RELAZIONE SULLA GESTIONE

RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SULLA GESTIONE

Signori Soci e Componenti dell'Organo di Indirizzo,

Nel corso del 2014 l'attenzione degli Organi della Fondazione si è concentrata nella gestione oculata delle scarse risorse finanziarie a disposizione e nell'avvio dei lavori di ristrutturazione del centro espositivo; in relazione a tale ultimo punto si evidenzia come la modifica progettuale apportata ha comportato il passaggio dell'attuale sede provvisoria a quella definiva, dando vita a spazi prestigiosi per troppo tempo sotto utilizzati.

Ai fini di una sempre più attenta allocazione delle risorse è proseguita la puntale attività svolta dal Presidente nell'ascolto dei bisogni del territorio, nella individuazione delle procedure selettive per la gestione dei progetti diretti nel pieno rispetto dei principi condivisi della Carta delle Fondazioni ACRI e per le proposte di contributo da sottoporre all'esame degli organi competenti.

Positivo è invece il bilancio del trasferimento degli uffici nella nuova sede presso il Centro Studi che ha dotato la Fondazione di spazi adeguatamente attrezzati e di prestigio anche per l'attività esterna.

E' proseguito poi l'accentramento in capo all'ufficio di presidenza delle funzioni operative, anche con l'utilizzo di strumenti informatici (Home banking) per le funzioni di pagamento e liquidazione.

Relativamente alla formazione del personale sono in corso di svolgimento, a cura del Presidente in funzione della sue specifiche competenze professionali, percorsi di aggiornamento per il conseguimento degli attestati di abilitazione anti-incendio di livello superiore; a breve verrà poi avviato un progetto per un potenziamento mirato della conoscenza della lingua inglese.

Ciò premesso i risultati numerici dell'esercizio chiuso al 31/12/2014 risultano in flessione rispetto all'anno precedente principalmente a motivo della mancanza del dividendo della conferitaria, presente invece, ancorché su livelli non ottimali, nel 2013.

Nonostante invece il forte calo dei tassi di interesse hanno tenuto su valori accettabili le gestioni patrimoniali, mentre positivo è stato il contributo del restante portafoglio a gestione diretta.

E' proseguita ancora la politica di riduzione di costi mediante ulteriore compressione dei costi operativi, che non si prevede possano tuttavia essere ormai ulteriormente compressi senza ridurre la funzionalità della Fondazione.

Un contributo importante al reddito viene poi dalla componente immobiliare, anche se buona parte della redditività viene purtroppo drenata dalle imposte locali (IMU + TASI) e dalle imposte sui redditi; tuttavia anche per la caduta dei rendimenti finanziari, l'investimento oltre a diversificare, nei limiti previsti dalle vigenti norme di legge, l'attivo fruttifero della Fondazione, si è rivelato anche efficace, attestandosi a valori superiori alla componente mobiliare (rendimento netto circa il 3%).

Le gestioni patrimoniali hanno avuto un rendimento netto semplice (calcolato sui dati di bilancio) di circa il 2,7%, con una volatilità che non ha mai superato in corso d'anno la soglia dell'1,2% e quindi senza mettere a rischio il capitale; ovviamente ove fossero state adottate strategie maggiormente aggressive il risultato finale sarebbe potuto essere diverso, ma ciò a prezzo di una maggiore instabilità dei valori in conto capitale.

Il risultato dell'area straordinaria risente della contabilizzazione a tale voce del credito per erogazioni rientrante nel regime c.d " ART BONUS", (di cui si darà cenno in seguito) utilizzabile nei due anni successivi per la riduzione delle imposte correnti.

E' invece sempre più pesante l'impatto della componente fiscale che risente della deteriore normativa in materia di immobili di interesse storico artistico, di IMU, dell'imposta di bollo sugli strumenti finanziari. L'impatto invece dell'aumento della base imponibile sui dividendi si avrà solo nel 2015 in quanto, purtroppo, tale voce è stata interessata solo marginalmente come redditi di competenza.

Si evidenzia come l'IMU e la TASI assorbano oltre il 9% del reddito prodotto dagli immobili, che si somma al 27,5% di prelievo fiscale, con un impatto di quasi il 40% di imposte sul reddito da investimenti immobiliari.

