

Nel corso del primo trimestre 2010 i mercati azionari globali si sono caratterizzati per un rendimento positivo del 3,96%¹; in questa prima parte dell'anno molti tra i mercati emergenti hanno avuto una dinamica poco soddisfacente rispetto alla generalità delle piazze sviluppate. L'area asiatica, infatti, ha perso nei primi mesi dell'anno l'1,07%, mentre quella sudamericana ha conseguito lo 0,15%. La componente azionaria dell'area emergente europea, in controtendenza, ha reso il 4,72%. Tra i principali mercati azionari sviluppati, quelli europei dei paesi non aderenti all'euro, in crescita del 8,12%, sono risultati i migliori, seguiti dalle piazze statunitense e giapponese con un rendimento rispettivamente del 5,1% e del 4,35%. I mercati dell'area euro, invece, influenzati dai timori sull'indebitamento di alcuni stati membri, oltre che da una congiuntura economica meno vivace, sono stati i peggiori, con una performance limitata al 1,49%.

Durante il secondo trimestre dell'anno, sulla scia dei rinnovati timori sui debiti sovrani, delle perplessità sul piano di rientro greco, dei relativi rischi di ristrutturazione del debito pubblico e delle rinnovate apprensioni attinenti alla sostenibilità della ripresa statunitense, si è assistito ad un'inversione della generale tendenza rialzista. Le suddette criticità hanno alimentato una generalizzata volatilità sui mercati azionari globali che, con uno storno del 10,33%, oltre ad azzerare i profitti del primo trimestre, ha condotto a rendimenti negativi da inizio anno. La borsa giapponese, con una perdita del 13,72%, è stata quella maggiormente colpita dalle vendite; quella statunitense e quelle dell'area euro hanno condiviso perdite di circa l'8%. I mercati dei paesi europei non aderenti alla moneta unica, hanno contenuto la flessione al 3,32%. Tra i mercati emergenti quelli dell'Est Europa hanno avuto un andamento in linea con la media degli indici globali. Le borse emergenti asiatiche ed sudamericane hanno chiuso il trimestre in flessione del 3,49% e del 7,14%.

Alla fine di giugno 2010, nonostante il periodo di crescente tensione finanziaria, è emersa, in occasione della scadenza di operazioni di finanziamento offerte dalla Banca Centrale Europea, una domanda di fondi da parte degli intermediari finanziari inferiore alle attese². Tale elemento è stato interpretato come indicazione di solidità del sistema bancario europeo e, insieme alla rassicurazione della FED sul mantenimento delle misure di stimolo ai mercati, ha suscitato nuovo interesse per i mercati azionari. Il secondo semestre del 2010 si è caratterizzato, dunque, per una ritrovata fiducia nella congiuntura globale, che ha consolidato una tendenza rialzista dei mercati azionari solo sporadicamente interrotta da temporanee correzioni. Le borse mondiali sono cresciute, a livello aggregato, del 19,98%; tra i mercati sviluppati il migliore è stato quello statunitense, con un rendimento positivo del 24,23%, seguito da quello europeo non euro, con una performance positiva prossima al 20%.

I mercati dei paesi aderenti all'euro hanno avuto una significativa dispersione nei risultati, espressione delle differenti fasi congiunturali e del differente coinvolgimento nella crisi del debito. A fronte di una performance aggregata positiva pari al 14,4%, infatti, il listino tedesco e quello francese, in linea con le principali borse sviluppate, hanno reso il 18,51% e il 14,55%, risultato significativamente dissimile dal 3,35% del mercato irlandese e dal -1,53% di quello greco. Le azioni dei mercati emergenti dell'Est Europa sono state, in assoluto, le più performanti con un apprezzamento del 26,24%, seguite da quelle asiatiche con il 18,66% e sudamericane con il 16,62%.

Le obbligazioni convertibili³, coerentemente con i mercati azionari, hanno registrato nel corso dell'anno grande variabilità. Nei primi mesi dell'anno il rendimento è stato positivo e pari a circa il 2,7%, cui è seguita, in seno all'acuirsi delle preoccupazioni sulla crisi debitoria e sulla congiuntura statunitense, una fase correttiva. Nella seconda parte dell'anno le obbligazioni convertibili hanno evidenziato un andamento crescente, che ha consentito al comparto di chiudere l'anno in crescita di circa 11,7 punti percentuali.

I mercati obbligazionari governativi⁴ mondiali hanno mostrato, nel primo trimestre dell'anno, un interesse particolare per l'area emergente est europea, trovando conforto nei piani di sostegno attuati dal *Fondo Monetario Internazionale* e dal conseguente rientro di aspettative particolarmente negative che avevano interessato l'area. Il secondo trimestre dell'anno ha riportato in evidenza le obbligazioni governative dei paesi sviluppati. In questa fase, infatti, il mercato statunitense e quello giapponese, hanno destato il maggiore interesse, con rendimenti, espressi in euro, che hanno raggiunto rispettivamente il 23,54% e il 21,83% per le obbligazioni con scadenza superiore ai dieci anni. Al contrario, il più penalizzato tra i mercati

¹ Si fa riferimento ad indici espressi in valuta locale.

² L'ammontare complessivo delle operazioni in scadenza era di €442 miliardi, a fronte di un controvalore complessivo richiesto dalla banche di €131.9 miliardi (fonte: *Bloomberg News*, su dati *Banca Centrale Europea*).

³ L'indice assunto come riferimento per i mercati delle obbligazioni convertibili è il paniere *Ubs Global Convertible*.

⁴ Per la rilevazione dei rendimenti in euro dei mercati obbligazionari si è assunto come riferimento l'insieme degli indici EFFA forniti da Bloomberg, che esprimono l'andamento dei mercati governativi classificandoli per paese e per scadenza.

sviluppati governativi è stato quello greco che, minato dai crescenti timori di sostenibilità delle finanze pubbliche, ha subito una flessione dei prezzi che ha sfiorato il 28% per le obbligazioni a lunga scadenza. Il ritorno della propensione al rischio ha determinato, nel corso del terzo trimestre, una maggiore inclinazione degli investitori all'acquisto di titoli obbligazionari a maggior contenuto di volatilità. Nella parte finale dell'anno, infine, i rinnovati timori sulle situazioni debitorie statali e sull'estensione della crisi agli emittenti più virtuosi, ha influenzato negativamente i mercati dei c.d. *emittenti periferici*.

Le obbligazioni governative italiane hanno avuto, nel corso del 2010, un andamento concorde con quello delle obbligazioni degli altri emittenti periferici.

L'andamento delle emissioni obbligazionarie societarie ha mantenuto una tendenza rialzista. Nella categoria dell'*investment grade*, dopo un primo semestre positivo, caratterizzato dalla brillante performance del 6,4% delle emissioni più lunghe, ed un rallentamento nel secondo semestre, i rendimenti, in ragione di anno, sono stati pari al 3,96% per l'intero mercato, con punte del 5,03% per le emissioni con le scadenze più lunghe. Le emissioni non *investment grade* hanno chiuso l'anno con un rendimento positivo del 12,64%.

I mercati obbligazionari dei paesi emergenti hanno avuto una dinamica in linea con quella dei comparti societari a maggior contenuto di rischio: ad un rendimento del 5,26% del primo semestre, infatti, ne è seguito uno del 6,38% nel secondo semestre, che ha consentito a tali mercati di chiudere l'anno con un rendimento pari al 12,04%. I rendimenti del secondo semestre, peraltro, sono stati ridotti, in prossimità della chiusura dell'anno, dal manifestarsi di timori inflattivi in molti dei paesi emergenti.

