
nazionali, capoluoghi e non capoluoghi**

	ITALIA		CAPOLUOGHI		NON CAPOLUOGHI	
	Variazione % sul semestre precedente	Variazione tendenziale annua sul semestre dell'anno precedente	Variazione % sul semestre precedente	Variazione tendenziale annua sul semestre dell'anno precedente	Variazione % sul semestre precedente	Variazione tendenziale annua sul semestre dell'anno precedente
I sem 2004	- -	- -	- -	- -	- -	- -
II sem 2004	3,6%	- -	3,8%	- -	3,5%	- -
I sem 2005	4,1%	7,8%	4,6%	8,5%	3,8%	7,4%
II sem 2005	2,8%	7,0%	2,6%	7,3%	2,9%	6,8%
I sem 2006	5,0%	7,9%	6,0%	8,7%	4,3%	7,3%
II sem 2006	3,7%	8,8%	4,0%	10,3%	3,4%	7,8%
I sem 2007	2,8%	6,6%	2,8%	6,9%	2,9%	6,4%
II sem 2007	2,9%	5,8%	2,6%	5,4%	3,1%	6,0%
I sem 2008	1,4%	4,3%	1,2%	3,9%	1,5%	4,7%
II sem 2008	0,2%	1,6%	-0,3%	0,9%	0,5%	2,0%
I sem 2009	-0,5%	-0,3%	-0,8%	-1,1%	-0,2%	0,3%
II sem 2009	-0,2%	-0,7%	-0,1%	-0,9%	-0,3%	-0,5%

Fonte: Osservatorio dei Valori Immobiliari

Di conseguenza si è ridotto ulteriormente il contributo del settore immobiliare alla crescita del PIL. La contrazione tendenziale del fatturato del mercato immobiliare, nel biennio 2008-2009, è stimata all'11,70% passando da € 113,50 miliardi nel 2008 ad € 100,20 miliardi nel 2009.

Segue una tabella che evidenzia tale fenomeno:

**Stima del fatturato del settore residenziale
e variazione 2008-09**

Macroarea	stima del fatturato 2007 Mld €	stima del fatturato 2008 Mld €	stima del fatturato 2009 Mld €	var% 2008-09
NORD	69,1	60,4	51,6	-14,6%
CENTRO	35,1	30,2	27,2	-9,9%
SUD	25,2	23,0	21,5	-6,5%
Italia	129,3	113,5	100,2	-11,7%

Fonte: Osservatorio dei Valori Immobiliari

Perdurano i segnali negativi provenienti dal versante delle locazioni. Per le abitazioni si registra una diminuzione dei canoni a livello nazionale pari al 5,50% con ritorno ai livelli 2003 e rendimenti medi lordi che si attestano in media intorno al 4,80%. Per gli uffici la riduzione dei canoni si attesta intorno al 3,90% con un rendimento medio lordo di circa il 5,00%, mentre per i negozi la contrazione si attesta intorno all'1,30% ed il rendimento medio lordo al 7,40%.

In termini generali si registra una riduzione dei rendimenti delle locazioni per tutti i comparti con la sola eccezione dei negozi, i cui rendimenti degli ultimi due anni risultano stabili. Aumentano le richieste di rinegoziazione dei canoni mentre continuano, a livello generale, a registrarsi tempi lunghi per la rilocalizzazione degli immobili (5,5 mesi per gli uffici e 5,0 mesi per i negozi), soprattutto per quelli meno qualificati e periferici; una tendenza alla riduzione dei tempi medi di rilocalizzazione si è registrata nel 2° semestre dell'anno per le abitazioni nelle sole città in cui la locazione è molto diffusa (Milano e Torino).

Le erogazioni di mutui per l'acquisto di abitazioni sono diminuite del 9,10% rispetto allo stesso periodo del 2008 ed ammontano a circa € 31,37 miliardi, con un leggero aumento del capitale erogato per unità abitativa (da € 127.041 ad € 129.354) e una riduzione della rata media mensile passata da € 821 a circa € 704. A tal riguardo si riporta di seguito una tabella che sintetizza la descritta situazione:

NTN IP (Numero compravendite con mutuo ipotecario), capitale erogato, tassi medi, durata del mutuo e incidenza su NTN PF (Numero comprav. relative alle sole persone fisiche)

	2008	2009	var / diff 08-09
Italia			
NTN IP	271.775	242.544	-10,80%
Capitale erogato totale	34.526.515.076	31.373.957.015	-9,10%
Capitale per unità abitativa	127.041	129.354	2,313
Tasso interesse medio I rata	5,55	3,68	-1,87
Durata media in anni	23,24	22,93	-0,31
Incidenza su NTNPF	42,70%	42,70%	-0,01%
Nord			
NTN IP	155.121	135.243	-12,80%
Capitale erogato totale	19.773.114.736	17.550.504.151	-11,20%
Capitale per unità abitativa	127.469	129.770	2,301
Tasso interesse medio I rata	5,47	3,49	-1,98
Durata media in anni	23,25	22,86	-0,39
Incidenza su NTNPF	47,80%	47,60%	-0,22%
Centro			
NTN IP	56.331	52.431	-6,90%
Capitale erogato totale	8.089.169.537	7.617.233.693	-5,80%
Capitale per unità abitativa	143.601	145.280	1,679
Tasso interesse medio I rata	5,69	3,79	-1,9
Durata media in anni	23,8	23,62	-0,18
Incidenza su NTNPF	42,90%	44,00%	1,15%
Sud			
NTN IP	60.323	54.869	-9,00%
Capitale erogato totale	6.664.230.803	6.206.219.171	-6,90%
Capitale per unità abitativa	110.476	113.109	2,633
tasso interesse medio	5,62	4,03	-1,58
Durata media in anni	22,68	22,43	-0,25
Incidenza su NTNPF	33,50%	33,30%	-0,24%

