



**CASSA DI PREVIDENZA - FONDO PENSIONE PER I DIPENDENTI DELLA RAI E  
DELLE ALTRE SOCIETÀ DEL GRUPPO RAI - CRAIPI**

*Report semestrale sulla Gestione Finanziaria al 30 Giugno 2012*

SETTEMBRE 2012



## **1. QUADRO MACROECONOMICO DEL PRIMO SEMESTRE 2012**

Se il primo trimestre 2012 è stato caratterizzato dall'attenuarsi delle tensioni finanziarie sorte nei mesi precedenti, grazie ad una minore incertezza nell'evoluzione della crisi del debito sovrano, nel secondo trimestre dell'anno il processo di riduzione del debito, sia pubblico che privato, ha continuato a destare preoccupazione sull'effettiva possibilità di ripresa determinando un ulteriore indebolimento dell'attività economica. Anche per i Paesi emergenti si prospetta nel 2012 un rallentamento nella crescita del PIL in linea con la tendenza al ribasso osservata nei primi tre mesi dell'anno.

Negli Stati Uniti, dopo la momentanea accelerazione di inizio anno, il PIL ha continuato a crescere a ritmi moderati che, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha stimato essere prossimo al 2%. Le informazioni congiunturali ad oggi disponibili, confermano una crescita moderata del PIL anche per il Giappone (che fa registrare un ritmo di crescita leggermente superiore a quello degli Stati Uniti), mentre continua la contrazione della produzione nel Regno Unito, a causa del calo della domanda privata.

Le ultime proiezioni del FMI, pubblicate a luglio 2012, rivelano una riduzione dello 0,4% nella crescita mondiale rispetto al 2011 (da 3,9% a 3,5%), dovuta in principal modo al brusco rallentamento dell'economia dell'area euro ed al conseguente rallentamento delle economie dei Paesi Emergenti. Il PIL della Cina, infatti, ha fatto registrare una contrazione del 7,6% nel secondo trimestre, risentendo della flessione delle vendite sul mercato immobiliare e della riduzione della domanda dei principali paesi avanzati che ha determinato, altresì, una flessione degli scambi commerciali in Asia e in Nord America.

In linea con la congiuntura economica internazionale, anche nell'area euro è proseguito il processo di rallentamento dell'attività economica. Seppur, infatti, gli scambi commerciali hanno sostenuto l'andamento del prodotto europeo (che nel primo trimestre è rimasto invariato), nel secondo trimestre l'attività economica è rimasta debole e fortemente eterogenea nelle sue componenti: il prodotto è aumentato in Germania (+0,5%), è rimasto stabile in Francia, mentre, è diminuito in Spagna (-0,3%) ed in Italia (-0,8%). Infatti, l'indicatore €-coin, che rappresenta un indice che sintetizza l'andamento del PIL, alla metà dell'anno si collocava su valori lievemente negativi. Inoltre, nel secondo trimestre del 2012 i prezzi delle principali materie prime sono ritornati a scendere.

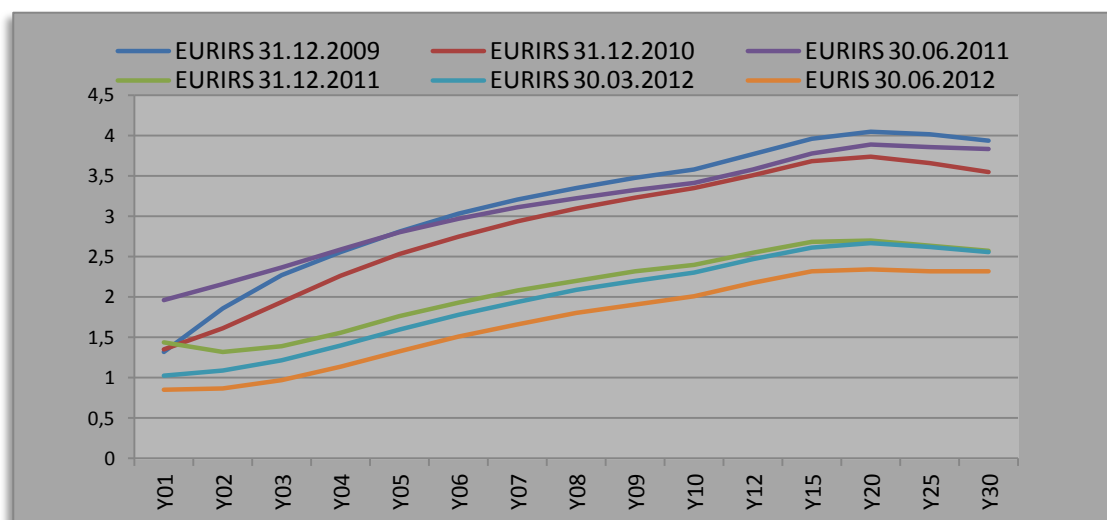
Sul fronte dei mercati finanziari, dopo un generalizzato calo della volatilità dei titoli di Stato e dei corsi azionari, registrato nei primi mesi dell'anno, il secondo trimestre del 2012 è stato caratterizzato da un considerevole incremento dell'avversione per le attività più rischiose. La volatilità nel comparto dei titoli di Stato e in quello azionario è nettamente aumentata, in modo più marcato nell'area dell'euro a causa, soprattutto, della situazione politica in Grecia e della crisi delle banche spagnole.