Prospettive economico-finanziarie 2011

Le prospettive cicliche dell'economia globale mantengono il percorso di graduale miglioramento, con tassi di crescita attesi per il 2011 del 2,5% per i paesi sviluppati e del 6,5% per le economie emergenti ed in via di sviluppo⁵.

Nonostante il consolidamento ciclico, lo scenario di crescita è esposto a una serie di fattori di rischio, prevalentemente riconducibili alla relativa moderazione della ripresa occupazionale, al fabbisogno di consolidamento delle finanze pubbliche ed alla destabilizzazione dell'area mediorientale, la cui rilevanza è legata al ruolo svolto nella fornitura di fonti energetiche di natura fossile, quali gas e petrolio.

La recente catastrofe nucleare giapponese potrebbe rappresentare un rischio alla crescita futura: gli effetti sull'economia globale non sono ad oggi stimabili.

L'economia statunitense, secondo le stime della *Federal Reserve*, crescerà del 3,3% nel 2011, mostrando segnali di accelerazione derivanti dalla spesa per investimenti e da un recupero della spesa per consumi. Il tasso di disoccupazione, pur rimanendo elevato su prospettiva storica (8,9%⁶), mantiene la tendenza ribassista fornendo un sostegno al reddito disponibile e alla spesa privata. La politica monetaria rimarrà accomodante salvo vedere gli effetti della forte crescita dei prezzi delle materie prime. La politica fiscale, alla luce dell'approvazione, a ridosso della fine dell'anno scorso, del pacchetto di sussidi alla disoccupazione e crediti d'imposta per alcune categorie di spesa, continuerà a rappresentare un importante canale di sostegno all'economia.

Le recenti statistiche economiche danno indicazione che le economie dell'area euro mantengono una tendenza al rafforzamento congiunturale: le proiezioni di crescita della *Banca Centrale Europea* sono comprese nell'intervallo 1,3% e 2,1% annuo per il 2011. La dinamica inflazionistica, alimentata dal rialzo dei prezzi delle materie prime, inizia a raggiungere livelli elevati rispetto agli obiettivi statuari della *Banca Centrale Europea*; è possibile, pertanto, che l'istituto centrale intraprenda un percorso di rialzo dei tassi di riferimento per far fronte ai rischi inflattivi, senza però intervenire su altre misure di politica monetaria.

Il disastro che ha colpito nel mese di marzo il Giappone sarà la principale determinante della dinamica del prodotto interno lordo. Le prime misure poste in essere dalle autorità di politica economica sono state di natura monetaria: la *Bank of Japan* ha incrementato l'ammontare degli acquisti di strumenti finanziari dai 5.000 miliardi di yen previsti a ottobre 2010, a 10.000 miliardi di yen. Le stime di crescita per l'anno 2011

⁵ Le stime di crescita cui si fa riferimento sono quelle fornite dal Fondo Monetario Internazionale nel "*World Economic outlook*", update 25 gennaio 2011.

⁶ Si fa riferimento al dato riferito al mese di febbraio 2011.

rimangono ad oggi di natura indicativa; permanendo le incertezze legate ai tempi di avvio delle operazioni di ricostruzione e al pericolo di contaminazione nucleare.

Le economie delle aree emergenti, pur mantenendo la traiettoria di crescita dell'anno scorso, si caratterizzano per gli effetti più tipici di espansioni cicliche durature, ovvero i rischi inflattivi. Il contenimento della dinamica inflattiva assumerà una caratterizzazione sociale ancor più amplificata di quella dei sistemi sviluppati, in ragione delle diverse preferenze di consumo. Nelle economie in via di sviluppo, infatti, il sistema dei consumi è ancora essenzialmente fondato sulla spesa per i beni di prima necessità, a differenza dei paesi sviluppati nei quali hanno assunto sempre maggiore importanza voci di spesa voluttuarie; nei sistemi in via di sviluppo, pertanto, fenomeni eccessivamente inflattivi corrispondono ad una riduzione del potenziale di domanda sui beni di prima necessità, destabilizzando gli equilibri sociali interni.

Le economie asiatiche emergenti, pur mantenendo elevati tassi di crescita, potrebbero subire i condizionamenti derivanti dalla catastrofe giapponese; infatti, anche ad escludere l'ipotesi del disastro nucleare, sono numerosi e differenziati i rapporti che l'economia giapponese intrattiene coi paesi emergenti dell'area, sia in qualità di mercato di collocamento sia di approvvigionamento di beni semilavorati indispensabili alla finalizzazione di alcune produzioni.

L'integrazione commerciale con l'Europa occidentale rappresenta un elemento di favore per le dinamiche future delle economie europee emergenti. I paesi maggiormente favoriti sono quelli con una forte specializzazione sul settore energetico, quindi Russia e Kazakistan. Appare in significativo miglioramento la ripresa dell'Ungheria e della Romania, che stanno rispettando gli impegni in tema di riforme strutturali e di risanamento del bilancio richiesti dall'adesione al programma di sostegno del *Fondo Monetario Internazionale*.

La crisi nordafricana, innescata anche dal persistente aumento dei prezzi delle materie prime agricole e dalla fragile situazione occupazionale dell'area - fattori scatenanti che hanno contribuito alla destituzione di alcuni regimi totalitari - non appare attualmente tra i principali fattori di rischio per le prospettive economiche globali.

Tuttavia, l'estensione dei disordini a quelle nazioni che rivestono un ruolo preminente nella fornitura di combustibili fossili, potrebbe minare la sostenibilità dell'attuale fase ciclica, attraverso una contrazione nell'offerta ed un sensibile rialzo del prezzo del petrolio.

Quanto ai mercati finanziari il generalizzato miglioramento della congiuntura economica globale, che ha sostanzialmente consentito di escludere uno scenario deflattivo, rappresenta un importante supporto per le attività a maggior contenuto di rischio e quindi più profittevoli. I livelli valutativi dei mercati azionari globali, infatti, favoriti dalle recenti flessioni dovute ad un incremento dell'avversione al rischio più che da un attuale deterioramento del profilo fondamentale, appaiono adeguatamente remunerativi dei rischi. Il rischio inflattivo e di destabilizzazione sociale di alcune delle economie emergenti può rappresentare una criticità sui mercati azionari di tali paesi, soprattutto nel breve periodo.

Le piazze dei paesi aderenti all'euro sembrano mostrare livelli valutativi coerenti con buone prospettive di crescita, alla luce dei nuovi indirizzi politico – istituzionali per la gestione della crisi del debito sovrano e un conseguente recupero della credibilità sulle linee strategiche di fondo da parte di tutti gli Stati Membri.

La recente predilezione degli investitori per il mercato statunitense, che ha condotto le valutazioni a livelli adeguati seppur non eccessivi, appare accentuata dall'attitudine di tale piazza ad essere maggiormente difensiva.

Le obbligazioni convertibili, pur offrendo rendimenti ridotti rispetto agli anni scorsi, costituiscono un importante strumento di ottimizzazione dell'esposizione azionaria in quanto, combinando il profilo obbligazionario a quello azionario, consentono di contenere i ribassi in concomitanza di un aumento della volatilità sui mercati dei capitali.

I mercati obbligazionari governativi sono esposti al miglioramento nell'attività economica ed alla normalizzazione dello stimolo monetario che ne potrebbe conseguire. Il contenuto livello di rendimenti determinato da bassi livelli dei tassi di riferimento e dall'accresciuto livello di incertezza geopolitica, non rappresenta un bilanciato profilo rischio/rendimento, quindi sembrano prevalere i rischi rispetto alle opportunità. Il potenziale di perdite tende ad essere amplificato in quelle aree economiche nelle quali tra gli

strumenti di politica monetaria si è fatto ampio ricorso all'acquisto di titoli di stato per contenere il livello dei rendimenti e quindi fornire stimolo all'economia, quali gli Stati Uniti e la Gran Bretagna.