Fonte: Osservatorio dei Valori Immobiliari

Nel 2010 gli operatori non prevedono sostanziali cambiamenti rispetto alla situazione che ha caratterizzato il 2009, con un'ulteriore riduzione dei prezzi degli immobili nell'ordine del 2-3,00% (nelle grandi città la riduzione per le abitazioni è prevista tra l'1,00% ed il 4,00%) e una previsione di saldo positivo per le transazioni che dovrebbero invertire la tendenza negativa registrata negli ultimi 3 anni.

Le aspettative sono migliori per il comparto residenziale, mentre per quello non residenziale continua a pesare l'incertezza sui tempi e sull'entità della possibile ripresa economica. Segnali di ripresa del mercato non si dovrebbero registrare, in ogni caso, prima del 2011.

Il patrimonio della Cassa, i rendimenti, le politiche d'investimento ed il piano d'impiego della liquidità

Il patrimonio immobiliare

E' costituito da 40 immobili dislocati sul territorio nazionale, prevalentemente al centro-nord, che occupano circa 250.000 metri quadrati di superficie lorda complessiva, con un valore lordo di bilancio di circa € 282 milioni e netto di circa € 227 milioni. Sul piano reddituale i ricavi da locazioni sono risultati pari a circa € 14 milioni, riferibili per circa il 49% al segmento commerciale, per circa il 32% a quello industriale e, per il residuo 19% circa, ad immobili ad uso residenziale.

Alla luce del descritto quadro dei mercati mobiliari ed immobiliari, appare opportuno - proseguendo nella strada intrapresa nel corso del 2009 - continuare ad annoverare tra gli importanti obiettivi dell'Ente quello dell'analisi di nuove proposte di investimento, nonché quello della razionalizzazione e riqualificazione dell'attuale patrimonio immobiliare.

Le opportunità di intervento dovranno essere esaminate sulla base di valutazioni inerenti:

- il pregio della localizzazione e la qualità degli immobili oggetto di attenzione, nel cui ambito dovrebbero essere preferiti quelli del tipo "cielo-terra" (ossia autonomi dal punto di vista impiantistico e gestionale) e senza ristretti vincoli di destinazione;
- l'adeguatezza dei rendimenti attesi, sia in termini di rapporto con il costo sostenuto sia in termini di coerenza con l'obiettivo target dell'Ente.

Il patrimonio mobiliare

Consistenza e rendimenti

A fine 2009 il valore di mercato del patrimonio mobiliare è pari a circa € 2,8 miliardi.

Tale importo - come rappresentato nella tabella di seguito riportata - risulta in parte affidato alla gestione di operatori professionali ed in parte investito in strumenti finanziari acquisiti direttamente in portafoglio, nel caso di prodotti che, per loro natura e funzione nell'*asset allocation* dell'Ente, non appaiono necessariamente suscettibili di articolata gestione.

In tale tabella i valori di mercato delle "gestioni patrimoniali" sono tratti dai dati della banca depositaria e quelli delle obbligazioni includono i relativi ratei lordi maturati (valori *tel quel*), mentre la liquidità è quella del conto corrente bancario dedicato all'operatività mobiliare ed include i relativi interessi maturati (la liquidità non tiene conto delle entrate contributive di fine 2009 accreditate - ad inizio 2010 - per € 160 milioni al conto dedicato all'operatività mobiliare). In relazione alle obbligazioni fondiarie per le valutazioni viene considerato il costo storico, in quanto non risulta disponibile un prezzo di mercato.

Segue la tabella:

TIPO DI GESTIONE	Valore di mercato al 31/12/2009	Peso (%)
Strumenti finanziari in portafoglio	1.747.657.895	62,77%
<i>ETF</i>	92.035.331	3,31%
ETF Azionari	86.363.763	3,10%
ETF Commodities	5.671.569	0,20%
<i>Liquidità</i>	362.513.395	13,02%
Liquidità di cc	362.513.395	13,02%
<i>OICR</i>	305.819.053	10,98%
OICR Azionari	155.526.432	5,59%
OICR Commodities	2.068.885	0,07%
OICR Obbligazionari	148.223.737	5,32%
<i>Obbligazioni</i>	987.290.115	35,46%
Obbligazioni Corporate	158.772.647	5,70%
Obbligazioni Fondiarie	5.217.238	0,19%
Obbligazioni Governative	539.774.621	19,39%
Obbligazioni Inflation	114.606.969	4,12%
Obbligazioni PCT	50.272.790	1,81%
Obbligazioni Strutturate	118.645.850	4,26%
Gestione in Delega	1.036.489.214	37,23%
<i>GPM</i>	1.036.489.214	37,23%
GPM_Benchmark	646.980.712	23,24%
GPM_TotalReturn	389.508.502	13,99%
Totale	2.784.147.109	100,00%

