

Il quadro macroeconomico e l'andamento dei mercati

Il settore mobiliare

Le note che seguono sono state predisposte dall'*advisor* Prometeia.

"Il 2004 è stato un anno caratterizzato da una buona crescita economica a livello internazionale con un consolidamento dei contributi alla stessa delle rispettive aree; sotto questo aspetto si è infatti riproposta la minore dinamica economica dell'area Uem e del Giappone a fronte invece di un contributo superiore degli Stati Uniti e degli altri paesi asiatici.

L'elemento caratterizzante buona parte del 2004 è stato rappresentato dall'andamento dei prezzi del petrolio che, in diversi momenti dell'anno, hanno registrato livelli record. I motivi che hanno sostenuto tale dinamica sono stati diversi, dall'aumentata domanda mondiale conseguente al crescente peso assunto da alcuni paesi asiatici, come la Cina, alle tensioni geopolitiche internazionali. Le preoccupazioni a livello internazionale, indotte da tale dinamica, sono state inizialmente costituite da timori inflazionistici; successivamente, posto che il peso dei prezzi delle materie prime sull'inflazione al consumo assume ormai un peso limitato, le attenzioni si sono spostate sui possibili riflessi sulle crescite economiche. L'efficacia manifestata dalle politiche economiche nel generare una stabilizzazione delle aspettative, unita al graduale riposizionamento dei prezzi del petrolio su livelli ritenuti più equilibrati, non hanno generato effetti depressivi sulle crescita economiche internazionali.

Negli Stati Uniti la crescita del prodotto interno lordo è stata pari a 4.4%, sensibilmente maggiore, quindi, del livello potenziale. Ancora una volta il traino dell'economia è stato costituito dalla domanda interna e dai consumi in particolare, nonostante la messa in atto di politiche monetarie restrittive. L'obiettivo delle autorità monetarie è stato dichiaratamente quello di frenare il corso della crescita verso livelli ritenuti più sostenibili nel medio-lungo periodo, anche in funzione della permanenza di significativi squilibri strutturali e finanziari, ulteriormente alimentati da tale dinamica economica.

L'area Uem ha invece riproposto le problematiche presenti anche nell'anno precedente, consolidando un andamento della crescita economica ancora moderato: la crescita del P.I.L. si è attestata attorno all'1.8%, riflettendo un andamento della domanda interna ancora modesto mentre il rafforzamento medio dell'euro ha limitato il contributo delle esportazioni nette. Peraltro si registrano significativi divergenze negli andamenti dei diversi paesi facenti parte dell'area; in particolare la debolezza della domanda interna è imputabile maggiormente ad alcuni paesi, come la Germania e l'Italia, che faticano a ripristinare un ciclo favorevole dei consumi e degli investimenti nonostante la presenza di tassi di interesse contenuti. La crescita economica italiana è stata infatti ancora inferiore a quella media europea, essendosi attestata all'1,1% con un'ulteriore discesa dell'inflazione che, in media, si è attestata leggermente al di sopra del 2%.

In Giappone, dopo un primo trimestre favorevole, si è registrata una crescita economica stagnante e al di sotto delle aspettative, sostenuta principalmente dalla domanda estera. Tra le aree emergenti, la Cina e l'India hanno continuato a sperimentare tassi di crescita consistenti, con rallentamenti praticamente marginali; anche nei paesi dell'America Latina è proseguita la fase di crescita favorevole, mentre i paesi dell'Est Europa hanno risentito leggermente delle politiche di convergenza.

Il ciclo economico in crescita ha indotto le autorità monetarie ad intervenire, in diversi casi, in senso restrittivo per riequilibrare le condizioni di crescita. Negli Stati Uniti l'aumento dei tassi ufficiali è stato dell'1.25%, mentre in Europa a fronte di una neutralità esercitata dalla Banca centrale Europea, in seguito al diverso ciclo economico, c'è stata una significativa azione restrittiva da parte delle autorità monetarie inglesi. I rispettivi comportamenti di politica monetaria hanno consentito di tenere sotto controllo i mercati obbligazionari, nonostante un generale aumento della volatilità nei mesi centrali dell'anno, generata dalla dinamica dei prezzi del petrolio. Ciò ha comportato il raggiungimento di quotazioni piuttosto elevate aprendo lo spazio verso maggiori incertezze sul 2005.

Per quanto riguarda l'andamento delle quotazioni degli indici obbligazionari negli Stati Uniti e nell'area Uem, emerge la costante crescita registrata nella seconda parte dell'anno, nel momento in cui è apparso più chiaro il rispettivo orientamento delle politiche monetarie, nonché la percezione che il punto più elevato della crescita economia fosse ormai raggiunto.

Le obbligazioni *corporate* hanno proseguito il trend di crescita dei prezzi, consolidando l'andamento dell'anno precedente. L'intensificazione della domanda di titoli obbligazionari emessi da soggetti privati è stata alimentata anche dalla persistenza di rendimenti contenuti sui titoli di Stato che ha generato il ricorso da parte degli investitori verso investimenti con prospettive di redditività maggiore, sostenendo comunque un rischio maggiore. Ciò ha generato presumibilmente una eccessiva crescita dei prezzi dei titoli *corporate* anche nelle classi di *rating* più basso, aumentando i pericoli di inversione di tendenza a prescindere dagli indicatori fondamentali.

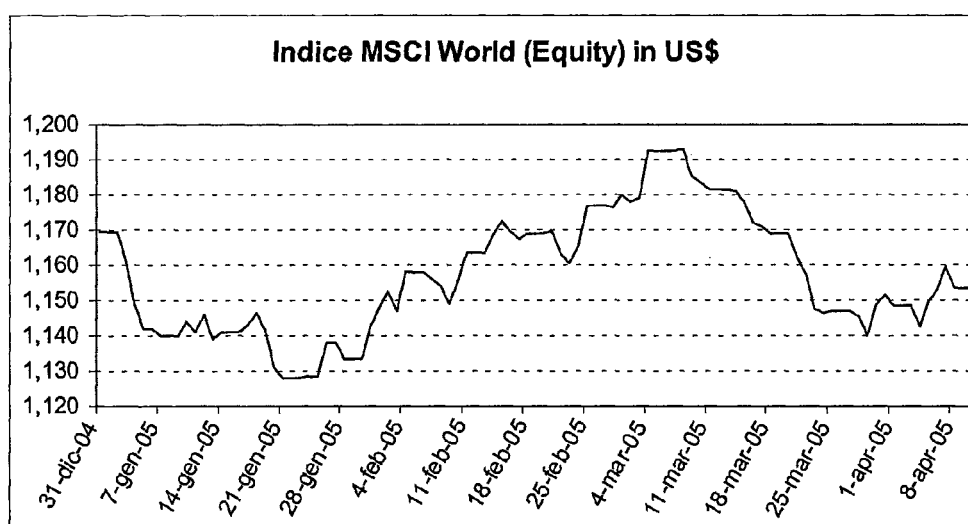
Dal lato dei mercati azionari, l'andamento degli utili, sostanzialmente conforme alle aspettative, ha permesso il proseguimento del trend positivo, anche in questo caso rafforzato dalle prospettive di maggiore possibile sostenibilità della crescita economica nel medio periodo. Tale andamento ha interessato sia il mercato azionario statunitense che quello europeo, quest'ultimo ritenuto ancora conveniente sulla base degli indicatori fondamentali dei mercati e favorito anche dal relativo maggiore equilibrio strutturale del sistema finanziario europeo rispetto a quello statunitense. Il miglioramento della situazione macroeconomica, che ha consentito il mantenimento di aspettative positive sui profitti, ha generato un contestuale miglioramento del rapporto tra prezzi e utili, determinando quindi condizioni ancora favorevoli nelle quotazioni dei mercati azionari i cui livelli appaiono oggi maggiormente in linea con il ciclo economico in atto.

