

**ZURICH CONTRIBUTION
RENDICONTO 2009
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 2009	Contributi versati nel 2009	Commissioni a carico degli Aderenti incassate nel 2009	Contributi investiti nel 2009
83	2.925.067,57	5.105,54	2.919.962,03

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 2009	Nuove adesioni raccolte nel 2009 (%)	Adesioni in essere al 31/12/2009	Adesioni in essere al 31/12/2009 (%)	Ammontare netto del patrimonio al 31/12/2009
Dinamica	14	16,87	736	51,07%	9.066.745,95
Conservativa	12	14,46	204	14,16%	1.848.639,25
Garantita	57	68,67	501	34,77%	4.932.993,58
Totale	83	100,00%	1.441	100,00%	15.848.378,78

Nei dati sopra riportati sono comprese le adesioni effettuate su base collettiva per un totale di 582.763,05 euro di contribuzioni.

Le 21 uscite osservate nel 2009 per riscatto dell'Aderente, per un importo pari a 216.568,52 euro, sono state liquidate agli aventi diritto.

I 17 trasferimenti osservati nel 2009, per un importo pari a 163.079,79 euro, sono stati liquidati.

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

Descrizione della politica di gestione seguita

Nell'esercizio 2009 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), titoli obbligazionari emessi da Enti sovranazionali denominati in Euro, ETF armonizzati sia obbligazionari governativi area Euro sia obbligazionari governativi inflation-linked area Euro.
- Per il comparto "Linea Conservativa" gli investimenti sono stati impostati verso titoli di natura monetaria (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 armonizzati 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 Enti Sovranazionali denominati in Euro ed in valute diverse dall'Euro, ETF armonizzati sia obbligazionari che azionari (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), singole azioni quotate sulla Borsa di Milano.

Nel valutare le performances ottenute nel corso del 2009, vanno tenute presenti le seguenti considerazioni, alcune di carattere generale, altre specifiche delle singole linee.

- Tutte le linee 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.
- Laddove presenti, i comparti azionari hanno contribuito molto positivamente alla performance a seguito del recupero messo a segno dai mercati soprattutto nel secondo e nel terzo trimestre. Si precisa, inoltre, che l'utilizzo di ETF azionari ha permesso di assumere un'esposizione ai singoli settori merceologici ed alle aree geografiche in linea con il benchmark, senza correre rischi attivi eccessivi su singoli settori o Paesi che possono aver avuto un andamento divergente rispetto al benchmark.
- Relativamente agli investimenti denominati in valute diverse dall'Euro presenti in tutti i comparti escluso il comparto "Linea Garantita", si segnala che il lieve apprezzamento dell'Euro nei confronti di Dollaro e Yen ha contribuito negativamente alla performance assoluta delle linee nel corso del 2009. Per quanto riguarda il confronto con il benchmark, si segnala, invece, che il

sotto-peso mantenuto sullo Yen ha comunque influito positivamente sulla performance relativa. Non sono mai state attuate coperture del rischio di cambio.

- La durata media finanziaria dei comparti obbligazionari Euro di tutte le linee è stata mantenuta in linea o lievemente inferiore alla durata media finanziaria del benchmark. 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 segnalano tre dinamiche che hanno caratterizzato positivamente il comparto obbligazionario nel 2009.

In primo luogo, si è registrato un notevole restringimento degli spread delle obbligazioni corporate (in risposta alla normalizzazione degli eccessi negativi tipici della crisi del 2008), movimento che è risultato particolarmente evidente nel secondo e terzo trimestre dell'anno. Il restringimento degli spread delle obbligazioni corporate non ha, tuttavia, avuto impatto sulla performance delle linee del Fondo Pensione, in quanto nel corso del 2009 non è mai stata assunta alcuna esposizione al settore dei corporate bonds per motivi prudenziali.

Ciò che, invece, ha influito positivamente sul buon andamento dei comparti obbligazionari governativi area Euro del Fondo Pensione è stato il restringimento 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. Il sovrappeso dei titoli del debito pubblico italiano è stato gradualmente ridotto nel corso dell'estate del 2009, per trarre profitto dal movimento dello spread e portare i portafogli più in linea con il benchmark.

