

	CONTO ECONOMICO 2003	CONTO ECONOMICO 2002	BUDGET 2003 (aggiornato)	VARIAZIONE 2003	VARIAZIONE 2003 (%)
				(conto economico e budget)	(conto economico e budget)
VALORE DELLA PRODUZIONE	293.677	285.284	283.511	10.166	3,6
- Proventi contributi a carico degli iscritti					
- contributi soggettivi ed integrativi	240.550	232.511	237.110	3.440	1,5
- contributi di maternità	6.935	6.383	7.367	(432)	(5,9)
- contributi di riscatto	5.039	5.930	3.160	1.879	59,5
- contributi di ricongiunzione	6.103	5.682	4.682	1.421	30,4
- altri contributi	1	1	-	1	-
- Altri proventi					
- gestione immobiliare	14.301	13.700	14.454	(153)	(1,1)
- gestione mobiliare	19.481	18.963	16.438	3.043	18,5
- diversi	1.267	2.114	300	967	322,3
COSTI DELLA PRODUZIONE	(121.141)	(131.517)	(123.224)	2.083	1,7
- Per servizi					
- per prestazioni istituzionali	(87.831)	(75.489)	(88.213)	382	0,4
- per indennità di maternità	(6.896)	(6.337)	(7.200)	304	4,2
- per altri servizi	(6.775)	(6.029)	(7.690)	915	11,9
- Per il personale					
- salari e stipendi	(4.079)	(3.967)	(4.625)	546	11,8
- oneri sociali	(1.116)	(1.081)	(1.236)	120	9,7
- trattamento di fine rapporto	(309)	(294)	(337)	28	8,3
- trattamento di quiescenza e simili	(51)	(53)	(84)	33	39,3
- altri costi	(59)	(80)	(65)	6	9,2
- Ammortamenti e svalutazioni:					
- ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	(99)	(215)	(141)	42	29,8
- ammortamento delle immobilizzazioni materiali	(3.756)	(3.652)	(3.817)	61	1,6
- altre svalutazioni delle immobilizzazioni	-	-	-	-	-
- svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circol.	(123)	(166)	(150)	27	18,0
- Accantonamenti per rischi ed oneri					
- per verterne in corso	-	(250)	-	0	-
- per oscillazione titoli	-	(25.000)	-	0	-
- Altri accantonamenti					
- per pensioni maturete	(2.576)	(1.949)	(2.000)	(576)	(28,8)
- Oneri diversi di gestione	(7.471)	(6.956)	(7.666)	195	2,5
AVANZO OPERATIVO	172.536	153.767	160.287	12.249	7,6
PROVENTI ED ONERI FINANZIARI	15.915	10.015	15.105	810	5,4
- Altri proventi finanziari :					
- da crediti iscritti nelle immob.ni che non cost.partec.	1	1	1	-	-
- proventi diversi dai precedenti	16.068	10.186	15.264	804	5,3
- Altri oneri finanziari	(154)	(172)	(160)	6	3,8
RETIFICHE DI VALORE DI ATTIV. FINANZ.	(4.616)	-	-	(4.616)	-
- Svalutazioni :					
- di immob.ni finanziarie che non cost. partec.	(4.616)	-	-	(4.616)	-
PROVENTI ED ONERI STRAORDINARI	(186)	(317)	(734)	548	74,7
- Proventi:					
- sanzioni, maggiorazioni e penalità	2.274	1.998	1.907	367	19,2
- sopravvenienze attive diverse	216	572	104	112	107,7
- Oneri:					
- restituzione contributi	(2.497)	(1.776)	(2.634)	137	5,2
- insussistenze da eliminazione imm. mater.	(5)	(10)	-	(5)	-
- imposte e tasse (anni precedenti)	(4)	(943)	-	(4)	-
- sopravvenienze passive diverse	(170)	(158)	(111)	(59)	(53,2)
AVANZO LORDO	183.649	163.465	174.658	8.991	5,1
IMPOSTE DELL'ESERCIZIO	(5.255)	(7.489)	(4.500)	(755)	(17)
AVANZO CORRENTE (ante trasf. a riserve)	178.394	155.976	170.158	8.236	4,8

Dal raffronto con il Budget 2003 (aggiornato) emergono, in particolare, i seguenti aspetti:

- l'incremento di € 10,2 milioni (3,6%) del valore della produzione è - tra l'altro - dovuto alla maggiore contribuzione soggettiva ed integrativa (per € 3,4 ml) rispetto alle originarie previsioni ed al migliore risultato della gestione mobiliare (€ 2,2 ml, al netto della riclassifica di € 0,8 ml relativa al credito d'imposta sui dividendi delle gestioni patrimoniali) in conseguenza - soprattutto - della significativa riduzione dei differenziali negativi realizzati dalle gestioni (€ 2,2 ml contro € 31,0 ml nel 2002);
- i costi della produzione denotano un decremento di € 2,1 milioni (1,7%) rispetto al budget, prevalentemente riferibile alle economie realizzate sul costo del lavoro (€ 0,7 ml, circa l'11%) e sugli oneri per servizi (€ 0,9 ml, circa il 12%);

- il saldo della gestione finanziaria è sostanzialmente in linea con il budget. In particolare, il significativo incremento degli interessi bancari - rispetto al 2002 - consente ad una politica di mantenimento in forma liquida delle eccedenze di cassa per la maggior parte dell'esercizio, in considerazione sia delle strategie adottate circa gli investimenti finanziari sia del rendimento netto (mediamente circa il 2,5%) di tale forma di impiego, in assenza di rischio.

Il quadro macroeconomico e l'andamento dei mercati

Il settore mobiliare

L'anno appena trascorso ha segnato la fine del più lungo mercato ribassista registrato dagli anni '30. Dopo una pausa dovuta allo scoppio della guerra in Iraq, la crescita dei mercati azionari è stata ininterrotta, sostenuta da un aumento della propensione al rischio da parte degli operatori e da dati economici superiori alle aspettative. Il miglioramento del clima economico ha riguardato tutte le aree geografiche; tuttavia l'accelerazione della crescita è avvenuta con tempi e ritmi disomogenei tra i vari Paesi.

