

**ZURICH CONTRIBUTION  
RENDICONTO 2008  
RELAZIONE SULLA GESTIONE**

Signori Aderenti,

Il “**Fondo Pensione aperto Zurich Contribution**” è stato, come noto, istituito dal Consiglio di Amministrazione di “**Minerva Vita S.p.A.**” (oggi “**Zurich Investments Life S.p.A.**”) in data 22 ottobre 1998 ed è stato iscritto nell’apposito Albo tenuto presso la Commissione di Vigilanza sui fondi pensione (COVIP) in data 7 ottobre 1998 al n. 37.

Il primo deposito del Prospetto Informativo del fondo presso l’Archivio-Prospetti della CONSOB è avvenuto in data 11 marzo 1999 al numero 4474 e l’effettivo inizio dell’esercizio dell’attività è avvenuto il 7 aprile 1999.

**Valutazione dell’andamento della gestione previdenziale**

L’attività di raccolta delle adesioni è avvenuta per il tramite prevalente degli Agenti.

I risultati conseguiti in termini di raccolta sono sintetizzati nella tabella che segue:

Adesioni raccolte e contributi versati

Nuove adesioni raccolte nel 2008	Contributi versati nel 2008	Commissioni a carico degli Aderenti incassate nel 2008	Contributi investiti nel 2008
114	3.122.133,75	14.605,63	3.107.528,12

Le preferenze accordate dagli Aderenti ai diversi comparti di investimento sono risultate le seguenti:

Adesioni raccolte e patrimonio netto per comparto di investimento

Comparto di investimento	Nuove adesioni raccolte nel 2008	Nuove adesioni raccolte nel 2008 (%)	Adesioni in essere al 31/12/2008	Adesioni in essere al 31/12/2008 (%)	Ammontare netto del patrimonio al 31/12/2008
Dinamica	21	18,42	738	53,06%	6.910.697
Conservativa	18	15,79	199	14,30%	1.442.520
Garantita	75	65,79	454	32,64%	3.550.358
<b>Totale</b>	<b>114</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.391</b>	<b>100,00%</b>	<b>11.903.575</b>

Nei dati sopra riportati sono comprese le adesioni effettuate su base collettiva per un totale di 158.419,03 euro di contribuzioni.

Le 27 uscite osservate nel 2008 per riscatto dell'Aderente, per un importo pari a 448.749,65 euro, sono state liquidate agli aventi diritto.

I 26 trasferimenti osservati nel 2008, per un importo pari a 459.813,84 euro, sono stati liquidati.

I dati sopra riportati non considerano le uscite per operazioni di switch.

### **Descrizione della politica di gestione seguita**

Nell'esercizio 2008 la politica degli investimenti può essere schematizzata nel modo seguente.

- Per il comparto "linea Garantita" è prevalso l'acquisto di titoli obbligazionari emessi dallo Stato italiano denominati in Euro, a tasso fisso (BTP) e a tasso variabile (CCT), o da Enti sovranazionali (quali ad esempio la BEI), nonché l'acquisto di ETF obbligazionari governativi inflation-linked area Euro.
- Per il comparto "linea Conservativa" gli investimenti sono stati impostati verso titoli di natura monetaria (BOT ed ETF Liquidità), titoli obbligazionari emessi dallo Stato italiano denominati in Euro (BTP e CCT) ed in valute diverse dall'Euro, titoli obbligazionari emessi da Enti Sovranazionali denominati in Euro ed in valute diverse dall'Euro ed ETF obbligazionari (ad esempio, obbligazionari governativi area Euro, obbligazionari governativi inflation-linked area Euro, obbligazionari area Dollaro, obbligazionari area Sterlina).
- Per il comparto "linea Dinamica" sono stati selezionati titoli obbligazionari emessi dallo Stato italiano denominati in Euro (BTP) o in valute estere, titoli obbligazionari emessi da altri Stati appartenenti all'Unione europea e denominati in Euro, titoli azionari italiani ed ETF armonizzati negoziati prevalentemente sulla Borsa di Milano (ad esempio, obbligazionari governativi area Euro, obbligazionari governativi inflation-linked area Euro, obbligazionari area Dollaro, obbligazioni area Sterlina, azionari area Euro, azionari Europa, azionari USA e/o Nord America, azionari Giappone, azionari Asia escluso il Giappone).