Le obbligazioni dell'area euro si caratterizzano per una importante dicotomia che si esprime in una crescente differenziazione tra gli emittenti: la crisi del debito sta alimentando i differenziali di rendimento tra i paesi ritenuti *core* (Germania, Francia e Olanda) e quelli periferici, in particolare Irlanda, Grecia e Portogallo.

Quanto alla forma tecnica, alla luce di rischi sui rialzi dei tassi, le obbligazioni a tasso variabile sono un valido strumento per beneficiare del rialzo dei rendimenti e per non risentire delle perdite in conto capitale che si sosterebbero sul tasso fisso; un'altra tipologia che esprime un buon potenziale è quella delle obbligazioni indicizzate all'inflazione, soprattutto se dovesse durare a lungo la crisi del medio oriente o si dovesse assistere ad un'accelerazione nella crescita economica.

L'annuncio dell'inizio della rimozione dello stimolo monetario in Europa fornirà sostegno all'euro, atteso in rafforzamento soprattutto rispetto al dollaro statunitense che invece risente dell'eccessiva espansione della base monetaria e della situazione fiscale.

Il rafforzamento delle valute che hanno importanti surplus di bilancia commerciale, soprattutto nelle aree emergenti, risentirà nel breve periodo di fasi correttive o di consolidamento. Per questo tipo di mercati possono rappresentare fattori destabilizzanti gli interventi posti in essere dalle banche centrali orientati a contenere gli effetti restrittivi del rafforzamento delle valute indotto da flussi internazionali di capitali.

L'esposizione alle divise di paesi esportatori di materie prime, quali a titolo esemplificativo Australia, Nuova Zelanda, Canada e Norvegia, continuerà a rappresentare un tema di investimento di lungo periodo.

La stabilizzazione del sistema finanziario mondiale, riducendo i rischi di insolvenza, ha determinato continui flussi in acquisto sulle emissioni societarie. In particolare, l'interesse per il comparto ad alto rendimento (*High Yield*) continuerà a rimanere elevato in quanto esso risulta essere il segmento del mercato delle emissioni societarie più adeguatamente remunerato in proporzione al rischio che lo caratterizza.

Il settore immobiliare

Il mercato immobiliare ha registrato nel 2010, nel suo complesso, un andamento negativo, nonostante gli aumenti delle compravendite registrate nel 1° e 2° trimestre dell'anno.

Tutti i settori hanno, infatti, registrato su base annua un decremento in termini di volumi ad eccezione del settore residenziale, che mostra una leggera crescita (0,4%) rispetto all'anno precedente. Nel 2010 le compravendite sono risultate complessivamente pari a 1.347.005, con un decremento dello 0,1% rispetto al 2009 (anno in cui si era registrata una flessione dell'11% rispetto al 2008).

Nei primi 2 trimestri dell'anno l'andamento è stato, nel suo complesso, positivo (con incrementi rispettivamente del 3,4% e del 2,4%), mentre nel 3° e 4° trimestre le vendite hanno registrato un decremento (rispettivamente del 2,3% e del 3,4%).

Tale situazione è di seguito rappresentata per destinazioni d'uso:

Tabella 1 - Andamento trimestrale e annuo NTN (Numero transazioni normalizzate) per settori e variazione percentuale trimestrale ed annua (Fonte: Osservatorio Valori Immobiliari)

NTN	I trim 2010	II trim 2010	III trim 2010	IV trim 2010	Anno 2010
Residenziale	141.920	171.420	129.296	169.243	611.878
Terziario	3.409	3.738	2.967	5.134	15.248
Commerciale	8.682	9.743	6.895	10.755	36.075
Produttivo	2.525	3.037	2.221	4.065	11.847
Pertinenze	110.441	131.013	101.316	137.648	480.418
Altro	43.224	51.808	40.931	55.575	191.538
Totale	310.201	370.759	283.625	382.420	1.347.005

Var %	I trim 09-10	II trim 09-10	III trim 09-10	IV trim 09-10	Anno 09-10
Residenziale	4,3%	4,5%	-2,7%	-4,1%	0,4%
Terziario	-1,3%	-14,1%	-3,0%	-3,5%	-5,8%
Commerciale	-0,5%	-4,7%	-10,0%	-2,0%	-4,0%
Produttivo	-0,2%	-4,2%	-16,9%	4,0%	-3,5%
Pertinenze	-3,3%	2,1%	0,8%	-0,4%	-0,7%
Altro	5,7%	2,8%	-3,5%	0,9%	1,4%
Totale	3,4%	2,4%	-2,3%	-3,4%	-0,1%

Nel complesso, il comparto residenziale si presenta come l'unico settore che denota un andamento positivo. Le abitazioni oggetto di compravendita sono passate da 609.145 del 2009 a 611.878 nel 2010, con un incremento (0,4%) limitato alle sole città capoluogo. Nel 2010 nelle otto principali città italiane (Roma, Milano, Torino, Genova, Napoli, Palermo, Bologna e Firenze) le compravendite hanno toccato quota 91.180, con un aumento del 6,9% rispetto al 2009. L'analisi dei prezzi del mercato residenziale evidenzia nuovamente una migliore *performance* per le grandi città (con un incremento dello 0,5%) e, considerando le quotazioni per macro aree geografiche, con un incremento dello 0,9% per le città capoluogo del nord Italia. Il valore medio nazionale delle abitazioni risulta complessivamente pari ad €/mq. 1.579, con un incremento dello 0,4% rispetto al 2009.

Nel settore terziario (uffici e istituti di credito) le compravendite sono diminuite complessivamente del 5,8%, mostrando una contrazione (8,7%) più accentuata al Sud e meno marcata (4,8%) al Nord. Variazioni particolarmente negative si sono registrate per il Nord e per il Centro nel 1° trimestre dell'anno (rispettivamente per il 14,9% ed il 16,1%) e per il Sud nel 2° trimestre 2010 (per il 16,4%). Tale situazione è riflessa nella seguente tabella:

Tabella 2 - NTN trimestrale e variazione percentuale tendenziale annua del settore terziario per macro aree geografiche (Fonte: Osservatorio Valori Immobiliari)

Area	I trim 2010	II trim 2010	III trim 2010	IV trim 2010	anno 2010	var % III trim 09-10	var % IV trim 09-10	var % anno 09-10
Nord	1.967	2.085	1.647	3.095	8.794	-1,7%	-2,8%	-4,8%
Centro	672	797	690	1.135	3.294	3,0%	0,0%	-5,4%
Sud	770	857	629	904	3.160	-11,6%	-9,7%	-8,7%
Italia	3.409	3.738	2.967	5.134	15.248	-3,0%	-3,5%	-5,8%

Per gli immobili direzionali, le compravendite e le locazioni sono ancora in diminuzione, con problemi in termini di assorbimento degli *stock* posti sul mercato. La difficoltà per gli immobili che ospitano attività economiche o produttive dipende dal quadro generale, che vede molte imprese di produzione e di servizi ridurre i costi e, quindi, anche quelli delle locazioni passive, con tagli degli spazi occupati.