Gli USA e la Cina sono stati i due maggiori propulsori dell'incremento produttivo. Nel primo caso, la spinta è scaturita da una politica economica, fiscale e monetaria, fortemente espansiva i cui effetti sono stati la tenuta dei consumi privati, il rilancio degli investimenti fissi delle imprese e l'incremento della spesa per la difesa. Il recupero dell'attività produttiva è stato stimolato dalla debolezza del dollaro, svalutatosi di circa il 20% rispetto all'Euro, ciò che ha favorito le esportazioni statunitensi. La rapida espansione della Cina ha contribuito al significativo balzo dell'economia giapponese. Tuttavia, il ritorno del Giappone a tassi di crescita sostenuti e duraturi non è da considerare acquisito, dal momento che l'economia nipponica dipende ancora fortemente dall'andamento della domanda estera e dall'ultimazione dei processi di riforma del sistema creditizio.

Nell'area "Euro", la persistente debolezza della domanda interna è stata compensata dagli effetti positivi della ripresa internazionale, anche se la rivalutazione della moneta unica nei confronti delle principali valute è stata un fattore di freno agli impulsi della domanda mondiale. Nonostante l'andamento dell'economia, la crescita degli utili delle imprese europee è rimasta sostenuta, riflettendo l'effetto positivo delle ristrutturazioni aziendali. Il recupero ciclico di tale area, che non appare ancora sufficientemente robusto, è peraltro soggetto al rischio rappresentato dagli andamenti del tasso di cambio.

Nell'area dei Paesi emergenti, la crescita è stata molto rapida soprattutto in Russia - sospinta dagli elevati proventi petroliferi della privatizzazione e dai vigorosi investimenti esteri nel settore energetico - e in India, la cui economia è stata trainata dall'*information technology*. Segnali di miglioramento si sono manifestati anche in America Latina, dove le condizioni finanziarie di Brasile e Argentina sono al momento meno preoccupanti rispetto al recente passato.

La Banca Centrale Europea ha ridotto due volte nel corso del 2003 i tassi ufficiali dell'Eurosistema: di 0,25 punti percentuali a marzo e di 0,50 a giugno, portando il tasso di sconto al 2,00% rispetto ai *Fed funds* che sono passati nel 2003 dall'1,25% all'1%. In Italia, la crescita media del P.I.L. è risultata pari allo 0,4%, come nel 2002.

Il biennio 2002-2003 si è svolto, in particolare per l'economia italiana, nel segno della stagnazione. La fase di ristagno è da ricondurre a una serie di fattori negativi, quali la persistente debolezza della domanda interna, le difficoltà delle esportazioni per il rafforzamento del cambio e la crisi di importanti mercati di sbocco. Negli altri Paesi dell'area OCSE si è registrata una crescita media del 3,1% negli Stati Uniti, del 2,7% in Giappone, del 2,4% in Gran Bretagna, del 2,4% in Spagna, dello 0,2% in Francia, mentre è risultata in calo dello 0,1% in Germania. Nella zona Euro, il P.I.L. è aumentato dello 0,4%, mentre nell'Unione europea a 15 Paesi l'incremento risulta essere dello 0,7%, mostrando una crescita indebolita dai dati deludenti dei 3 maggiori paesi dell'area (Germania, Francia e Italia). Nelle aree emergenti spiccano, nel 2003, il balzo del 9% della Cina e di circa il 7% dell'India e della Russia.

I mercati azionari hanno risentito positivamente delle buone notizie sul fronte economico, chiudendo il 2003 in maniera brillante dopo la prolungata flessione seguita allo scoppio della bolla della new economy e alimentata dalle incertezze legate agli scandali societari (Enron, ecc.), al terrorismo, ai conflitti miliari. Negli Stati Uniti l'indice "Standard and Poor's 500" calcolato in dollari ha chiuso il 2003 con un guadagno di circa il 26%; il listino tecnologico (Nasdaq Composite) ha archiviato l'anno con una crescita del 50%; il Dow Jones

(titoli industriali tradizionali) ha fatto registrare un incremento del 25%, mentre l'indice MSCI World, calcolato in dollari, ha fatto registrare un rialzo del 31%.

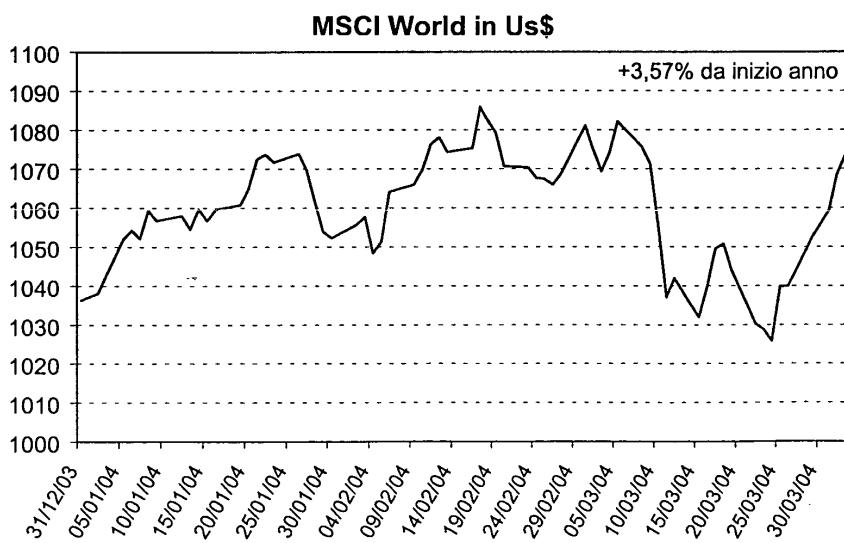
In Europa, la borsa di Francoforte ha chiuso il 2003 con una crescita del 37%, mentre Parigi e Londra hanno segnato rispettivamente un incremento del 16% e del 13%. Il listino italiano ha chiuso con una crescita del 14% circa, ma ha risentito di un ultimo trimestre meno vivace rispetto alle altre borse europee a causa del clima di incertezza derivante dal *crack Parmalat*. Il rialzo dei mercati azionari è stato favorito da fattori quali la diminuzione del premio al rischio, l'accelerazione della ripresa economica Usa, *dividend-yield* (rendimento da dividendo) superiori ai rendimenti dei titoli di Stato e la crescita degli utili societari. A livello settoriale i maggiori rialzi, sia negli Usa che in Europa, hanno riguardato i comparti ciclici che hanno guidato il recupero delle borse in prospettiva di una ripresa dell'economia. Discorso a parte va fatto per i comparti tecnologici, che sono stati gli assoluti protagonisti del 2003.