Nella tabella che segue vengono rappresentati sia i rendimenti netti del patrimonio mobiliare a valori di mercato (per le obbligazioni fondiarie viene esposto il costo storico maggiorato dei ratei lordi maturati) sia la volatilità di ciascuna categoria di attivo per l'anno 2009:

TIPO DI GESTIONE	Rend.to TW	Dev. St annualizzata
Strumenti finanziari in portafoglio	9,29%	3,20%
<i>ETF</i>	21,44%	23,65%
ETF Azionari	22,73%	24,75%
ETF Commodities	-1,86%	17,41%
<i>Liquidità</i>	1,77%	0,10%
Liquidità di cc	1,77%	0,10%
<i>OICR</i>	21,80%	10,03%
OICR Azionari	23,74%	23,77%
OICR Commodities	2,92%	n.d.
OICR Obbligazionari	25,69%	6,55%
<i>Obbligazioni</i>	10,31%	3,94%
Obbligazioni Corporate	18,76%	5,32%
Obbligazioni Fondiarie	3,34%	0,02%
Obbligazioni Governative	7,34%	5,22%
Obbligazioni Inflation	10,13%	7,64%
Obbligazioni PCT	2,47%	0,17%
Obbligazioni Strutturate	11,87%	7,52%
Gestione in Delega	10,72%	6,65%
<i>GPM</i>	10,72%	6,65%
GPM_Benchmark	13,85%	10,18%
GPM_TotalReturn	5,89%	2,09%
Totale	9,77%	4,15%

Il rendimento netto del patrimonio mobiliare per l'anno 2009, calcolato con metodo *time weighted*, risulta positivo e pari al 9,77% (8,66% inclusa la componente immobiliare che ha conseguito nel 2009 un rendimento netto dell'1,21% calcolato a valori di libro), con una volatilità media annua del 4,15%. Il rendimento annuo netto della liquidità è stato dell'1,77%, in linea col livello dei tassi di riferimento che hanno caratterizzato il 2009. La metodologia adottata - in linea con gli *standard* Internazionali GIPS (*Global Investment Performance Standards*) - consente di calcolare i rendimenti in tutti gli intervalli di tempo compresi tra due flussi di cassa successivi mantenendo la neutralità rispetto ai flussi stessi, nonché di capitalizzare i risultati sul periodo complessivo di riferimento.

Si evidenzia che i rendimenti indicati non rappresentano il parametro utilizzabile per la quantificazione del tasso di capitalizzazione dei montanti contributivi di cui all'art. 10, co. 3, del Regolamento di Disciplina del Regime Previdenziale, la cui misura è stata quantificata con delibera del Consiglio di Amministrazione che ha determinato i criteri ed i metodi di valutazione per il computo dei rendimenti stessi, così come previsto dal comma 4 del citato articolo.

I risultati gestionali rispecchiano l'andamento di mercato, caratterizzato nel primo trimestre dell'anno da una forte contrazione dei listini azionari, cui è seguito negli ultimi 9 mesi un ancor più deciso *trend* rialzista diffusi in tutti i principali mercati e da un generale restringimento degli *spreads* di credito. Tali dinamiche sono visibili in modo particolare nei rendimenti degli strumenti a maggior contenuto di rischio, quali gli OICR e gli ETF azionari. Tra queste classi di attivo gli elevati valori di volatilità rilevati sono il segnale del passaggio dalla fase pesantemente ribassisti dei primi mesi dell'anno a quella rialzista che ne è seguita.

La porzione di portafoglio investita in gestioni patrimoniali ha reso il 10,72% con una volatilità del 6,65%. Le gestioni *total return* hanno mostrato una particolare attenzione al contenimento della volatilità assestandosi al 2,09% annuo, con un rendimento positivo del 5,89%, anche se questo non ha naturalmente portato alla massimizzazione delle opportunità di mercato. L'investimento in "pronti contro termine" ha generato un rendimento del 2,47%, rivelandosi un utile strumento per ottimizzare la gestione della liquidità, altrimenti impiegata a tassi medi netti inferiori al 2,00%.

All'interno del comparto obbligazionario le emissioni *corporate*, grazie al significativo restringimento degli *spreads*, hanno reso il 18,76% con una volatilità del 5,32%, seguite da quelle strutturate con rendimento positivo dell'11,87% e volatilità al 7,52%. Le obbligazioni governative indicizzate all'inflazione con un rendimento del 10,13% (e volatilità al 7,64%), favorite dal rientro dei timori deflazionistici, hanno meglio

performato rispetto a quelle nominali, la cui *performance* è stata del 7,34% con una deviazione standard del 5,22%.

L'investimento in *commodities* ha mostrato un apparente andamento differenziato per comparto e quello nel segmento delle materie prime alimentari (agricole e di allevamento), realizzato attraverso ETF, ha avuto un rendimento annuo negativo dell'1,86%. L'investimento negli altri comparti (energetico e metalli), realizzato attraverso OICR, ha ottenuto una *performance* del 2,92% registrata interamente nel mese di dicembre, data in cui è stato eseguito l'investimento.

