

Iscritti e Pensionati al 31 dicembre 2002

Allegato 10

	Consuntivo 2001	Consuntivo 2002	Differenza	Variazione % 2002/2001
Iscritti al 31 dicembre	93.043	99.586	6.543	7,03
di cui a contribuzione ridotta*:				
=- in valore assoluto	16.793	18.136	1.343	8,00
- in percentuale sugli iscritti	18,05	18,20		
di cui pensionati				
=- in valore assoluto	3.348	3.334	-14	-0,42
- in percentuale sugli iscritti	3,60	3,30		
Pensionati al 31 dicembre	10.587	10.875	288	2,72
Trattamenti integrativi	2.822	2.781	-41	-1,45

Rapporto di copertura

Iscritti/Pensionati	8,79	9,16
----------------------------	-------------	-------------

* iscritti per la prima volta prima del 35° anno di età

Contributi e prestazioni

Allegato II

(valori in migliaia di euro)

Legge n. 48 del 28.2.2001 (Legge finanziaria per il 2001) - Legge n. 30 del 28.2.2002 (Legge finanziaria per il 2002) - Legge n. 30 del 28.2.2003 (Legge finanziaria per il 2003) - Legge n. 30 del 28.2.2004 (Legge finanziaria per il 2004) - Legge n. 30 del 28.2.2005 (Legge finanziaria per il 2005) - Legge n. 30 del 28.2.2006 (Legge finanziaria per il 2006) - Legge n. 30 del 28.2.2007 (Legge finanziaria per il 2007) - Legge n. 30 del 28.2.2008 (Legge finanziaria per il 2008) - Legge n. 30 del 28.2.2009 (Legge finanziaria per il 2009) - Legge n. 30 del 28.2.2010 (Legge finanziaria per il 2010) - Legge n. 30 del 28.2.2011 (Legge finanziaria per il 2011) - Legge n. 30 del 28.2.2012 (Legge finanziaria per il 2012) - Legge n. 30 del 28.2.2013 (Legge finanziaria per il 2013) - Legge n. 30 del 28.2.2014 (Legge finanziaria per il 2014) - Legge n. 30 del 28.2.2015 (Legge finanziaria per il 2015) - Legge n. 30 del 28.2.2016 (Legge finanziaria per il 2016) - Legge n. 30 del 28.2.2017 (Legge finanziaria per il 2017) - Legge n. 30 del 28.2.2018 (Legge finanziaria per il 2018) - Legge n. 30 del 28.2.2019 (Legge finanziaria per il 2019) - Legge n. 30 del 28.2.2020 (Legge finanziaria per il 2020) - Legge n. 30 del 28.2.2021 (Legge finanziaria per il 2021) - Legge n. 30 del 28.2.2022 (Legge finanziaria per il 2022) - Legge n. 30 del 28.2.2023 (Legge finanziaria per il 2023) - Legge n. 30 del 28.2.2024 (Legge finanziaria per il 2024) - Legge n. 30 del 28.2.2025 (Legge finanziaria per il 2025) - Legge n. 30 del 28.2.2026 (Legge finanziaria per il 2026) - Legge n. 30 del 28.2.2027 (Legge finanziaria per il 2027) - Legge n. 30 del 28.2.2028 (Legge finanziaria per il 2028) - Legge n. 30 del 28.2.2029 (Legge finanziaria per il 2029) - Legge n. 30 del 28.2.2030 (Legge finanziaria per il 2030)

	Consuntivo 2001	Consuntivo 2002	Variazione % 2002/2001
Contributi correnti	326.393	364.529	11,7
Soggettivi:			
- in valore assoluto	223.840	250.420	11,9
- in percentuale sul totale dei contributi	68,6	68,7	
Integrativi			
- in valore assoluto	102.553	114.109	11,3
- in percentuale sul totale dei contributi	31,4	31,3	
 Spesa per prestazioni correnti	 148.310	 160.575	 8,3
 Indice di copertura	 2,2	 2,3	 0,07
Contributi/Prestazioni correnti			