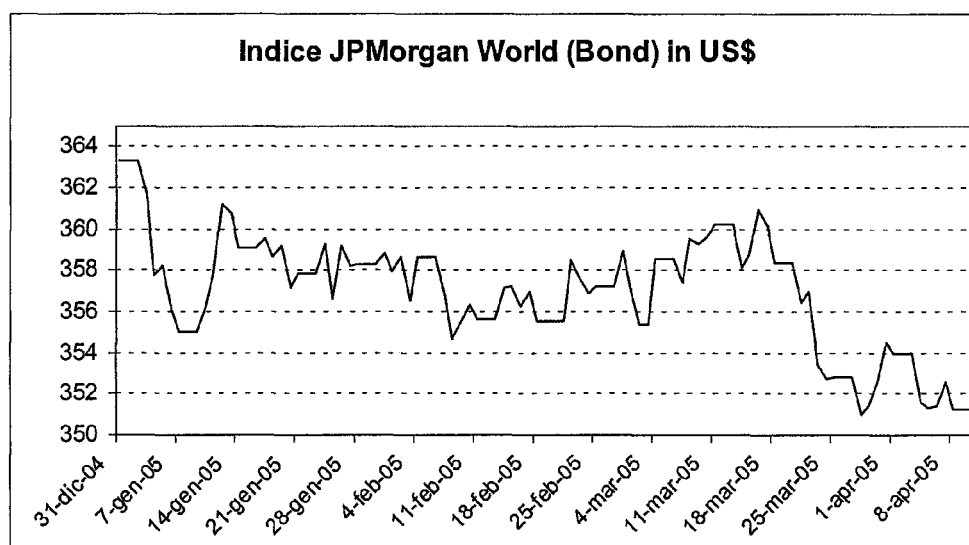
Sul fronte valutario, il 2004 ha visto un sensibile deprezzamento del dollaro che si è manifestato principalmente sull'euro; tale dinamica si è consolidata soprattutto nell'ultima parte dell'anno, quando in corrispondenza con le attese di minore crescita dell'economia americana, sono prevalse le influenze esercitate dalla persistenza di importanti squilibri strutturali nell'economia americana".

Si è infatti registrato un apprezzamento del 7,9% nei confronti del dollaro, con un cambio passato da 1,26 al 31 dicembre 2003 a 1,36 al 31 dicembre 2004. Al 2 maggio 2005 lo stesso è pari a 1,29 evidenziando un recupero del dollaro di circa il 5,1%.

* * * * *

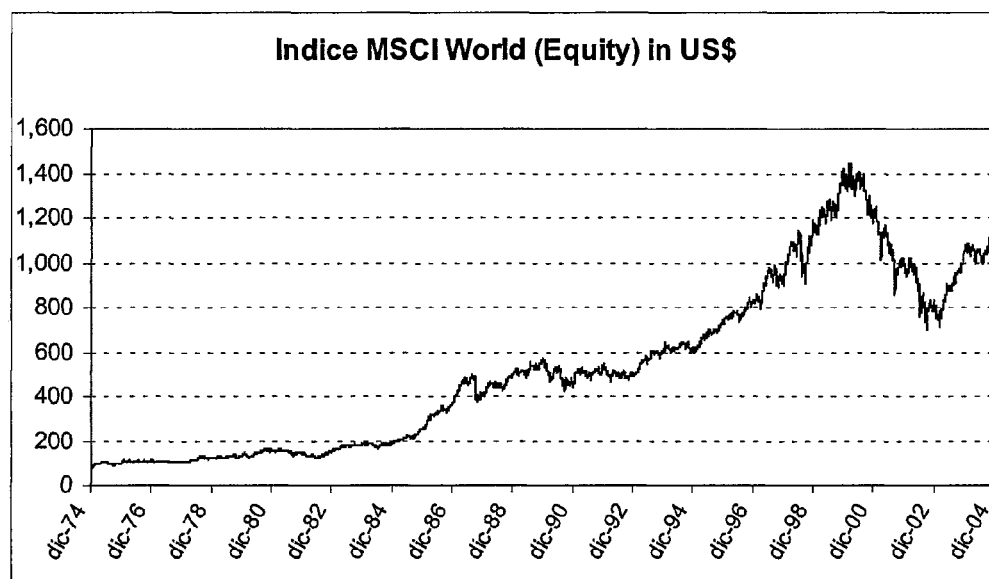
Di seguito sono riportati i grafici relativi all'andamento dei mercati azionari ed obbligazionari mondiali, aggiornati all'11 aprile 2005, rappresentati rispettivamente dal Morgan Stanley Capital International World (azioni) e dal J P Morgan World (obbligazioni).

