

Le Casse di previdenza rivedono al rialzo le stime grazie all'ottimo andamento degli investimenti

I risultati del 2024 sono particolarmente positivi e, nel 2025, obbligazionario e investimenti reali saranno ancora una volta al centro dell'attenzione

di Stefano Gaspari e Valerio Magni

L'ATTIVO DELLE CASSE DI PREVIDENZA A FINE 2023	
Liquidità	6.497
Titoli di Stato	19.174
Altri titoli obbligazionari	4.935
Titoli di capitale	9.627
Oicvm	33.114
Altri Oicr	27.000
Immobili	2.674
Partecipazioni in società immobiliari	531
Polizze assicurative	539
Altre attività	10.212
Totale	114.303

Dati in milioni di euro a valori di mercato.
Fonte: Covip.

Le Casse di previdenza si avviano a chiudere il 2024 con ottimi risultati, superiori alle stime iniziali. Ciò è dovuto al positivo andamento dei mercati finanziari nel corso dell'anno, ma anche a contributi in crescita grazie all'andamento favorevole dell'economia italiana, che si è trasmesso sulle attività di alcune categorie di liberi professionisti. Per il 2025, le previsioni degli investimenti sono sempre legate all'allineamento alle Asset Allocation Strategiche e influenzate dall'andamento delle attività e passività, per cui in generale prevale un atteggiamento prudente, che guarda all'obbligazionario e a investimenti sia liquidi che meno liquidi nell'economia reale, anche e soprattutto italiana. Queste evidenze emergono dalla lettura dei bilanci previsionali predisposti da alcune Casse di previdenza e pubblicati nei primi giorni di dicembre, di cui seguono alcuni degli estratti più significativi.

Enpam: la gestione patrimoniale regge l'urto del rialzo degli oneri

L'Assemblea Nazionale di **Enpam** (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza dei Medici e degli Odontoiatri) ha dato il proprio via libera al bilancio di previsione per il 2025. Le stime, realizzate secondo il principio della massima prudenza, evidenziano per l'anno prossimo un disavanzo di circa 252 milioni di euro, che seguono l'avanzo di circa 484 milioni stimati per il 2024.

La previsione per il 2025 è stata formulata tenendo conto della persistente, e prevista, gobba previdenziale, che determinerà un ulteriore rilevante incremento degli oneri pensionistici, con un disavanzo di gestione di circa 839 milioni di euro. "Un dato questo che, come nell'anno in corso, anche nel 2025 verrà fortemente controbilanciato dal positivo

andamento della gestione patrimoniale, il cui avanzo al momento viene quantificato in circa 711 milioni di euro", precisa Enpam, evidenziando che tale dato, come noto, non comprende le eventuali riprese di valore e le svalutazioni che saranno operate solo a chiusura d'esercizio e che a oggi non sono prevedibili. "Il portafoglio finanziario esprime un adeguato livello di diversificazione e liquidità in tutte le diverse classi di attivo e, con l'avvio operativo della strategia LDI e della nuova Asset Allocation approvata nel luglio 2024, è adeguatamente posizionato per affrontare a breve sia gli scenari di mercato sia le richieste di cassa provenienti dalle altre aree operative della Fondazione", spiega Enpam nel proprio bilancio di previsione.

In tal senso, Enpam continua a mantenere la riserva di liquidità di sicurezza costituita dal comparto obbligazionario governativo a breve termine come già avvenuto lo scorso anno. "La riserva è stata efficientemente utilizzata nel 2024, sia per gestire il disallineamento dei flussi di cassa sia per finanziare il saldo negativo della gestione previdenziale e gli oneri di funzionamento. La riserva, quindi, è scesa da 1,8 a 1,5 miliardi di euro", prosegue Enpam. Per quanto riguarda gli investimenti del 2025 relativi al portafoglio public market, l'Ente fa sapere che, in base alle indicazioni derivanti dalla nuova impostazione strategica, saranno avviate specifiche selezioni nei diversi comparti a fronte delle necessarie rimodulazioni di portafoglio, sia per quanto concerne la componente indicizzata sia per le strategie attive. Le operazioni di investimento, in particolare, guarderanno a nuove fonti di maggiore rendimento sia in ambito azionario che in quello obbligazionario, tenuto conto dell'implementazione delle logiche di

sostenibilità.