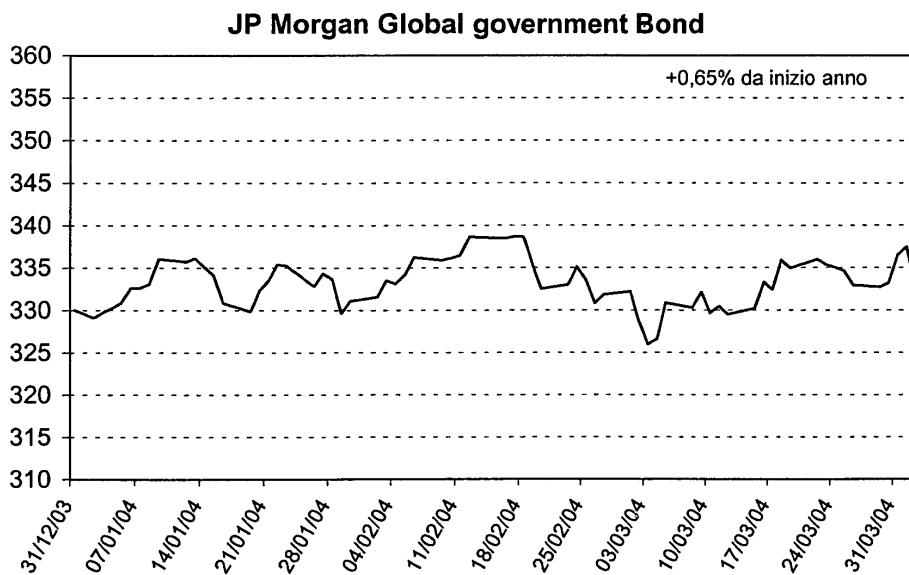
Il livello molto contenuto dell'inflazione e dei tassi d'interesse, ha consentito ai mercati obbligazionari di segnare buone *performance*. Le obbligazioni *corporate* (aziendali) hanno offerto rendimenti più interessanti dei titoli di Stato in quanto il settore ha beneficiato di un generale miglioramento qualitativo del credito societario. Per quanto riguarda le obbligazioni societarie, gli *spread* (margini) rispetto ai titoli governativi, sia per i titoli *investment grade* (non speculativi) che per quelli *high yield*, si sono ridotti ad un livello che non lascia, almeno nel breve periodo, spazi per ulteriori riduzioni. Per quanto riguarda le obbligazioni governative, i fattori che hanno mantenuto bassi i rendimenti obbligazionari nel corso del 2003 sono stati la politica monetaria espansiva ed i timori di deflazione.

Sul fronte valutario, infine, si è assistito ad un rafforzamento dell'Euro nei confronti sia del dollaro che delle altre valute. La Banca Centrale Europea continua a mostrarsi fiduciosa sulla crescita e non sembra preoccupata dei rischi connessi all'apprezzamento dell'Euro, sul presupposto che una valuta forte attenua le spinte inflazionistiche. Nei primi mesi del 2004, peraltro, si è registrato un deprezzamento di circa il 6% nei confronti del dollaro: al 24 maggio 2004, infatti, il cambio era pari a circa 1,20 contro circa 1,27 al 31 dicembre 2003.

* * * * *

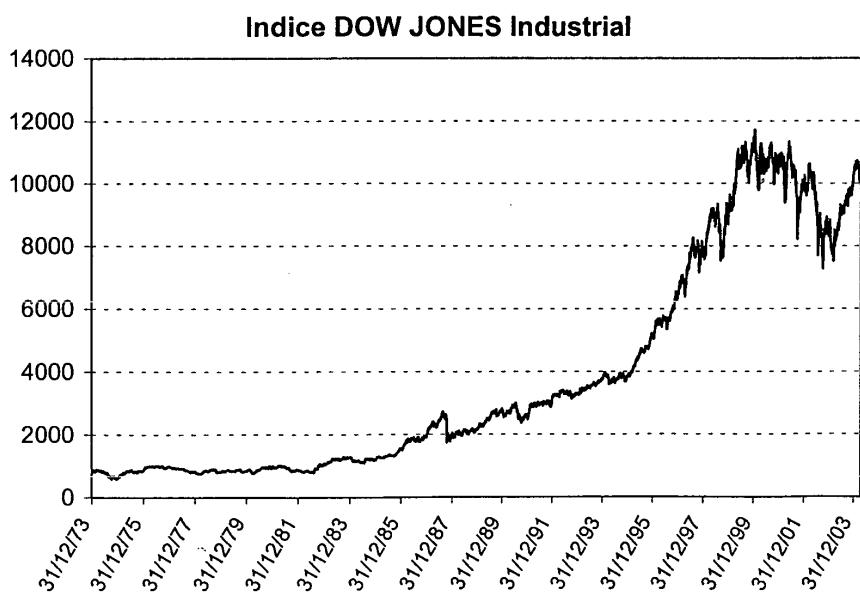
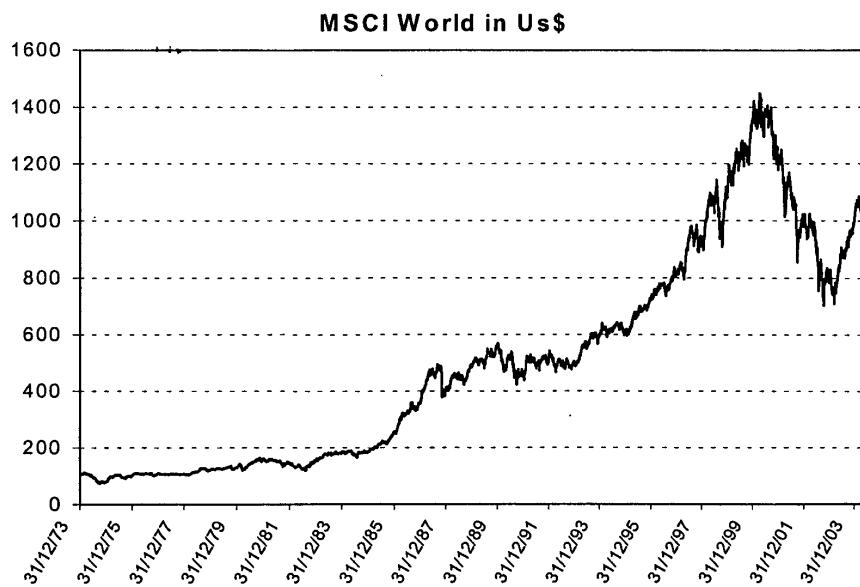
Di seguito sono riportati i grafici relativi all'andamento dei mercati azionari ed obbligazionari mondiali, aggiornati al 2 aprile 2004, rappresentati rispettivamente dal Morgan Stanley Capital International World e dal J P Morgan Global Government Bond Index.