- Il terzo effetto che si intende citare riguarda il movimento al rialzo dei prezzi dei titoli inflation-linked, dovuto alla discesa dei rendimenti reali o, espresso in altro modo, alla salita dei tassi di inflazione attesi ed impliciti nella quotazione di questa tipologia di titoli. La descritta dinamica di mercato ha favorito particolarmente il comparto "Linea Garantita", che ha mantenuto in portafoglio ETF inflation-linked per i primi tre trimestri dell'anno.

ANNO 2009	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
Rendimento del comparto al netto degli oneri a carico del Fondo	15,53%	2,03%	4,54%
Rendimento del comparto al lordo degli oneri a carico del Fondo	16,20%	2,17%	4,75%

BIENNIO 2008-2009	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
Rendimento del comparto al netto degli oneri a carico del Fondo	-11,99%	8,07%	6,35%
Rendimento del comparto al lordo degli oneri a carico del Fondo	-10,31%	8,71%	8,87%

INTERO PERIODO DI EFFETTIVA ATTIVITA'	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
Rendimento del comparto al netto degli oneri a carico del Fondo	9,27%	19,40%	24,73%
Rendimento del comparto al lordo degli oneri a carico del Fondo	17,47%	25,37%	29,53%

Qui di seguito si riportano i risultati raggiunti dai benchmarks nel corso dell'anno 2009, nel corso del biennio 2008-2009 e negli interi diversi periodi di effettiva attività dei tre comparti di investimento del fondo:

ANNO 2009	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
Rendimento del benchmark	19,74%	2,31%	2,88%

BIENNIO 2008-2009	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
Rendimento del benchmark	-12,13%	14,54%	9,95%

INTERO PERIODO DI EFFETTIVA ATTIVITA'	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
Rendimento del benchmark	29,76%	45,31%	43,32%

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, nell'intero periodo di attività dei comparti di investimento, nel corso del biennio 2008-2009 e nel corso del solo anno 2009:

	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
Deviazione standard della performance dei Benchmarks da inizio attività a dicembre 2009	10,85%	3,70%	1,28%
Deviazione standard della performance netta del comparto di investimento da inizio attività a dicembre 2009	10,43%	6,21%	2,21%
Deviazione standard della performance dei Benchmarks da gennaio 2008 a dicembre 2009	15,93%	4,97%	2,28%
Deviazione standard della performance netta del comparto di investimento da gennaio 2008 a dicembre 2009	13,11%	4,66%	1,53%
Deviazione standard della performance dei Benchmarks da gennaio a dicembre 2009	15,26%	3,08%	1,67%
Deviazione standard della performance netta del comparto di investimento da gennaio a dicembre 2009	11,58%	2,48%	1,50%

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 2009, un buon grado di affidabilità.

I costi complessivamente sostenuti dagli Aderenti nel corso del 2009, direttamente od indirettamente, sono riassunti nelle tabelle che seguono:

Oneri direttamente a carico dell'Aderente

Tipologia	Importo pro capite	Importo complessivo	Incidenza sui contributi complessivi
Commissione una tantum	51,65 euro per adesioni individuali Importo ridotto per adesioni collettive	5.105,54	0,1745%
Commissione di riscatto	51,65 Euro	878,05	0,0300%
Commissione di trasferimento	51,65 Euro	878,05	0,0300%
Totale		6.861,64	

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"> • 1,40 % per il comparto "linea Dinamica" • 1,30 % per il comparto "linea Conservativa" • 1,35 % per il comparto "linea Garantita" 	<ul style="list-style-type: none"> • 115.469,47 euro per il comparto "linea Dinamica" • 22.412,23 euro per il comparto "linea Conservativa" • 60.416,12 euro per il comparto "linea Garantita" 	<ul style="list-style-type: none"> • 1,44 % per il comparto "linea Dinamica" • 1,33 % per il comparto "linea Conservativa" • 1,39 % per il comparto "linea Garantita"
Commissioni di negoziazione	Non predeterminabile	0 euro per tutti i comparti	0 % per tutti i comparti
Totale		<ul style="list-style-type: none"> • 115.469,47 euro per il comparto "linea Dinamica" • 22.412,23 euro per il comparto "linea Conservativa" • 60.416,12 euro per il comparto "linea Garantita" 	<ul style="list-style-type: none"> • 1,44 % per il comparto "linea Dinamica" • 1,33 % per il comparto "linea Conservativa" • 1,39 % per il comparto "linea Garantita"