La volatilità della prima categoria è stata di 17,41%, mentre non è stata calcolata quella dell'OICR in quanto non significativa proprio in ragione della data dell'investimento. Il rimborso totale degli investimenti in fondi di fondi *hedge*, iniziato nel 2008 e portato a termine sul portafoglio diretto nel 2009, ha reso l'esposizione a questa categoria di attivo nulla.

Analisi del rischio

Relativamente all'analisi del rischio si è provveduto a richiedere all'advisor Prometeia di aggiornare gli indicatori di VAR (*value at risk*) e di *shortfall*. Il VAR ex post ad 1 mese del portafoglio mobiliare, calcolato con livello di confidenza del 99,00%, è pari al 2,85% che corrisponde ad un valore annuo del 9,87%.

La metodologia di calcolo impiegata è quella del VAR parametrico con distribuzione normale dei rendimenti: un VAR al 99,00% indica una probabilità dell'1,00% di conseguire una perdita sul portafoglio pari o maggiore al 9,87% su un orizzonte temporale di un anno.

Come quella del VAR, anche l'analisi dello *shortfall* è stata portata avanti unicamente sul portafoglio mobiliare, non disponendo di stime di rendimento atteso e volatilità del comparto immobiliare. Tale analisi - che indica quale sarà la probabilità di ottenere in futuro un determinato rendimento su diversi orizzonti temporali di 1, 3 e 10 anni - è calcolata su ipotesi statistiche, ossia sulla stima di rendimenti lordi e volatilità attesi, ed è così analizzabile:

	1 anno	3 anni	10 anni
1,50%	69,4%	72,1%	78,7%
3,50%	52,1%	55,2%	63,3%
4,50%	43,0%	46,2%	54,5%

Sulla base della precedente tabella, data l'allocazione del portafoglio, vi è il 69,40% di probabilità di conseguire un rendimento lordo pari o superiore ad 1,50% su un orizzonte temporale di un anno; il 72,10% di probabilità di raggiungerlo su un orizzonte temporale medio annualizzato di 3 anni e il 78,70% su un orizzonte temporale medio annualizzato di 10 anni.

Le probabilità di ottenere risultati significativamente buoni sono moderatamente positive per il 2010 e per il triennio che segue, confermandosi migliori sull'orizzonte decennale quale riflesso delle attese di una progressiva normalizzazione delle condizioni di mercato.

E' importante osservare come, nonostante sia in atto una fase di normalizzazione, la modifica al rialzo della struttura delle volatilità dei mercati rispetto al periodo pre-crisi - e la sua variabilità - potrebbe influire negativamente sul livello di significatività e verosimiglianza delle proiezioni.

Analisi dell'asset allocation¹⁹

Si riporta di seguito l'analisi dell'*asset allocation* complessiva, al 31 dicembre 2009, con la rappresentazione dell'esposizione geografica, da un lato, e settoriale dall'altro:

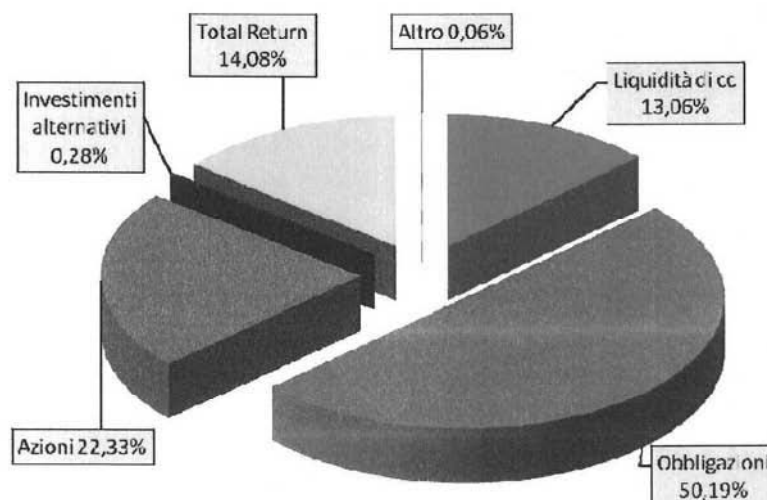
¹⁹ Le riclassificazioni sono effettuate su valori di mercato. Per i prodotti obbligazionari non sono considerati i ratei di interessi.

Asset Class	Valorizzazione	Peso %
IMMOBILIARE *	416.039.000	13,03%
LIQUIDITA' c/c	362.513.395	11,36%
<i>Italia</i>	834.698.624	26,15%
<i>Euro ex Italia</i>	333.923.273	10,46%
<i>UK</i>	28.068.770	0,88%
<i>Europa ex Euro</i>	7.785.239	0,24%
<i>Emerging Europa</i>	15.135.488	0,47%
<i>USA + Canada</i>	74.448.916	2,33%
<i>Latin America</i>	760.270	0,02%
<i>Giappone</i>	7.215.503	0,23%
<i>Pacifico (ex Giappone)</i>	4.790.994	0,15%
<i>Emerging Asia</i>	11.391.336	0,36%
<i>Sovra-nazionali</i>	16.038.471	0,50%
<i>Altro</i>	58.798.336	1,84%
OBBLIGAZIONI	1.393.055.221	43,64%
<i>Italia</i>	76.208.893	2,39%
<i>Euro ex Italia</i>	220.835.161	6,92%
<i>UK</i>	58.075.684	1,82%
<i>Europa ex Euro</i>	36.274.433	1,14%
<i>Emerging Europa</i>	10.130.975	0,32%
<i>USA + Canada</i>	125.546.512	3,93%
<i>Latin America</i>	18.875.332	0,59%
<i>Giappone</i>	26.218.614	0,82%
<i>Pacifico (ex Giappone)</i>	9.524.511	0,30%
<i>Emerging Asia</i>	33.857.472	1,06%
<i>Altro</i>	4.373.121	0,14%
AZIONI	619.920.708	19,42%
TOTAL RETURN	390.742.742	12,24%
<i>Commodities</i>	7.889.108	0,25%
Investimenti Alternativi	7.889.108	0,25%
ALTRO	1.711.761	0,05%
TOTALE	3.191.871.935	100,00%