Sulla base delle stime dei flussi, inoltre, verrà alleggerita la componente di obbligazionario a breve termine. Nei private market, poi, Enpam proseguirà, seppure a ritmi più ridotti, l'attività di investimento nel private equity e nel private debt. La componente di private market, in futuro, potrà contribuire in modo sostanziale alla copertura parziale del saldo negativo dei flussi previdenziali attesi, grazie a flussi netti positivi a partire dal 2026, stima Enpam. Infine, per la parte sempre di public market, la Cassa dei medici e odontoiatri investirà con la logica mission related in asset focalizzati sul settore delle professioni sanitarie di riferimento e/o nel sistema Italia. Quanto alla componente dei beni reali, per la parte immobiliare Enpam prevede di effettuare nuovi investimenti sempre in conformità all'asset allocation strategica vigente, tramite fondi di investimento, riducendo eventualmente le quote anche di fondi di cui la Fondazione è unica quotista. Per la parte infrastrutturale, proseguiranno gli investimenti in fondi con strategie aventi focus globale ed europeo.

Inarcassa privilegia azioni italiane e investimenti reali

Un flusso di entrate contributive al di sopra di 1,8 miliardi di euro e un avanzo economico di oltre 1,2 miliardi di euro. Sono le previsioni del budget per il 2025, approvate dal Comitato Nazionale dei Delegati di **Inarcassa** (Cassa Nazionale di Previdenza ed Assistenza per gli Ingegneri ed Architetti Liberi Professionisti), che precisa che tali stime positive sono frutto di più fattori: "Il risparmio previdenziale che ne è il protagonista, conseguenza diretta della ripresa del settore edile, e il risultato di una gestione finanziaria efficace, il cui contributo continuerà a essere fondamentale. Queste dinamiche hanno consentito al valore del monte redditi di Inarcassa di proseguire sulla strada dei massimi storici".

A fine settembre 2024 il patrimonio dell'Associazione si è attestato a 15,2 miliardi di euro a valori correnti di mercato, contro i 13,2 miliardi di euro riportati nel bilancio di previsione dello scorso anno, con impegni importanti a sostegno

dell'economia reale. Il risultato gestionale lordo di questi primi nove mesi risulta quindi pari a circa +5,94%. Tra gli elementi chiave del bilancio, Inarcassa segnala la nuova Asset Allocation Strategica, "che punta non solo a garantire stabilità e crescita sostenibile, ma anche a generare extraprofiti che contribuiscano direttamente all'adeguatezza delle prestazioni future. La scelta di privilegiare, poi, azioni italiane e investimenti reali, anche per la correlata defiscalizzazione, rappresenta un impegno significativo verso il mercato nazionale, finalizzato a contribuire alla crescita dell'economia italiana tramite il potenziamento delle infrastrutture locali e il consolidamento dei legami con il territorio".

Il risultato gestionale lordo di questi primi nove mesi risulta positivo e pari a circa un +5,94%. Nello specifico, precisa la Cassa, il patrimonio allocato in fondi di investimento liquidi è, ad oggi, distribuito su un totale di 65 strumenti di cui oltre il 65% a strategia passiva. Per quel che riguarda gli investimenti diretti, il portafoglio di emissioni corporate è composto da 29 titoli per un totale investito di 297 milioni di euro, con un'attenzione verso la sottoscrizione di emissioni che destinano i proventi del finanziamento a progetti e iniziative che promuovono la sostenibilità ambientale o sociale. La componente del patrimonio liquido a gestione diretta include anche il portafoglio azionario Italia, costituito da 21 titoli quotati per un totale di circa 1,22 miliardi di euro.

"Il portafoglio Azionario Italia nel corso del primo semestre 2024 ha visto una rivisitazione volta ad una diversificazione strategica e bilanciata: tra il primo e il secondo trimestre del 2024, cinque nuove società italiane sono entrate a far parte del portafoglio azionario. A luglio, l'investimento in titoli azionari italiani è proseguito con un'ulteriore sottoscrizione di 20 milioni di euro in Generali, oltre alla partecipazione all'aumento di capitale di Fincantieri", scrive Inarcassa nel proprio bilancio di previsione.