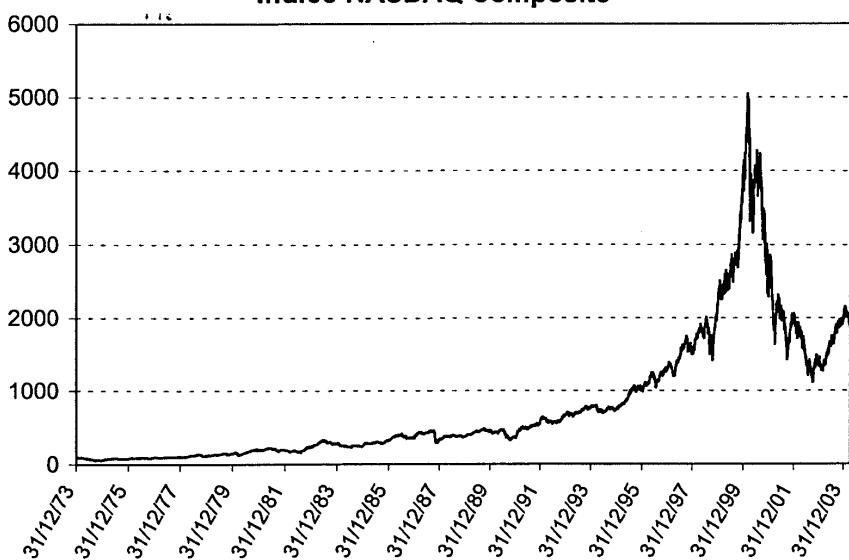
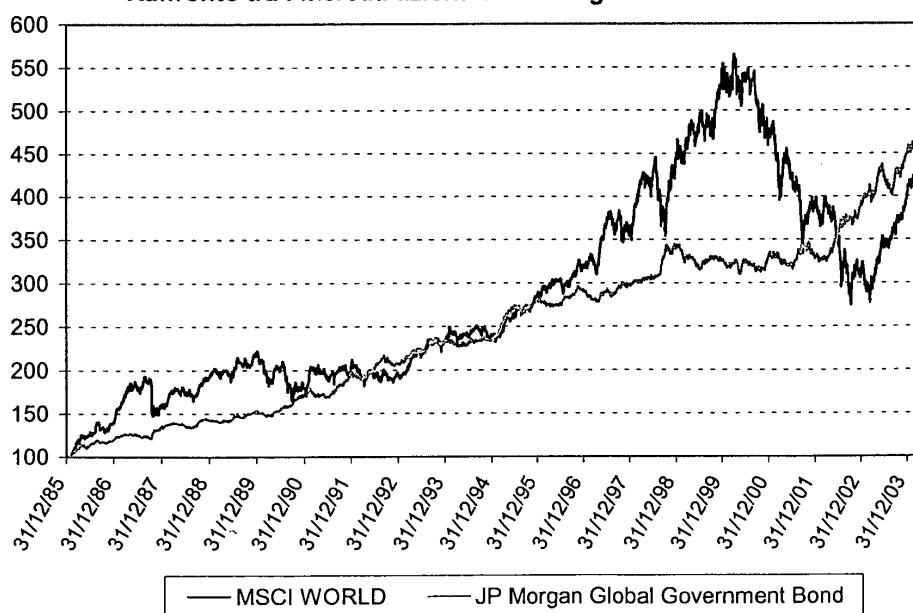


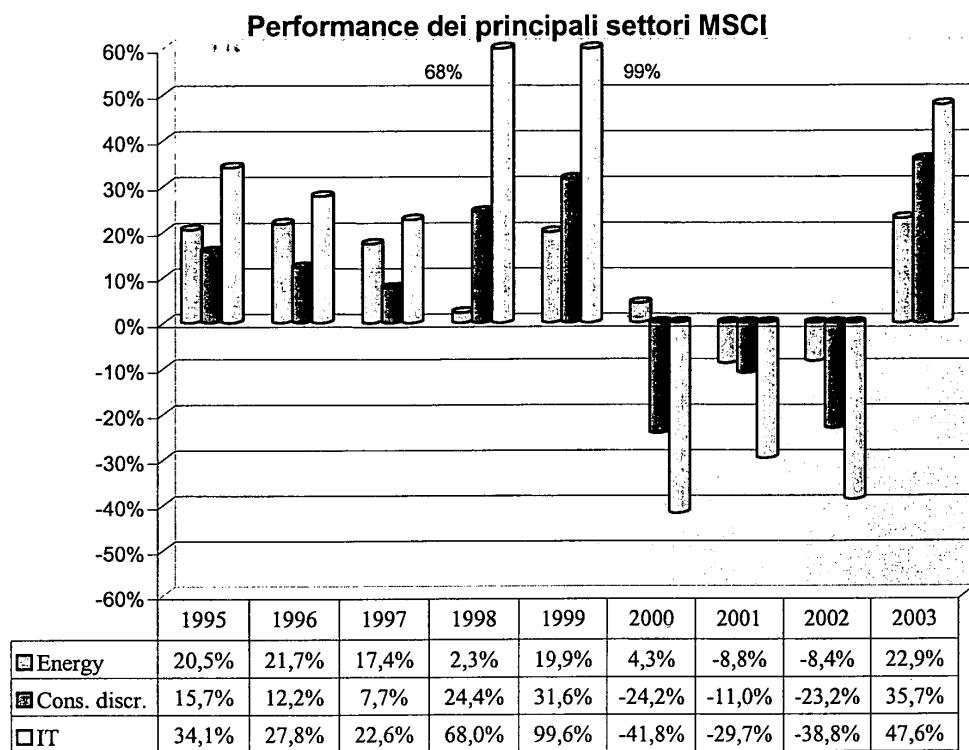


Rappresentiamo inoltre alcuni grafici, riguardanti:

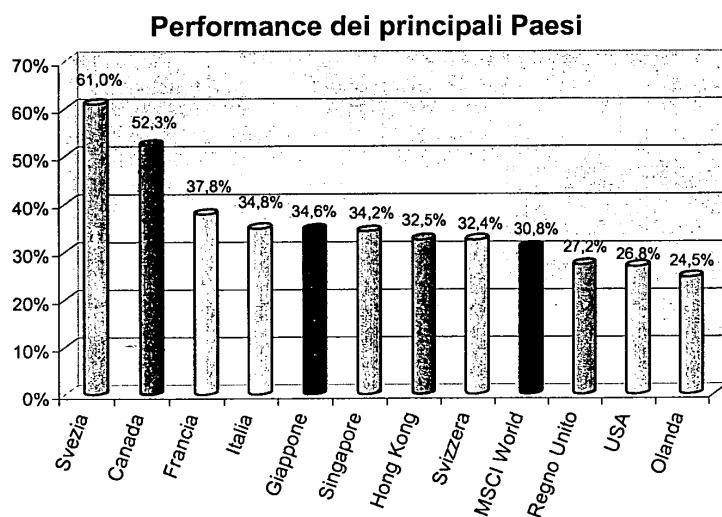
- l'andamento di 3 fra i principali indici dei mercati mondiali riferiti al trentennio 1973-2003, quali Morgan Stanley World, Dow Jones Industrials e Nasdaq Composite;
- il raffronto tra mercati azionari ed obbligazionari (1986-2003), dai quali emerge che le azioni hanno recuperato valore rispetto alle obbligazioni nel corso del 2003. Tuttavia il ciclo ribassista del 2001 non è stato ancora assorbito dalle quotazioni di borsa, che nel periodo 1986-2003 presentano un risultato finale inferiore rispetto alle obbligazioni;
- l'andamento relativo (1995-2003) di 3 settori economici (Energy, Consumer discretionary, Information technology) dai quali emerge che nel 2003 i settori più sensibili alla crescita economica, ossia i beni di consumo discrezionale e l'information technology, hanno trainato i listini azionari. Nel periodo intero è evidente la maggior tenuta dei settori difensivi (energia) nelle fasi di crisi dei mercati finanziari.



Indice NASDAQ Composite**Raffronto tra i mercati azionari ed obbligazionari mondiali**



Nel grafico seguente sono infine rappresentati i rendimenti 2003 riferiti ai mercati azionari dei principali Paesi.



Anche per il 2003 è proseguito l'andamento positivo del comparto immobiliare, come confermato dagli indici più rappresentativi.

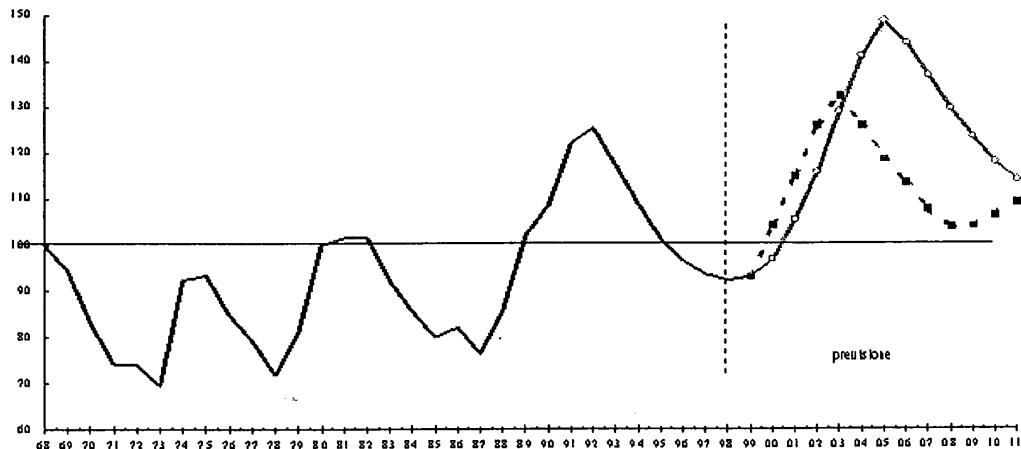
Tutti i settori, in particolare quello abitativo, sono stati interessati da un notevole incremento delle compravendite, anche per effetto dei più bassi tassi di interesse. I prezzi registrati nell'ultimo quinquennio si sono complessivamente incrementati in termini reali rispetto al periodo che va dal 1992 (anno del precedente picco di valori) al 1998/2000, periodo in cui si è conclusa una fase di prezzi sostanzialmente stabili.

Nel corso del 2003 è proseguito il processo di "finanziarizzazione" del mercato immobiliare con lo sviluppo ulteriore dei fondi immobiliari, arrivati ormai ad un patrimonio di circa € 4 miliardi. Si è inoltre registrato l'avvio delle dismissioni di parte del patrimonio immobiliare pubblico ed il prolungamento delle agevolazioni fiscali nel campo delle ristrutturazioni edilizie, tutti 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 *spin-off* (scissioni) e nuovi strumenti finanziari, quali i fondi ad aperto.

Venuto meno il timore di una paventata "bolla speculativa", per il biennio 2004-2005 si prevede un andamento positivo del mercato, ancorché meno marcato, con una crescita più rallentata e una domanda più selettiva. Per il 2004, in particolare, i principali operatori del settore prevedono che i prezzi rimarranno stabili sui livelli raggiunti nel 2003, con incrementi maggiori che riguarderanno soprattutto gli immobili di qualità e, per il settore residenziale, le città a più alta tensione abitativa (Roma e Milano).