Nel settore commerciale le compravendite sono diminuite complessivamente del 4,0%, con una contrazione più accentuata al Nord (4,7%) e meno marcata al Sud (2,8%). Variazioni particolarmente negative si sono registrate per il Nord nel 2° trimestre (6,7%), e per il Centro ed il Sud nel 3° trimestre 2010 (rispettivamente per il 14,6% e per il 14,2%). Tale situazione è analizzabile nella seguente tabella:

Tabella 3 - NTN trimestrale e variazione percentuale tendenziale annua del settore commerciale per macro aree geografiche
(Fonte: Osservatorio Valori Immobiliari)

Area	I trim 2010	II trim 2010	III trim 2010	IV trim 2010	anno 2010	var % III trim 09-10	var % IV trim 09-10	var % anno 09-10
Nord	4.154	4.748	3.364	5.434	17.700	-5,0%	-2,1%	-4,7%
Centro	1.892	2.103	1.540	2.394	7.929	-14,6%	0,3%	-4,2%
Sud	2.636	2.892	1.990	2.927	10.445	-14,2%	-3,7%	-2,8%
Italia	8.682	9.743	6.895	10.755	36.075	-10,0%	-2,0%	-4,0%

Nel settore produttivo le compravendite sono diminuite complessivamente del 3,5% con una contrazione più accentuata al Sud (4,6%) e meno marcata al Nord (3,3%). Variazioni particolarmente negative si sono registrate per il Nord, il Centro ed il Sud nel 3° trimestre dell'anno (rispettivamente per l'11,5%, il 28,0% ed il 27,4%).

Tale situazione è riflessa nella seguente tabella:

Tabella 4- NTN trimestrale e variazione percentuale tendenziale annua del settore produttivo per macro aree geografiche
(Fonte: Osservatorio Valori Immobiliari)

Area	I trim 2010	II trim 2010	III trim 2010	IV trim 2010	anno 2010	var % III trim 09-10	var % IV trim 09-10	var % anno 09-10
Nord	1.693	2.123	1.585	2.861	8.262	-11,5%	4,3%	-3,3%
Centro	397	475	332	653	1.857	-28,0%	13,1%	-3,8%
Sud	435	439	303	550	1.728	-27,4%	-6,7%	-4,6%
Italia	2.525	3.037	2.221	4.065	11.847	-16,9%	4,0%	-3,5%

All'inizio del 2010 il diffuso ottimismo presente tra gli operatori del settore aveva fatto ritenere ormai esaurita la fase recessiva del mercato immobiliare.

Tale ottimismo si è, peraltro, scontrato con taluni negativi elementi (una stasi del mercato delle compravendite, il mancato adeguamento delle quotazioni del mercato alla progressiva diminuzione della domanda con una tenuta delle quotazioni su valori relativi ai 2-3 anni precedenti che appaiono sovrastimati, il difficile accesso al mutuo per la stretta del settore creditizio a causa dalla crisi finanziaria internazionale) che hanno caratterizzato il mercato nel corso dell'anno e che hanno determinato una sostanziale stagnazione di tutto il comparto.

Dal punto di vista delle quotazioni, ciò si è tradotto in un sostanziale stallo generale e in una marcata incertezza e volatilità dei valori di mercato. Una riduzione dei prezzi si è registrata nelle 13 grandi aree urbane (Bari, Bologna, Cagliari, Catania, Firenze, Genova, Milano, Napoli, Padova, Palermo, Roma, Torino e Venezia) per le abitazioni (per l'1,6%), gli uffici (per l'1,8%) ed i negozi (per l'1,5%).

Di segno ugualmente negativo l'andamento dei valori nelle 13 città intermedie (Ancona, Bergamo, Brescia, Livorno, Messina, Modena, Novara, Parma, Perugia, Salerno, Taranto, Trieste e Verona) per le abitazioni (per l'1,8%), gli uffici (per l'1,8%) ed i negozi (1,3%).

Tale situazione è di seguito rappresentata:

Tabella 5 - Media delle 13 grandi aree urbane: variazione dei prezzi medi correnti 2010 (Fonte: Nomisma)

	13 grandi aree urbane		13 città intermedie	
	Variazione % anno 2009	Variazione % anno 2010	Variazione % anno 2009	Variazione % anno 2010
Abitazioni	-4,1	-1,6	-3,5	-1,8
Uffici	-3,9	-1,8	-3,3	-1,8
Negozi	-3,2	-1,5	-4,0	-1,3

Più marcato, secondo alcuni operatori del settore, il calo dei prezzi - a livello nazionale - specie per le abitazioni (4,5% in media, con punte del 6,2% a Milano e dell'11,0% a Palermo).

I valori nominali e reali a mq. delle abitazioni delle zone semicentrali delle città confermano la riduzione dei prezzi rispetto al 2009, mentre i tempi di vendita si sono stabilizzati intorno ai 168 giorni nelle grandi città, 201 giorni nei capoluoghi di provincia e 206 giorni per i comuni dell'*hinterland* delle grandi città. Il contributo al prodotto interno lordo (PIL) nazionale del settore immobiliare è migliorato rispetto all'anno precedente, passando da € 109,7 miliardi ad € 111,6 miliardi (inferiore comunque al picco raggiunto nel 2007 di € 126,4 miliardi).

Con riferimento ai rendimenti si registra, in termini generali, la loro riduzione per tutti i comparti immobiliari, anche per le richieste di rinegoziazione dei canoni. Per le abitazioni si registra una diminuzione contenuta dei canoni a livello nazionale compresa tra lo 0,2% e lo 0,4%, con aumento limitato ad alcune città (Genova, Napoli, Verona e Milano).

La diminuzione dei canoni, nonostante una domanda tendenzialmente in crescita, è da attribuirsi alla minore disponibilità economica dei potenziali conduttori ed alla cospicua offerta di immobili in locazione, che ha contribuito a calmierare i valori dei canoni stessi.

Nella tabella che segue viene analizzata la variazione dei canoni di locazione nelle grandi città:

Tabella 6 - Variazione dei canoni di locazione nelle grandi città 1° semestre 2010 (Fonte: Ufficio Studi Tecnocasa)

Città	Bilocale	Trilocale
Bari	-0,8%	-1,8%
Bologna	-3,3%	-3,2%
Firenze	-1,1%	-0,8%
Genova	2,1%	2,3%
Milano	0,4%	0,2%
Napoli	1,3%	0,3%
Palermo	-1,5%	-0,9%
Roma	-0,6%	-0,7%
Torino	0,1%	0%
Verona	0,3%	0,7%

Per gli uffici la riduzione dei canoni si attesta intorno al 4,0%-4,8%, mentre per i negozi intorno al 3,9%. Per gli uffici nelle città di Milano e Roma si è registrato un aumento del tasso di sfittanza (rispettivamente del 10,0% e del 7,0%), con un incremento del rischio in capo ai proprietari ed una maggiore capacità contrattuale degli utilizzatori specie per gli uffici meno prestigiosi e periferici.

Per il 2011 gli operatori non prevedono significativi cambiamenti rispetto alla situazione che ha caratterizzato l'anno 2010, con previsioni improntate ad una sostanziale cautela tenuto conto che molto dipenderà dalla congiuntura macroeconomica del nostro paese.

Viene ipotizzata una sostanziale stagnazione del mercato, con variazioni positive molto contenute per le abitazioni - limitatamente alle grandi città (con incrementi attesi tra lo 0,6% ed il 2,0%) - mentre per gli altri capoluoghi di provincia i prezzi dovrebbero rimanere in un ambito di sostanziale stabilità.

Si prevede altresì che si accentuerà il dualismo del mercato, con un andamento più positivo per i grandi centri meno colpiti dalla crisi, mentre continueranno ad essere in difficoltà le periferie e gli immobili di bassa qualità.