I tassi di rendimento decennale dei titoli di Stato, nei Paesi ritenuti meno rischiosi si sono ulteriormente ridotti: 1,5% negli Stati Uniti e nel Regno Unito, 1,2 % in Germania e 0,8% in Giappone (dati al 13 luglio). Per i paesi europei ritenuti dagli investitori più rischiosi (in particolare, Italia, Spagna e Grecia), lo spread rispetto al BUND tedesco è aumentato, attenuandosi solo dopo il varo delle misure a salvaguardia della stabilità finanziaria, nel corso del vertice europeo del 28 e 29 giugno.



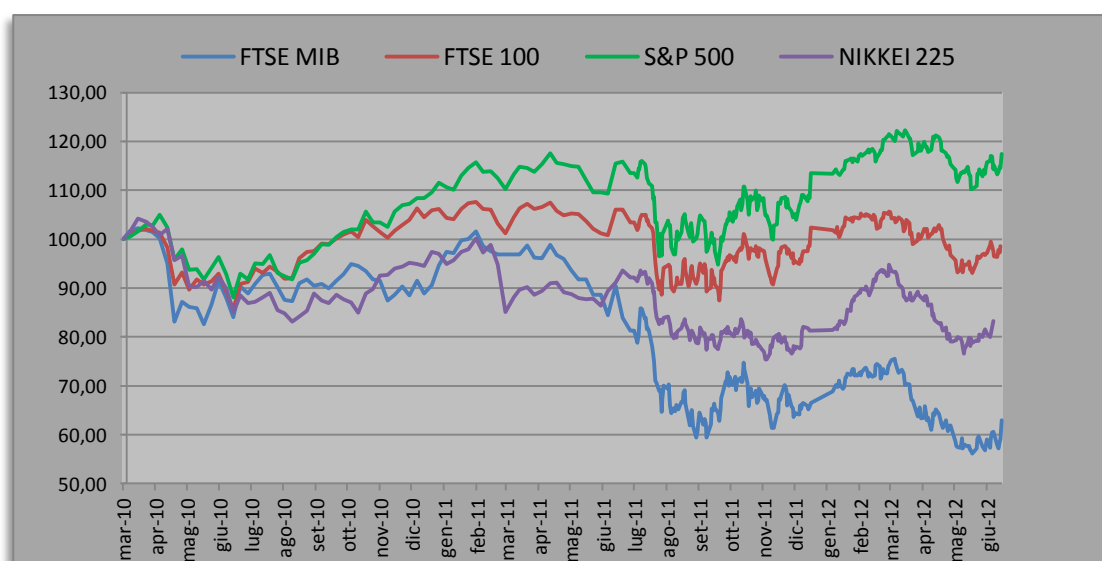
Dalla fine del primo trimestre il differenziale fra il rendimento del BTP decennale e quello del Bund tedesco è aumentato attestandosi il 29 giugno a 420 punti base, livello questo leggermente inferiore, rispetto a quello dei giorni precedenti, in risposta alle misure varate con lo scudo anti-spread.

Di seguito si espone un confronto degli andamenti fatti registrare dai tassi di interesse Euro Interest Rate Swap dal 31 dicembre 2009 al 30 giugno 2012 :



I corsi azionari dei paesi OCSE hanno fatto segnare flessioni dalla fine di marzo, in modo più marcato in Giappone e nell'area dell'euro.