Nel valutare le performances ottenute nel corso del 2008, vanno tenute presenti le seguenti considerazioni, alcune di carattere generale, altre specifiche dei singoli comparti.

- Tutti i comparti del Fondo Pensione hanno una massa patrimoniale gestita che permette alla gestione finanziaria di costruire portafogli pienamente efficienti se si utilizzano non solo singoli titoli, ma anche ETF, che consentono di raggiungere un livello di diversificazione compatibile con una prudente gestione del rischio rispetto al benchmark.
- Relativamente al comparto "linea Dinamica", il comparto azionario ha contribuito molto negativamente alla performance a seguito dei noti eventi che hanno caratterizzato la pesante crisi finanziaria che ha colpito tutti i mercati azionari del mondo. Si precisa, tuttavia, che l'utilizzo prevalente di ETF azionari ha permesso di assumere un'esposizione ai singoli settori merceologici in linea con il benchmark, senza correre rischi attivi su singoli settori molto penalizzati dall'attuale crisi (ad esempio i finanziari). Il comparto azionario, inoltre, è stato tendenzialmente sotto-pesato nell'arco dell'intero anno (salvo una breve fase nel secondo trimestre), con un progressivo aumento del sotto-peso negli ultimi mesi del 2008. Il sotto-peso appena descritto è stato principalmente concentrato sui mercati azionari dell'area Euro e ciò ha contribuito positivamente alla performance, perché in media le Borse dell'area Euro hanno perso di più di Stati Uniti e Regno Unito (in valuta locale).

- Relativamente agli investimenti denominati in valute diverse dall'Euro presenti sui comparti "linea Dinamica" e "linea Conservativa", si segnala che l'apprezzamento dell'Euro nei confronti delle principali valute estere ha contribuito negativamente alla performance complessiva dei comparti nel corso dei primi sette mesi del 2008. Negli ultimi cinque mesi dell'anno, invece, il deprezzamento dell'Euro verso tutte le principali valute estere (in particolare, Dollaro USA e Yen) ha contribuito positivamente alla performance delle attività finanziarie estere controvalutate in Euro. Non sono mai state attuate coperture del rischio di cambio.
- La durata media finanziaria dei comparti obbligazionari Euro di tutte i comparti è stata generalmente mantenuta lievemente inferiore alla durata media finanziaria del benchmark nel corso della prima metà del 2008, per essere poi stata sostanzialmente allineata al benchmark nella seconda parte dell'anno. Gli eventuali scostamenti di duration rispetto al benchmark e rispetto alla posizione espressa sopra sono stati decisi tatticamente al fine di trarre opportunità derivanti dal movimento della curva dei tassi di interesse.  
 Si segnala che nel primo semestre dell'anno i rendimenti dei titoli governativi dell'area Euro hanno generalmente subito un movimento al rialzo (sospinti dalle manovre restrittive di politica monetaria attuate dalla Banca centrale europea preoccupata per il rischio inflazione), mentre nella seconda parte dell'anno gli stessi rendimenti hanno mostrato un movimento al ribasso (soprattutto sulle scadenze medio-brevi), in risposta al raffreddamento dei timori inflazionistici ed in coerenza con il deflusso dei capitali dal mercato azionario e l'afflusso degli stessi sul mercato monetario ed obbligazionario. Il movimento al ribasso dei rendimenti dei titoli di Stato a partire dall'estate 2008 è stato accompagnato da un movimento di "irripidimento" delle curve (cioè i tassi a breve sono scesi di più dei tassi a lunga) e da un notevole allargamento degli spread delle obbligazioni corporate (in risposta all'aumento della percezione del rischio emittente del debito societario anche a seguito del noto fallimento della banca americana Lehman Brothers). L'allargamento degli spread delle obbligazioni corporate non ha, tuttavia, impattato negativamente sulla performance dei comparti del Fondo Pensione, in quanto nel corso del 2008 non è mai stata assunta alcuna esposizione al settore dei corporate bonds. Ciò che, invece, ha frenato il pur buon andamento dei comparti obbligazionari governativi area Euro del Fondo Pensione è stato l'allargamento dello spread del BTP italiano rispetto al Bund tedesco, dal momento che in tutti i comparti obbligazionari del Fondo Pensione sono stati sovrappesati i BTP italiani rispetto al peso che essi hanno nel benchmark obbligazionario governativo area Euro. I mercati finanziari hanno, infatti, penalizzato il debito pubblico degli Stati più indebitati (come l'Italia), dal momento che un'eventuale perdurante situazione di scarsa (o, peggio, negativa) crescita economica potrebbe determinare un aggravio nei Bilanci pubblici dei Paesi caratterizzati da un elevato debito pubblico a causa delle minori entrate fiscali. Per i prossimi mesi non si ritiene, comunque, di ridurre l'esposizione ai titoli di Stato italiani, restando alta la fiducia nella capacità del sistema economico del nostro Paese di uscire dall'attuale momento di crisi.
- Si precisa che in portafoglio non esisteva e non erano presenti e non sono presenti né prodotti esposti ai cosiddetti sub-prime, né titoli emessi da Lehman Brothers, né strumenti finanziari riconducibili alle società di gestione di Bernard L. Madoff.