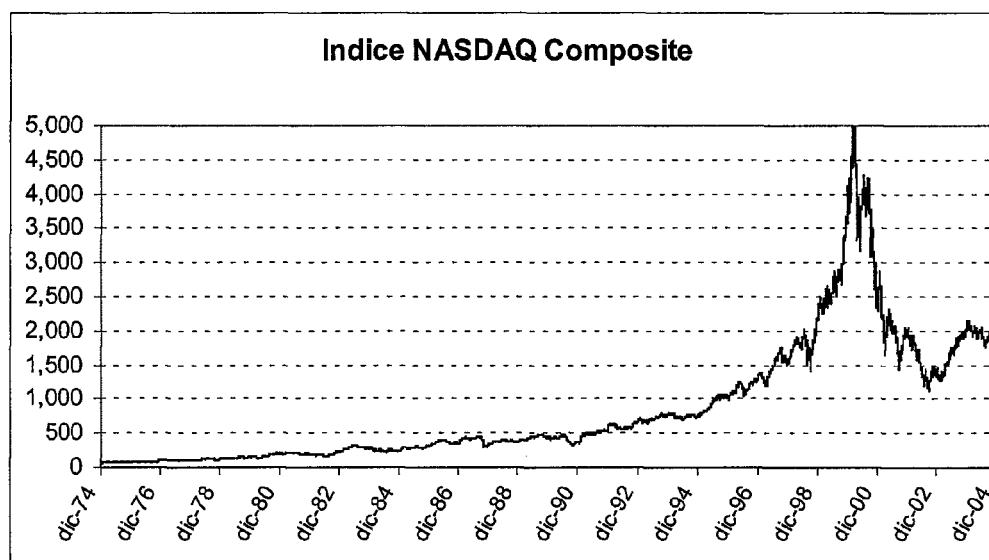
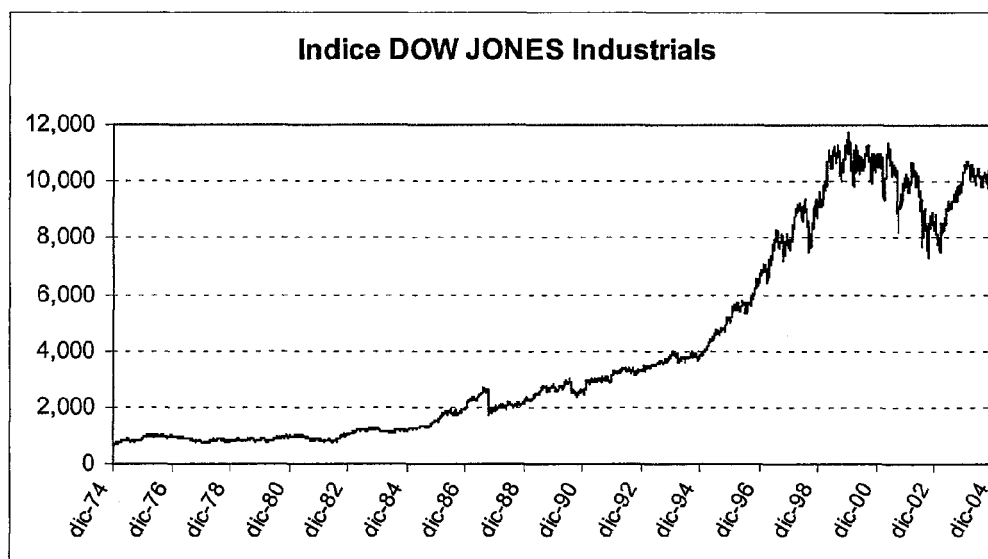


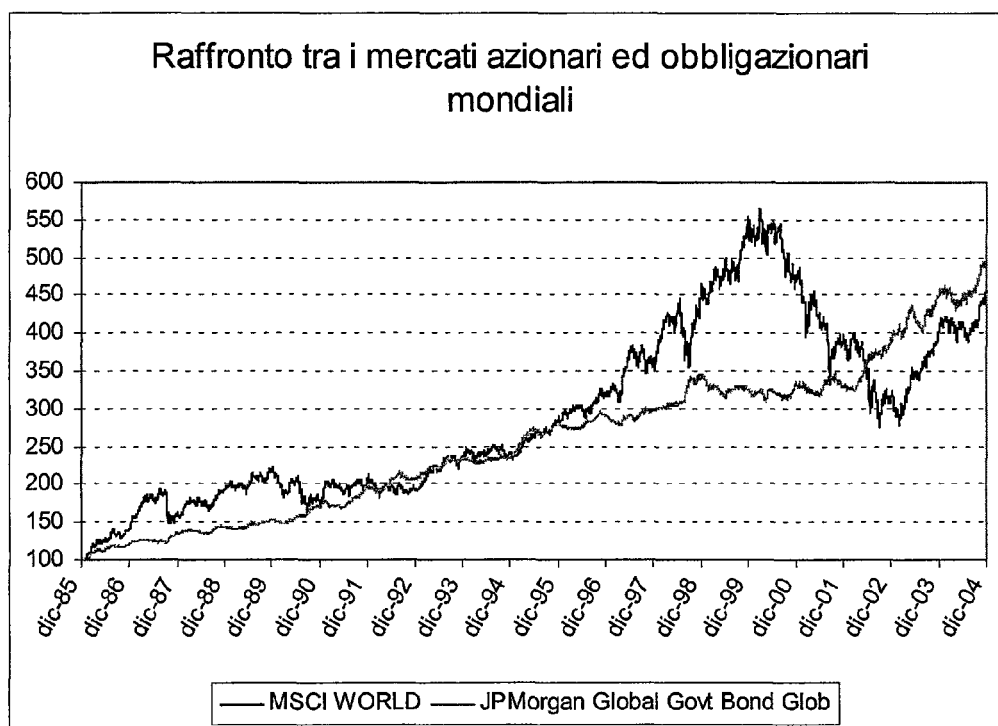


Rappresentiamo inoltre di seguito 4 grafici riguardanti:

- l'andamento di 3 fra i principali indici dei mercati mondiali riferiti al trentennio 1973-2003 (*Morgan Stanley Capital International, Dow Jones Industrials e Nasdaq Composite*);
- il raffronto tra mercati azionari ed obbligazionari (1986-2004), dai quali emerge che le azioni hanno perso valore nell'ultimo triennio in quanto il ciclo ribassista del 2001 non è stato ancora assorbito dalle quotazioni di borsa. Queste ultime, nel periodo 1986-2004, presentano infatti un risultato finale inferiore alle obbligazioni.