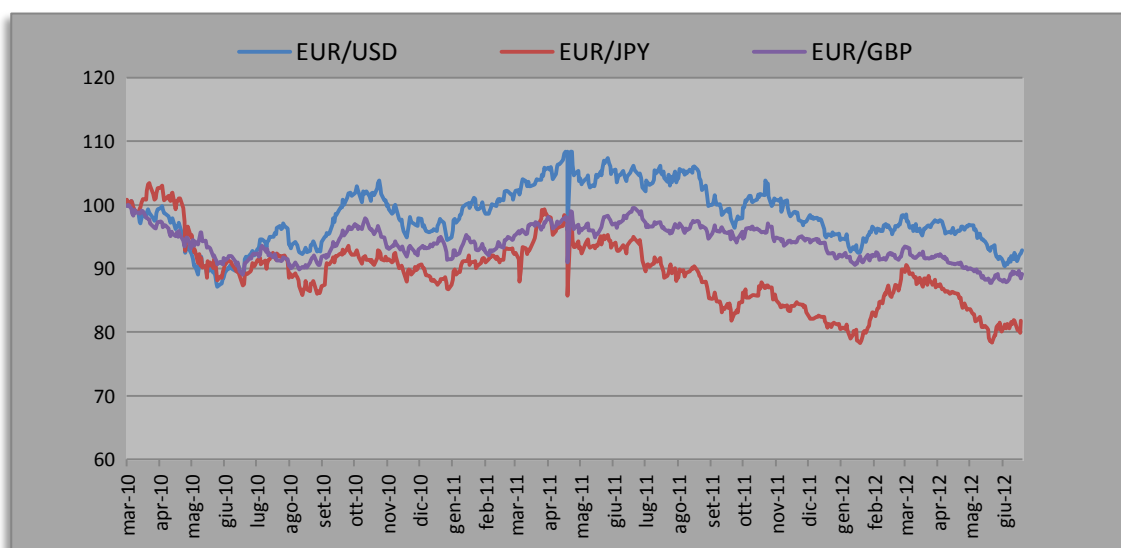
Nel grafico di seguito riportato, sono illustrati gli andamenti dei principali indici di borsa internazionali, i cui valori sono stati tutti riportati su base 100 rispetto al relativo valore di marzo 2010:





Anche sui mercati valutari si sono confermate le medesime tendenze a ribasso: dall'inizio dell'anno alla fine del primo semestre il tasso di cambio Euro/Dollaro, infatti, si è deprezzato del 4%, il cambio Euro/Yen è sceso di 3,21 punti percentuali e, rispetto alla sterlina inglese, l'Euro si è deprezzato addirittura del 5,60%.

Nel grafico successivo, si riporta l'andamento dei tassi di cambio EUR/USD, EUR/GBP e EUR/JPY, i cui valori sono stati tutti riportati su base 100 rispetto al relativo valore di marzo 2010:



## 2. ASSET MANAGEMENT

Il Fondo Pensione CRAIPI ha affidato la gestione degli attivi a copertura delle proprie riserve tecniche a due gestori: SSGA e Natixis.

Di seguito si riporta un'analisi sintetica relativa al portafoglio globale e ai portafogli dei singoli gestori.

Per quanto riguarda la composizione dell'asset allocation si rileva una netta preponderanza di strumenti di tipo obbligazionario, sia a livello totale che a livello di singoli gestori.

Nella Tabella 1 sono riportati i valori di mercato distinti per tipologia di strumento e per gestore.