Legge n. 48 del 28.2.2001 (Legge finanziaria per il 2001) - Legge n. 30 del 28.2.2002 (Legge finanziaria per il 2002) - Legge n. 30 del 28.2.2003 (Legge finanziaria per il 2003) - Legge n. 30 del 28.2.2004 (Legge finanziaria per il 2004) - Legge n. 30 del 28.2.2005 (Legge finanziaria per il 2005) - Legge n. 30 del 28.2.2006 (Legge finanziaria per il 2006) - Legge n. 30 del 28.2.2007 (Legge finanziaria per il 2007) - Legge n. 30 del 28.2.2008 (Legge finanziaria per il 2008) - Legge n. 30 del 28.2.2009 (Legge finanziaria per il 2009) - Legge n. 30 del 28.2.2010 (Legge finanziaria per il 2010) - Legge n. 30 del 28.2.2011 (Legge finanziaria per il 2011) - Legge n. 30 del 28.2.2012 (Legge finanziaria per il 2012) - Legge n. 30 del 28.2.2013 (Legge finanziaria per il 2013) - Legge n. 30 del 28.2.2014 (Legge finanziaria per il 2014) - Legge n. 30 del 28.2.2015 (Legge finanziaria per il 2015) - Legge n. 30 del 28.2.2016 (Legge finanziaria per il 2016) - Legge n. 30 del 28.2.2017 (Legge finanziaria per il 2017) - Legge n. 30 del 28.2.2018 (Legge finanziaria per il 2018) - Legge n. 30 del 28.2.2019 (Legge finanziaria per il 2019) - Legge n. 30 del 28.2.2020 (Legge finanziaria per il 2020) - Legge n. 30 del 28.2.2021 (Legge finanziaria per il 2021) - Legge n. 30 del 28.2.2022 (Legge finanziaria per il 2022) - Legge n. 30 del 28.2.2023 (Legge finanziaria per il 2023) - Legge n. 30 del 28.2.2024 (Legge finanziaria per il 2024) - Legge n. 30 del 28.2.2025 (Legge finanziaria per il 2025) - Legge n. 30 del 28.2.2026 (Legge finanziaria per il 2026) - Legge n. 30 del 28.2.2027 (Legge finanziaria per il 2027) - Legge n. 30 del 28.2.2028 (Legge finanziaria per il 2028) - Legge n. 30 del 28.2.2029 (Legge finanziaria per il 2029) - Legge n. 30 del 28.2.2030 (Legge finanziaria per il 2030)

**CASSA NAZIONALE DI PREVIDENZA ED ASSISTENZA PER GLI INGEGNERI
ED ARCHITETTI LIBERI PROFESSIONISTI
(INARCASSA)**

ESERCIZIO 2003

PAGINA BIANCA

RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Signori Delegati,

inizio questa relazione informandoVi che l'anno 2003 si è chiuso per Inarcassa con un buon risultato economico, registrando un avanzo di gestione di 336.444.860 euro, che si confronta con i 173.208.348 euro dell'anno precedente ed i 261.808.000 euro del bilancio di previsione.

Il risultato positivo di avanzo è ancor più significativo se si osserva che esso è derivato non solo dalla crescita della nostra base contributiva, ma anche da una prestazione che ha saputo anch'essa andare al di là del budget in termini di gestione finanziaria e di controllo delle spese di gestione.

Avanzo economico 2003: raccordo fra Bilancio di previsione e Bilancio consuntivo

Bilancio di previsione: avanzo economico 2003	261.808
Maggiori proventi netti derivanti da gestione previdenziale e accessoria	+ 28.755
Maggiori proventi netti da gestione finanziaria	+ 39.697
Minori spese di gestione	+ 6.929
Saldo altre voci	- 744
Bilancio consuntivo: avanzo economico 2003	336.445

Importi in migliaia di euro

Il numero dei professionisti iscritti ad Inarcassa alla fine del 2003 è risultato pari a 106.074, con un incremento di 6.488 unità (+6,5%) rispetto all'anno precedente; così pure il numero dei pensionati è arrivato a 11.097, con un incremento di 222 unità (+2,04%). I trattamenti integrativi sono risultati pari a 2.686, in decremento di 95 unità (-3,42%) rispetto all'anno precedente.

A fine 2003 il rapporto iscritti/pensionati si è quindi attestato sul valore di 9,6 rispetto a 9,2 dell'anno precedente. Prosegue quindi il miglioramento di questo indice-chiave che non solo aumenta a ritmi sostenuti, ma è anche largamente in evidente controtendenza rispetto al corrispondente valore della previdenza pubblica, ormai vicino a uno.

Iscritti/Pensionati

	2002	2003
Iscritti	99.586	106.074
Pensionati	10.875	11.097
Iscritti/Pensionati	9,2	9,6

Il valore del patrimonio netto di Inarcassa nel periodo di bilancio è passato da 2.278.874.563 a 2.615.319.423 euro, valore che garantisce la copertura di 14,60 annualità, superando ampiamente le cinque annualità indicate dall'art. 6 del vigente Statuto e in crescita rispetto

alle 14,19 annualità dell'anno precedente; lo stesso rapporto assume valore 15,24 se calcolato rispetto alle pensioni correnti corrisposte nell'anno 2003.

Il Conto Economico per grandi aggregati e il Patrimonio netto

	Consuntivo 2002	Bilancio di Previsione 2003	Consuntivo 2003
Proventi del servizio	466.520.421	462.130.000	516.952.239
Costi del servizio	-236.138.712	-244.971.000	-264.220.187
Proventi ed oneri finanziari	42.460.235	64.492.000	60.151.712
Partite straordinarie e rettifiche	-88.809.326	-9.200.000	34.594.096
Imposte dell'esercizio	-10.824.270	-10.643.000	-11.033.000
Avanzo economico	173.208.348	261.808.000	336.444.860
Patrimonio netto	2.278.874.563	-	2.615.319.423

Importi in euro

Al di là di quanto sinteticamente espresso dai numeri indicati per grandi aggregati, è importante rilevare che nel 2003 l'attenzione di Inarcassa si è prioritariamente concentrata sulle tre direttrici fondamentali in cui crediamo che un'Associazione come la nostra debba muoversi nello sviluppo dei suoi programmi: la promozione di una efficace strategia previdenziale, il miglioramento della prestazione della struttura operativa interna e l'efficacia della gestione patrimoniale.