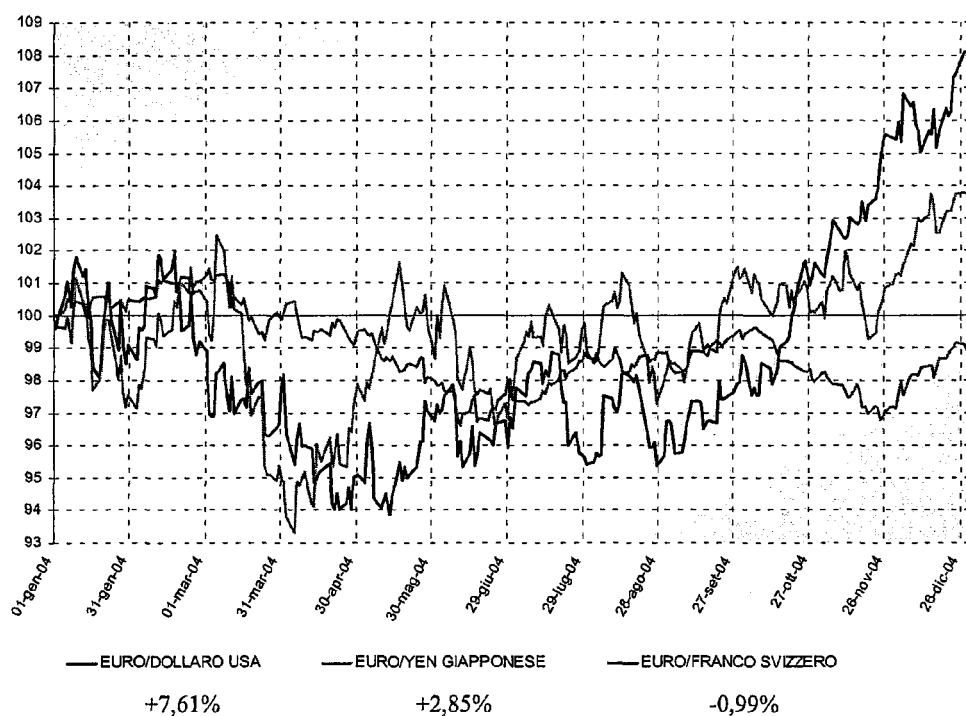




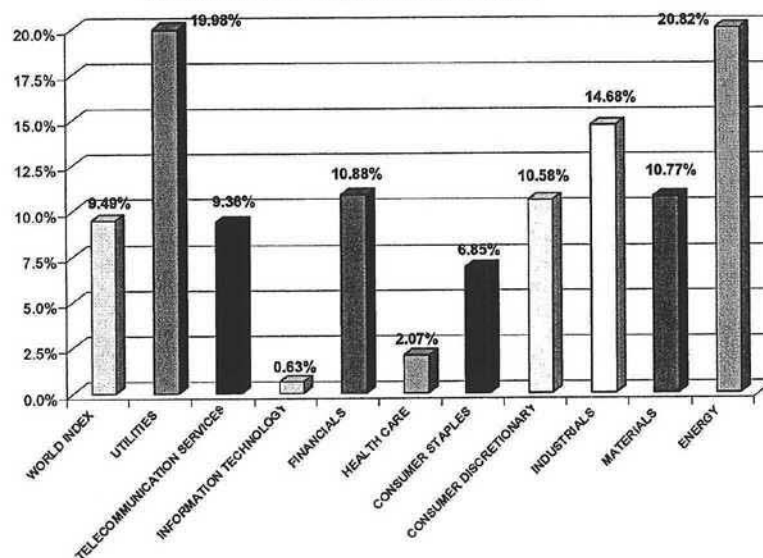


Rappresentiamo, infine, 3 ulteriori grafici relativi al 2004 e riguardanti l'andamento valutario dell'Euro nei confronti del dollaro americano, dello yen giapponese e del franco svizzero; l'andamento dei principali settori economici, dal quale emerge la migliore *performance* dei settori più difensivi (*energy* e *utility*) e le *performance* riferite ai principali indici mondiali (in valuta locale).

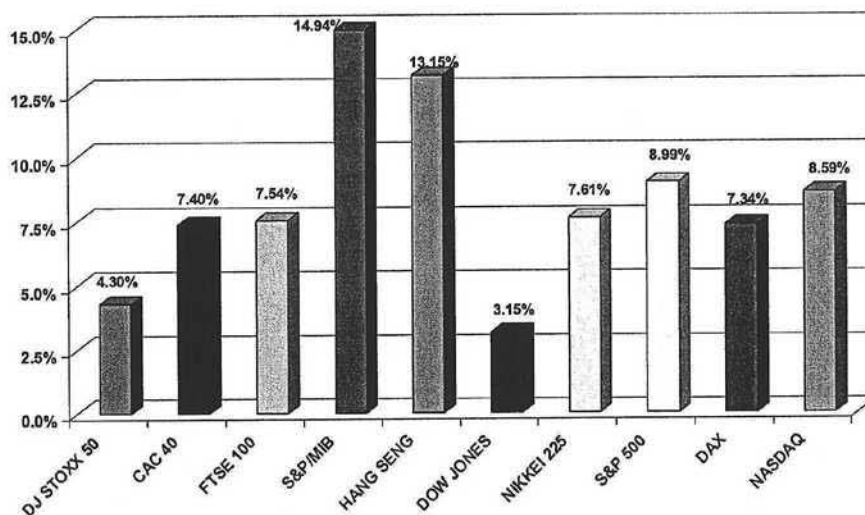
**ANDAMENTO DELL'EURO NEI CONFRONTI DELLE PRINCIPALI DIVISE
MONDIALI DA INIZIO ANNO**



PERFORMANCE 2004 DEL MSCI TOTAL RETURN PER AGGREGAZIONE DEI PRINCIPALI SETTORI IN DIVISA LOCALE



PERFORMANCE 2004 DEI PRINCIPALI INDICI MONDIALI IN LOCAL CURRENCY



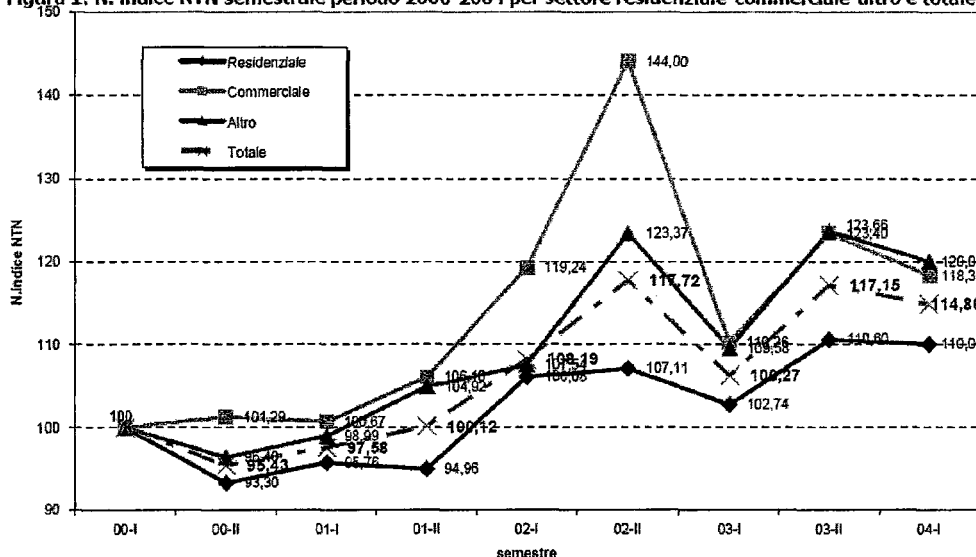
Il settore immobiliare

Anche per il 2004 è proseguito l'andamento positivo del comparto immobiliare, come confermato dagli indici di settore più rappresentativi. L'anno si è concluso al di sopra delle aspettative anche se, specie nella seconda metà, si è rilevato un rallentamento degli scambi in tutti i settori, si sono allungati i tempi medi di vendita ed è aumentata la forbice fra prezzo richiesto e quello ottenuto.