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"	€	17.546,94
Comparto "Linea Conservativa"	€	1.872,33
Comparto "Linea Garantita"	€	2.134,49

Oneri fiscali sostenuti dal Fondo nell'anno 2009

Oneri fiscali	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
€	-149.945,14	-4.123,70	-23.401,31

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 terzo trimestre del 2009 il PIL dei **paesi dell'area dell'OCSE** ha visto un calo del 3,3%, migliorando rispetto al periodo aprile-giugno 2009 che registra un calo del 4,6%. Nei sette Paesi maggiormente industrializzati il PIL nel terzo trimestre ha visto, su base congiunturale, andamenti molto diversi: si va dalla crescita dell'1,2% in Giappone al calo dello 0,4% nel Regno Unito, Paese questo che registra il sesto trimestre consecutivo di contrazione dell'economia. Fatta eccezione per la Francia, dove la crescita è rimasta invariata rispetto al trimestre precedente, tutti i Paesi del G7 hanno mostrato un miglioramento dell'andamento del PIL rispetto ai dati del secondo trimestre. Italia e Stati Uniti, nel periodo luglio-settembre 2009 hanno messo a segno un andamento positivo dell'economia per la prima volta dallo scorso anno.

Nonostante l'apparente bontà dei dati appena citati, non va comunque dimenticato che ad ogni fase marcatamente depressiva seguono alcuni mesi di rimbalzo della crescita, causati o da semplici motivi statistici o da aggiustamenti del ciclo produttivo delle aziende. In altri termini, i dati positivi sulla crescita emersi nel terzo trimestre del 2009 devono essere interpretati in modo molto cauto e non possono essere ancora intesi come il preludio del passaggio ad una fase espansiva duratura. Le previsioni degli analisti per il 2010 sono, infatti, molto caute e prevedono tassi di crescita positivi ma su livelli assoluti contenuti.

La citata lieve ripresa economica, avviatasi durante l'estate sia nelle maggiori economie avanzate sia (ed ancor più) in quelle emergenti, è proseguita nello scorcio dell'anno, sospinta dalle politiche economiche espansive dei principali paesi. Anche il volume del commercio mondiale è tornato ad aumentare, pur rimanendo di circa il 10% al di sotto del livello di un anno prima. Nel

quarto trimestre è proseguito il recupero della produzione industriale dai minimi toccati nella prima metà del 2009 ed è ulteriormente migliorato il clima di fiducia; negli Stati Uniti e in Giappone si è attenuata la caduta dell'occupazione. Le tensioni sui mercati finanziari internazionali si sono allentate e la restrizione del credito bancario si è fatta meno intensa. Benché le quotazioni del petrolio e delle altre materie prime stiano risalendo gradualmente, l'inflazione rimane moderata in presenza di ampie risorse inutilizzate.

Dalla metà di ottobre il prezzo del petrolio è aumentato di 5 dollari al barile (media delle tre principali qualità), a 80 dollari. L'incremento ha riflesso il rafforzamento della domanda di greggio, soprattutto da parte della Cina. Per il 2010 le previsioni sulla domanda mondiale di petrolio formulate dall'International Energy Agency sono state riviste al rialzo; secondo le quotazioni dei futures, il prezzo del petrolio (qualità WTI) salirebbe a quasi 90 dollari al barile alla fine del 2010. Anche per le altre materie prime la tendenza al rialzo dei prezzi è proseguita nel quarto trimestre del 2009, con aumenti attorno al 9%.

Negli ultimi mesi del 2009, i rendimenti dei titoli pubblici decennali negli **Stati Uniti** e nel Regno Unito sono risaliti di circa 40 punti base, al 3,8 e al 4,2 per cento, rispettivamente. L'aumento negli Stati Uniti sarebbe da ricondurre principalmente al miglioramento delle aspettative di crescita economica, mentre nel Regno Unito rifletterebbe soprattutto le attese di una prossima cessazione degli acquisti di titoli pubblici da parte della Banca centrale, in un contesto di elevate preoccupazioni riguardo alla finanza pubblica. Nell'area dell'euro e in Giappone i rendimenti si sono invece mantenuti stabili attorno al 3,4 e all'1,3 per cento, rispettivamente.