L'ipotesi di un ribasso dei prezzi, in presenza di un sensibile rialzo dei tassi di interesse, sembra al momento ancora lontana. Le previsioni, sintetizzate nel grafico elaborato dalla Reddy's Group Spa che rimane tuttora valido in un'ottica di lungo periodo, risultano nel complesso valide, sebbene la discesa dei prezzi, prevista ad inizio 2004, dovrebbe forse essere traslata al biennio 2005-2006.

*INDICE DEI PREZZI REALI IMMOBILIARI
IN ITALIA (1968-2011) DEPURATI DALL'INCREMENTO NETTO DELLE RETRIBUZIONI
LORDE PRO-CAPITE DEGLI IMPIEGATI
(valori a Lira costante 1968)*



Il patrimonio della Cassa

Il capitale operativo investito a lungo temine al 31 dicembre 2003 è pari ad € 1.035 milioni (€ 1.005 ml a fine 2002) ed è così costituito:

	<u>Euro/milioni</u>	<u>in %</u>
• portafoglio immobiliare ^(*)	199	19,2
• portafoglio mobiliare (diretto)	374	36,1
• portafoglio mobiliare (gestioni)	462	44,7

Il portafoglio immobiliare

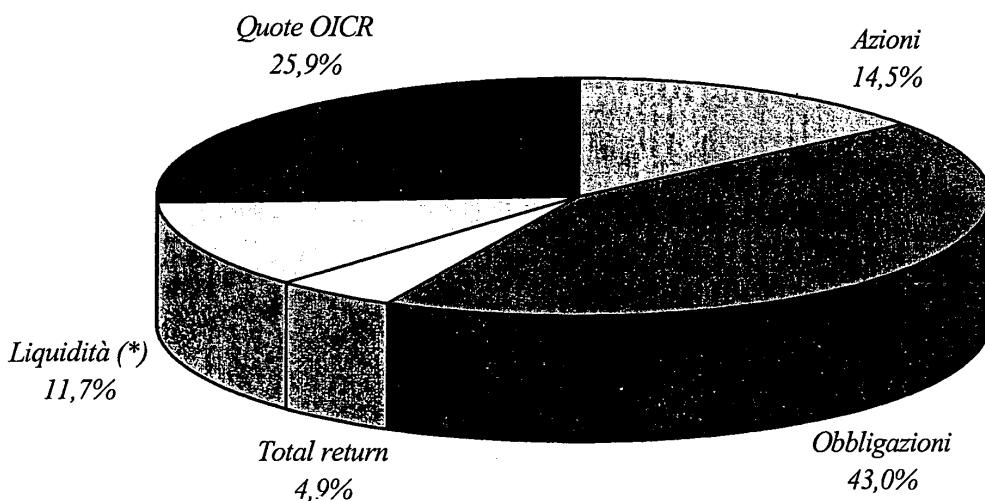
E' costituito da 40 immobili che occupano complessivamente 231.551 metri quadrati di superficie complessiva, corrispondente ad un valore lordo di bilancio di € 234 milioni.

Sotto il profilo reddituale i ricavi derivanti dai canoni di locazione sono risultati pari € 12,9 milioni, con un incremento di circa il 7% rispetto all'esercizio precedente, e sono relativi per circa il 57% ad immobili adibiti ad uso commerciale. Nel corso dell'esercizio tale portafoglio si è ridotto di € 3,1 milioni, sostanzialmente per effetto degli ammortamenti di periodo, con un valore di bilancio di circa € 199 milioni.

Il portafoglio mobiliare

Tale portafoglio ha subito nel 2003 anno una profonda ristrutturazione, sotto il profilo sia qualitativo sia quantitativo. Il riassetto è stato effettuato con il supporto di PROMETEIA.

Il patrimonio mobiliare ai valori di mercato del 31 dicembre 2003 ammonta ad € 1.132,6 milioni (€1.137,7 ml considerando anche i ratei delle obbligazioni) ed è costituito per il 14,5% da azioni, per il 43,0% da obbligazioni, per il 4,9% da gestioni *total return* (ritorno assoluto), da quote di OICR per il 25,9% e da liquidità per il restante 11,7%, ossia:

COMPOSIZIONE DEL PATRIMONIO MOBILIARE

(*) comprende i conferimenti di € 85 milioni effettuati ai gestori a fine 2003

A valori di mercato al 31 dicembre 2003, il *portafoglio diretto* ammonta ad € 686,1 milioni (inclusa la valorizzazione dei ratei per € 5,1 ml) ed è composto da obbligazioni per il 51,1%, da azioni per il 5,6%, da quote di O.I.C.R. (Organismi di investimento collettivo del risparmio, quali fondi e Sicav) per il 43,0% e la parte restante è in liquidità (0,3%).

Nel corso dell'esercizio il portafoglio obbligazionario si è complessivamente decrementato per € 80,3 milioni, movimentandosi per effetto di estrazioni e rimborsi anticipati (€ 87,7 ml), investimenti (€ 79,6 ml), vendite effettuate (€ 67,6 ml) e rettifiche di valore apportate (€ 4,6 ml). Le vendite hanno generato plusvalenze per € 3,0 milioni.

Il *portafoglio gestito indirettamente*, a valori di mercato di fine 2003, è pari ad € 451,6 milioni, di cui l'87,8% in portafogli gestiti a *benchmark* (indice di riferimento) e il restante 12,2% in gestioni *total return*.

La composizione della componente a *benchmark* è costituita per circa il 32% da azioni, per circa il 35% da obbligazioni e per il residuo 33% circa da liquidità (inclusi i conferimenti di € 85 milioni effettuati a dicembre 2003).

Gli strumenti finanziari in gestione sono costituiti da 13 mandati di varia natura (1 azionario, 1 obbligazionario, 1 bilanciato, 3 bilanciati obbligazionari, 5 bilanciati azionari e 2 *total return*) e diversa è quindi la distribuzione degli investimenti ed i relativi limiti (in particolare, 50% azioni e 50% obbligazioni per i bilanciati, con un minimo del 25% ed un massimo del 75% per l'investimento azionario; 75% azioni e 25% obbligazioni per i bilanciati azionari, con un minimo del 50% ed un massimo del 100% per l'investimento azionario; 40% azioni e 60% obbligazioni per i bilanciati obbligazionari, con un minimo del 25% ed un massimo del 50% per l'investimento azionario).