L'analisi del mercato immobiliare rileva una situazione ancora positiva e dinamica, con prezzi in crescita pur con percentuali inferiori a quelle degli anni precedenti soprattutto per uffici e negozi. Sempre positivo l'indice delle compravendite, con un incremento medio dal 1° semestre 2000 al 1° semestre 2004 pari a circa il 15%

- favorito anche dalla riduzione dei tassi di interesse in tale periodo - come evidenziato nel grafico che segue (nel quale l'indice N.T.N. è relativo al "numero delle transazioni normalizzato", ossia considerato per quote di compravendita al netto di quelle relative alle cartolarizzazioni di Stato).

Figura 1: N. indice NTN semestrale periodo 2000-2004 per settore residenziale-commerciale-altro e totale



I prezzi delle abitazioni registrati nel 2004, depurati dall'inflazione, sono stati mediamente superiori a quelli raggiunti nel 1992 (anno del precedente picco di valori), mentre i valori reali degli immobili destinati ad attività economiche (uffici e negozi) si collocano ben al di sotto del valore raggiunto all'inizio degli anni '90. Di seguito rappresentiamo l'incremento dei prezzi medi rispetto al precedente esercizio, rilevati in 13 grandi aree.

Variazione percentuale del 2004 sul 2003 dei prezzi medi in 13 grandi aree urbane ed intermedie

	Variazione % 13 grandi aree urbane	Variazione % 13 aree intermedie
Abitazioni	+9,4	+7,9
Uffici	+7,9	+6,7
Negozi	+8,6	+7,2
Capannoni	+6,7	+7,1

(Fonte: Nomisma)

Nel 2004 si è accentuato il processo di "finanziarizzazione" del mercato immobiliare, con lo sviluppo ulteriore dei fondi immobiliari arrivati ormai ad un patrimonio di circa € 8 miliardi con una crescita di circa l'80% sul 2003. Sono continuate le dismissioni di parte del patrimonio pubblico ed il prolungamento delle agevolazioni fiscali nel campo delle ristrutturazioni edilizie, elementi che hanno certamente contribuito alla crescita del settore. I detentori di grandi patrimoni immobiliari (banche e assicurazioni, in primo luogo) hanno continuato a valorizzare i propri patrimoni attraverso scissioni e nuovi strumenti finanziari, quali i fondi ad apporto.

Sconsigliato il rischio dello scoppio di una "bolla speculativa", per il 2005 si prevede, nel suo complesso, un andamento positivo del mercato, anche se con i tassi di crescita ben lontani da quelli che, in alcuni casi, hanno portato a partire dal 1998/2000 al raddoppio delle quotazioni. Gli operatori prevedono per il mercato residenziale un andamento sostanzialmente stabile sia per le vendite sia per le locazioni, con la possibilità di una diminuzione minima dei prezzi limitatamente ad alcune città del nord. A Roma, in particolare, si prevede un calo delle quotazioni a causa dell'eccesso di offerta derivante dalla dismissioni immobiliari degli Enti pubblici, con eccezione degli immobili di pregio e di quelli ubicati nel centro storico.

L'ipotesi di un possibile ribasso dei prezzi generalizzato in presenza di un sensibile rialzo dei tassi di interesse, sembra al momento ancora lontana. Infatti pur se la tendenza dei tassi sembra rivolta verso l'alto il loro aumento non sembra possa essere tanto consistente da rendere troppo oneroso il costo dei mutui o potere scoraggiare nuovi debitori.

Il patrimonio della Cassa

Il capitale operativo investito a lungo termine al 31 dicembre 2004 è pari a circa € 1.087 milioni (circa € 1.035 ml a fine 2003) ed è così costituito:

	<u>Euro/milioni</u>	<u>in %</u>
• portafoglio immobiliare	196	18
• portafoglio mobiliare (diretto)	392	36
• portafoglio mobiliare (in delega)	499	46

Il portafoglio immobiliare

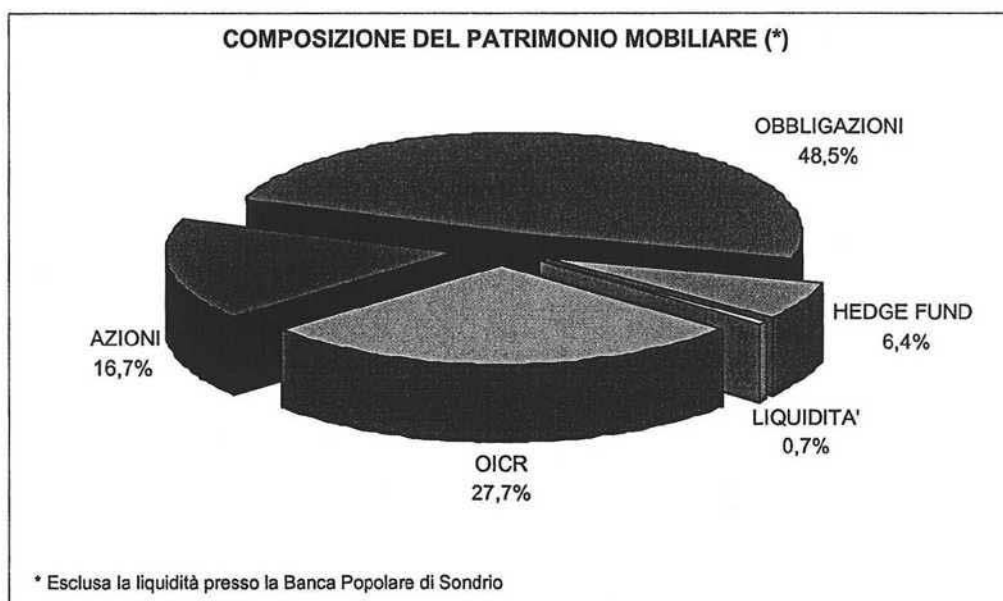
E' costituito da 40 immobili che occupano complessivamente 231.551 metri quadrati di superficie complessiva, corrispondente ad un valore lordo di bilancio di circa € 234 milioni (circa € 196 netto). Il portafoglio è invariato rispetto al precedente esercizio.

Sotto il profilo reddituale i ricavi derivanti dai canoni di locazione sono risultati pari € 13,5 milioni, con un incremento di circa il 5% rispetto all'esercizio precedente, e sono relativi per circa il 56% ad immobili adibiti ad uso commerciale. Nel corso dell'esercizio tale portafoglio si è ridotto di € 3,3 milioni per effetto degli ammortamenti di periodo.

Il portafoglio mobiliare

Il patrimonio mobiliare (esclusa la componente liquida presso la Banca Popolare di Sondrio) ai valori di mercato del 31 dicembre 2004 ammonta ad € 1.271,3 milioni (€ 1.277,9 ml considerando anche i ratei delle obbligazioni) ed è costituito per il 16,7% da azioni; per il 48,5% da obbligazioni; per il 6,4% da fondi speculativi (*hedge fund*); da quote di OICR per il 27,7% e da liquidità per il restante 0,7%.