Nel corso dell'anno, poi, il Consiglio di Amministrazione è intervenuto anche sul portafoglio azionario Globale, esaminando e selezionando opportunità di investimento nel settore tecnologico: l'analisi è stata focalizzata su fondi Ucits

quotati che investono in aziende internazionali impegnate nello sviluppo di tecnologie innovative quali intelligenza artificiale, cloud computing, produzione di software e servizi tecnologici, hardware, semiconduttori e robotica. Nello specifico sono stati sottoscritti un Etf 10 milioni di euro e un fondo attivo per 30 milioni. Con riferimento più specifico agli investimenti in private market (private equity, private debt, infrastrutture, venture capital e partecipazioni dirette), il portafoglio ha raggiunto circa 2,2 miliardi di euro investiti a fronte di circa 3,3 miliardi di euro di impegni sottoscritti, distribuiti in oltre 180 veicoli domestici ed internazionali. "Si ricorda che, negli ultimi 5 anni, si è provveduto ad un'allocazione costante verso i private market nel loro complesso, con sottoscrizioni per oltre 2 miliardi di euro", rammenta la Cassa, che poi precisa come nel corso del 2024 siano stati implementati nuovi investimenti a sostegno dell'economia reale, sia internazionale che domestica, tramite la sottoscrizione di 17 nuovi veicoli per un totale di impegni pari a 170 milioni di euro. "In continuità con la politica di allocazione precedentemente perseguita, l'attività di investimento ha coinvolto prevalentemente fondi attivamente impegnati nel porre al centro delle proprie policy la promozione dei criteri di sostenibilità. Ne risulta che, ad oggi, più del 45% del portafoglio risulta essere investito, in termini di commitment, in veicoli identificati quali compliant con gli Artt. 8 e 9 di tale Regolamento".

Per quanto riguarda invece il settore immobiliare, il portafoglio domestico è costituito da 27 fondi diretti di cui 2 multi comparto, mentre quello globale è costituito da 5 fondi di fondi e 22 fondi diretti di cui 5 di debito. "L'obiettivo nel corso del 2025 sarà quello di proseguire con il programma di investimenti sui private market, dando particolare rilievo alle asset class private equity, per gli interessanti rendimenti, e infrastrutture per le caratteristiche di protezione dall'inflazione e distribuzione di proventi", prevede Inarcassa.

Oltre il 70% dei nuovi investimenti di CDC è nell'obbligazionario

Anche l'Assemblea dei Delegati di CDC

(Cassa Dottori Commercialisti) ha approvato il budget 2025 e la seconda revisione di budget del 2024. Innanzitutto, la seconda revisione del budget 2024 include la stima di un avanzo di amministrazione pari a 834 milioni di euro con incremento netto pari al 18,1% rispetto alla precedente stima di aprile (+128 milioni), interamente destinato alle riserve istituzionali di patrimonio netto. Per quanto riguarda le previsioni relative al 2025, invece, la Cassa stima un avanzo di amministrazione pari a oltre 715 milioni di euro; al 31 dicembre 2025 gli iscritti ammonteranno a 75.007, in aumento dell'1,1% rispetto alla previsione aggiornata a fine 2024. Il rapporto iscritti/pensionati atteso, alla fine del 2025, è pari a 5,6. Dal punto di vista finanziario, il piano di impieghi di Cassa Dottori Commercialisti prevede per il 2025 la realizzazione di nuovi investimenti finanziari e immobiliari per un totale di 1,1 miliardi di euro, che per il 72,4% riguardano il mercato obbligazionario, per il 4,5% quello azionario e, infine, per il 23,1% gli alternativi illiquidi. In merito agli investimenti obbligazionari, in particolare, la Cassa prevede di investire 800 milioni di euro, esponendosi a tutte le componenti direzionali del comparto.

"I rendimenti dei titoli di Stato e degli altri titoli di debito, sostenuti da tassi di interesse ancora favorevoli, offrono la possibilità di allinearsi ai pesi target strategici delle varie componenti di debito dell'obbligazionario", scrive l'Ente nel proprio budget. Per gli investimenti azionari, poi, Cassa Dottori Commercialisti prevede di investire 50 milioni di euro in titoli dei Paesi sviluppati. Nel mondo degli alternativi illiquidi, le nuove allocazioni sono stimate per 255,1 milioni di euro, di cui in particolare quelli con sottostante immobiliare ammontano a 185,1 milioni, tra nuovi investimenti e riallocazioni. Oltre a questi, il piano degli investimenti prevede anche richiami netti da parte di fondi chiusi per 405,6 milioni. In ogni caso, la Cassa precisa in una nota che "una quota del piano di impiego potrà essere destinata al mercato italiano, nell'ambito dell'asset allocation strategica definita e coerentemente con gli obiettivi di rendimento e rischio fissati. Questi investi-