Un ulteriore elemento negativo è stata la previsione inserita nella manovra della "spending review" 2014 che ha previsto la riduzione, in via unilaterale, dei canoni d'affitto pagati dagli enti locali e dalle pubbliche amministrazione del 15%; tale disposizione, palesemente incostituzionale, ha portato quindi all'abbattimento del canone di locazione pagato dal Comune di Volterra per il locale destinato ad archivio comunale, con danno per la Fondazione che aveva stabilito un canone già di favore ed invece risulta colpita alla stregua di chi invece aveva stipulato canoni non di mercato. La Fondazione si riserva quindi di agire ove venisse dichiarata la incostituzionalità della norma.

Sempre in materia di tassazione si ricorda l'ulteriore aumento della ritenuta a titolo d'imposta o di imposta sostitutiva sui proventi di natura finanziaria (ad eccezione dei titoli di stato ed equiparati) cresciuta a luglio 2014 al 26% (dal precedente importo del 20%).

I proventi sono stati poi ridotti dalle svalutazioni prudenziali sul portafoglio titoli, in particolare per la posizione su Banca Carige SpA, solo in parte compensate da recuperi di valore su posizioni precedentemente soggette a svalutazione.

La sostanziale assenza di inflazione giustifica il ridotto accantonamento alla riserva per l'integrità del patrimonio, che unito alla riserva obbligatoria appare idoneo per garantire la copertura del patrimonio in termini reali.

Relativamente alle risorse per attività istituzionali si è mantenuto il criterio di operare un accantonamento al Fondo per le erogazioni nei settori rilevanti per euro 263.351, di cui euro 250.000 specificatamente destinati al servizio dei bandi erogativi per l'anno 2015, la cui procedura di acquisizione e selezione si è svolta nell'ultimo trimestre del 2014 così da poter dare le risposte fin dai primi mesi dell'anno.

Questo rappresenta il primo passo di un passaggio graduale al criterio del "maturato" auspicato anche in sede ACRI che sarà possibile attuare completamente solo nel momento in cui vi sarà uno stabile e significativo ritorno ad una adeguata redditività della conferitaria.

In relazione alle minori risorse di parte corrente, particolarmente significativo è l'incremento delle erogazioni deliberate che ammontano a € 1.412.231 contro 1.043.194 del 2013, grazie all'utilizzo di parte dei fondi accantonati prudenzialmente nei precedenti esercizi; il significativo incremento (in termine percentuali e non assoluti) è collegato alla volontà di mantenere un adeguato contributo ai soggetti operanti nei settori di intervento, che spesso, in particolare nel campo sociale, hanno visto ridursi o annullarsi le risorse di parte pubblica.

E' da ritenere che la scelta operata dagli Organi di ritornare, come elemento di trasparenza, all'utilizzo dello strumento del "bando erogativo" come mezzo di selezione degli interventi a favore

di progetti di terzi, sia in linea con le migliori pratiche in essere presso le FOB ; nel corso dell'anno le attività finanziate saranno soggette ad attento monitoraggio ed esame per poter costituire anche la base per le future scelte erogative. La parte principale tuttavia degli interventi deliberati nell'anno, come meglio illustrato nel bilancio di missione, deriva dall'attività dell'ufficio di presidenza che si è concentrato e si concentrerà sulla selezione e l'attuazione di progetti diretti di ampio respiro, ovviamente sempre nei ridotti limiti delle disponibilità di bilancio. Per tali iniziative, data la loro rilevanza, non si applicano le ordinarie regole in materia di co-finanziamento e le altre previsioni del bando, con la conseguenza che in alcuni casi l'intervento della Fondazione assume natura sostitutiva andando a coprire l'intero importo del progetto.

La peculiarità poi delle iniziative comporta che la valutazione ex post è in alcuni casi esclusa dalle procedure ordinarie, affidandosi a verifiche dirette anche *in situ* effettate dall'ufficio di presidenza o da altri amministratori.