Lo stesso è così analizzabile:



A valori di mercato al 31 dicembre 2004, il portafoglio diretto ammonta ad € 769,5 milioni (inclusa la valorizzazione dei ratei per € 6,6 ml) ed è composto da obbligazioni per il 44,1%, da quote di O.I.C.R. (Organismi di investimento collettivo del risparmio, quali fondi e Sicav) per il 45,9%, da *hedge fund* per l'8,1% e la parte restante è in azioni (1,9%). Nel corso dell'esercizio il portafoglio obbligazionario si è complessivamente decrementato per € 13,0 milioni, movimentandosi per effetto di estrazioni e rimborsi anticipati (€ 14,2 ml), investimenti (€ 23,3 ml) e vendite effettuate (€ 22,1 ml). Le vendite hanno generato plusvalenze per € 1,0 milioni ed interessi su *zero coupon* per 1,7 milioni.

Il portafoglio gestito indirettamente, a valori di mercato di fine 2004, è pari ad € 508,4 milioni, di cui il 71,0% in portafogli gestiti a *benchmark* (indice di riferimento) e il restante 29,0% in gestioni *total return* (ritorno assoluto). La composizione della componente a *benchmark* è costituita per circa il 49% da azioni, per circa il 50% da obbligazioni e per il residuo 1% circa da liquidità. La composizione della componente *total return* è costituita per circa il 15% da azioni; per circa il 69% da obbligazioni; per circa il 14% da *hedge fund* e per il residuo 2% circa da liquidità.

Gli strumenti finanziari in gestione sono costituiti da 12 mandati di varia natura (1 azionario, 1 obbligazionario, 1 bilanciato, 3 bilanciati obbligazionari, 4 bilanciati azionari e 3 *total return*) e diversa è quindi la distribuzione degli investimenti ed i relativi limiti (in particolare, 75% azioni e 25% obbligazioni per i bilanciati azionari, con un minimo dello 0% ed un massimo del 100% per l'investimento azionario; 30-40% azioni e 60-70% obbligazioni per i bilanciati obbligazionari, con un minimo del 20% ed un massimo del 45% per l'investimento azionario).

Al 31 dicembre 2004 il capitale conferito nelle gestioni ammonta a circa € 493 milioni (ripartito su 11 gestori) ed il valore di mercato a circa € 508. Rileviamo che al 31 marzo 2005 il valore di mercato del portafoglio in essere a fine 2004 ammonta a circa € 521 milioni.

Nel primo trimestre del 2005, inoltre, sono stati posti in essere investimenti per circa € 144 milioni, così analizzabili per tipologia di prodotto:

CONTROPARTE	TIPOLOGIA	AMMONTARE
ING	Gestioni patrimoniali	16.800.000
NEXTRA	Gestioni patrimoniali	16.800.000
BIM	Gestioni patrimoniali	9.800.000
CREDITE AGRICOLE	Gestioni patrimoniali	4.760.000
	<i>Totale</i>	48.160.000
GESTIELLE	Hedge fund	2.800.000
UNIFORTUNE	Hedge fund	1.960.000
KAİROS	Hedge fund	4.760.000
	<i>Totale</i>	9.520.000
AZIMUT	OICR	11.200.000
SPDR	ETF	4.760.000
STATO ITALIANO	Titoli di Stato (BTP)	20.000.000
UNICREDITO e MEDIOBANCA	Obbligazioni	50.000.000
TOTALE		143.640.000

Nel rinviare alla Nota integrativa per gli ulteriori dettagli si precisa che i differenziali tra valori di bilancio e di mercato non sono stati contabilizzati - quanto a quelli positivi - per ragioni di carattere prudenziale e - quanto a quelli negativi - perché ritenuti non durevoli. Il valore di libro include, oltre alla movimentazione dovuta ai conferimenti, anche i differenziali economici realizzati dall'inizio di ciascuna gestione e le relative commissioni.

La revisione dei mandati

Nel corso del 2004 sono state attuate le modalità di revisione dei mandati, già definite nel corso dell'esercizio precedente, che hanno riguardato sia le gestioni patrimoniali sia le quote di O.I.C.R.

Con riferimento alle gestioni, le revisioni poste in essere nell'esercizio hanno riguardato Credit Agricole (dal 1° gennaio i 2 mandati specializzati, 1 azionario ed 1 obbligazionario, confluiscono in un unico mandato con una gestione di tipo "total return"); Symphonia (dal 1° gennaio i 2 mandati bilanciati azionari confluiscono in un unico mandato con la stessa tipologia di gestione); Schroders (ad aprile il mandato bilanciato - 50% azioni e 50% obbligazioni - viene suddiviso in 2 mandati specializzati, 1 azionario ed 1 obbligazionario). Con riferimento alle quote di O.I.C.R., le revisioni hanno riguardato Sinopia (a marzo è stato effettuato uno *switch*, dai 2 fondi Alternatime e Alternaccess al fondo dedicato Previplus) e Sgam (nel mese di gennaio è stato effettuato uno *switch*, dal fondo Money Market al fondo Dynamic Money Convert). Nel corso del primo quadrimestre del 2005 non sono state attuate modalità di revisione dei mandati.

La banca depositaria unica

L'implementare del controllo e l'amministrazione degli investimenti è stata resa operativa nell'esercizio attraverso l'attività della banca depositaria unica, con accentramento delle risorse affidate ai gestori - e delle relative rilevazioni contabili - presso UniCredito. Attraverso la struttura di *Global Investor Services*, la stessa svolge le attività di banca custode dei titoli, di regolamento e di *fund accounting* (contabilità dei fondi). Il corrispettivo da tale attività è di € 0,5 milioni per il 2004.

I rendimenti

La redditività media lorda del patrimonio immobiliare è risultata nell'esercizio del 5,78%, rispetto al 5,51% del 2003. La redditività media, al netto dei costi di gestione non ripetibili, degli oneri fiscali e di altri oneri specifici imputabili (ammortamenti e lavoro, in particolare) è stata pari all'1,40% (1,02% nel 2003). Rileviamo che l'ampio "cuneo" tra rendimento lordo e netto (4,38 punti) è sostanzialmente attribuibile alla pesante fiscalità che grava sugli immobili: l'effetto fiscale (ICI ed IRPEG), infatti, spiega da solo circa il 48% di tale differenziale (2,10 punti). L'effetto degli ammortamenti è invece pari a 1,40 punti (circa il 32%) dello stesso.

Il rendimento medio netto del portafoglio obbligazionario - gestito direttamente - è stato pari nel 2004 al 4,58% (5,08% nel precedente esercizio, che si riduce al 3,83% con la rettifica sul *bond* Parmalat) ed è comprensivo delle plusvalenze generate dalla vendita di obbligazioni per € 1,0 milioni. Il portafoglio mobiliare affidato a gestori professionali ha evidenziato un risultato positivo del 2,70% (0,51% negativo nel 2003).