**Tab 1: Valori di mercato per tipologia di attivo**

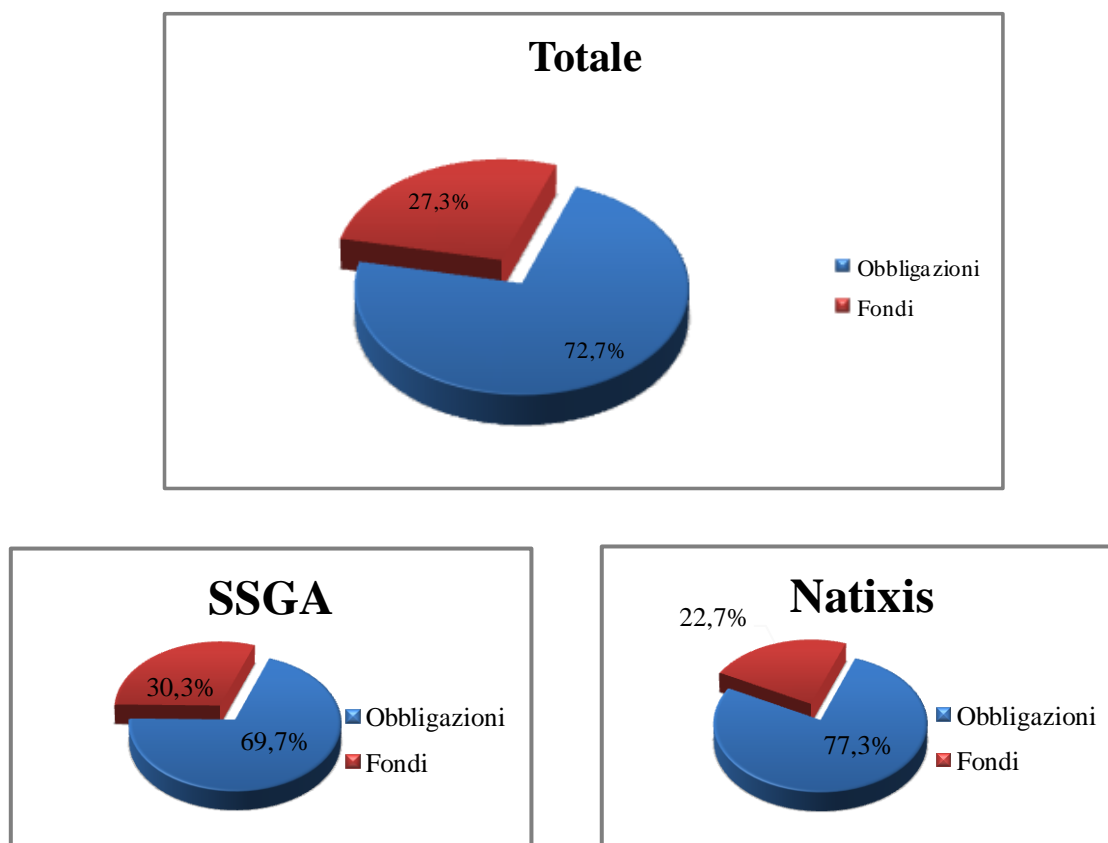
Strumento finanziario	Totale	SSGA	Natixis
Obbligazioni	97.032.268,4	55.856.948,9	41.175.319,5
Fondi	36.373.093,2	24.281.386,1	12.091.707,1
Totale	133.405.361,6	80.138.335,0	53.267.026,6

(importi in euro)



Il limite massimo del 30% stabilito dalle linee di indirizzo per gli investimenti in OICR è rispettato a livello globale e relativamente al portafoglio del gestore Natixis. Lievemente al di sopra di tale soglia si pone, invece, la quota relativa al portafoglio del gestore SSGA (30,3%)

**Fig. 1: Valori di mercato % per tipologia di attivo**



Relativamente ai fattori di rischio, si espone nella Tabella 2 il valore di mercato del portafoglio distinto per *risk factor* e per gestore. Come ci si poteva aspettare, le rappresentazioni grafiche riportate in Figura 2, evidenziano come la componente principale sia rappresentata dal rischio sovrano.