Asset Class	Valorizzazione	Peso %
IMMOBILIARE *	416.039.000	13,03%
LIQUIDITA' c/c	362.513.395	11,36%
<i>Governative</i>	727.558.342	22,79%
<i>Corporate</i>	227.725.650	7,13%
<i>Convertible</i>	153.536.726	4,81%
<i>Inflation linked</i>	115.568.965	3,62%
<i>Titoli Strutturati</i>	118.645.850	3,72%
<i>Operazioni Pronti Termine</i>	49.998.995	1,57%
<i>Altro</i>	20.693	0,00%
OBBLIGAZIONI	1.393.055.221	43,64%
<i>Telecommunication</i>	60.565.983	1,90%
<i>Financials</i>	135.291.608	4,24%
<i>Consumer Discretionary</i>	55.726.227	1,75%
<i>Industrials</i>	53.655.655	1,68%
<i>Consumer Staples</i>	47.067.384	1,47%
<i>Information Technology</i>	45.366.893	1,42%
<i>Energy</i>	76.836.263	2,41%
<i>Health Care</i>	62.987.506	1,97%
<i>Utilities</i>	29.926.316	0,94%
<i>Materials</i>	49.648.494	1,56%
<i>Altro</i>	2.848.379	0,09%
AZIONI	619.920.708	19,42%
TOTAL RETURN	390.742.742	12,24%
<i>Commodities</i>	7.889.108	0,25%
Investimenti Alternativi	7.889.108	0,25%
ALTRO	1.711.761	0,05%
TOTALE	3.191.871.935	100,00%

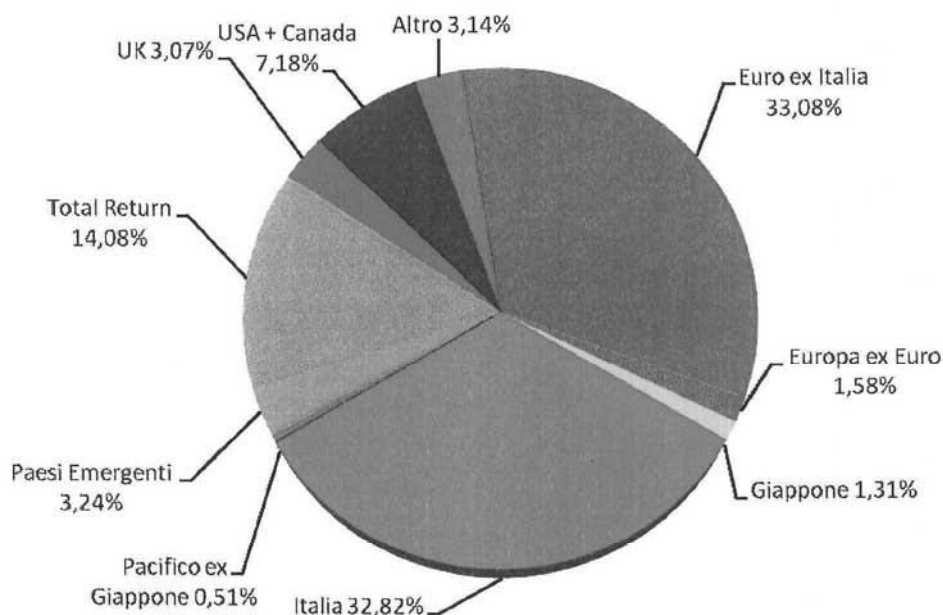
* Stima del valore di mercato al 31/12/2009 (Fonte: Praxi sugli immobili preesistenti, con l'integrazione del valore della perizia sull'immobile in Via Mantova 24)

Si riporta di seguito la rappresentazione del patrimonio mobiliare classificato secondo l'esposizione a ciascuna classe di attivo che lo costituisce, precisando che tali analisi fanno riferimento alla sola allocazione del comparto esaminato (ciascuna riportata su base cento):



Gli investimenti *total return* incidono per il 14,08%, in calo rispetto al 16,92% del 2008, per effetto dall'assenza di investimenti in corso d'anno in questa categoria. L'esposizione ai mercati azionari, pari al 22,33% è in aumento rispetto al dicembre 2008 (17,20%), per via del rialzo dei mercati e dell'investimento incrementale netto in prodotti azionari per € 120,5 milioni. L'allocatione in strumenti obbligazionari è pari al 50,19% del patrimonio, inferiore al 52,61% della fine del 2008. Nella categoria "investimenti alternativi" - che normalmente contempla le tipologie *portable alpha*, *hedge fund* e *commodities* - è presente al dicembre 2009 solamente l'investimento in materie prime. Le dismissioni condotte sulla totalità degli investimenti nelle strategie *hedge fund* e *portable alpha* hanno pressoché azzerato il peso degli alternativi sul portafoglio (0,28%), rispetto all'anno precedente (1,57%). La componente "Altro" rappresenta alcuni strumenti derivati impiegati nelle gestioni patrimoniali per coperture cambi o posizionamenti efficienti del portafoglio.