Nel corso dell'esercizio sono stati investiti circa € 135 milioni, di cui € 24 milioni in gestioni, circa € 60 milioni in *hedge fund* e circa € 51 milioni in quote di O.I.C.R. Il Consiglio di Amministrazione, anche nel 2004, ha quindi assunto come scelta tattica quella di mantenere sul conto corrente, per quasi tutto l'esercizio, una quota cospicua di risorse finanziarie, alla luce dell'elevato rendimento *free risk* (senza rischio) della liquidità. La giacenza media sul conto corrente nel 2004 è stata infatti pari a circa € 175 milioni, con un tasso di interesse pari al tasso di interesse ufficiale dell'Euro-sistema (ex tasso di sconto) più uno *spread* (differenziale) di 1 punto. La remunerazione lorda del conto corrente nell'esercizio è stata pari al 3,00% (2,19% netto). Al 31 dicembre 2004 ed al 2 maggio 2005 il tasso lordo è invariato. Ai fini della corretta valutazione dei rendimenti del patrimonio complessivo della Cassa è opportuno considerare, anche per il 2004, la liquidità come *asset class* (categoria di attività) "straordinaria" e tattica del patrimonio mobiliare.

Il rendimento netto complessivo del portafoglio mobiliare, inclusa la liquidità, è stato nel 2004 del 2,91% (contro l'1,79% nel 2003), come si evince dalla tabella che segue elaborata considerando il capitale investito di fine esercizio (esposto in Euro milioni):

Asset class	Rendimento medio netto	Capitale investito di fine esercizio
Liquidità	2,19%	343
Obbligazioni	4,58%	316
Azioni	2,19%	16
Hedge fund	4,15%	60
OICR	2,20%	346
Gestioni in delega	2,70%	499
TOTALE	2,91%	1.580

In sintesi, la redditività lorda complessiva nel 2004 del patrimonio investito (mobiliare ed immobiliare, compresa la componente liquida), calcolata come rapporto tra i proventi e l'ammontare dello stesso a fine esercizio, è stata pari al 3,37% (3,80% nel 2003). Al netto delle perdite e dei costi di diretta imputazione, inclusi i costi diretti della struttura immobiliare, la redditività è stata pari al 2,65% (1,82% nel 2003, comprensiva sia dei costi della struttura immobiliare sia della rettifica sul *bond* Parmalat).

Politiche di investimento e piano di impiego

Politiche di investimento

Le scelte di investimento effettuate a fine 2003 e nel corso del 2004, pur non trascurando logiche di investimento con un orizzonte temporale di lungo periodo, hanno riservato particolare attenzione all'oculata e prudente gestione dell'anno di transizione al nuovo Regolamento di disciplina del regime previdenziale, che prevede il passaggio da un regime retributivo ad uno contributivo, pur sempre finanziato a ripartizione. La riforma ha dunque sancito il passaggio ad un sistema "misto", con l'applicazione del principio del "pro-rata". Se dal punto di vista del sistema previdenziale la riforma rappresenta un importante passo in avanti nella direzione della sostenibilità e dell'equità intergenerazionale, dal punto di vista finanziario determina altresì la necessità di modulare opportunamente la strategia di investimento. Benché la gestione rimanga unitaria, infatti, l'articolazione degli obiettivi gestionali è ora più specifica e correlata a grandezze macro-economiche e finanziarie.

La modalità organizzativa più idonea per consentire la gestione integrata delle attività e delle passività finanziarie è definita *Asset & Liability Management* (ALM). Oltre agli intermediari finanziari, che la adottano da anni come necessario supporto alla pianificazione strategica ed alla gestione del rischio, a livello internazionale anche numerosi investitori previdenziali stanno adottando sistemi organizzativi e tecnologici di questo tipo, al fine di determinare un'*asset allocation* strategica e tattica sempre coerente, in termini probabilistici, con le dinamiche attese delle passività e con i valori espressi dai mercati finanziari.

Nell'ottica dell'implementazione di un sistema gestionale così improntato, la Cassa già da fine 2003 ha svolto efficaci processi di razionalizzazione dei gestori scelti quali controparti, di revisione dei *benchmarks* di alcuni mandati di gestione e di allocazione di una quota consistente di liquidità in veicoli di investimento con un approccio *total return* o *cash plus*. La scelta di privilegiare il ritorno assoluto rispetto a quello legato alle dinamiche dei mercati ha portato all'aumento del peso della componente *total return* nei confronti di quella *relative return*, più orientata al lungo termine. A posteriori tale scelta, seppure necessaria in attesa di definire obiettivi e vincoli della gestione finanziaria post-riforma, è risultata leggermente penalizzante, data la performance di azioni e obbligazioni nel 2004 rispetto alla stagnazione del rendimento privo di rischio (tasso Euro a 3 mesi), sulla base del quale sono parametrize le gestioni *total return*.

Nel primo semestre del 2004, oltre ad incrementare gli investimenti in alcune delle gestioni patrimoniali e delle *sicav cash plus* già in portafoglio, sono stati effettuati ulteriori investimenti in prodotti caratterizzati da bassa correlazione con le rimanenti classi di attività in portafoglio: sono stati inseriti nuovi strumenti caratterizzati da un approccio *total return* e acquistati direttamente fondi di *hedge funds*. Nello specifico, nell'individuazione di ulteriori prodotti gestiti *total return* si è cercato di costruire un portafoglio che, pur caratterizzato dall'approccio estremamente flessibile del gestore nell'*asset allocation*, si presentasse il più possibile diversificato per approcci e modelli di gestione. La selezione è stata sviluppata, tramite un processo di ottimizzazione quantitativo unito ad una valutazione qualitativa, incentrato sulla complementarità delle strategie impiegate dai fondi e sulla validità del processo di gestione del rischio.

Il programma di investimento in fondi di *hedge funds* è stato, invece, distinto per fasce di volatilità attesa degli strumenti utilizzati, assegnando peso preponderante a fondi con rischio paragonabile ad investimenti monetari ed obbligazionari, senza tuttavia rinunciare a piccoli investimenti in fondi specializzati in strategie che permettano piena diversificazione rispetto agli altri investimenti, che presentino un eccellente *track record* (risultati storici) ed offrano la possibilità di accedere a fondi internazionali *top performer*, altrimenti chiusi per raggiunto limite di masse da gestire.

Per quanto riguarda le gestioni in delega, sono stati effettuati ulteriori conferimenti ai mandati già in essere, per evitare inutili aggravii in termini di tempi e costi, in vista dell'imminente riforma e quindi di una probabile riallocazione degli attivi, oltre che per il concomitante passaggio ad un'unica Banca Depositaria per tutti i gestori a servizio della Cassa. I fattori principali analizzati nella fase di allocazione sono stati il *benchmark* di riferimento, lo stato di avanzamento del processo di migrazione verso la banca depositaria unica e le *performances* (con particolare enfasi sul periodo successivo alla revisione dei *benchmark*). Compatibilmente

con la consueta volontà di ridurre al minimo le eventuali minusvalenze, inoltre, si è cercato di associare quanto più possibile ciascun gestore a classi di attività nelle quali risultava specializzato o sulle quali mostrava un rilevante patrimonio in gestione.