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

Il patrimonio immobiliare

Nel rinviare ai dati ed alle informazioni esposte nella nota integrativa, si evidenzia che il patrimonio immobiliare dell'Ente è costituito da 40 immobili (di cui 37 a reddito nel 2010) dislocati sul territorio nazionale - prevalentemente al centro-nord - che occupano circa 250.000 metri quadrati di superficie lorda complessiva, per un valore lordo di bilancio di circa € 283 milioni e netto di circa € 225 milioni.

Sul piano reddituale i ricavi da locazioni sono risultati pari a circa € 14 milioni, riferibili per circa il 50% al segmento commerciale, per circa il 31% 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 - 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, 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, nonché 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 2010 il valore di mercato del patrimonio mobiliare è pari a circa € 3,2 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 (la liquidità non tiene conto delle entrate contributive di fine 2010 accreditate - ad inizio 2011 - per € 150 milioni sul conto dedicato all'operatività mobiliare).

In relazione alle obbligazioni fondiarie ai fini della valutazione viene considerato il costo storico, in quanto non risulta disponibile un prezzo di mercato.

Segue la tabella:

TIPO DI GESTIONE	Valore di mercato al 31/12/2010	Peso (%)
Strumenti finanziari in portafoglio	2.285.731.039	71,01%
<i>ETF</i>	<i>105.378.899</i>	<i>3,27%</i>
ETF Azionari	105.378.899	3,27%
ETF Commodities	0	0,00%
<i>Liquidità</i>	<i>400.588.220</i>	<i>12,44%</i>
Liquidità di cc	400.588.220	12,44%
<i>OICR</i>	<i>759.554.404</i>	<i>23,60%</i>
OICR Azionari	299.669.245	9,31%
OICR Commodities	0	0,00%
OICR Obbligazionari	409.457.169	12,72%
OICR Total Return	50.427.990	1,57%
<i>Obbligazioni</i>	<i>1.020.209.516</i>	<i>31,69%</i>
Obbligazioni Corporate	275.400.079	8,56%
Obbligazioni Fondiarie	3.936.910	0,12%
Obbligazioni Governative	490.152.587	15,23%
Obbligazioni Inflation	125.322.997	3,89%
Obbligazioni PCT	65.940.444	2,05%
Obbligazioni Strutturate	59.456.500	1,85%
Gestione in Delega	933.263.551	28,99%
<i>GPM</i>	<i>933.263.551</i>	<i>28,99%</i>
GPM Benchmark	655.494.057	20,36%
GPM TotalReturn	277.769.494	8,63%
Totale	3.218.994.590	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 maturati) sia la volatilità di ciascuna categoria di attivo per l'anno 2010:

TIPO DI GESTIONE	Rend.to TW	Dev. St annualizzata
Strumenti finanziari in portafoglio	4,46%	3,80%
<i>ETF</i>	<i>9,51%</i>	<i>14,15%</i>
ETF Azionari	8,70%	14,84%
ETF Commodities	17,91%	16,05%
<i>Liquidità</i>	<i>1,51%</i>	<i>0,03%</i>
Liquidità di cc	1,51%	0,03%
<i>OICR</i>	<i>10,20%</i>	<i>9,15%</i>
OICR Azionari	13,25%	13,71%
OICR Commodities	3,81%	16,61%
OICR Obbligazionari	8,81%	6,19%
OICR Total Return	1,17%	2,64%
<i>Obbligazioni</i>	<i>1,04%</i>	<i>2,61%</i>
Obbligazioni Corporate	4,61%	2,63%
Obbligazioni Fondiarie	3,22%	0,01%
Obbligazioni Governative	-1,33%	2,81%
Obbligazioni Inflation	-2,57%	9,08%
Obbligazioni PCT	2,30%	0,05%
Obbligazioni Strutturate	12,15%	5,98%
Gestione in Delega	3,73%	8,03%
<i>GPM</i>	<i>3,73%</i>	<i>8,03%</i>
GPM Benchmark	4,53%	11,65%
GPM TotalReturn	1,81%	2,06%
Totale	4,19%	5,22%

Il rendimento netto del solo patrimonio mobiliare - calcolato con il metodo *time weighted* - risulta positivo e pari al 4,19%, con una volatilità media annua del 5,22%.

Per gli investimenti immobiliari, il rendimento netto, calcolato a valori di libro, è stato del 2,03%.

Il rendimento netto del patrimonio complessivo si attesta, conseguentemente, intorno al 4%. Tale dato deriva dalla media, ponderata per i rispettivi ammontari, dei rendimenti ottenuti dalla componente mobiliare e da quella immobiliare.

Il rendimento annuo netto della liquidità è stato dell'1,51%, in linea col livello dei tassi di riferimento che hanno caratterizzato il 2010. 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 da una tendenza rialzista dei principali mercati azionari e da un generale restringimento degli *spreads* di credito, soprattutto sulla componente *high yield*. 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 rispecchiano l'alternanza di fasi rialziste e ribassiste che hanno caratterizzato in particolare il secondo ed il terzo trimestre dell'anno.

La porzione di portafoglio investita in gestioni patrimoniali ha reso il 3,73% con una volatilità pari a 8,03%. Le gestioni *total return* hanno mostrato una particolare attenzione al contenimento della volatilità assestandosi al

2,06% annuo, sebbene il rendimento (1,81%) appaia contenuto rispetto al generale andamento dei mercati. L'investimento in "pronti contro termine" ha generato un rendimento del 2,30%, rivelandosi un utile strumento per ottimizzare la gestione della liquidità, altrimenti impiegata a tassi medi netti inferiori.

All'interno del comparto obbligazionario le emissioni strutturate hanno reso il 12,15% con una volatilità del 5,98% seguite da quelle *corporate* con rendimento positivo del 4,61% e volatilità al 2,63%. Le obbligazioni governative indicizzate all'inflazione, con un rendimento del -2,57% (e volatilità al 9,08%), sono state penalizzate dall'allargamento degli *spreads* sulla curva italiana.

Le emissioni non indicizzate all'inflazione invece hanno contenuto le perdite a -1,33% e la volatilità al 2,81%, grazie alla prevalenza di strumenti a tasso variabile e aventi scadenza più breve.

Nel corso dell'anno si è proceduto ad azzerare il peso degli investimenti diretti in *commodities*; tale operazione ha dato luogo ad una presa di profitto.

Analisi del rischio

Relativamente all'analisi del rischio si è provveduto a richiedere al nuovo advisor Mercer di aggiornare gli indicatori di VAR (*value at risk*) e di *shortfall*. Il VAR annuo del portafoglio mobiliare, calcolato con livello di confidenza del 95,00%, è pari al 10,87%.

La metodologia di calcolo impiegata è quella del VAR parametrico con distribuzione normale dei rendimenti: un VAR al 95,00% indica una probabilità del 5,00% di conseguire una perdita sul portafoglio pari o maggiore al 10,87% 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 un orizzonte temporale di 3-5 anni - è calcolata su ipotesi statistiche, ossia sulla stima di rendimenti lordi e volatilità attesi, ed è così analizzabile:

3/5 anni	
1,50%	68,20%
3,50%	57,56%
4,50%	51,97%

Sulla base della precedente tabella, data l'allocazione del portafoglio, vi è il 68,2% di probabilità di conseguire un rendimento medio annuo lordo pari o superiore ad 1,50% sull'orizzonte temporale indicato; il 57,56% di probabilità di raggiungere il 3,5% e il 51,97% di raggiungere il 4,5%.