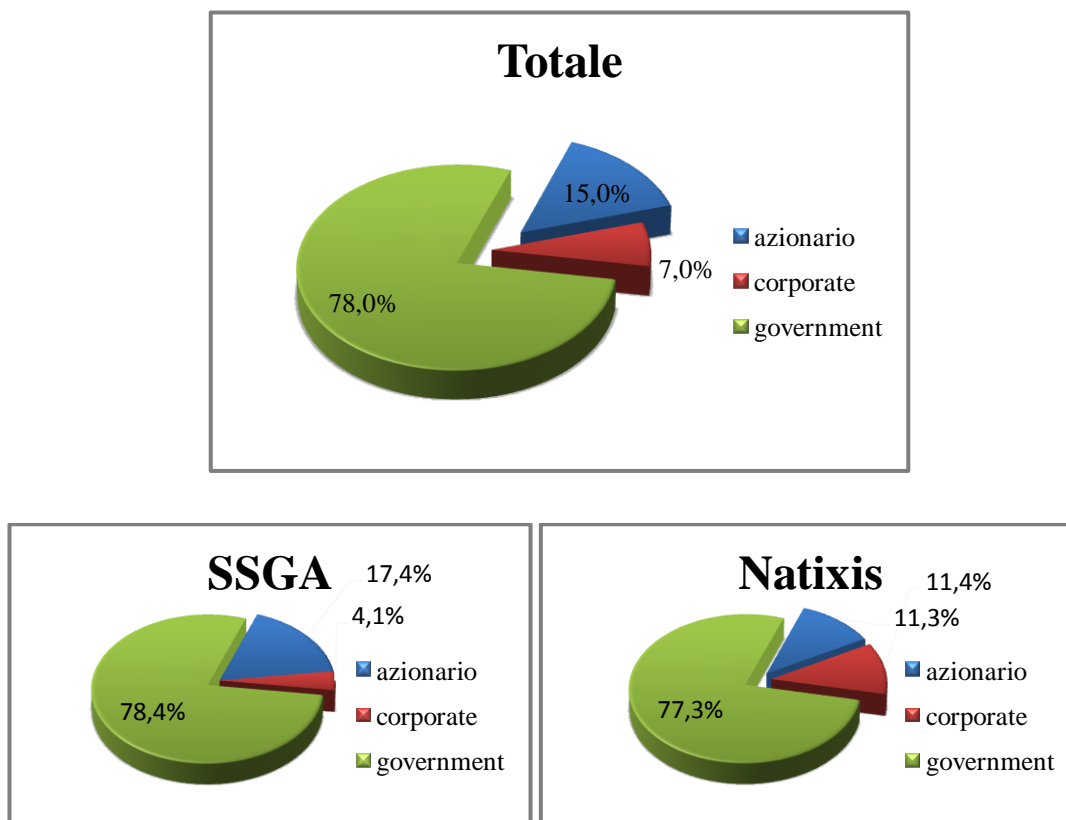
**Tab 2: Valori di mercato per tipologia di fattore di rischio**

Risk factor	Totale	SSGA	Natixis
Azionario	19.983.397,1	13.958.607,0	6.024.790,1
Corporate	9.380.840,6	3.313.923,6	6.066.917,0
Government	104.041.123,9	62.865.804,3	41.175.319,5
Totale	133.405.361,6	80.138.335,0	53.267.026,6

(importi in euro)



**Fig. 2: Valori di mercato % per tipologia di fattore di rischio**



Il vincolo del limite massimo del 20% stabilito per gli investimenti in titoli azionari risulta rispettato sia a livello globale che in relazione ai portafogli dei singoli gestori.

L'analisi degli strumenti in base alla valuta, riportata nella Tabella 3, mostra una sostanziale concentrazione in titoli denominati in EURO con ridotte esposizioni in USD e SEK. Risulta, dunque, ampiamente superata la quota minima del 33% imposta per investimenti denominati in euro (Figura 3).

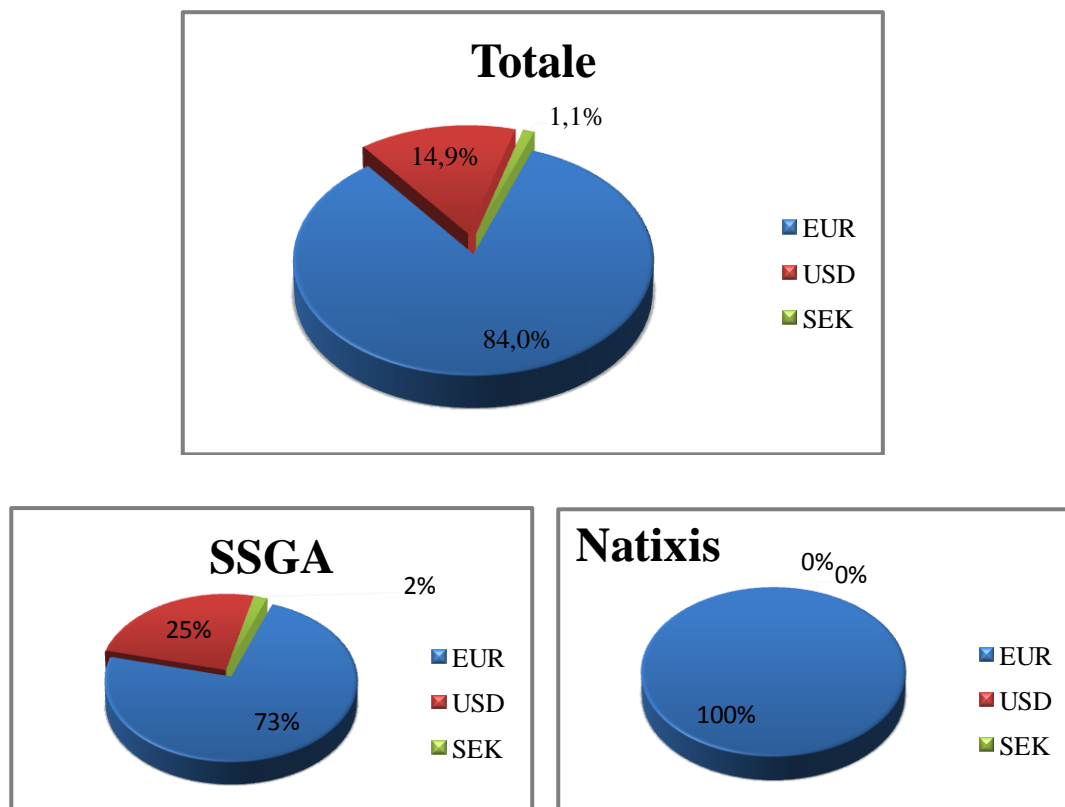
**Tab 3: Valori di mercato per valuta di denominazione degli strumenti**