D'altro canto, per le ragioni più volte esposte, legate alla situazione, alle prospettive del mercato immobiliare ed all'attuale non favorevole trattamento fiscale riguardante i fabbricati (IRES al 33% ed indetraibilità dell'IVA pagata), nonché alla luce delle esperienze consolidate dai gestori internazionali di fondi pensione (che detengono nei propri portafogli quote percentuali di immobili di gran lunga inferiori a quella della Cassa), il Consiglio di amministrazione ha da tempo maturato il convincimento - e l'Assemblea dei Delegati lo ha condiviso - che sia più opportuno investire le eccedenze di liquidità in strumenti finanziari salvo, evidentemente, cogliere occasioni di investimento immobiliare realmente convenienti, secondo criteri di selezione e valutazione più volte illustrati in passato in Assemblea, ossia:

- rapporto tra prezzo, valore di mercato e costo di ricostruzione;
- localizzazione riferita ad immobili di prestigio e rendimento correlato al prezzo-valore effettivo dell'immobile;
- garanzia di rendimento adeguata (da valutare anche con riferimento ad immobili già locati a conduttori solvibili);
- propensione verso immobili ad uso commerciale ed industriale, stante la loro maggiore redditività rispetto a quelli ad uso abitativo, nonché del tipo "cielo-terra" (ossia autonomi dal punto di vista impiantistico e gestionale) e senza ristretti vincoli di destinazione.

Piano di impiego

Le linee guida per il 2004 del piano degli investimenti finanziari, deliberato dall'Assemblea dei Delegati (27-28 novembre 2003), prevedevano la collocazione di circa € 150 milioni, in via principale in forme di gestione patrimoniale da affidare ad operatori di prestigio nazionale ed internazionale, in quote di fondi comuni d'investimento o altri strumenti di mercato monetario. Eventuali quote residuali avrebbero potuto essere investite in titoli di Stato o garantiti dallo Stato, in emissioni obbligazionarie a garanzia internazionale o emesse da organismi assistiti da elevato *rating* (giudizio di merito) ovvero in valuta con copertura del rischio di cambio.

Rispetto al piano indicato, l'attuazione si è concretizzata nell'impiego di circa € 135 milioni in strumenti finanziari (in gestioni per € 24 ml, in quote di O.I.C.R. per circa € 51 ml e in *hedge fund* per circa € 60 ml) e nell'investimento di € 23 milioni (valore di costo) in titoli di Stato ed obbligazionari, operazione quest'ultima sostanzialmente autofinanziata con vendite di titoli per ragioni sia di arbitraggio finanziario (allungamento della "*duration*", ossia della durata media finanziaria) sia di convenienza fiscale (minusvalenze utilizzabili in compensazione). Anche nel 2004 si è reso opportuno un atteggiamento prudente con il mantenimento delle disponibilità in forma liquida presso la banca, remunerate a tassi elevati (mediamente circa il 2,2% netto) in assenza di rischio.

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 2005 e di cui si richiamano di seguito quelli più significativi.

L'attuazione del cambio di regime previdenziale

E' questo, evidentemente, l'impegno strategicamente più importante, la cui realizzazione richiede e richiederà un impegno rilevante da parte di tutti i settori della Cassa, con i necessari adeguamenti delle procedure operative ed informatiche. Notevole sarà anche l'impegno che dovrà assolvere la Commissione per la stabilità di lungo periodo e finanziaria, prevista dal nuovo Statuto, che dovrà procedere al monitoraggio e analisi delle diverse variabili demografiche, reddituali, finanziarie poste a base delle analisi attuariali al fine di predisporre gli elementi utili alla valutazione dal parte del Consiglio di Amministrazione della sostenibilità del regime previdenziale per il lungo periodo.

Le linee di gestione del patrimonio mobiliare dopo il cambio di regime

A seguito dell'introduzione del nuovo regolamento di disciplina del regime previdenziale dovranno essere riviste le linee guida dell'*asset allocation* strategica e le scelte tattiche resesi necessarie nella fase transitoria. Nel 2005 proseguirà un'attenta articolazione degli investimenti che tenga conto, nell'analisi di A.L.M., dell'esistenza di un metodo "misto" di calcolo delle prestazioni pensionistiche. La strategia di investimento dovrà quindi compendiare il rendimento obiettivo, desunto dal bilancio attuariale, con una più articolata segmentazione di target che la riforma permette di esplicitare. Il raggiungimento probabilistico di tali obiettivi costituirà il "profilo di rischio" della Cassa e consentirà di ottimizzare l'indirizzo ed il controllo dell'attività di gestione del patrimonio, a tutto beneficio degli Iscritti.

La prima parte del 2005 è quindi stata destinata ad investire la liquidità derivante da contributi 2004 e dismissioni di posizioni titoli, effettuate per massimizzare le plusvalenze ed i benefici fiscali. Gli investimenti effettuati hanno fin da subito preso in considerazione il fatto che, a seguito dell'introduzione *pro-rata* del metodo contributivo, il parametro di riferimento per il tasso annuo di capitalizzazione dei contributi degli iscritti è pari, per il primo quinquennio di applicazione del regolamento, alla variazione media quinquennale del P.I.L. nominale con riferimento al quinquennio precedente l'anno da rivalutare; per gli anni successivi è pari alla media quinquennale dei rendimenti degli investimenti con un valore minimo garantito del 1,5% in caso di media effettiva inferiore e un valore massimo pari alla media quinquennale del P.I.L. in caso di media effettiva superiore.

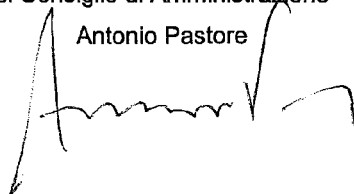
L'abbinamento di un rendimento minimo garantito con la rivalutazione nel medio-lungo termine dei capitali investiti in misura superiore alla crescita media nominale del P.I.L. del paese è quindi il nuovo paradigma gestionale della Cassa. Su questa base verranno, nella restante parte dell'esercizio 2005, rimodulati gli investimenti già in essere ed allocati i nuovi flussi contributivi e cedolari.

* * * * *

Care Colleghe e Colleghi,

il Consiglio ha lavorato con forte impegno e vivo entusiasmo, portando a termine nel 2004 la riforma del regime previdenziale, in un quadro strategico di lungo periodo fondato sulla stabilità e sull'equità intergenerazionale, nell'interesse primario della Categoria e nella consapevolezza del ruolo centrale che la stessa ha sempre rivestito nella società civile.

Il Presidente
del Consiglio di Amministrazione
Antonio Pastore



PAGINA BIANCA