<b>ANNO 2008</b>	<b>DINAMICA</b>	<b>CONSERVATIVA</b>	<b>GARANTITA</b>
Rendimento del comparto al netto degli oneri a carico del Fondo	-23,81%	5,92%	1,73%
Rendimento del comparto al lordo degli oneri a carico del Fondo	-21,87%	6,41%	3,08%

<b>BIENNIO 2007-2008</b>	<b>DINAMICA</b>	<b>CONSERVATIVA</b>	<b>GARANTITA</b>
Rendimento del comparto al netto degli oneri a carico del Fondo	-22,45%	6,07%	3,17%
Rendimento del comparto al lordo degli oneri a carico del Fondo	-19,84%	6,91%	5,82%

<b>INTERO PERIODO DI EFFETTIVA ATTIVITA'</b>	<b>DINAMICA</b>	<b>CONSERVATIVA</b>	<b>GARANTITA</b>
Rendimento del comparto al netto degli oneri a carico del Fondo	-5,41%	17,03%	19,31%
Rendimento del comparto al lordo degli oneri a carico del Fondo	2,33%	22,71%	23,65%

L'effetto degli oneri di negoziazione sulle performances è stato praticamente nullo.

Qui di seguito si riportano i risultati raggiunti dai benchmarks nel corso dell'anno 2008 e nel corso del biennio 2007-2008:

<b>ANNO 2008</b>	<b>DINAMICA</b>	<b>CONSERVATIVA</b>	<b>GARANTITA</b>
Rendimento del benchmark	-26,62%	11,95%	6,87%

<b>BIENNIO 2007-2008</b>	<b>DINAMICA</b>	<b>CONSERVATIVA</b>	<b>GARANTITA</b>
Rendimento del benchmark	-23,47%	13,54%	10,05%

<b>INTERO PERIODO DI EFFETTIVA ATTIVITA'</b>	<b>DINAMICA</b>	<b>CONSERVATIVA</b>	<b>GARANTITA</b>
Rendimento del benchmark	8,57%	42,96%	41,05%

Allo scopo di permettere una sintetica valutazione della rischiosità degli investimenti, si riportano le deviazioni standard dei risultati raggiunti dai comparti di investimento e dai benchmarks nel corso del biennio 2007-2008 e nel corso del solo anno 2008:

	<b>DINAMICA</b>	<b>CONSERVATIVA</b>	<b>GARANTITA</b>
Deviazione standard della performance dei Benchmarks da inizio attività a dicembre 2008	10,22%	3,76%	1,24%
Deviazione standard della performance netta del comparto di investimento da inizio attività a dicembre 2008	10,29%	5,79%	2,11%
Deviazione standard della performance dei Benchmarks da gennaio 2007 a dicembre 2008	11,44%	4,93%	2,20%
Deviazione standard della performance netta del comparto di investimento da gennaio 2007 a dicembre 2008	9,85%	4,61%	1,21%
Deviazione standard della performance dei Benchmarks da gennaio a dicembre 2008	13,75%	6,18%	2,73%
Deviazione standard della performance netta del comparto di investimento da gennaio a dicembre 2008	12,15%	6,21%	1,51%

La deviazione standard di una serie di valori, come noto, misura il loro scostamento dal valor medio rilevato nel periodo di osservazione e nel caso in questione consente quindi di avere una indicazione sulla variabilità dei rendimenti: più alta è la deviazione standard, maggiore risulta essere la variabilità dei valori, e dunque la rischiosità.

Il confronto della deviazione standard tra i diversi comparti di investimento permette quindi di valutarne, anche in termini quantitativi, il diverso profilo di rischio.

Il comparto "linea Garantita" offre comunque una garanzia di rendimento minimo che annulla la rischiosità legata ad eventuali andamenti negativi delle performances che fossero concomitanti con il verificarsi del diritto alla garanzia, e cioè in caso di prestazione pensionistica, di morte o di invalidità.

Il confronto, per lo stesso comparto, tra la deviazione standard della performance del comparto e la deviazione standard della performance del relativo benchmark permette di comparare il livello di rischiosità assunto dalla Società con quello medio di quella tipologia di investimenti.

### **Valutazione dell'andamento della gestione amministrativa**

Le procedure di raccolta delle adesioni e di gestione amministrativa delle stesse hanno confermato, anche nel corso dell'anno 2008, un buon grado di affidabilità.

I costi complessivamente sostenuti dagli Aderenti nel corso del 2008, direttamente od indirettamente, sono riassunti nelle tabelle che seguono:

#### Oneri direttamente a carico dell'Aderente

<b>Tipologia</b>	<b>Importo pro capite</b>	<b>Importo complessivo</b>	<b>Incidenza sui contributi complessivi</b>
Commissione una tantum	51,65 euro per adesioni individuali Importo ridotto per adesioni collettive	14.605,63	0,468%
Commissione di riscatto	51,65 Euro	1.394,55	0,045%
Commissione di trasferimento	51,65 Euro	1.342,90	0,043%
<b>Totale</b>		<b>17.343,08</b>	

### Oneri a carico del fondo (indirettamente a carico dell'Aderente)

Tipologia	Importo percentuale annuo	Importo complessivo	Incidenza sul patrimonio medio
Commissione di gestione (al lordo dello storno commissioni – rebates)	<ul style="list-style-type: none"><li>• 1,40 % per il comparto "linea Dinamica"</li><li>• 1,30 % per il comparto "linea Conservativa"</li><li>• 1,35 % per il comparto "linea Garantita"</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 108.015,68 euro per il comparto "linea Dinamica"</li><li>• 17.851,28 euro per il comparto "linea Conservativa"</li><li>• 40.462,94 euro per il comparto "linea Garantita"</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 1,41 % per il comparto "linea Dinamica"</li><li>• 1,30 % per il comparto "linea Conservativa"</li><li>• 1,35 % per il comparto "linea Garantita"</li></ul>
Commissioni di negoziazione	Non predeterminabile	0 euro per tutti i comparti	0 % per tutti i comparti
Totale		<ul style="list-style-type: none"><li>• 108.015,68 euro per il comparto "linea Dinamica"</li><li>• 17.851,28 euro per il comparto "linea Conservativa"</li><li>• 40.462,94 euro per il comparto "linea Garantita"</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 1,41 % per il comparto "linea Dinamica"</li><li>• 1,30 % per il comparto "linea Conservativa"</li><li>• 1,35 % per il comparto "linea Garantita"</li></ul>

Le commissioni di gestione sono considerate al lordo delle commissioni di gestione gravanti sugli OICR sottostanti ai comparti e retrocesse ai comparti stessi come da seguente dettaglio:

Comparto "Linea Dinamica"	€	16.377
Comparto "Linea Conservativa"	€	818
Comparto "Linea Garantita"	€	808

### Oneri fiscali sostenuti dal Fondo nell'anno 2008

Oneri fiscali	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
€	263.879,88	-9.930,53	-6.593,29

### **Conflitti di interesse**

Si conferma che mai sono sussistite condizioni tali da determinare distorsioni nella gestione efficiente delle risorse o modalità di gestione delle risorse stesse non conformi all'esclusivo interesse degli Aderenti.