Da un punto di vista geografico, il patrimonio mobiliare è rappresentabile come segue:

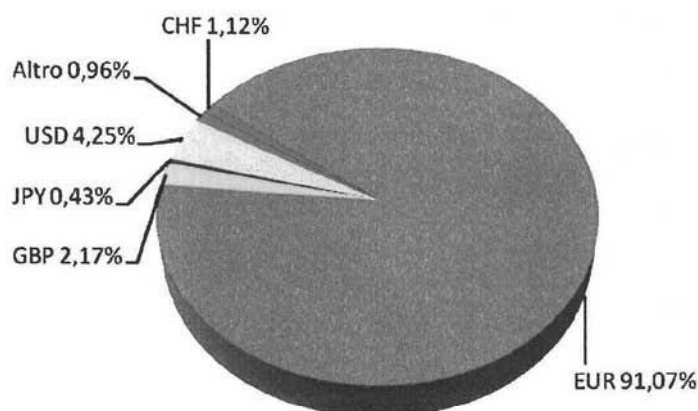


La ripartizione geografica evidenzia una lieve riduzione dell'esposizione all'area euro rispetto all'anno precedente, con l'Italia e l' "euro ex Italia" passate rispettivamente dal 34,01% al 32,82% e dal 34,69% al 33,08%. Per effetto dei nuovi investimenti il peso sui mercati del nord America è aumentato dal 4,18% al

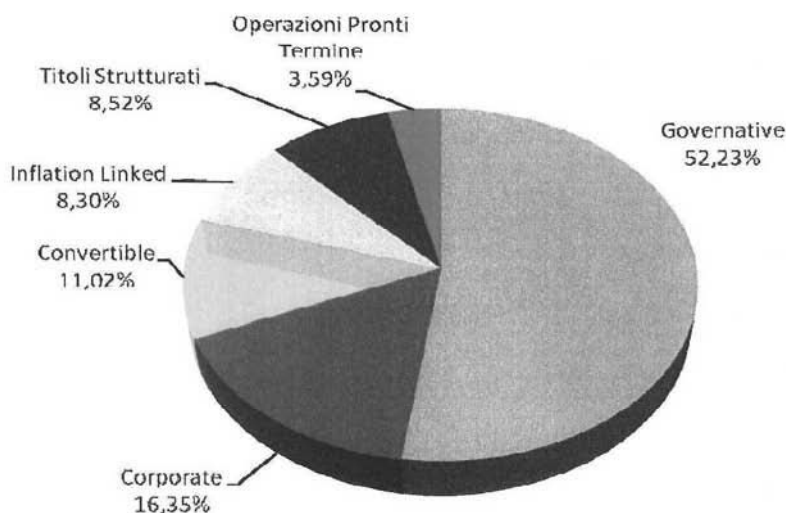
7,18%, quello sul mercato giapponese dallo 0,91% all' 1,31% e quello dei mercati emergenti dallo 0,92% al 3,24%.

L'analisi dell'esposizione valutaria evidenzia come la divisa principale risulti essere l'euro con il 91,07%, in linea con lo scorso anno (91,12%). Gli investimenti in dollari statunitensi sono aumentati al 4,25%, dal 3,82% del 2008; allo stesso modo, quelli denominati in sterlina inglese risultano in crescita dall'1,70% al 2,17%. Si evidenzia come all'incremento di investimenti azionari in aree esterne all'euro, non sia corrisposto un relativo aumento dell'esposizione valutaria, in ragione della scelta della Cassa di coprire il rischio cambio.

Si riporta di seguito una rappresentazione grafica dell'esposizione valutaria:



Si riporta di seguito l'allocazione del comparto obbligazionario aggregata per tipologia di emissione:

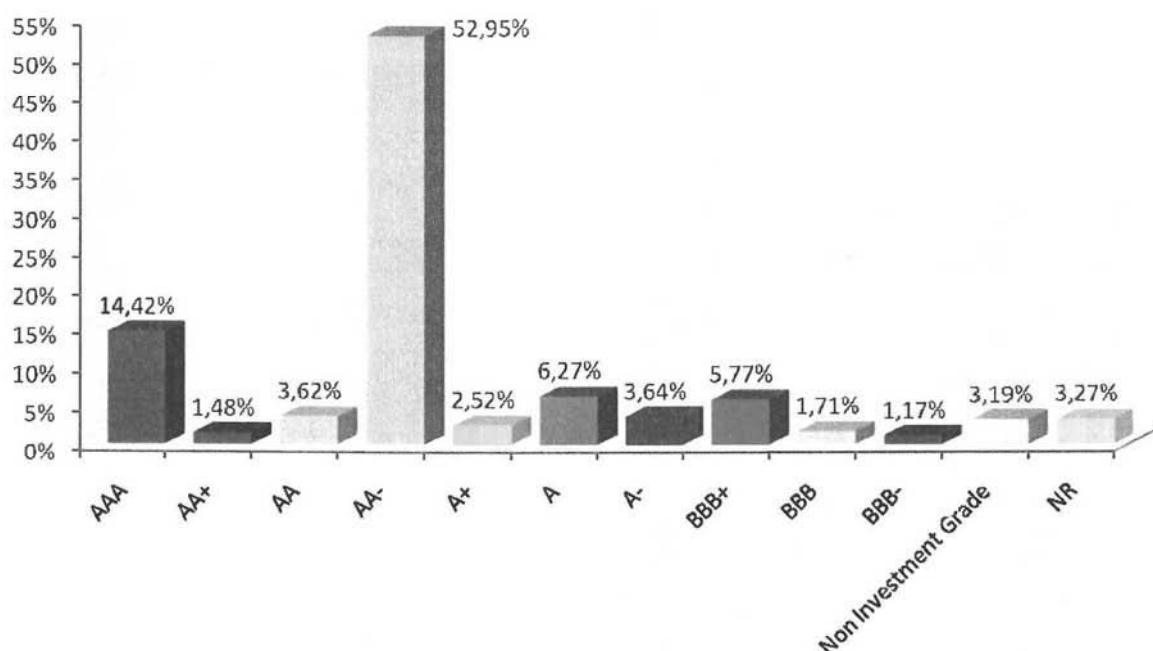


Al 31 dicembre 2009 gli investimenti in operazioni di "pronti contro termine" hanno subito un decisivo calo rispetto al 2008, passando dal 10,11% al 3,59%, in ragione della riduzione dei tassi di interesse che ha reso questo tipo di strumenti poco appetibili. Il peso delle emissioni indicizzate all'inflazione è sceso dal 16,00% all' 8,30%, per effetto delle prese di profitto, a fine anno, legate al significativo rialzo delle quotazioni; la liquidità riveniente è stata reinvestita nel comparto delle obbligazioni governative e convertibili, il cui peso è passato rispettivamente dal 44,39% al 52,23% e dal 4,55% all'11,02%.

Il peso delle obbligazioni societarie *corporate* è in linea con quello del precedente esercizio e passa dal 15,09% al 16,35%, prevalentemente scaturente dall'incremento delle quotazioni nel corso dell'anno.

Si riporta di seguito la ripartizione per *rating* del portafoglio obbligazionario, che evidenzia come l'84,89% dello stesso sia impiegato in strumenti aventi alto merito creditizio (*rating* pari o superiore ad "A-"). Dall'analisi emerge inoltre che le classi di *rating* AAA e AA- costituiscono, per ordine, il 14,42% e il 52,95% degli investimenti obbligazionari. La categoria "NR" esprime l'incidenza percentuale dei titoli privi di giudizio di *rating*, mentre la tipologia "non investment grade" - che pesa per il 3,19% - rappresenta le obbligazioni con *rating* inferiore al "BBB-".

Segue la ripartizione per *rating*:



Al 31 dicembre 2009 la *duration* media di portafoglio è di 2,32, leggermente inferiore a quella del dicembre 2008 (pari a 2,84). Il significativo incremento nei corsi dei titoli a tasso fisso e il persistere di tassi di interesse molto bassi ha reso conveniente ribilanciamenti del portafoglio, con la sostituzione di alcune posizioni a tasso fisso con titoli a tasso variabile.

Piano di impiego della liquidità

Nel primo semestre dell'anno, date le turbolenze di mercato, la Cassa ha limitato l'operatività sul patrimonio mobiliare al solo comparto obbligazionario, mantenendo un'elevata percentuale di disponibilità liquide nel portafoglio. In particolare, si è provveduto ad incrementare l'allocazione nel comparto convertibile e a prendere profitto su alcune posizioni obbligazionarie a tasso fisso, reinvestendo la liquidità in titoli a tasso variabile ed *inflation linked*.

Nel secondo semestre, data la ripresa del mercato, la Cassa ha incrementato il peso del comparto azionario tramite piani di accumulo, investendo nei mercati emergenti, in America e in Giappone. Si è provveduto, inoltre, ad un lieve incremento di alcuni investimenti settoriali, le cui valutazioni risultavano depresse. Nell'ultimo trimestre si è inoltre proceduto alla vendita di titoli *inflation linked*, con significative plusvalenze.

Le linee guida per il 2009 del piano degli investimenti finanziari prevedevano, come rappresentato nel budget approvato dall'Assemblea dei Delegati in data 27 novembre 2008, la collocazione di € 500 milioni, in via principale (per € 300 ml) in operazioni di "pronti contro termine", in titoli obbligazionari *corporate investment grade* e similari (per € 150 ml) e titoli azionari (per € 50 ml).

Tali previsioni sono state poi modificate sia nella prima sia nella seconda revisione di budget (rispettivamente il 24 giugno ed il 26 novembre 2009) - tenuto conto sia delle opportunità offerte dai mercati finanziari sia della maggiore disponibilità finanziaria riscontrata - con previsione di investimenti finanziari per

complessivi € 843 milioni (titoli di Stato ed obbligazionari per € 573 ml, OICR per € 170 ml, ETF per € 10 ml, strumenti azionari per € 40 ml ed operazioni monetarie a breve per € 50 ml).