menti, compresi quelli finalizzati anche al supporto del Sistema Paese, potranno essere realizzati nel rispetto del limite del 20% del patrimonio complessivo investito in aggiunta alla quota domestica appartenente alle asset class Liability Driven Investments e Monetario e altro”.

Cnpr aumenterà obbligazionario e alternativi e consoliderà l'azionario

L'Assemblea dei Delegati di **Cnpr** (Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza a Favore dei Ragionieri e degli Esperti Contabili), poi, ha approvato quasi all'unanimità l'assestamento del preventivo 2024 e il bilancio di previsione per l'anno 2025. “Il 2024 è influenzato da una buona ripresa dei rendimenti del patrimonio mobiliare e da un buon incremento della contribuzione da parte degli iscritti; la ripresa delle quotazioni dei mercati è frutto del contenimento della volatilità per la maggior parte dell'anno, fatta eccezione per la prima decade di agosto, e della contrazione della politica monetaria restrittiva delle Banche Centrali che hanno iniziato la fase di riduzione dei tassi”, scrive la Cassa in un comunicato, sottolineando inoltre che “sul fronte contributivo il rialzo dei redditi e dei volumi d'affari degli iscritti ha consentito una crescita apprezzabile, rispetto alla previsione iniziale, del gettito della contribuzione soggettiva ed integrativa”. Il patrimonio mobiliare investito, comprensivo dei fondi immobiliari, alla data del 31 ottobre 2024 registra un rendimento finanziario, da inizio anno positivo del 4,02%; quello delle gestioni a mandato, con un patrimonio investito a valori di mercato pari a 1.133,47 milioni, rileva un rendimento da inizio anno positivo del +7,23%.

Nel corso dell'adunanza, il Comitato ha inoltre provveduto ad approvare l'aggiornamento dell'analisi ALM valevole per il triennio 2023/2025. Spiega infatti Cnpr: “L'analisi della strategia di investimento si pone il perseguimento di una sensibile accelerazione del processo di contrazione della componente investita nell'asset immobiliare che è prevista alla fine del periodo 2025 convergere al 26,7%, con una riduzione dal posizionamento al 30 giugno 2024 pari al 29,5%. L'obiettivo di rendimento reale è fissato al 3,2% netto,

mentre quello nominale è posizionato al 5,3% a seguito di una maggiore inflazione stimata nella coda del triennio (2,1%)”.

Nel corso del 2024, la Cassa ha implementato ed efficientato il proprio portafoglio effettuando investimenti nelle classi di attivi sottopesate rispetto all'asset allocation strategica, in particolare incrementando l'asset dell'obbligazionario emergente (5 milioni complessivi suddivisi su 2 fondi UCITS), l'asset dell'obbligazionario alto rendimento (5 milioni complessivi suddivisi su 2 fondi UCITS), l'asset del governativo (30 milioni complessivi di BTP), l'asset dell'equity globale (40 milioni complessivi suddivisi su 4 fondi UCITS); sono state inoltre sottoscritte quote della Banca del Fucino (6 milioni) oltre a, nella classe degli alternativi illiquidi, quote di fondi di private debt con focus geografico Italia (complessivi 18 milioni) e quote di fondi di private equity con focus geografico Italia (complessivi 15 milioni). Sono stati altresì disinvestiti 33 milioni di euro da fondi azionari e obbligazionari.

L'allocazione del patrimonio mobiliare nel 2025 vede una conferma del posizionamento sull'asset class azionaria al 30% (31,3% il posizionamento attuale), una conferma della classe d'investimento alternativa declinata complessivamente al 12% (2% la componente liquida e 10% quella illiquida a fronte di un posizionamento attuale del 2,3% per la componente liquida e 6,7% per la componente illiquida), un consolidamento dell'asset class obbligazionaria al 51,5% (50,3% il posizionamento attuale), e una conferma dell'allocazione delle partecipazioni al 4% (3,5% il posizionamento attuale). In termini di nuovi investimenti, quindi, Cnpr ha previsto un piano di 115,5 milioni, interamente dedicati al comparto mobiliare. Volendo tendere ai pesi indicati dall'analisi ALM, in particolare, si prevedono incrementi nell'asset class obbligazionaria tramite fondi Ucits, della classe degli alternativi e un consolidamento degli investimenti azionari.