### **Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio.**

Non si registrano fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio.

## Evoluzione prevedibile della gestione

Nel 2008 l'economia mondiale ha conosciuto una fase di brusca frenata rispetto all'anno precedente e rispetto alle aspettative che i mercati finanziari incorporavano ad inizio anno. Sebbene i pareri non fossero concordi, ad inizio 2008 si immaginava che le principali economie mondiali si sarebbero indirizzate verso una fase di generico rallentamento, forse con l'eccezione dei Paesi emergenti che, secondo le previsioni più ottimistiche, avrebbero potuto svolgere una funzione di sostegno alle economie dei Paesi cosiddetti maggiormente sviluppati. Da più parti veniva segnalato il pericolo di un'inflazione elevata, a causa dell'impennata dei prezzi delle materie prime, che ha caratterizzato l'ultima parte del 2007 e l'inizio del 2008. Dopo il noto aggravarsi della crisi finanziaria sul finire dell'estate ed il suo rapido travaso all'economia reale, l'anno si è, invece, concluso con evidenti segnali di recessione in tutte le principali economie del mondo; le previsioni degli economisti hanno, inoltre, virato verso il pessimismo, stimando, in taluni casi, l'inizio di una fase di depressione paragonabile alla drammatica crisi del 1929 e primi anni Trenta, unitamente alla possibilità di una pericolosissima fase di deflazione, sia in Europa, sia negli Stati Uniti. Altri economisti, meno pessimisti, hanno evidenziato come il paragone con gli anni Trenta potrebbe essere improprio, dato che l'intervento delle Autorità politiche a sostegno dei mercati e dell'economia, messo in atto negli ultimi mesi del 2008 e proseguito ad inizio 2009, fu totalmente assente durante l'inizio della crisi nel 1929. L'argomento su cui tutti gli economisti e gli analisti sono concordi è, comunque, la notevole incertezza che caratterizzerà i mercati finanziari e l'economia reale nel corso del 2009, in attesa dell'inizio della sperata ripresa.

Le statistiche di sintesi ci informano che la crescita a **livello globale** nel 2008 si è arrestata ad un misero +1,6% (+0,60% per i Paesi cosiddetti sviluppati e +5,10% per i Paesi emergenti); l'inflazione tendenziale globale è stata pari a 2,90% a fine 2008 (1,90% per i Paesi cosiddetti sviluppati e 6,60% per i Paesi emergenti).

Si procede di seguito a fornire dato più dettagliato a livello di singole aree economiche.

Il PIL degli **Stati Uniti** è cresciuto di poco più dell'1%, in rallentamento rispetto al 2007 (+2,5%), ma, soprattutto, facendo intravedere una possibile contrazione nel corso del 2009 dell'ordine di due punti percentuali. Come è noto, la fase di rallentamento è stata dapprima innescata dalla contrazione del mercato immobiliare e dalla crisi dei mutui *sub-prime* (i cui primi effetti si sono avvertiti già nel 2007), per poi subire una brusca accelerazione nel mese di settembre a seguito del fallimento della nota banca d'affari Lehman Brothers, evento che ha innescato un pericolosissimo calo della fiducia nella solvibilità di tutto il sistema finanziario mondiale. Il mercato ha atteso con trepidazione e ansia gli interventi delle Autorità politiche di Washington, finalizzati al salvataggio degli intermediari finanziari e all'azione di rilancio dell'economia reale. Dopo il primo intervento messo in atto dal segretario al Tesoro Henry Paulson dell'amministrazione Bush, gli operatori economici hanno rivolto l'attenzione alle prime mosse della nuova amministrazione Obama ed ai primi interventi che lo staff del nuovo presidente potrebbe mettere in atto nel 2009.