Valuta	Totale	SSGA	Natixis
EUR	112.107.150,6	58.840.124,0	53.267.026,6
USD	19.837.507,0	19.837.507,0	0,0
SEK	1.460.704,0	1.460.704,0	0,0
Totale	133.405.361,6	80.138.335,0	53.267.026,6

*(importi in euro)*



**Fig. 3: Valori di mercato % per valuta di denominazione degli strumenti**



Nella Tabella 5 sono riportati i valori del portafoglio distinti per area geografica, che dimostrano un'elevata concentrazione degli investimenti in strumenti riferiti all'area Euro.

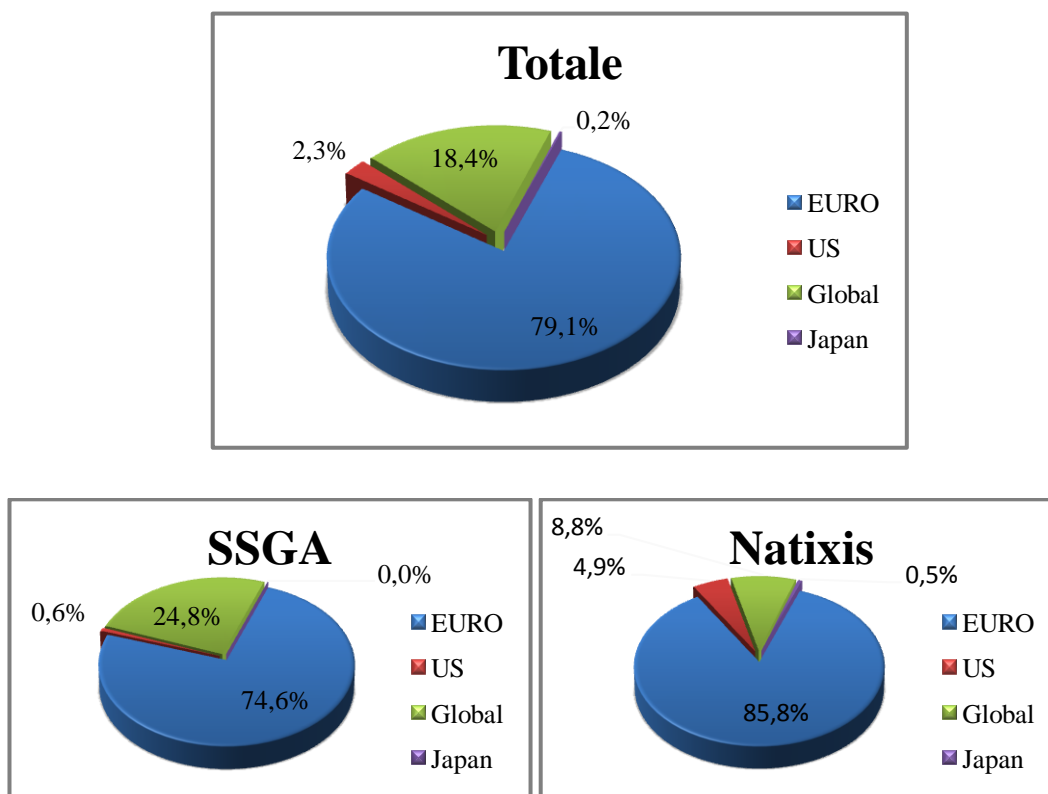
**Tab 5: Valori di mercato per area geografica di riferimento**