In merito al primo tema - la strategia previdenziale - Inarcassa ha operato con efficacia nella ricerca di un miglior punto d'equilibrio tra l'esigenza di alimentare la propria sostenibilità finanziaria nel tempo e quella di poter erogare una prestazione previdenziale socialmente accettabile per i propri iscritti. In questa ottica vanno lette non solo le numerose proposizioni ed iniziative nell'ambito dei Comitati Nazionali dei Delegati e nel contesto ADEPP, ma anche l'organizzazione del convegno di Torino "Quale modello previdenziale per una professione in evoluzione", del 3 e 4 luglio 2003; il Convegno ha rappresentato un'importante occasione di riflessione e di studio al più alto livello culturale, politico ed amministrativo, sulle implicazioni previdenziali dei processi di riforma delle professioni.

Tutto il Consiglio di Amministrazione ha profuso grandi energie per assicurare l'ottima riuscita del Convegno, che ha registrato la presenza dei maggiori esperti in materia previdenziale, di esponenti del mondo politico ed istituzionale, degli organi professionali di categoria, delle Casse di previdenza e degli organi di stampa.

Nel 2003 è proseguito l'importante impegno assunto da Inarcassa nel fornire il servizio di assistenza sanitaria agli iscritti offerto dalla attuale polizza. Questa iniziativa trova un consenso sempre maggiore dagli associati e si conferma sempre più un'iniziativa di rilievo nel contesto delle Casse di Previdenza. Un'ulteriore importante iniziativa di Inarcassa, collocabile nella direttrice dello sviluppo di efficaci strategie previdenziali, è stata quella di potenziare nel 2003

un proprio Ufficio Studi; è stato assunto in corso d'anno il dirigente responsabile, cui è stato dato mandato di sviluppare non solo gli approfondimenti correlati al bilancio tecnico ed alla sostenibilità della Cassa, ma anche gli studi in merito alla evoluzione socio-economica prevedibile nel medio-lungo periodo per la categoria degli Ingegneri ed Architetti liberi professionisti. L'obiettivo ultimo è quello di saper prevedere e cogliere tempestivamente le necessità latenti dei professionisti in uno scenario futuro in forte evoluzione, per poter intervenire poi a supporto con proposte previdenziali e assistenziali costruttive.

In merito al secondo tema - la prestazione della struttura operativa interna - Inarcassa ha investito nel 2003 significativamente nello sviluppo del personale, cioè del proprio capitale "umano", con l'obiettivo di consolidare sempre di più nei prossimi anni la propria anima di struttura fornitrice di servizi, focalizzandosi su due macro-obiettivi: l'incremento della qualità del servizio verso l'esterno e il miglioramento dell'efficienza interna. Il primo obiettivo è stato perseguito attraverso iniziative interne di tipo procedurale, mirate alla riduzione del numero dei "sospei" e ad una maggiore efficacia e tempestività delle comunicazioni con gli associati.

Il secondo obiettivo è stato perseguito anch'esso investendo nei sistemi informativi e nella formazione, per sviluppare in Inarcassa una cultura capace di continuare a progredire nella razionalizzazione delle procedure interne, dei costi e delle strutture organizzative.

In merito infine alla terza responsabilità strategica - la capacità di saper gestire efficacemente il patrimonio conferitole dai propri iscritti - Inarcassa ha saputo ottenere nel 2003 buoni risultati nella gestione del patrimonio mobiliare ed immobiliare.

Il rendimento contabile del patrimonio è stato pari a 93.959.366 euro, che rapportato ad una giacenza media di 2.137.333.368 euro, ha determinato una redditività netta del 4,40%.

La redditività del patrimonio immobiliare al netto di imposte ed oneri gestionali ammonta a 16.922.598 ed è pari al 3,06%. Nel corso del 2003 sono state inserite al vertice della Direzione Immobiliare nuove professionalità manageriali di provata qualificazione nel settore.

La redditività netta del patrimonio mobiliare ammonta ad euro 77.036.768 corrispondente al 4,86% e comprende i flussi economici relativi a dividendi ed interessi, nonché le riprese di valore del fondo svalutazioni per un importo pari ad euro 33.558.736.

In merito alla gestione complessiva, nel corso del 2003 Inarcassa ha ricevuto il riconoscimento internazionale IPE quale miglior fondo pensione italiano, classificandosi a livello europeo tra i primi tre della propria categoria.