Nel 2025 292,5 milioni di nuovi investimenti per Enpap

Proseguendo, **Enpap** (Ente Nazionale di Previdenza ed Assistenza per gli Psicologi)

stima di chiudere il 2025 con un risultato economico positivo previsto in 13,8 milioni di euro e un patrimonio netto disponibile alla fine dell'esercizio di oltre 228 milioni di euro.

"Tenuto conto dell'andamento dei mercati finanziari nel corso del 2024, migliore rispetto alle previsioni che i principali Enti ed istituzioni internazionali avevano ipotizzando all'inizio dell'anno, la previsione dei proventi è stata rivista al rialzo rispetto all'anno precedente. Tuttavia, si è mantenuta una certa cautela, in luce della prolungata ed elevata incertezza finanziaria e geopolitica internazionale", scrive Enpap nel suo bilancio di previsione per il 2025. Inoltre, alla luce del consistente incremento delle iscrizioni già rilevato negli ultimi anni, anche per il 2025 Enpap conferma tale trend di crescita che porta a stimare in 90.500 il numero degli iscritti attivi previsti a fine 2025, con un incremento, al netto di cessazioni e decessi, di 3.700 unità rispetto al numero stimato a fine 2024, con un incremento percentuale pari al + 4,26%. Il risultato di gestione per il 2025 è quindi frutto di un maggior gettito della contribuzione e di un incremento dei proventi finanziario, oltre all'incremento della rivalutazione dei montanti contributivi e dei costi di gestione.

Sul fronte degli investimenti, poi, per il 2025 Enpap stima di versare ulteriori 30 milioni di euro nel fondo immobiliare Cartesio, di investire 150 milioni nel comparto dedicato Psy Enpap della Sicav di UBS, di investire 100 milioni di euro in alternativi illiquidi e di acquistare 12,5 milioni di euro di titoli di Stato, a fronte di 55 milioni di euro di rimborsi. Tali investimenti, sottolinea l'Ente, sono sostanzialmente allineati alla asset allocation strategica, pur mantenendo un modesto utilizzo dei margini di flessibilità previsti dall'asset allocation tattica.

EnpacI vara un piano investimenti prudente sugli asset più rischiosi

EnpacI (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza dei Consulenti del Lavoro) prevede di archiviare il 2025 con un avanzo economico pari a circa 72 milioni di euro. Il 2024, inoltre, è stato un anno particolarmente positivo, con una redditività annualizzata del portafoglio a prezzi di

mercato pari al +7,9%, superiore al benchmark determinato dall'asset allocation strategica e pari a +6,7%. La volatilità dei rendimenti è stata in linea con il parametro di riferimento, e questo è stato possibile grazie a scelte tattiche di riduzione degli attivi più rischiosi, come il credito alle imprese e i titoli governativi legati all'inflazione, e al contempo sovrappesando titoli di Stato italiani non indicizzati. Alla fine di settembre 2024, in ogni caso, la composizione degli investimenti tra investimenti illiquidi e investimenti liquidi è allineata agli obiettivi strategici, con la componente illiquida pari a circa un terzo di tutto il portafoglio.

Per il 2025, EnpacI prevede di investire circa 25 milioni negli asset illiquidi, di cui prevalentemente private equity, in linea con la stima di importi da richiamare di fondi già sottoscritti pari a 75 milioni di euro per il triennio dal 2025 al 2027. Sul fronte immobiliare, sempre tenuto conto del piano triennale, prevede 80 milioni di nuovi investimenti immobiliari diretti, ed eventuali ulteriori 30 milioni di investimenti in fondi immobiliari ESG diversificati a fronte degli eventuali smobilizzi previsti nei fondi immobiliari attualmente in essere.

Il piano degli investimenti 2025, inoltre, prevede di mantenere un'allocazione strategica prudente sugli asset più rischiosi, come azionario, obbligazionario corporate e fondi alternativi.