Al 31 dicembre 2003 il capitale conferito nelle gestioni ammonta ad € 468.855.561 ed il valore di mercato è pari ad € 451.589.896. Rileviamo che al 31 marzo 2004 il valore di mercato del portafoglio in gestione ammonta ad € 460,7 milioni.

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 ed ai prelievi ex recessi, anche i differenziali economici realizzati dall'inizio di ciascuna gestione e le relative commissioni.

La revisione dei mandati

Nel corso del 2003 sono state definite le modalità di revisione dei mandati dei gestori, secondo le linee guida già stabilite nel precedente esercizio.

La banca depositaria unica

Al fine di implementare il controllo e l'amministrazione degli investimenti, è stata avviata la realizzazione del progetto di banca depositaria unica, accentrandone le risorse affidate ai gestori - e le relative rilevazioni contabili - presso la banca UniCredit.

Per finalizzare un progetto così delicato e strategico, sono stati individuati primari operatori internazionali e domestici che, grazie alla loro specializzazione, potessero contribuire allo sviluppo del modello operativo, oltre a fornire adeguate garanzie di successo. La scelta è ricaduta sul gruppo UniCredit che, attraverso la struttura di *Global Investor Services*, svolge le attività di banca custode dei titoli, di regolamento e di *fund accounting* (contabilità dei fondi).

I rendimenti

La redditività londa media del patrimonio immobiliare è risultata nell'esercizio del 5,51%, rispetto al 5,16% del 2002. La redditività media, al netto dei costi di gestione non ripetibili, degli oneri fiscali e di altri oneri specifici imputabili (ammortamenti, in particolare) - ma al lordo dei costi diretti di struttura - è stata pari all'1,29% (1,13 nel 2002). Rileviamo che l'ampio "cuneo" tra rendimento lordo e netto (4,22 punti) è sostanzialmente attribuibile alla pesante fiscalità che grava sugli immobili: l'effetto fiscale (ICI ed IRPEG), infatti, spiega da solo circa il 50% di tale differenziale (2,10 punti). L'effetto degli ammortamenti è invece pari a 1,41 punti (circa il 33%) dello stesso.

Il rendimento medio netto del portafoglio obbligazionario - gestito direttamente - è stato pari nel 2003 al 5,08% (3,83% considerando la rettifica sul bond Parmalat) ed è comprensivo delle plusvalenze generate dalla vendita di obbligazioni per € 3,0 milioni, mentre il portafoglio mobiliare affidato a gestori professionali ha evidenziato un risultato lievemente negativo (0,51%), sostanzialmente determinato dai realizzati della componente azionaria, che rappresenta una quota importante di tale portafoglio.

Nel corso del mese di dicembre 2003 il Consiglio di Amministrazione ha investito € 435 milioni, assumendo quindi come scelta tattica quella di mantenere sul conto corrente, per quasi tutto l'esercizio, una quota cospicua di risorse finanziarie (circa € 550 ml prima dell'investimento), alla luce dell'elevato rendimento *free risk* (senza rischio) della liquidità.

La giacenza media sul conto corrente nel 2003 è stata pari a circa € 414 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 del conto corrente è stata pari al 3,75% lordo (2,74% netto) fino al 10 marzo 2003 ed al 3,50% lordo (2,56% netto) sino al 6 giugno. Al 31 dicembre 2003 ed attualmente il tasso è pari al 3,0% lordo (2,19% netto). Ai fini della corretta valutazione dei rendimenti del patrimonio complessivo della Cassa è opportuno considerare, anche per il 2003, la liquidità come *asset class* (categoria di attività) "straordinaria" e tattica del patrimonio mobiliare.

Pertanto, i rendimenti netti mediamente realizzati nel 2003 ed il capitale investito a fine esercizio (in Euro milioni) sono così analizzabili:

Asset class	Rendimenti netti	Capitale
Liquidità	2,46%	129
Obbligazioni (*)	5,08%	329
Gestioni esterne (**)	-0,51%	507
TOTALE	1,79%	965

(*) esclusa la rettifica di valore sul bond Parmalat

(**) includono, per semplicità di calcolo, i titoli (azioni, fondi e liquidità) ex recesso dai mandati BNP e M. Lynch

Il rendimento netto complessivo del portafoglio mobiliare (inclusa la liquidità) è stato pari all'1,79% (1,37% considerando la rettifica Parmalat), lievemente inferiore rispetto al 2,19% del 2002 (che risentiva peraltro di una significativa plusvalenza).

In sintesi, la redditività lorda complessiva del patrimonio (mobiliare ed immobiliare, compresa la componente liquida) nel 2003, calcolata come rapporto tra le rendite ed l'ammontare dello stesso a fine esercizio, è stata pari al 3,8% (2,9% nel 2002), mentre al netto delle perdite e dei costi di diretta imputazione - inclusa la rettifica Parmalat ed esclusi i costi diretti di struttura - la redditività è stata pari al 2,1% (1,8% nel 2002).

Politiche di investimento e piano di impiego

Politiche di investimento

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% sui redditi fondiari ed indetraibilità dell'IVA pagata a monte), 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.

Rammentano di seguito detti criteri:

- rapporto tra prezzo, valore di mercato e costo di ricostruzione;
- localizzazione riferita ad immobili di prestigio;
- 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;
- propensione verso immobili "cielo-terra" (autonomi dal punto di vista impiantistico e gestionale) e senza ristretti vincoli di destinazione.