Come peraltro evidenziato nel budget 2009 tale allocazione riveste carattere meramente indicativo e non vincolante e, rispetto alla versione finale del budget, l'attuazione si è concretizzata nell'impiego di € 838 milioni: in titoli di Stato ed obbligazionari per € 584 milioni - di cui € 498 ml in titoli di Stato italiani e, in particolare, € 129 ml in BTP indicizzati -, per € 192 milioni in OICR ed € 12 milioni in ETF azionari e, per il residuo (€ 50 ml), in operazioni di "pronti contro termine". Nel 2009, in considerazione della volatilità dei mercati finanziari, si è ritenuto mantenere un'elevata liquidità presso la banca, remunerata al tasso medio netto di circa l'1,8% in assenza di rischio.

Nel 2010 la Cassa ha proseguito nell'esecuzione degli acquisti pianificati nell'ambito del comparto azionario, incrementando gli investimenti nei mercati emergenti e diversificando il portafoglio con nuovi asset, quali azioni a media e bassa capitalizzazione, sia nel mercato americano che europeo.

Per quanto concerne il comparto obbligazionario, inoltre, si è provveduto alla diversificazione nelle aree del debito emergente, delle convertibili, dei titoli *high yield* e dei *corporate investment grade*, quale alternativa alle obbligazioni governative. Nell'ambito degli investimenti governativi, le condizioni di mercato venutesi a creare hanno suggerito alla Cassa la positiva dismissione di posizioni a tasso fisso, con reinvestimento della liquidità in titoli a tasso variabile al fine di ridurre la *duration* del portafoglio.

Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio

Nessun fatto di rilievo da segnalare, oltre quanto già rilevato in sede di trattazione degli specifici argomenti.

Evoluzione prevedibile della gestione

Come evidenziato, la Cassa è impegnata su molteplici attività e progetti che proseguiranno nel corso del 2010 e di cui si richiamano di seguito quelli più significativi.

Il trasferimento della Sede in Via Mantova

Son state definite le procedure per l'affidamento della progettazione definitiva ed i lavori, anche impiantistici, necessari alla ristrutturazione e sistemazione dei locali da adibire a nuova Sede dell'Ente, che si spera di poter occupare entro il primo semestre del 2011.

Il progetto di lettura ottico-documentale

Il progetto di "Gestione Ottico Documentale", a seguito del completamento nel 2009 della fase di rilevazione dei processi - propedeutica all'implementazione del progetto stesso - ha visto avviarsi nel 2010 la fase esecutiva, che prevede la revisione dei processi interni e l'implementazione del sistema di gestione documentale.

I principali benefici attesi per l'Ente da tale progetto riguardano il potenziamento dei servizi forniti agli Associati, un'ottimizzazione della gestione operativa e, non ultima, l'eco-sostenibilità delle attività della Cassa.

L'attività di comunicazione

Dando seguito ad una precisa volontà emersa nel corso del dibattito assembleare il Consiglio di Amministrazione, supportato da un apposito *staff*, ha implementato la propria attività di comunicazione nell'ottica di valorizzare la crescita e l'innovazione dell'Ente, coerentemente con il rispetto del suo patrimonio culturale. Nel corso del 2010 si proseguirà con l'invio della circolare informativa a tutti gli iscritti e con l'organizzazione di eventi e manifestazioni sul territorio con il preciso scopo di garantire un rapporto più immediato, diretto e trasparente sia verso gli Associati sia verso i media e le Istituzioni.

La ricerca dell'adeguatezza del trattamento previdenziale

Rimane sempre prioritaria l'esigenza di favorire l'utilizzo delle diverse leve che possano garantire trattamenti previdenziali che rispondano al principio di adeguatezza sancito dall'art. 38 della Costituzione. In tal senso

sarà necessario proseguire l'interlocuzione con i ministeri competenti affinché si possa dare concreta attuazione al proposito manifestato proprio dalle autorità vigilanti di supportare la Cassa nell'attivare *"parametri, leve ed azioni mirate alla adeguatezza delle prestazioni, coerenti con il sistema di calcolo prescelto e la normativa vigente"*.

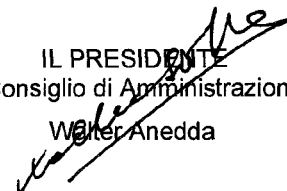
* * * * *

Care Colleghe e Colleghi,

riteniamo che gli obiettivi raggiunti nel corso del 2009, caratterizzato da un importante risultato economico e dai rilevanti riscontri pervenuti con l'approvazione delle diverse delibere poste all'attenzione dei ministeri vigilanti, sia la concreta testimonianza della bontà e della coerenza delle scelte effettuate dall'Ente. Tali risultati traggono origine dalla capacità di realizzare un costruttivo confronto con l'Assemblea dei Delegati, con le istituzioni preposte e con gli iscritti tutti cui rivolgiamo il nostro ringraziamento.

L' apprezzamento va anche a tutto il personale dipendente - e per esso alla Direzione Generale - capace, come sempre, di rendere efficacemente operative le scelte assunte dal Consiglio di Amministrazione, mostrando spirito di sacrificio e professionalità.

IL PRESIDENTE
del Consiglio di Amministrazione
Walter Anedda



PAGINA BIANCA