I mercati azionari hanno incrementato la velocità di discesa delle quotazioni dopo l'estate ed il risultato finale è stato una contrazione dei prezzi delle azioni del 38,5% (indice S&P 500 valutato in dollari), mostrando anche un deciso incremento della volatilità. In risposta alla crisi nella gestione dei bilanci di banche ed assicurazioni, il settore finanziario è stato particolarmente penalizzato dal mercato. Si segnala, inoltre, che nei primi due mesi del 2009 lo stesso indice S&P 500 ha perso un ulteriore 18,6%, a conferma del persistente timore dei mercati in una non rapida soluzione della crisi economica.

La Federal Reserve ha affrontato la situazione di rallentamento dell'economia agendo con estrema decisione sulla leva dei tassi ufficiali, che sono passati dal 4,25% di inizio anno al livello di 0,25% (con possibilità di essere portati a zero in particolari operazioni) di metà dicembre 2008. La Fed si è sempre dimostrata abbastanza tollerante verso i rischi di inflazione (anche nel primo semestre allorquando la Banca Centrale Europea era molto preoccupata sul punto), per prediligere una politica monetaria volta a tamponare la pesantissima crisi di liquidità generatasi sui mercati finanziari e tentare di contrastare l'incombente recessione. I critici di questo approccio così aggressivo da parte della Federal Reserve paventano i rischi di possibile futura ripresa dell'inflazione, sospinta dall'alto debito pubblico che sarà necessario per sostenere il sistema e dalle elevate masse di liquidità iniettate dalla Fed. Il dato finale sull'inflazione tendenziale a fine 2008 è stato pari all'1,5%; gli economisti sono abbastanza concordi a prevedere un'inflazione negativa nella prima metà del 2009, a zero (o poco sopra) per fine 2009 ed in ripresa nel 2010. Sui mercati obbligazionari si è determinata una situazione in cui i rendimenti degli investimenti in titoli di Stato americani con scadenze brevi sono scesi moltissimo (rendimenti sotto l'1% per tutte le scadenze inferiori all'anno) e di più che sulle scadenze lungo termine (rendimenti intorno a 2,20% per i titoli a 10 anni ed intorno a 2,70% per i titoli a 30 anni). Questa situazione, nota in gergo come "irrigidimento" della curva, potrebbe confermare le citate previsioni di una recessione marcata per il 2009 e forse anche per il 2010, con il pericolo di rialzo dell'inflazione nel medio termine. Nei primi due mesi del 2009 si è assistito ad una risalita dei rendimenti dei titoli di Stato sulla parte lunga della curva (con conferma, quindi, dell'irrigidimento della curva), a seguito dei timori del mercato circa la capacità del Tesoro USA di finanziare il consistente deficit pubblico che si genererà per sostenere i tentativi di rilancio dell'economia.

Sul mercato delle obbligazioni *corporate* si è assistito ad un allargamento degli *spread* di credito e di liquidità, con il risultato di aver penalizzato fortemente chi avesse investito in questo comparto. Anche in questo caso, numerosi analisti si sono affrettati ad effettuare confronti con la situazione del mercato del credito durante la crisi iniziata nel 1929, mentre i più ottimisti si sono spinti a consigliare di iniziare ad investire in emissioni societarie, confidando in un futuro restringimento degli *spread*. Per il 2009 occorrerà, comunque, mantenere molta cautela nella scelta delle emissioni delle aziende più affidabili.

La riduzione dei tassi americani, unitamente ai segnali di rallentamento dell'economia USA, ha determinato dapprima un forte deprezzamento del Dollaro USA sui mercati dei cambi, per poi iniziare una fase di apprezzamento a partire da fine luglio. Rispetto all'Euro, il cambio USD/EUR è passato da 1,472 di fine 2007 ad 1,561 di fine luglio per poi tornare ad 1,392 a fine 2008. Si segnala che l'apprezzamento del Dollaro verso l'Euro è proseguito anche nei primi due mesi del 2009.