Analisi dell'asset allocation⁷

Si riporta di seguito l'analisi dell'*asset allocation* complessiva, al 31 dicembre 2010, con la rappresentazione dell'esposizione geografica da un lato e settoriale dall'altro:

⁷ Le riclassificazioni sono effettuate su valori di mercato. Per i prodotti obbligazionari non sono considerati i ratei di interessi.

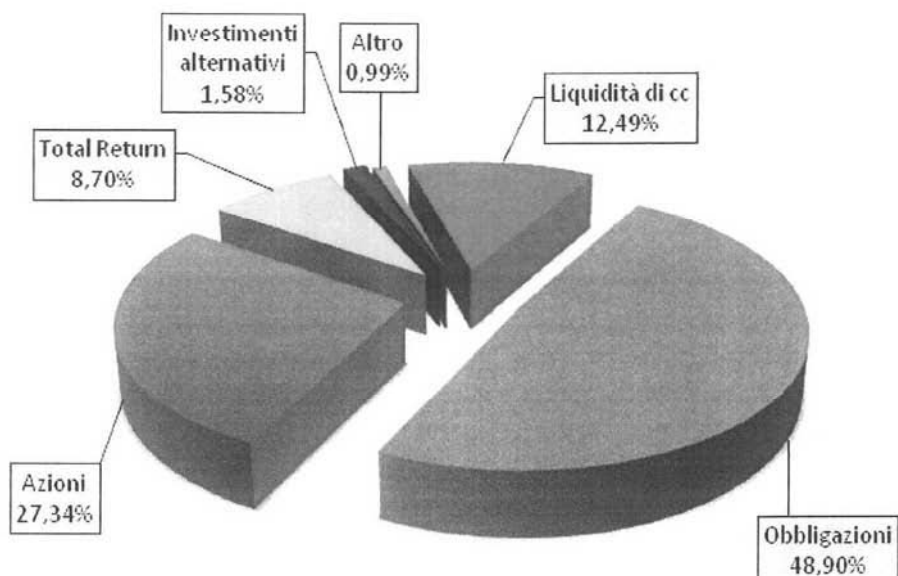
XVI LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Asset Class	Valorizzazione	Peso %
IMMOBILIARE *	401.194.000	11,11%
LIQUIDITA' c/c	400.588.220	11,10%
<i>Italia</i>	<i>826.292.561</i>	<i>22,89%</i>
<i>Euro ex Italia</i>	<i>290.607.622</i>	<i>8,05%</i>
<i>UK</i>	<i>44.027.474</i>	<i>1,22%</i>
<i>Europa ex Euro</i>	<i>20.354.372</i>	<i>0,56%</i>
<i>Emerging Europa</i>	<i>38.633.938</i>	<i>1,07%</i>
<i>USA + Canada</i>	<i>141.361.164</i>	<i>3,92%</i>
<i>Latin America</i>	<i>40.203.159</i>	<i>1,11%</i>
<i>Giappone</i>	<i>7.731.181</i>	<i>0,21%</i>
<i>Pacifico (ex Giappone)</i>	<i>9.784.852</i>	<i>0,27%</i>
<i>Emerging Asia</i>	<i>82.158.932</i>	<i>2,28%</i>
<i>Sovra-nazionali</i>	<i>2.366.575</i>	<i>0,07%</i>
<i>Altro</i>	<i>65.548.585</i>	<i>1,82%</i>
OBLIGAZIONI	1.569.070.415	43,47%
<i>Italia</i>	<i>49.843.913</i>	<i>1,38%</i>
<i>Euro ex Italia</i>	<i>262.909.987</i>	<i>7,28%</i>
<i>UK</i>	<i>132.060.030</i>	<i>3,66%</i>
<i>Europa ex Euro</i>	<i>57.034.178</i>	<i>1,58%</i>
<i>Emerging Europa</i>	<i>20.960.134</i>	<i>0,58%</i>
<i>USA + Canada</i>	<i>185.769.909</i>	<i>5,15%</i>
<i>Latin America</i>	<i>34.256.322</i>	<i>0,95%</i>
<i>Giappone</i>	<i>33.664.590</i>	<i>0,93%</i>
<i>Pacifico (ex Giappone)</i>	<i>10.722.987</i>	<i>0,30%</i>
<i>Emerging Asia</i>	<i>71.529.663</i>	<i>1,98%</i>
<i>Altro</i>	<i>18.589.638</i>	<i>0,52%</i>
AZIONI	877.341.351	24,31%
TOTAL RETURN	279.108.088	7,73%
<i>Commodities</i>	<i>105.976</i>	<i>0,00%</i>
<i>Long/Short Equity</i>	<i>50.427.990</i>	<i>1,40%</i>
<i>Investimenti Alternativi</i>	<i>50.533.966</i>	<i>1,40%</i>
ALTRO	31.799.853	0,88%
TOTALE	3.609.635.893	100,00%

Asset Class	Valorizzazione	Peso %
IMMOBILIARE *	401.194.000	11,11%
LIQUIDITA' c/c	400.588.220	11,10%
<i>Governative</i>	<i>748.760.566</i>	<i>20,74%</i>
<i>Corporate</i>	<i>402.924.493</i>	<i>11,16%</i>
<i>Convertible</i>	<i>160.123.994</i>	<i>4,44%</i>
<i>Inflation linked</i>	<i>128.901.061</i>	<i>3,57%</i>
<i>Titoli Strutturati</i>	<i>59.456.500</i>	<i>1,65%</i>
<i>Operazioni Pronti Termine</i>	<i>64.999.103</i>	<i>1,80%</i>
<i>Altro</i>	<i>3.904.698</i>	<i>0,11%</i>
OBLIGAZIONI	1.569.070.415	43,47%
<i>Telecommunication</i>	<i>72.498.877</i>	<i>1,99%</i>
<i>Financials</i>	<i>195.671.452</i>	<i>6,48%</i>
<i>Consumer Discretionary</i>	<i>82.523.338</i>	<i>2,43%</i>
<i>Industrials</i>	<i>91.729.481</i>	<i>2,75%</i>
<i>Consumer Staples</i>	<i>59.991.963</i>	<i>1,75%</i>
<i>Information Technology</i>	<i>67.785.800</i>	<i>1,89%</i>
<i>Energy</i>	<i>107.908.641</i>	<i>3,78%</i>
<i>Health Care</i>	<i>74.972.126</i>	<i>2,18%</i>
<i>Utilities</i>	<i>35.758.431</i>	<i>1,02%</i>
<i>Materials</i>	<i>88.501.243</i>	<i>2,94%</i>
<i>Altro</i>	<i>0</i>	<i>0,00%</i>
AZIONI	877.341.352	24,31%
TOTAL RETURN	279.108.088	7,73%
<i>Commodities</i>	<i>105.976</i>	<i>0,00%</i>
<i>Long/Short Equity</i>	<i>50.427.990</i>	<i>1,28%</i>
<i>Investimenti Alternativi</i>	<i>50.533.966</i>	<i>1,40%</i>
ALTRO	31.799.853	0,88%
TOTALE	3.609.635.893	100,00%

* Stima del valore di mercato al 31/12/2010 (Fonte: ROUX)