Area Geografica	Totale	SSGA	Natixis
EURO	105.490.892,7	59.781.219,1	45.709.673,6
US	3.112.128,9	519.608,9	2.592.520,0
Global	24.524.692,0	19.837.507,0	4.687.185,0
Japan	277.648,0	0,0	277.648,0
Totale	133.405.361,6	80.138.335,0	53.267.026,6

*(importi in euro)*



**Fig 5: Valori di mercato % per area geografica di riferimento**



In particolare, effettuando una ulteriore analisi sulla ripartizione per paese di appartenenza degli enti emittenti, i cui risultati sono esposti nella Tabella 6, si evince che tra i paesi maggiormente rappresentati si annoverano Germania, Francia e Italia.

**Tab 6: Valori di mercato per paese di appartenenza dell'emittente**

Paese	Totale	SSGA	Natixis
USA	519.608,9	519.608,9	0,0
Belgio	6.616.388,6	2.860.887,3	3.755.501,3
Germania	17.891.288,2	11.369.314,4	6.521.973,8
Francia	21.482.585,3	10.208.071,9	11.274.513,4
Italia	23.569.990,1	14.133.405,5	9.436.584,6
Olanda	7.324.198,0	4.462.833,7	2.861.364,3
Irlanda	1.481.207,2	1.481.207,2	0,0
Finlandia	1.350.580,6	426.257,2	924.323,4
Austria	4.402.858,5	1.847.868,4	2.554.990,2
Svezia	1.460.704,0	1.460.704,0	0,0
Spagna	10.932.859,2	7.086.790,5	3.846.068,6

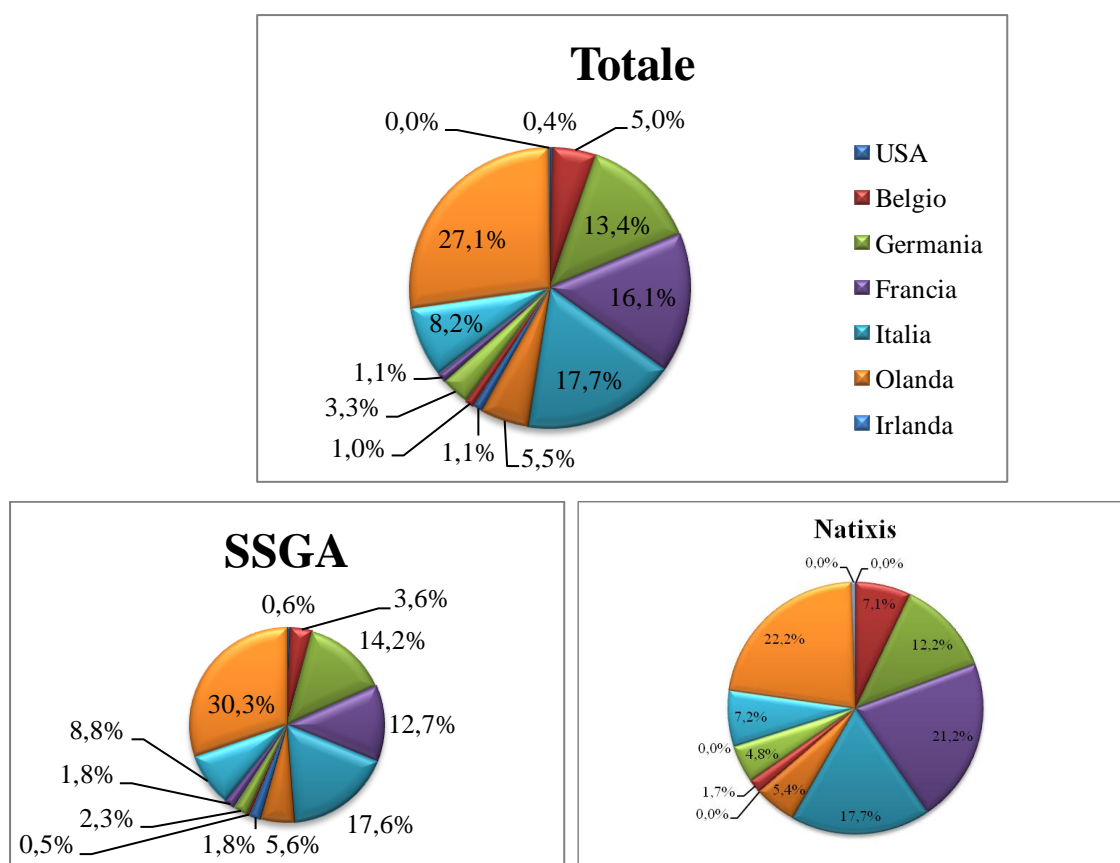




n.a. <sup>1</sup>	36.095.445,2	24.281.386,1	11.814.059,1
Japan	277.648,0	0,0	277.648,0
Totale	133.405.361,6	80.138.335,0	53.267.026,6