Rendimento del patrimonio investito

Comparto	Giacenza media	Rendimento netto	%
TOTALE PATRIMONIO	2.137.333	93.959	4,40%
PATRIMONIO IMMOBILIARE	552.485	16.922	3,06%
PATRIMONIO MOBILIARE	1.584.848	77.037	4,86%
OBBLIGAZIONARIO	1.078.362	30.707	2,85%
AZIONARIO	290.694	33.573	11,55%
ALTERNATIVI	215.792	12.757	5,91%

Importi in migliaia di euro

Consistenza del patrimonio totale

Comparto	Consistenza al 31.12.2002	Consistenza al 31.12.2003
TOTALE PATRIMONIO	2.056.368	2.350.424
PATRIMONIO IMMOBILIARE	596.768	598.388
PATRIMONIO MOBILIARE	1.459.600	1.752.036
OBBLIGAZIONARIO	1.148.337	1.146.360
AZIONARIO	311.263	351.735
ALTERNATIVI	-	253.941

Importi in migliaia di euro

Nella documentazione allegata alla presente relazione sono illustrati gli approfondimenti specifici sulle attività 2003 di Inarcassa.

A fine 2003 il dott. Paolo Caron ha lasciato Inarcassa, di cui è stato Direttore Generale a partire dal 1997, per dedicarsi ad un nuovo impegno. A lui va il nostro ringraziamento per la dedizione mostrata, ed al nuovo Direttore Generale, l'ing. Alfio Di Grazia, entrato in Inarcassa nel febbraio 2004, i nostri auguri di buon lavoro.

Anche se lo scenario esterno continua a presentare luci ed ombre, sia sul piano economico che su quello previdenziale, Inarcassa guarda al futuro in maniera positiva, cosciente del contributo che può e deve dare per la costruzione del futuro previdenziale degli Ingegneri ed Architetti liberi professionisti. Vi riconfermo il totale impegno del Consiglio di Amministrazione ad interpretare attivamente le istanze che da Voi giungono in rappresentanza della totalità degli iscritti ed a lavorare con la massima dedizione per offrirVi l'ascolto più attivo e le risposte più efficaci.

Il Presidente del Consiglio di Amministrazione
Architetto Paola Muratorio

1 Il quadro di riferimento

Con il 2003 si è chiuso il secondo anno consecutivo di crescita estremamente modesta per l'economia italiana, il terzo di fila con riferimento all'industria. A una domanda interna fiacca (sia dal lato dei consumi che degli investimenti) si è sommato il crollo delle esportazioni, con riflessi evidenti sull'attività produttiva. I settori più orientati all'export dell'economia italiana hanno indubbiamente risentito del brusco apprezzamento del cambio e della conseguente perdita di competitività di prezzo. L'unico segnale positivo è pervenuto dagli investimenti del settore delle costruzioni, il cui ritmo di crescita, tuttavia, appare in costante, benché contenuta, flessione. L'attuale fase di debolezza dell'economia italiana non è di facile lettura; nel nostro paese, infatti, non hanno sin qui trovato riscontro i segnali di recupero - più o meno robusti - emersi a partire dalla seconda metà dello scorso anno in altri paesi.

1.1 Lo scenario economico internazionale

L'espansione in atto nell'economia mondiale si caratterizza per rilevanti difformità nei tassi di crescita dell'attività produttiva tra le grandi aree (cfr. tabella 1); crescono a ritmi sostenuti Stati Uniti e Asia (Cina in particolar modo), è in stagnazione invece larga parte dell'Europa mentre il Giappone sembra finalmente uscito fuori dalla lunga fase di deflazione e recessione degli anni novanta.

Tab. 1

Dinamica del PIL e Previsioni 2004 nelle maggiori economie
(variazioni % nei dodici mesi)

	2001	2002	2003	2004
Economie Avanzate	1,0	1,8	2,1	3,6
Stati Uniti	0,3	2,2	3,1	4,6
Giappone	0,4	-0,4	2,7	2,8
Area euro	1,5	0,9	0,4	1,6
Regno Unito	2,1	1,7	2,3	3,3
Asia	2,9	4,3	4,1	4,4
Cina	7,5	8,0	9,1	8,5
Russia	5,0	4,3	6,2	6,3