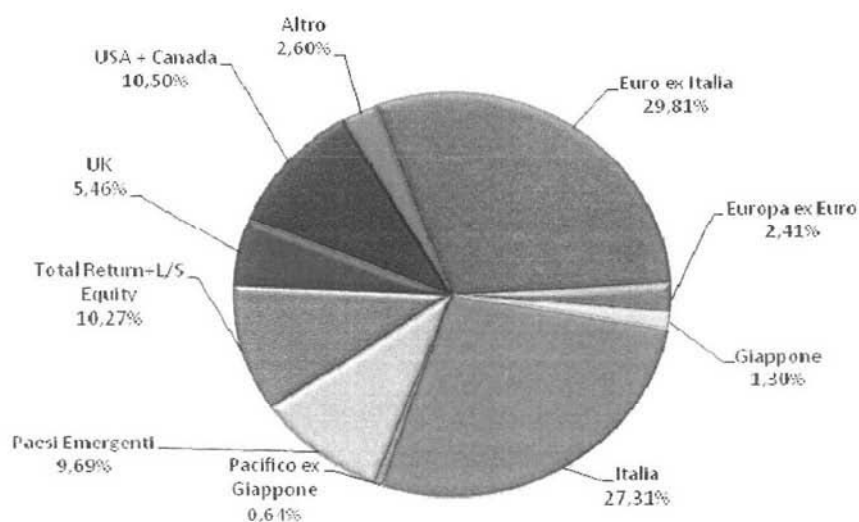
Si riporta di seguito la rappresentazione del patrimonio mobiliare classificato secondo l'esposizione a ciascuna classe di attivo che lo costituisce, precisando che tali analisi fanno riferimento alla sola allocazione del comparto esaminato (ciascuna riportata su base cento):



Gli investimenti *total return* incidono per l' 8,70%, in calo rispetto al 14,08% del 2009, per effetto della liquidazione di alcune gestioni patrimoniali e l'assenza di investimenti aggiuntivi in questo comparto. L'esposizione ai mercati azionari, pari al 27,34% è in aumento rispetto al dicembre 2009 (22,33%), in ragione del rialzo dei mercati e dell'investimento incrementale netto in prodotti azionari. L'allocatione in strumenti obbligazionari è pari al 48,90% del patrimonio, inferiore al 50,19% rilevato alla fine del 2009, per effetto dell'andamento del mercato che, nonostante un investimento incrementale in strumenti di natura obbligazionaria, ha indotto a favorire in termini relativi il comparto azionario.

Nella categoria "investimenti alternativi" è presente al dicembre 2010 solamente l'investimento in strategie *Long short* e alcune posizioni residuali in *commodities* detenute da alcune gestioni patrimoniali. La componente "Altro" rappresenta alcuni strumenti derivati impiegati nelle gestioni patrimoniali per coperture cambi o posizionamenti efficienti del portafoglio.

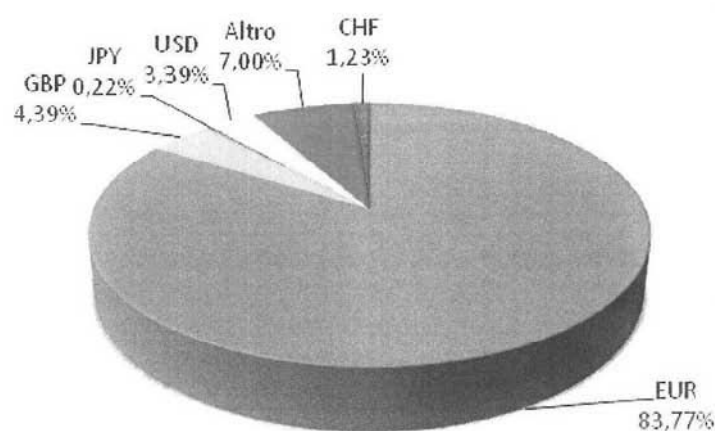
Da un punto di vista geografico, il patrimonio mobiliare è rappresentabile come segue:



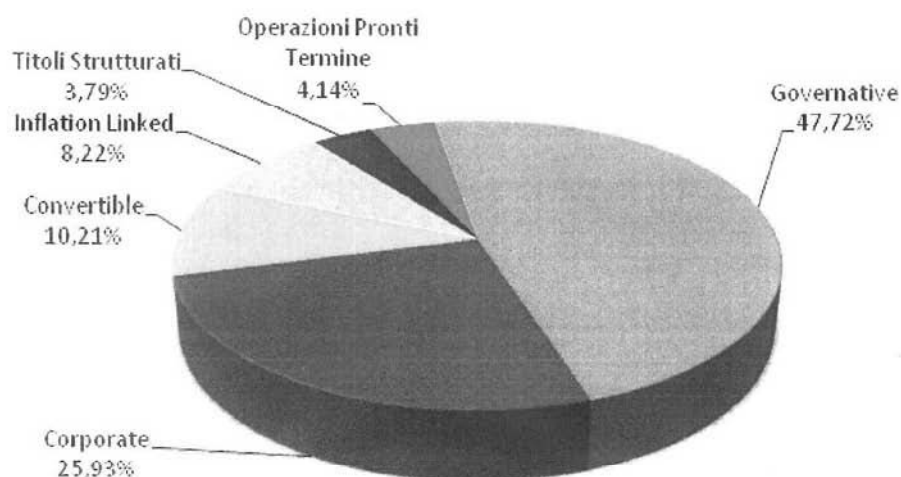
La ripartizione geografica evidenzia una lieve riduzione dell'esposizione all'area euro rispetto all'anno precedente, con l'Italia e l'"Euro ex Italia" passate rispettivamente dal 32,82% al 27,31% e dal 33,08% al 29,81%. Per effetto dei nuovi investimenti il peso sui mercati del nord America è aumentato dal 7,18% al 10,50%, quello dei mercati emergenti dal 3,24% al 9,69%.

L'analisi dell'esposizione valutaria evidenzia come la divisa principale risulti essere l'euro con l'83,77%, in ribasso rispetto allo scorso anno (91,07%). Gli investimenti in dollari statunitensi sono diminuiti al 3,39%, dal 4,25% del 2009; al contrario, quelli denominati in sterlina inglese risultano in crescita dal 2,17% al 4,39%. Si evidenzia come l'incremento dell'esposizione valutaria diversa dall'euro sia dovuto, principalmente, ad investimenti in strumenti finanziari aventi come sottostante emissioni obbligazionarie governative di paesi emergenti.

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



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

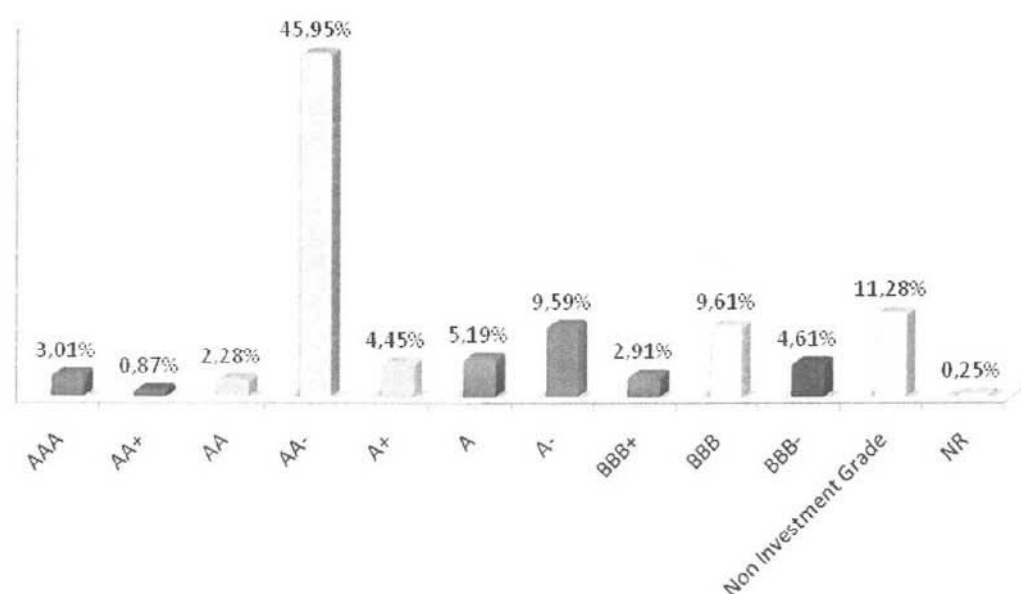


Al 31 dicembre 2010 gli investimenti in operazioni di "pronti contro termine" presentano un lieve aumento, passando dal 3,59% del 2009 al 4,14%. Il peso delle emissioni indicizzate all'inflazione, che tra il 2008 e il 2009 registrò un notevole decremento, si è attestato all'8,22%; la liquidità investita nel comparto delle obbligazioni governative e convertibili è diminuita, passando rispettivamente dal 52,23% al 47,72% e dal 11,02% al 10,21%.