In Europa, l'economia del **Regno Unito** ha ricalcato abbastanza fedelmente l'andamento dell'economia americana, anche per quanto riguarda le crisi che si sono abbattute sul settore finanziario. La crescita del PIL nel 2008 si è fermata ad un tasso di +0,7%, mentre l'inflazione tendenziale si è assestata intorno al 3,9%; le previsioni per il 2009 sono concordi nel ritenere che possa verificarsi un marcato decremento del PIL con crescita dei prezzi ferma. Superata la fase di tentennamento avuta nel 2007, nel corso del 2008 la Bank of England ha agito in modo aggressivo sulla leva dei tassi ufficiali, che sono passati dal 5,50% di inizio anno al livello del 2,00% di inizio dicembre 2008. Si segnala che ad inizio 2009 la stessa banca centrale ha ridotto ulteriormente il livello dei tassi.

La performance del mercato azionario si è allineata al clima di sfiducia generale che ha colpito tutti i mercati mondiali e l'indice FTSE 100 ha terminato il 2008 con una variazione pari a -31,3% (in

valuta locale). Nel corso dei primi due mesi del 2009 l'indice FTSE 100 ha perso un ulteriore 13,6%.

La sfiducia dei mercati globali sulla tenuta del sistema finanziario britannico e sulle potenzialità di ripresa dell'economia inglese ha fortemente penalizzato la sterlina sui mercati valutari; il cambio GBP/EUR è passato da 0,733 di fine 2007 a 0,952 di fine 2008. Nelle prime settimane del 2009, tuttavia, la sterlina ha mostrato segnali di assestamento su valori attorno a 0,90 al cambio con l'Euro.

La variazione del PIL dell'**Eurozona** nel 2008 si è attestata a +0,7%, rispetto alla crescita di +2,2% del 2007. L'inflazione a dicembre ha espresso un tasso di crescita tendenziale a fine 2008 del 2,3%, grazie al forte rallentamento della stessa negli ultimi mesi dell'anno. Fino ai mesi estivi, la Banca Centrale europea si è mostrata molto preoccupata del potenziale impatto sull'inflazione della crescita dei prezzi delle materie prime. Una volta rientrato questo rischio, anche la BCE ha iniziato a tagliare i tassi ufficiali, portandoli dal livello di 4,25% di inizio luglio 2008 al 2,50% di dicembre. Si segnala, inoltre, che a metà gennaio 2009 la BCE ha ulteriormente ridotto il cosiddetto tasso minimo di rifinanziamento, portandolo al 2%. La crisi di liquidità che ha colpito il mercato interbancario ha contribuito a mantenere i tassi Euribor su quotazioni molto elevate per i primi tre trimestri dell'anno. A partire da metà ottobre 2008, le quotazioni dei tassi interbancari sono via via discese verso livelli più fisiologici e maggiormente in linea con i valori dei tassi ufficiali, grazie agli interventi delle Autorità politiche e monetarie che, tra le altre cose, hanno emanato provvedimenti di urgenza per garantire il debito delle istituzioni finanziarie.

Per quanto riguarda l'**economia italiana**, la variazione del PIL nel 2008 è già stata negativa e pari a -0,9%; come purtroppo accade da molti anni a questa parte, il tasso medio di crescita economica dell'area Euro è risultato, quindi, più elevato di quello italiano. Una perdurante situazione di scarsa (o, peggio, negativa) crescita economica potrebbe determinare un aggravio nel Bilancio pubblico (a causa delle minori entrate fiscali) e ciò determinerebbe una situazione critica per un Paese caratterizzato da un elevato debito pubblico, quale è l'Italia. I mercati finanziari internazionali stanno già scontando questo rischio e, infatti, sia lo spread di rendimento dei BTP italiani rispetto ai Bund tedeschi, sia la quotazione del CDS (=credit default swap) del debito sovrano italiano hanno subito un forte deterioramento nel corso del 2008. Gli stessi fenomeni finanziari si sono registrati relativamente ad altri Paesi dell'area dell'Euro ritenuti maggiormente a rischio, quali, principalmente, Grecia, Irlanda, Austria, Spagna e Portogallo. Nel corso dei primi due mesi del 2009 nuove tensioni si sono registrate sui debiti pubblici dei Paesi dell'Unione monetaria, per problemi di squilibrio interno (Grecia e Irlanda) o per rischio contagio a seguito della crisi che ha colpito i Paesi dell'Europa dell'Est (principalmente Austria).