In ogni caso, EnpacI si propone di: valutare investimenti e disinvestimenti nelle obbligazioni governative a seconda del contesto; gestire con prudenza ed eventualmente liquidando posizioni nell'obbligazionario corporate e nell'azionario; investire in società italiane medio piccole quotate, sostenendo progetti e capitali di realtà industriali italiane; aumentare la diversificazione degli investimenti alternativi mobiliari e immobiliari, privilegiando temi ESG e realtà innovative del made in Italy; estendere il comparto Flessibile, con l'utilizzo di Etf sostenibili e diversificando attraverso i comparti corporate e azionario; valutare l'acquisto diretto di fondi liquidi a ritorno assoluto; utilizzare gli smobilizzi previsti per il 2025 per nuovi investimenti in fondi alternativi (mobiliari e immobiliari) da utilizzare in ottica ESG.

I PIANI D'INVESTIMENTO DELLE SEI CASSE DI PREVIDENZA ANALIZZATE

ENPAM

Piano di investimento 2025

Nuovi investimenti in beni reali (Immobiliari e infrastrutture)	471,5 mln
Nuovi investimenti finanziari	653,6 mln

Portafoglio finanziario al 31 agosto 2024*

Liquidità	397,6 mln
Azioni	3.191,9 mln
Titoli Governativi	6.884,6 mln
Titoli Aziendali	3.426,2 mln
Fondi	7.009,1 mln

* valorizzazione di mercato eccetto alcune attività illiquide prezzate al 30 giugno o 31 marzo, per un totale di 20.909,4 milioni di euro.

CASSA DOTTORI COMMERCIALISTI

Piano di investimenti 2025

Investimenti obbligazionari	800 mln
Investimenti azionari	50 mln
Investimenti alternativi illiquidi di cui immobiliari	255,1 mln 185,1 mln

Asset allocation a giugno 2024*

Obbligazionario	37,31%
Azionario	17,78%
Alternativi liquidi	10,59%
Alternativi illiquidi	21,31%
Monetario	13,01%

* dati calcolati su un totale di 12.438,8 milioni di euro.

ENPAP

Investimenti previsti per il 2025

Investimenti immobiliari	30 mln
Comparto dedicato PSY ENPAP	150 mln
Alternativi illiquidi (richiami)	100 mln
Titoli di Stato	12,5 mln

Asset allocation strategica 2024

Strumenti di liquidità	2%
Obbligazionario governativo	24,0%
Obbligazionario corporate	19%
Obbligazionario Paesi emergenti	2%
Azionario	25%
Alternativi liquidi	0%
Alternativi illiquidi	14%
Immobili	14,5%

INARCASSA

Piano di investimenti 2025

Risorse disponibili	3.700 mln
Reimpiego di attività finanziarie	2.900 mln
Nuovi investimenti finanziari e acquisto fondi immobiliari	800 mln

Asset allocation strategica tendenziale 2025/2029

Monetario	3,0%
Obbligazionario e Banca d'Italia	33,5%
Azionario	26,0%
Investimenti reali	21,0%
Immobiliare	16,5%

CNPR

Piano per gli investimenti 2025

Nuovi investimenti mobiliari	115,5 mln
------------------------------	-----------

L'allocazione del patrimonio	Allocazione attuale (30 giu 2024)	AAS convergenza 2025
Liquidità	4,2%	1,8%
Obbligazionario	35,4%	37,7%
Azionario	22,1%	22,0%
Partecipazioni	2,5%	2,9%
Alternativi	6,3%	8,9%
Immobiliare	29,5%	26,7%

ENPACL

Somma disponibile per programma investimenti 2025*	78,1 mln di euro
--	------------------

Patrimonio investito**

<u>Patrimonio mobiliare</u>	81,94%
Cash	4,42%
Bond	34,11%
Equity	21,77%
Investimenti sistemici	6,82%
Alternativi	14,81%
<u>Patrimonio immobiliare</u>	18,06%
Immobili diretti	2,34%
Fondi immobiliari	15,72%

*Somme disponibili per gli investimenti, come da sbilancio entrate/uscite previste per il 2025, euro 78,1 milioni, a cui si aggiungono gli smobilizzi tattici e le scadenze attivi 2025 **Dati al 30 settembre 2024 riferiti a un totale di 1.539 milioni di euro a valori di mercato.