Fonte: Statistiche nazionali, Eurostat e previsioni di consenso per il 2004

Negli Stati Uniti la crescita ha guadagnato vigore nel corso dello scorso anno, fino a raggiungere nel terzo trimestre l'8% in ragione d'anno, un tasso pari a quelli cui ci ha abituato

da alcuni anni la Cina; in media d'anno il PIL è cresciuto del 3,1%, quasi un punto in più rispetto al 2002. La crescita ha riflesso la dinamica sostenuta dei consumi, stimolati dall'orientamento espansivo di una politica economica (fatta di sgravi fiscali alle famiglie e di un costo del denaro negativo in termini reali) e dall'incremento del valore del patrimonio immobiliare, reso liquido attraverso l'attività di rinegoziazione dei mutui ipotecari; anche gli investimenti - pubblici (per effetto delle spese militari) ma anche privati - e le esportazioni, favorite dal deprezzamento del dollaro, hanno offerto un contributo positivo alla crescita del PIL. L'aumento della concorrenza e la diffusione delle nuove tecnologie ha mantenuto il ritmo di crescita della produttività al di sopra della dinamica dei salari, spingendo al rialzo i profitti delle imprese e, parallelamente, le quotazioni di borsa. Nel settore dei *corporate bonds*, il miglioramento della redditività aziendale e la riduzione dell'indebitamento ha favorito una riduzione del differenziale di rendimento con i titoli *benchmark* governativi. Secondo le stime di consenso, nel 2004 l'economia americana dovrebbe crescere a un tasso del 4,6%; si muoverebbero al rialzo anche i tassi di interesse ufficiali, ma difficilmente la Banca centrale interverrà prima delle elezioni presidenziali previste per fine anno.

La crescita è attesa nel 2004 in ulteriore miglioramento in tutte le maggiori economie. Su questo scenario, oltre al permanere della minaccia del terrorismo, gravano alcune incognite, a partire dal mancato aggiustamento, negli Stati Uniti, del doppio disavanzo: commerciale (che nel 2003 ha superato il 5% in rapporto al PIL) e soprattutto di bilancio, che in soli quattro anni è peggiorato di quasi 6 punti percentuali in rapporto al PIL (-4,5% nel 2003). Il deficit commerciale non è probabilmente estraneo al forte indebolimento registrato dal dollaro nel corso degli ultimi dodici mesi; quello di bilancio, se non troverà soluzione nella ripresa in corso dell'economia, rischia invece di spingere al rialzo inflazione e tassi di interesse e di contenere la crescita dell'economia mondiale nel medio termine. L'altra incognita riguarda i livelli eccessivamente elevati raggiunti dai prezzi del settore immobiliare negli Stati Uniti e nel Regno Unito ma anche in Spagna, Olanda e Irlanda.

Tra le maggiori economie, l'area dell'euro rappresenta l'anello debole nella catena della crescita; nel 2003 il PIL è infatti aumentato appena dello 0,4%. E' dunque tornato ad ampliarsi il differenziale di crescita rispetto agli Stati Uniti. La crescita è risultata inferiore alla media in Francia e Italia, è rimasta sostenuta in Spagna (tabella 2).

In Germania il PIL si è addirittura ridotto; è infatti proseguita la contrazione dei consumi delle famiglie - riflesso di un mercato del lavoro estremamente rigido e di una fiducia delle famiglie in calo per il perdurare dell'incertezza sul futuro assetto della spesa sociale e degli investimenti, nelle costruzioni in modo particolare, queste ultime penalizzate, tra le altre cose, da politiche dirigte in tema di locazione degli immobili. In Spagna, all'opposto, i consumi delle famiglie sono stati sostenuti dalla dinamica favorevole dell'occupazione; anche l'accumulazione ha accelerato, per effetto degli investimenti in infrastrutture e beni strumentali.

Tab.2**Dinamica del PIL nell'area dell'euro (variazioni %)**

	2001	2002	2003	2004
Francia	2,1	1,2	0,2	1,7
Germania	0,8	0,2	-0,1	1,7
Italia	1,8	0,4	0,3	1,1
Spagna	2,8	2,0	2,4	2,9

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e statistiche nazionali.

Sulla crescita del PIL dell'area dell'euro ha pesato negativamente la debolezza delle esportazioni (-0,6% nel 2003), connessa al brusco apprezzamento del cambio; l'apprezzamento è però uno *shock esterno* che ha indotto perdite differenti nelle grandi economie dell'area dell'euro (cfr. tab.2). Pur avendo accusato difficoltà, le esportazioni di Francia e Germania hanno complessivamente tenuto (o limitato le perdite), l'Italia, al contrario, ha perso quote di mercato un po' in tutti i settori. Rispetto alla media dell'area euro, la produzione italiana ha registrato andamenti migliori nelle produzioni più tradizionali, quelle a minor valor aggiunto e a maggior intensità di lavoro, dove è sempre più agguerrita la concorrenza dei paesi emergenti caratterizzati da un costo del lavoro estremamente basso; ha invece perso posizione nei settori a maggior contenuto tecnologico (in particolare nel settore delle nuove tecnologie ICT), caratterizzati da forti investimenti in ricerca e sviluppo.