Tutte le curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area Euro hanno registrato un movimento di irripidimento con tassi in discesa; ma con caratteristiche molto diverse tra i Paesi con rischio di credito più contenuto ed i Paesi con rischio di credito superiore. Più in dettaglio, i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi ad un anno e tre anni sono scesi di 220-230 bps ed i rendimenti degli stessi titoli con scadenze dieci e trent'anni sono scesi di 140 e 100 bps. Per quanto riguarda il BTP, tuttavia, i rendimenti a tre anni sono scesi di 65 bps, quelli a dieci anni sono scesi di 30 bps, ma i rendimenti dei titoli trentennali sono saliti di 10-20 bps. Questi pochi dati dovrebbero rendere l'idea del fenomeno descritto in precedenza circa l'allargamento dello *spread* di rendimento tra BTP e Bund. In analogia a quanto accaduto negli Stati Uniti, nei primi due mesi del 2009 anche per i titoli pubblici dell'area Euro si è registrata una risalita dei rendimenti sulle scadenze lunghe (con conseguente discesa dei prezzi), a causa del premio aggiuntivo richiesto dal mercato sulla scia dei timori circa le capacità dei governi di finanziare gli elevati disavanzi pubblici.

Nel corso del 2008 le Borse dell'area Euro hanno registrato un andamento complessivamente molto negativo (DJ Eurostoxx 50 -44,4%); la Borsa italiana ha registrato una perdita del 49,5% (indice S&P/MIB 40), peggiore della media delle altre Borse dell'Eurozona. Nel corso dei primi due mesi del 2009, il DJ Eurostoxx 50 ha perso un ulteriore 19,3% e l'S&P/MIB 40 ha lasciato sul campo il 21,5%.

L'arrivo della crisi dell'economia reale ha colpito anche il **Giappone**, che ha visto il PIL contrarsi dello 0,70%, rispetto al +2,0% del 2007; la crescita dei prezzi al consumo si è assestata intorno ad un tasso tendenziale dell'1%. Sebbene i margini di manovra fossero molto ristretti, la Banca centrale giapponese ha ridotto i tassi ufficiali, portandoli dallo 0,50% di fine 2007 allo 0,10% di fine dicembre 2008; i ribassi dei tassi sono avvenuti nel corso del quarto trimestre 2008.

Nel corso degli ultimi mesi dell'anno, lo Yen ha assunto sempre più la funzione di termometro della crisi dei mercati, in quanto nelle fasi di maggior turbolenza il cambio tendeva ad apprezzarsi sia verso il Dollaro USA sia verso l'Euro, mentre nelle fasi di relativa tranquillità la stessa valuta tendeva a deprezzarsi, a causa, rispettivamente, dello "smontamento" o della messa in opera di operazioni di cosiddetto *carry trade*. Il cambio JPY/EUR è passato dal livello di 163 di fine 2007 a 168,35 a fine luglio per poi chiudere il 2008 a 126,67. Si segnala che al termine del secondo mese del 2009 il cambio dello Yen verso l'Euro risultava sostanzialmente in linea con la chiusura di fine 2008.

L'indice TOPIX della Borsa di Tokyo ha perso quasi il 48% (in valuta locale) nel corso del 2008. Nel corso dei primi due mesi del 2009 l'indice TOPIX ha perso un ulteriore 12%.

Anche i cosiddetti **Paesi emergenti**, infine, hanno mostrato segnali di rallentamento della crescita economica nel corso del 2008. L'anno si è concluso con una crescita del 3,9% per l'area Asia Pacifico (esclusi Giappone e Australia), del 4,3% per l'Europa emergente e del 4,1% per l'America Latina (rispetto al +5,5% del 2007). Le previsioni di consenso per il 2009 stimano tassi di crescita quasi dimezzati rispetto al 2008.