Come è noto, le *politiche di investimento* per gli impegni in strumenti finanziari si sono storicamente basate su un processo organico, caratterizzato dalle seguenti fasi logiche:

- studio delle caratteristiche demografiche degli iscritti e della normativa dei relativi flussi contributivi in entrata, da cui si determinano le diverse *asset class* che soddisfino i requisiti di equilibrio finanziario dinamico (in entrata ed uscita);
- individuazione del ragionevole equilibrio di *asset allocation* ed individuazione dei relativi *benchmark*;
- ricerca della diversificazione degli investimenti, con l'obiettivo di ridurre il rischio implicito anche a spese di un eventuale abbassamento del rendimento assoluto, operando in modo non speculativo e mai diretto sui mercati finanziari. Questo obiettivo viene perseguito, nell'ambito della *asset allocation* identificata, attraverso la diversificazione per mercati, settori economici, valute, gestori e stili di gestione;
- analisi approfondita delle caratteristiche dei gestori, con riferimento alle *performance* storiche ed alla loro costanza nel tempo, ai mercati in cui il gestore eccelle, agli stile di gestione, alla struttura dei costi di gestione praticati, ad eventuali altri servizi di consulenza forniti (analisi dei mercati, reporting periodico, ecc.), alla gestione amministrativa e fiscale del portafoglio assegnato;
- selezione dei gestori in base alle loro peculiarità, con l'obiettivo di valorizzarne le competenze e con la consapevolezza che la pluralità dei gestori costituisca ulteriore elemento di diversificazione e, quindi, di riduzione del rischio implicito;
- monitoraggio degli investimenti effettuati, mediante la verifica delle *performance* ed il calcolo del mix rischio/rendimento, onde garantire una periodica revisione degli investimenti effettuati ed un continuo controllo sui gestori.

Le scelte di investimento sono state operate con un orizzonte temporale di lungo periodo, tenendo conto della dinamica dei flussi finanziari.

Piano di impiego

Le linee guida per il 2003 del piano degli investimenti, deliberato dall'Assemblea dei Delegati (27-28 novembre 2002), prevedevano la collocazione di € 550,0 milioni, in via principale in forme di gestione patrimoniale da affidare ad operatori di prestigio nazionale ed internazionale ovvero in quote di fondi comuni d'investimento. Eventuali quote residuali avrebbero potuto essere investite in titoli di Stato ed obbligazionari (denominati in Euro).

Rispetto al piano indicato, l'attuazione si è concretizzata nell'impiego (dicembre 2003) di € 435,0 milioni in strumenti finanziari (gestioni e quote di O.I.C.R.) e nell'investimento di € 69,0 milioni (valore di costo) in titoli di Stato ed obbligazionari, operazione quest'ultima sostanzialmente autofinanziata con altrettante 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).

La tempistica di fine anno degli investimenti effettuati riflette anche i rischi derivanti dalle incertezze che hanno caratterizzato i mercati finanziari internazionali, ciò che ha reso opportuno anche nel 2003 un atteggiamento prudente con il mantenimento delle disponibilità in forma liquida presso la banca per i primi undici mesi, remunerate a tassi elevati (mediamente circa il 2,5% 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 2004 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 dal 2004 richiederà un impegno rilevante da parte di tutti i settori della Cassa per effetto dell'approvazione ministeriale della riforma. Saranno avviate le analisi e le valutazioni per i necessari adeguamenti delle procedure operative ed informatiche.

L'aver realizzato lo studio della riforma del regime previdenziale all'interno della Cassa e la lunghezza dei tempi che esso ha richiesto, hanno comportato un impegno di lavoro interno straordinario per quantità e qualità che non poteva non rallentare ed arretrare altre lavorazioni procedurali che erano programmate, nuove analisi e nuovi programmi. Pertanto, si dovrà consentire alla struttura di recuperare il tempo e le energie impegnati per la riforma previdenziale.

In tale direzione il Consiglio di Amministrazione ha - nei giorni scorsi - autorizzato la Direzione all'impiego di apporti tecnico-specialistici esterni, anche nella forma della consulenza mirata negli specifici campi informatico e telematico, per consentire di affrontare le predette analisi che sono necessarie pressoché contemporaneamente, tenendo conto, peraltro, che si potrà avviare a pensare sul nuovo non prima di ricevere l'approvazione ministeriale della riforma stessa.

Il prossimo Consiglio di Amministrazione avrà l'incombenza oggettiva di facilitare lo sforzo del lavoro della struttura al fine di farle raggiungere - prima possibile - i necessari risultati ripristinando una gestione con modi e tempi di carattere ordinario per tutta l'attività istituzionale che, nel quadriennio scorso, ha invece comportato ritmi e contenuti gravosi per gli stessi Amministratori, per la Direzione e per l'intera struttura.

Infine, i risultati del lavoro sulla stabilità di lungo periodo - che sarà fatto dalla Commissione consiliare creata con le recenti modifiche statutarie, sottoposta al Consiglio di Amministrazione e, poi, riferito all'Assemblea - renderanno possibile, fornendo molte informazioni, anche di valutare l'andamento del cosiddetto "debito latente" e fronteggiare i cambiamenti sia demografici sia economico-patrimoniali con largo anticipo e piena consapevolezza.

Le linee di gestione del patrimonio

Il Consiglio di Amministrazione ha anche deciso di innovare i criteri di monitoraggio del patrimonio immobiliare. Il nuovo Consiglio valuterà attentamente il modo di procedere e di essere efficaci quanto occorre. Nel settore degli investimenti mobiliari sono necessari sia uno snellimento del modo di lavorare, appesantito - nel quadriennio scorso - da moltissimi approfondimenti finalizzati alla costruzione dell'*asset allocation* strategica ed all'introduzione dei più moderni metodi di valutazione gestionale.

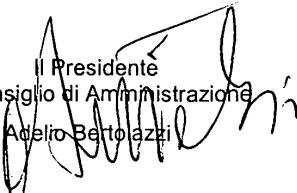
* * * * *

Care Colleghe e Colleghi,

a conclusione del proprio mandato, il Consiglio di amministrazione fa rilevare con soddisfazione i risultati raggiunti in questo quadriennio ricco di sfide e caratterizzato dalla riforma del sistema previdenziale, decorrente dal 1° gennaio 2004.

Il Consiglio ha lavorato con impegno ed auspica, in tal senso, una linea di continuità, dedizione ed entusiasmo, nell'interesse primario della Categoria e con la consapevolezza del ruolo trainante che la stessa ha sempre rivestito e rivestirà nella società civile.

Il Presidente
del Consiglio di Amministrazione
Adelio Bertolazzi



PAGINA BIANCA