La perdita di competitività delle merci italiane ha quindi radici antiche ed è solo stata acuita dal recente apprezzamento del cambio. In parte essa è anche legata al persistere di un differenziale inflazionistico nei confronti delle maggiori economie. Tra il 1999 e il 2003 l'inflazione italiana è risultata in media d'anno più alta di quasi sette decimi di punto rispetto a Francia e Germania. Il calo dell'inflazione ben al di sotto dell'obiettivo della BCE (2%) - a marzo 2004 l'inflazione dell'area euro è risultata pari all'1,7% - ha alimentato forti attese da parte degli operatori di un taglio dei tassi ufficiali da parte della Banca Centrale Europea. Secondo alcuni osservatori, la cautela da parte della Banca Centrale è giustificata dal timore degli effetti inflazionistici derivanti dal recente rialzo dei prezzi delle materie prime, i cui indici in diversi casi (alluminio, nickel, rame) sono saliti di oltre 200% nel corso del 2003. L'aumento dei prezzi - a partire da quello dell'acciaio, il cui caso è balzato di recente agli onori della cronaca - è stato innescato dal boom della domanda cinese; nel migliore dei casi aumenti di questo tipo generano aumenti più o meno proporzionali dei prezzi dei prodotti finali, ma possono anche mettere a rischio gli approvvigionamenti delle imprese come nel caso dell'industria siderurgica. Un motivo a favore di un taglio dei tassi ufficiali sta invece nel fatto che il divario tra inflazione effettiva ed inflazione percepita continua a rimanere ampio,

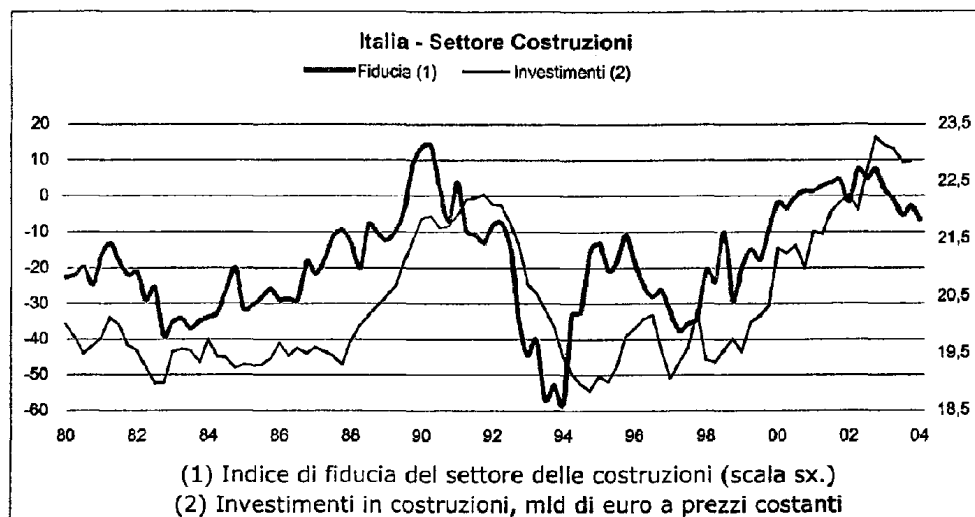
comprimendo le decisioni di spesa delle famiglie; in particolare il differenziale rimane ampio in Italia, dove però ha smesso di crescere ed è al momento fermo sui livelli raggiunti a inizio del 2003 (figura 1).

Figura 1

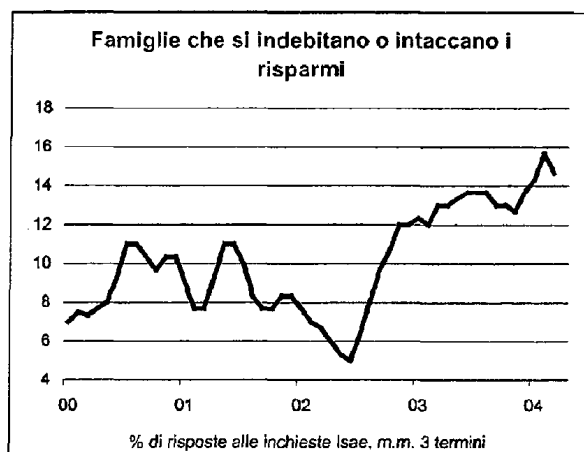


Anche a causa della debolezza delle esportazioni, in Italia il ciclo economico resta ancorato ai minimi della fase di stagnazione iniziata a metà del 2001. La ripresa in corso a livello mondiale dell'attività produttiva si sta allargando, seppure cautamente, agli altri paesi dell'area dell'euro, ma non sembra interessare l'Italia. Nell'ultimo trimestre dello scorso anno, in effetti, il PIL è aumentato su base congiunturale dello 0,2% in Germania, dello 0,3% nell'area dell'euro e dello 0,5% in Francia, mentre non è cresciuto affatto in Italia. Dagli andamenti della produzione industriale nei primi tre mesi del 2004 (risultata anch'essa largamente inferiore a Francia e Germania) si può derivare una stima di crescita del PIL di appena lo 0,1% nel primo trimestre di quest'anno; il che rende problematico raggiungere una crescita anche solo dell'1% nel 2004.