*(importi in euro)*

**Fig 6: Valori di mercato % per paese di appartenenza dell'emittente**



Inoltre, relativamente ai requisiti di rating associati ai titoli presenti in portafoglio, l'analisi condotta ha rilevato una sostanziale coerenza rispetto alle linee di indirizzo fissate dal CdA.

<sup>1</sup> Si riservano ulteriori approfondimenti relativamente ai titoli di cui non è stato possibile individuare il paese di appartenenza.



### 3. CONTROLLO DEL LIVELLO DI RISCHIO

Relativamente al livello di rischio, il CdA ha fissato un rischio complessivo, misurato in termini di VAR (livello di confidenza 95%), su un orizzonte temporale settimanale, pari a 1%.

L'analisi condotta ha avuto lo scopo di controllare che tale limite sia stato rispettato.

In particolare in Tabella 7 si riporta il VaR calcolato su orizzonte giornaliero ad un livello di probabilità del 99% e del 95%. Dai risultati ne risulta che il valore del portafoglio complessivo, nel corso di una giornata, può subire una perdita superiore allo 0,42% con probabilità del 1%, e una perdita superiore allo 0,24% con probabilità pari al 5%.

**Tab 7: Value at risk (orizzonte giornaliero)**

Portafoglio	VaR 99%	VaR 95%
Totale	0,42%	0,24%
SSGA	0,51%	0,29%
Natixis	0,55%	0,29%

Al fine di agevolare il confronto fra il livello di rischio tollerato ed i risultati emersi dall'analisi, si riporta in Tabella 8 il VaR con cadenza settimanale.

**Tab 8: Value at risk (orizzonte settimanale)**

Portafoglio	VaR 99%	VaR 95%
Totale	0,94%	0,54%
SSGA	1,14%	0,65%
Natixis	1,23%	0,65%

Emerge che il livello di rischio associato al portafoglio complessivo è inferiore della soglia tollerata dell'1% (definita in termini di VaR con cadenza settimanale e con livello di confidenza pari al 95%).

### 4. OSSERVAZIONI E PUNTI DI ATTENZIONE

Si riportano di seguito la sintesi delle risultanze dei controlli effettuati sui portafogli in gestione:

PARAMETRI DI RISCHIO E LIMITI CONTROLLATI	RISULTATO DELLA VERIFICA
VaR dell'1% settimanale a livello di confidenza del 95%	Il livello di rischio associato al portafoglio complessivo, nonché ai singoli portafogli dei



	gestori, è inferiore della soglia tollerata.
Limite massimo del 30% in OICR con retrocessione delle commissioni	Il limite è rispettato a livello globale e relativamente al portafoglio del gestore Natixis. La quota relativa al portafoglio del gestore SSGA si pone lievemente al di sopra di tale soglia (30,3%).
Limite massimo del 20% in titoli azionari	Il limite è rispettato sia a livello globale che in relazione ai portafogli dei singoli gestori.
Limite massimo del 2% in titoli obbligazionari definiti High Yield	L'analisi per rating associati ai titoli presenti in portafoglio ha rilevato una sostanziale coerenza rispetto alle linee di indirizzo fissate dal CdA.
Report Gestori	Natixis: report completo e conforme. SSGA: report non conforme a quanto definito in sede di gara.
Limite massimo del 20% di liquidità	Limite rispettato.
Limite minimo del 33% di attivi denominati in euro	Limite minimo ampiamente superato.

In relazione al parametro di rischio rappresentato dal TEV, si riservano ulteriori approfondimenti nel corso dell'anno, in modo da consentire un monitoraggio dell'andamento della gestione dei portafogli dei gestori, in relazione ai relativi benchmark definiti dal mandato.

Infine, relativamente alla non conformità del report fornito mensilmente dal gestore SSGA si provvederà al più presto a contattare il suddetto gestore per ottenere delucidazioni in merito.