I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie sono diminuiti per tutte le classi di rischio e in tutti i principali paesi. Per i titoli delle società non finanziarie con merito di credito più basso denominati in euro e in dollari la riduzione è stata mediamente pari a circa 1,8 punti percentuali, attestandosi a 6,7 e 6,0 punti, rispettivamente; i premi su quelli con merito di credito più elevato sono scesi di circa 0,5 punti percentuali, tornando su valori prossimi a quelli di inizio del 2008 (1,5 e 1,9 punti).

I corsi azionari nelle principali economie industriali, che durante la primavera e l'estate erano risaliti rapidamente, si sono stabilizzati negli ultimi tre mesi del 2009. Dai minimi di marzo, gli indici segnano rialzi compresi tra il 50 e il 70 per cento. La volatilità implicita delle quotazioni azionarie e dei titoli di Stato statunitensi e dell'area dell'euro si è mantenuta su livelli contenuti.

Nei mesi di gennaio e febbraio 2010 i mercati azionari sono stati deboli ed in attesa di comprendere meglio l'evoluzione del quadro macroeconomico e dell'andamento dei risultati societari.

In dicembre si è interrotta la fase di debolezza del dollaro, che dall'inizio del mese si è apprezzato di circa il 5% nei confronti dell'euro e dello yen. La stessa tendenza è continuata nei primi due mesi del 2010. La valuta statunitense è invece rimasta stabile, dallo scorso ottobre, rispetto a quelle dei principali paesi emergenti, la cui tendenza ad apprezzarsi è stata, in molti casi, contrastata da interventi delle banche centrali. In Cina, dove è proseguito lo stretto ancoraggio del renminbi al dollaro, la Banca centrale ha intensificato l'azione di sterilizzazione della liquidità in eccesso creata in seguito all'accumulo di riserve in valuta. La Banca centrale brasiliana, per contrastare l'apprezzamento del real, ha introdotto alcune misure di controllo sugli afflussi di capitali.

Nel terzo trimestre del 2009 il PIL dell'**area dell'euro** è aumentato dello 0,4% sul periodo precedente, interrompendo una sequenza di cinque cali consecutivi. Fra i principali paesi, la crescita in Germania e in Francia (0,7 e 0,3 per cento, rispettivamente) ha fatto seguito a quella già rilevata nel secondo trimestre, mentre in Italia si è registrato il primo incremento (0,6 per cento) dalla primavera del 2008; in Spagna è invece proseguita la fase recessiva (-0,3 per cento). Nel complesso dell'area la dinamica positiva del prodotto è stata quasi interamente attribuibile all'aumento del valore aggiunto nell'industria in senso stretto, a fronte del ristagno sia nel terziario sia nell'agricoltura e della flessione nel settore delle costruzioni. Sulla base degli indicatori congiunturali disponibili, la crescita del PIL dell'area dell'euro sarebbe proseguita nel quarto trimestre, pur senza rafforzarsi rispetto al ritmo registrato nel periodo estivo. Le valutazioni degli esperti dell'Eurosistema collocano il calo nel 2009 in un intervallo compreso fra il -3,9 e il -4,1 per cento e l'aumento per il 2010 fra lo 0,1 e l'1,5 per cento.

Sulla ripresa, favorita dalla maggiore vivacità degli scambi internazionali, permane tuttavia il freno esercitato dalla marcata debolezza delle componenti interne della domanda. Nei mesi autunnali del 2009 le vendite al dettaglio hanno continuato a declinare, riflettendo la prudenza nei comportamenti di spesa a fronte del peggioramento della situazione del mercato del lavoro (il tasso di disoccupazione si è attestato al 10,0 per cento in novembre). Gli acquisti di nuove autovetture hanno decelerato, risentendo da settembre del venire meno in Germania degli incentivi fiscali alla rottamazione, solo in parte compensato dagli anticipi di spesa connessi con l'avvicinarsi della loro scadenza anche in altri paesi dell'area. In presenza della debolezza della domanda finale e di un grado di utilizzo della capacità produttiva che, nonostante il lieve rialzo estivo, si mantiene storicamente basso, i tempi di un ritorno a ritmi di investimento sostenuti si allungano. Un sostegno all'attività produttiva potrebbe giungere dall'esaurirsi del processo di riduzione delle scorte di magazzino che, sulla base degli indicatori disponibili, sono tornate sui valori di medio periodo.