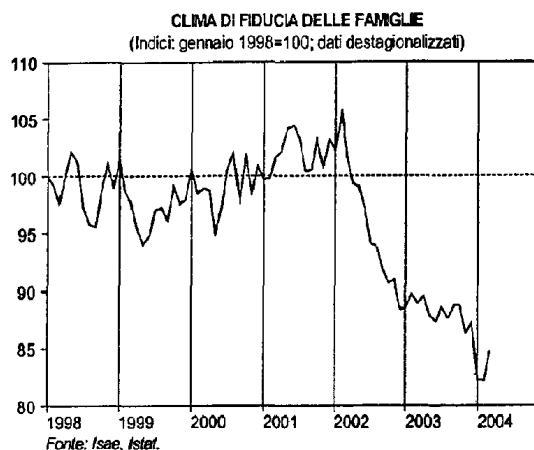
Un sostegno alla crescita dovrebbe pervenire dal settore delle costruzioni che ha mantenuto in questi ultimi anni buoni ritmi di crescita degli investimenti; ne costituisce un segnale indiretto la rapida crescita dell'occupazione, pari a circa mezzo milione nel periodo 1999-2003 includendo l'indotto. Anche nel 2003 il mercato ha tratto sostegno dall'edilizia residenziale; a partire dal secondo semestre si è sommata l'accelerazione delle attività legate alla realizzazione di opere pubbliche. Il percorso del 2003 pare tuttavia condurre nella direzione di un aggiustamento verso il basso del ciclo immobiliare; sembra in sostanza che dal massimo di fine 2002 sia cominciato una graduale attenuazione del ciclo (figura 2).

Figura 2

L'indice di fiducia del settore è in effetti in costante calo da quasi un anno, come segnalato dalle indagini presso le imprese del settore. A inizio del 2004 è intervenuta una brusca variazione al rialzo della fiducia che non sembra cambiare tuttavia l'impostazione di fondo del settore; la variazione ha infatti rappresentato in larga misura la reazione degli investitori ai recenti scandali finanziari, che hanno avuto l'effetto di rilanciare (temporaneamente) gli investimenti nel settore. Il sostegno alla crescita dell'economia che può derivare dal settore delle costruzioni si sta dunque progressivamente affievolendo; il rapido aumento dell'indebitamento finanziario delle famiglie intervenuto in particolare negli ultimi cinque anni tramite l'accensione di mutui immobiliari rappresenta anzi un freno potenziale per il settore e l'intera economia. Tra il 1999 e il 2003, in effetti, l'indebitamento delle famiglie in rapporto al PIL è passato dal 19 al 25%, parallelamente alle famiglie che dichiarano di essersi indebitate o di avere intaccato i risparmi (figura 3).

Figura 3

Fonte: Istat

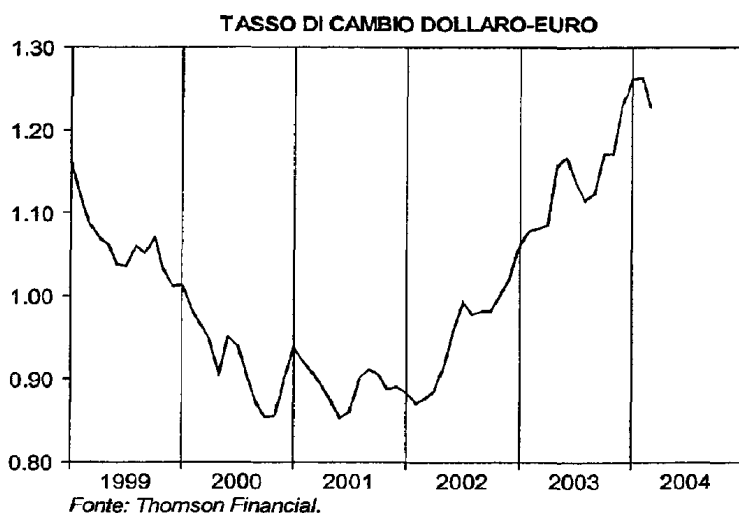
Figura 4

I mutui sono stati contratti in misura significativa a breve termine; un rialzo dei tassi di interesse avrebbe l'effetto di aumentare l'onere per il servizio del debito, riducendo il reddito disponibile. Le difficoltà di bilancio delle famiglie italiane, alle prese con un reddito disponibile in calo in termini reali, trova riscontro nella caduta a picco del clima di fiducia (figura 4).

1.2 Mercati finanziari

Nel 2003, e in questi primi mesi del 2004, i mercati valutari sono stati caratterizzati dal rapido deprezzamento del dollaro nei confronti delle principali valute. La fase di debolezza della moneta americana, innescata dall'ampia riduzione dei tassi ufficiali nel 2001, ha preso avvio nel febbraio 2002 ed è stata alimentata, principalmente, dai timori sulla sostenibilità del disavanzo commerciale degli Stati Uniti. In due anni, il cambio nei confronti dell'euro è passato da un valore di 0,89 dollari fino a un minimo di 1,28 dollari a inizio 2004 (figura 5).