Il peso delle obbligazioni societarie *corporate* registra un notevole incremento, passando dal 16,35% del precedente esercizio al 25,93% del 2010.

Si riporta di seguito la ripartizione per *rating* del portafoglio obbligazionario, che evidenzia come il 71,34% dello stesso sia impiegato in strumenti aventi alto merito creditizio (*rating* pari o superiore ad "A-"): dall'analisi emerge inoltre che la classe di rating AA- costituisce ben il 45,95% degli investimenti obbligazionari. La categoria "NR" esprime l'incidenza percentuale dei titoli non assoggettati al giudizio di *rating*, mentre la tipologia "*non investment grade*" – il cui peso è aumentato rispetto al 2009 dal 3,19% all'11,28% per effetto degli investimenti nel comparto *high yield* e in paesi emergenti - rappresenta le obbligazioni con *rating* inferiore al "BBB-".

Segue la ripartizione per *rating*:



Al 31 dicembre 2010 la *duration* media di portafoglio è di 1,7, inferiore a quella di dicembre 2009 (pari a 2,32). 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

Nell'anno 2010, dato il miglioramento delle prospettive di mercato, la Cassa ha proseguito l'investimento sui mercati azionari, rivolto sia verso paesi sviluppati che emergenti. Nel secondo semestre è stato aumentato il grado di diversificazione geografica, investendo nei mercati c.d. *frontiera*, in quelli est europei e in alcuni mercati sviluppati quali la borsa canadese ed australiana.

Quanto al comparto obbligazionario, il ridotto livello dei rendimenti ha sostenuto il disinvestimento di obbligazioni a tasso fisso, a favore di quelle a tasso variabile: la riduzione della *duration* di portafoglio è stato uno tra i temi principali dell'operatività sui mercati obbligazionari. Il miglioramento dei mercati creditizi ha, altresì, favorito l'impiego in quei settori obbligazionari a maggiore redditività quali obbligazioni societarie *investment grade* e *high yield* ed obbligazioni governative di paesi emergenti, in parte finanziati dalla vendita di obbligazioni governative di paesi sviluppati e di parte delle obbligazioni strutturate, realizzata sfruttando la favorevole situazione di mercato. Il graduale aumento dei rischi inflattivi ha reso, inoltre, opportuno incrementare il peso di titoli *inflation linked*.

L'impiego della liquidità è stato ottimizzato con operazioni di pronti contro termine.

Le linee guida per il 2010 del piano degli investimenti finanziari prevedevano, come rappresentato nel budget approvato dall'Assemblea dei Delegati in data 26 novembre 2009, la collocazione di € 320 milioni in

titoli obbligazionari *corporate investment grade* e similari (per € 100 ml) e strumenti azionari (per € 220 ml). Tali previsioni sono state poi modificate sia nella prima sia nella seconda revisione di budget (approvate dall'Assemblea dei Delegati, rispettivamente, il 22 giugno ed il 30 novembre 2010) - tenuto conto sia delle opportunità offerte dai mercati finanziari sia della maggiore disponibilità finanziaria riscontrata - con previsione di investimenti finanziari per complessivi € 1.071 milioni (titoli di Stato ed obbligazionari per € 362 ml, OICR per € 530 ml, ETF per € 34 ml, gestioni patrimoniali per € 60 ml ed operazioni monetarie a breve per € 85 ml).

Come peraltro evidenziato nel budget 2010 tale allocazione riveste carattere meramente indicativo e non vincolante e, rispetto alla versione finale del budget, l'attuazione si è concretizzata nell'impiego di € 1.279 milioni: in titoli di Stato ed obbligazionari per € 489 milioni (di cui € 344 ml in titoli di Stato italiani e, in particolare, € 130 ml in BTP indicizzati, in OICR per € 582 milioni, in ETF azionari per € 34 milioni, in gestioni patrimoniali per € 90 ml e, per il residuo (€ 84 ml), in operazioni di "pronti contro termine". Nel 2010, 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'1,5% in assenza di rischio.

Nel 2011 la Cassa ha proseguito nell'esecuzione degli acquisti pianificati nell'ambito del comparto azionario, incrementando gli investimenti in mercati azionari emergenti e sviluppati, diversificando il portafoglio con nuovi asset, quali strategie di *stock picking* su azioni europee, emissioni ad alto rendimento europee ed incrementando ulteriormente quelle globali. Sono state inoltre condotte operazioni di ottimizzazione del posizionamento su titoli a tasso variabile e d'impiego della liquidità in operazioni pronti contro termine.

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 già evidenziato nella relazione sulla gestione 2009, il Consiglio di Amministrazione - in linea con quanto programmaticamente assunto sin dal suo insediamento - è impegnato su attività e progetti diversificati che spaziano dalla rivisitazione delle procedure operative interne della Cassa al potenziamento della *qualità* e *diversificazione* dei servizi resi, innovando contestualmente la sua infrastruttura tecnologica con un programma di evoluzione da svilupparsi e completarsi nell'arco di un quadriennio.

Per raggiungere questi ambiziosi obiettivi la Cassa ha messo in atto, nel tempo, una serie di interventi, tra i quali:

- la riqualificazione e specializzazione del Personale, anche con l'inserimento di figure professionali dotate di pregresse esperienze in altri ambiti lavorativi;
- significativi investimenti nell'infrastruttura tecnologica;
- il cambiamento della sede - previsto entro il termine dell'anno corrente - attuato mediante la ristrutturazione di un complesso edilizio già di proprietà della Cassa, che potrà garantire tra gli altri indubbi benefici - anche grazie alla sua moderna dotazione tecnologica - una migliore e più consona assistenza a tutti gli Associati.

Tali diversificati interventi - realizzati peraltro in un contesto normativo di certo non agevole - hanno già consentito il raggiungimento di interessanti traguardi intermedi nel corso del 2010, quali a titolo esemplificativo:

- l'introduzione del *protocollo informatico* e di alcuni principali processi lavorativi pilota - prime nevralgiche fasi della cosiddetta "*gestione ottico-documentale*" - che hanno già consentito di ridurre notevolmente la produzione di carta e la sua movimentazione all'interno della Cassa;
- l'attivazione, a livello gestionale, della *Posta Elettronica Certificata* nella rapportazione bidirezionale con gli associati, che consentirà, a regime, significative economie, oltre ad una riduzione degli attuali tempi tecnici di postalizzazione ed invio/ricezione della corrispondenza;
- l'implementazione di un nuovo sistema informatico di gestione automatizzata delle Paghe e delle Presenze (interamente basato su tecnologia web) che ha già eliminato tutto il notevole flusso cartaceo legato alla quotidiana operatività nei rapporti tra il Personale e l'Amministrazione e che è dotato di interessanti possibilità di futura integrazione con gli altri sistemi informativi della Cassa.