L'inflazione al consumo, che si era praticamente azzerata l'estate scorsa, è risalita nei mesi autunnali, fino a raggiungere, in dicembre, l'1% sui dodici mesi. La componente di fondo, che esclude i beni energetici e alimentari, si è stabilizzata poco al di sotto dell'1,5%. Secondo le previsioni di Banca d'Italia, l'incremento dei prezzi al consumo salirebbe gradualmente all'1,5% nel 2010 e all'1,9% nel 2011, riflettendo in parte la tendenza al rialzo dei prezzi dell'energia.

E' rimasta debole la dinamica del credito nell'area dell'euro: la crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari al settore privato, tenuto conto dell'effetto contabile delle cartolarizzazioni, si è praticamente annullata (era pari all'1,3% in agosto). Sui tre mesi, la dinamica di questo aggregato è rimasta pressoché stagnante, pur riportandosi su valori positivi (0,4%, da -0,5% in agosto, al netto della stagionalità). La variazione sui dodici mesi dei prestiti alle imprese è divenuta negativa (-1,9%, dallo 0,7% di agosto; dati non corretti per le cartolarizzazioni); la contrazione è accentuata nel segmento a breve termine (-12,1%). I finanziamenti alle famiglie hanno registrato una modesta ripresa (0,5 per cento, da -0,2 in agosto), riflettendo principalmente l'andamento dei mutui. Secondo le valutazioni degli intermediari intervistati nell'ambito dell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema, nel terzo trimestre avrebbero contribuito a rafforzare la domanda di finanziamenti da parte delle famiglie un minor pessimismo sulle prospettive del mercato immobiliare e il miglioramento della fiducia dei consumatori; la tendenza alla restrizione dei criteri di offerta si sarebbe arrestata, sia per i prestiti alle famiglie, sia per quelli alle imprese.

La BCE ha lasciato invariati i tassi di riferimento e ha iniziato a rimuovere gradualmente le misure non convenzionali ritenute non più necessarie, pur confermando l'impegno dell'Eurosistema a erogare tutta la liquidità necessaria al sistema bancario. Il Consiglio ha stabilito che le operazioni di rifinanziamento principali continueranno a essere condotte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti fino a quando ciò sarà ritenuto necessario e, in ogni caso, almeno fino al termine del terzo periodo di mantenimento delle riserve del 2010 (13 aprile). Tale procedura operativa verrà utilizzata anche nelle operazioni di rifinanziamento con scadenza pari a un mese e in quelle con durata convenzionale, pari a tre mesi, che verranno condotte nel primo trimestre del 2010; il 31 marzo verrà realizzata, con le stesse modalità, l'ultima operazione con durata sei mesi. Il 16 dicembre è stata effettuata la prevista operazione di rifinanziamento a un anno e con aggiudicazione integrale degli importi domandati; il Consiglio direttivo ha stabilito che il tasso sia pari al tasso minimo di offerta medio delle operazioni di rifinanziamento principali nell'arco della durata dell'operazione. La richiesta di fondi è stata pari a circa 97 miliardi di euro, nettamente inferiore a quella dell'operazione effettuata in giugno (442 miliardi) e lievemente superiore a quella di settembre (75 miliardi). È proseguito l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite (covered bonds) emesse nell'area (per un totale di circa 28 miliardi dei 60 complessivamente previsti fino a luglio 2010 nell'ambito del programma approvato lo scorso giugno dal Consiglio direttivo). La presenza di un'abbondante liquidità ha contribuito a mantenere i tassi di interesse del mercato interbancario su livelli estremamente contenuti; i differenziali tra i tassi sui prestiti senza garanzia (Euribor) e quelli assistiti da garanzia (Eurepo) sono rimasti pressoché invariati ai livelli di fine settembre (circa 30 punti base per la scadenza a tre mesi).

In **Italia** il PIL, tornato a crescere in estate (0,6 per cento sul trimestre precedente) dopo cinque trimestri consecutivi di diminuzione, avrebbe seguito a espandersi nell'ultima parte del 2009, seppure a un ritmo inferiore. Nonostante il continuo miglioramento del clima di fiducia, le imprese esitano ancora ad aumentare la produzione in presenza di un incerto irrobustimento degli ordinativi. Il parziale recupero dell'attività industriale registrato nel terzo trimestre, dai livelli molto bassi toccati nel secondo, non è proseguito nei mesi autunnali.