Figura 5



Il deprezzamento supera il 40% in termini puntuali; variazioni così ampie modificano in misura significativa la competitività tra paesi e contribuiscono a spiegare la debolezza dell'economia europea. Secondo la maggior parte degli analisti, anche se non è da escludere in corso d'anno un rafforzamento della moneta americana (legato ad esempio a un aumento dei tassi ufficiali), il dollaro dovrebbe mantenersi nel prossimo anno tra quota 1,1 e 1,2 nei confronti dell'euro: all'interno cioè di quella fascia di equilibrio di lungo periodo del tasso di cambio bilaterale.

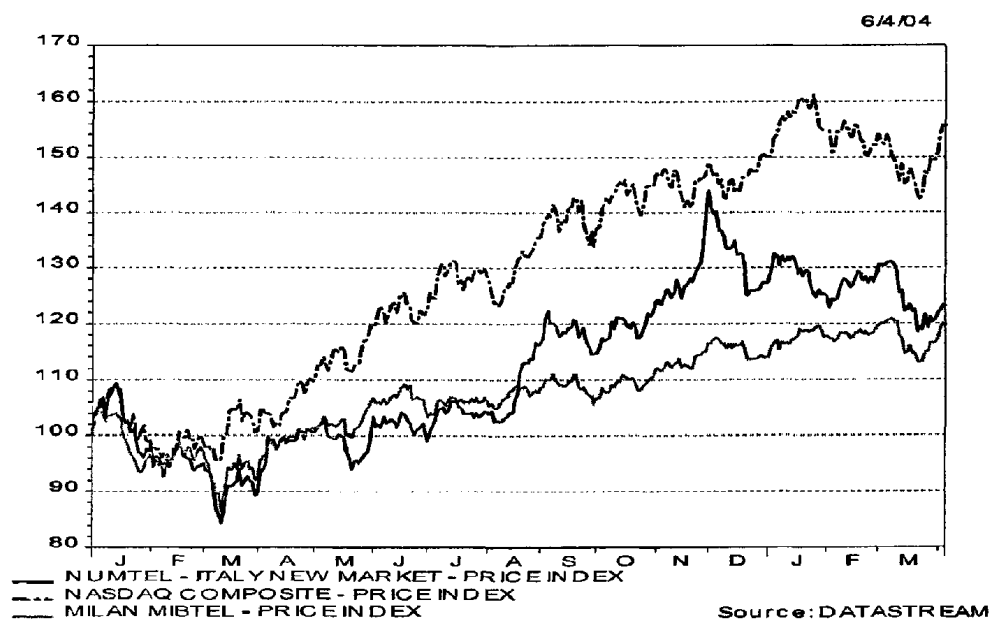
A partire da metà marzo del 2003, alla vigilia cioè dell'avvio del conflitto con l'Iraq, le borse delle maggiori economie hanno invertito la tendenza al ribasso che durava ininterrottamente da tre anni; nei nove mesi successivi, la ripresa delle quotazioni è stata continua ed anche la volatilità è andata gradualmente riducendosi. Il recupero è risultato più sostenuto negli Stati

Uniti; la borsa ha tratto beneficio dal consolidamento della crescita ma soprattutto da un cambiamento nella strategia delle imprese in tema distribuzione degli utili: nello scorso anno oltre la metà delle società quotate a Wall Street ha aumentato i dividendi, che in media sono cresciuti del 9%. Complessivamente, nel 2003 l'incremento degli indici azionari ha sfiorato il 30% negli Stati Uniti e il 24% in Giappone, mentre si è fermato al 13% in Europa (+20% in Italia, figura 6).

Le quotazioni hanno registrato un aumento particolarmente marcato nel Nasdaq americano, dove l'indice è salito di oltre il 60% sulla scia dei buoni risultati di bilancio; i valori raggiunti, tuttavia, appaiono poco coerenti in relazione agli utili e ai dividendi correnti. Un aumento dei tassi di interesse o una crescita dell'economia anche di poco inferiore alle aspettative potrebbe innescare una correzione delle quotazioni.

Figura 6

Andamento del mercato di borsa in Italia e Stati Uniti
gennaio 2003 – marzo 2004 (gennaio 2003 = 100)



Per quanto riguarda gli investimenti alternativi, nel 2003 il rendimento medio è risultato particolarmente soddisfacente in relazione ad una volatilità molto contenuta. Accanto ad una generale ripresa del settore del *private equity* - sia in termini di attività che di rendimento - si è assistito ad un'ottima performance degli *hedge funds*. Gli indici mondiali più rappresentativi hanno realizzato ritorni superiori al 10%, con una volatilità appena superiore a quella dei titoli di Stato; il volume delle masse gestite è cresciuto notevolmente a conferma della ricerca da parte degli investitori di efficienti alternative di rendimento ai mercati tradizionali di azioni ed obbligazioni.