Anche la ripresa delle esportazioni avviatasi l'estate scorsa si è attenuata in ottobre e novembre, secondo i dati di Banca d'Italia. Si prevede tuttavia che le vendite all'estero accelerino gradualmente nell'anno in corso, a un ritmo medio prossimo al 3 per cento, comunque inferiore di circa un punto alla prevista espansione del commercio mondiale.

Nonostante il moderato recupero della fiducia di famiglie e imprese, permane elevata l'incertezza circa i tempi e l'intensità della ripresa della domanda interna. Quest'ultima si sarebbe protratta nell'ultimo trimestre del 2009. Al netto dell'incremento della spesa in beni durevoli, per buona parte sostenuto dagli incentivi alla rottamazione dei veicoli più inquinanti, i consumi delle famiglie continuerebbero a subire il freno della forte riduzione del potere d'acquisto che, in presenza di una dinamica dei prezzi molto contenuta, ha risentito del calo dei redditi nominali. Si aggiungono i prolungati effetti della crisi sul mercato del lavoro: nel terzo trimestre del 2009 l'occupazione è risultata inferiore di 508.000 persone rispetto a un anno prima e il tasso di disoccupazione è salito al 7,8 per cento, con un ulteriore aumento all'8,3 in novembre secondo i dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro*.

Secondo Banca d'Italia, nella media del 2009 l'inflazione al consumo, misurata dall'indice per l'intera collettività nazionale, è scesa allo 0,8 per cento, dal 3,3 del 2008. Dopo aver toccato un punto di minimo in luglio, la dinamica dei prezzi sui dodici mesi è tornata gradualmente a crescere fino ad attestarsi, secondo stime ancora preliminari, all'1,0 per cento in dicembre. Da ottobre anche le variazioni sui tre mesi dell'indice destagionalizzato, che non risentono degli effetti di natura statistica dovuti al forte calo degli energetici rilevato alla fine del 2008, si sono collocate su un ritmo prossimo all'1 per cento in ragione d'anno. L'inflazione di fondo si è pressoché stabilizzata nel secondo semestre, poco sotto l'uno e mezzo per cento sui dodici mesi.

Dopo gli ampi rialzi registrati tra marzo e settembre, nell'ultimo trimestre del 2009 l'indice generale della borsa italiana (FTSE MIB) è rimasto pressoché stabile (-0,7 per cento), mentre l'indice delle principali società quotate dell'area dell'euro è leggermente salito (DJ Euro Stoxx 50 +3.2%). Nel complesso del 2009 i corsi sono saliti del 20,7 per cento (23,4 nell'area), ma restano comunque ben al di sotto dei livelli precedenti il dissesto della banca d'investimento statunitense Lehman Brothers. La stabilizzazione delle quotazioni a partire da ottobre ha riflesso in primo luogo la percezione degli investitori circa la fragilità della ripresa economica in atto. Vi potrebbe avere contribuito l'ulteriore diminuzione degli utili correnti delle società quotate, a fronte di aspettative stabili circa quelli per gli anni a venire.

Come già menzionato sopra con riferimento ai mercati globali, anche la Borsa italiana ha registrato un momento di arresto nel primo bimestre 2010; l'indice FTSE Mib ha perso, infatti, il 9,4% nei primi due mesi dell'anno nuovo.

Nell'ultimo trimestre del 2009 gli indici settoriali della borsa italiana hanno registrato andamenti piuttosto differenziati. Le quotazioni del comparto automobilistico sono salite del 16,4 per cento, riflettendo la marcata ripresa della redditività del gruppo Fiat. Anche quelle del settore dei materiali di base sono cresciute (23,5 per cento), sospinte dalle prospettive di rialzo dei prezzi delle materie prime. Sono invece calati i corsi azionari del settore bancario (-6,3 per cento) e quelli delle telecomunicazioni (-8,1 per cento). La flessione delle quotazioni delle banche, in linea con quella registrata nel complesso dell'area dell'euro, rifletterebbe la cautela degli investitori circa il miglioramento delle condizioni del settore.

A fine dicembre il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione è ulteriormente sceso, portandosi al di sotto della media di lungo periodo. La volatilità dei corsi azionari implicita nei prezzi delle opzioni ha continuato a diminuire.

Nel quarto trimestre del 2009 si sono avute cinque operazioni di prima quotazione nella borsa italiana; sette nel complesso del 2009 (come nel 2008). Alla fine di dicembre erano quotate presso Borsa Italiana 291 società italiane, per una capitalizzazione complessiva pari a 457 miliardi (circa il 30 per cento del PIL).

Nel terzo trimestre dell'anno le emissioni nette di obbligazioni da parte di società italiane sono state pari a 32 miliardi di euro, un volume superiore a quello del trimestre precedente (26 miliardi); nell'area dell'euro, al contrario, le emissioni nette si sono più che dimezzate. In Italia, come nel resto dell'area, si sono fortemente ridotti i collocamenti da parte delle banche, ma sono riprese le emissioni di altre società finanziarie, grazie a cospicue operazioni di cartolarizzazione; la gran parte di tali titoli, tuttavia, non è stata collocata sul mercato, ma è stata riacquistata dalle stesse banche che avevano originato le attività sottostanti, presumibilmente al fine di essere utilizzata a garanzia di operazioni di finanziamento presso l'Eurosistema. In Italia, come negli altri paesi dell'area, sono diminuite le emissioni nette da parte di società non finanziarie.

Il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato decennali italiani e i corrispondenti Bund tedeschi è sceso di circa 10 punti base tra la fine di settembre e la prima decade di gennaio; esso aveva tuttavia registrato un temporaneo incremento tra novembre e dicembre in concomitanza col declassamento dei titoli di Stato greci da parte delle principali agenzie di rating internazionali, che si è riflesso anche sui titoli di Stato italiani e su quelli degli altri paesi con merito di credito simile. I premi sui credit default swap sul debito della Repubblica italiana e degli altri paesi dell'area sono invece aumentati: tra la fine di settembre e la prima decade di gennaio essi sono saliti di circa 130, 45, 30 e 15 punti base in Grecia, Spagna, Italia e Irlanda, rispettivamente; quelli sui titoli tedeschi e francesi sono invece rimasti pressoché invariati. Come si evince dai dati esposti, le preoccupazioni maggiori dei mercati si sono focalizzate, tra fine 2009 ed inizio 2010, sul rischio sovrano della Grecia.

Per quanto riguarda l'Italia, il peggioramento dei conti pubblici (tipico delle fasi recessive) è confermato anche dai risultati, diffusi dall'Istat, dei primi tre trimestri del conto economico delle Amministrazioni pubbliche. Rispetto al corrispondente periodo del 2008, nei primi nove mesi del 2009 le entrate sono scese del 2,4 per cento (a fronte di un calo del PIL in termini nominali del 2,9 per cento) e le spese primarie sono aumentate del 5,1 per cento; in rapporto al prodotto l'indebitamento netto è salito dal 2,8 al 5,2 per cento, nonostante la significativa riduzione degli oneri per interessi. L'incidenza sul PIL delle spese primarie è aumentata di 3,4 punti percentuali: la crescita, inferiore a quella del 2008, è stata contenuta dall'andamento dei redditi da lavoro, mentre hanno registrato una dinamica sostenuta i consumi intermedi e gli investimenti.

Nonostante i risultati di finanza pubblica in Italia non siano buoni in senso assoluto, essi sono stati migliori di quelli degli altri Paesi dell'area Euro. In particolare, il rapporto tra deficit e PIL del 2009 in Italia è stato il più contenuto tra tutti i risultati dell'Unione monetaria, sebbene ampiamente oltre il tetto del 3% previsto dal trattato di Maastricht. I mercati hanno apprezzato il maggior rigore (o il minor allentamento) dei conti pubblici italiani nel 2009 e ciò si è tradotto nel restringimento dello spread tra BTP e Bund citato sopra. Non va, tuttavia, dimenticato che l'Italia continua ad avere il più elevato rapporto Debito/PIL e quindi il nostro Paese è in un certo senso obbligato a mantenere alta la guardia sull'andamento del deficit annuale.

Milano, 18 marzo 2010

p.p. il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato

Camillo Candia

Il Responsabile del Fondo

Marino Marrazza