Nell'ottica dell'ottimizzazione delle risorse nel corso dell'anno sono state effettuate rilevanti revoche di progetti non effettuati o effettuati parzialmente su delibere di anni pregressi, che sono state ricondotte ad incremento dei fondi per le erogazioni (cfr. bilancio di missione).

E' invece sentimento ampiamente condiviso tra gli Organi della Fondazione, nessuno escluso, quello della priorità della conservazione del patrimonio, anche in termini reali, per garantire continuità d'azione anche per le future generazioni.

Relativamente alle fonti redazionali del bilancio, si conferma che lo stesso è redatto in conformità alle disposizioni del D. Lgs. 19 maggio 1999 n° 153, tenute presenti le indicazioni contenute nell'Atto di Indirizzo emanato dal Ministero del Tesoro in data 19 aprile 2001 e delle successive comunicazioni ed indicazioni. Si è inoltre tenuto conto dei lavori della Commissione Bilancio dell'ACRI finalizzati ad una più omogenea rappresentazione delle voci di bilancio, adottando il relativo glossario riportato in appendice al bilancio ed elaborando i nuovi indicatori gestionali finalizzati ad una migliore rappresentazione che tenga conto sia dei valori reali dei cespiti posseduti sia di un arco di tempo non limitato al singolo esercizio.

Ha trovato inoltre applicazione per la prima volta il manuale per la redazione del bilancio adottato a seguito dei lavori della Commissione Bilancio e Questioni Fiscali, a cui la Fondazione ha partecipato nella persona del Segretario Generale, che contiene regole e principi uniformi applicabili ai bilanci delle fondazioni redatti tenendo conto delle normative di legge e regolamentari, dei principi contabili OIC e delle migliori prassi seguite dalla maggioranza delle associate.

Ciò ha comportato nella redazione del bilancio 2014 alcune differenze espositive nello stato patrimoniale ed in particolare lo spostamento delle polizze di capitalizzazione detenute in via strategica, dalla voce 4 "crediti" sottovoce e) alla voce 2 "immobilizzazioni finanziarie" sottovoce e) di nuova istituzione.

Un'altra modifica consiste nell'aver ricondotto alla voce 3) sottovoce a) dell'attivo oltre al valore del portafoglio titoli anche le somme di denaro ricomprese nelle gestioni patrimoniali in precedenza allocate tra i "crediti".

Nel lato del passivo si segnala la sottovoce e) della voce 2 di nuova istituzione che accoglie i contributi di terzi finalizzati a specifici progetti ed attività da realizzare nei settori di intervento.

Sempre in applicazione dei nuovi criteri si informa che le disponibilità derivanti da revoche e reintroti, che in precedenza rimanevano allocate tra i debiti pur non essendo collegate a

specifiche delibere, sono stati riclassificati alla competente voce dei Fondi per attività di istituto, quota libera, unitamente alle revoche effettuate nell'anno 2014.

Con riferimento alla normativa e alle indicazioni di prassi operativa sopra richiamate, il bilancio è corredato da una relazione sulla gestione che si suddivide in due parti: la Relazione Economica e Finanziaria ed il Bilancio di Missione.

Ricordiamo inoltre che la Fondazione partecipa attivamente al Comitato Piccole e Medie Fondazioni Acri, alla Consulta fra le Fondazioni della Regione Toscana, alla Commissione per i Beni e le Attività Culturali e alla Commissione Artigianato Artistico.

Prima di sintetizzare le problematiche comuni alle fondazioni di origine bancaria, ci pare opportuno richiamare brevemente i fatti principali avvenuti nell'ultimo esercizio e che hanno riguardato direttamente la Fondazione.

A decorrere dall'1/7/2014 è stato attuato il secondo rilevante incremento dell'aliquota fiscale di tassazione sostitutiva dei redditi maturati sui proventi finanziari, con la sola eccezione del debito sovrano e assimilato; la misura ha innalzato l'aliquota dal 20% al 26% con considerevole aggravio per le fondazioni in quanto soggetti "nettisti" e quindi incisi dall'imposta. La norma appare inoltre penalizzare anche le imprese che si finanziano con il mercato delle obbligazioni, in quanto a parità di rendimento netto saranno costretti ad aumentare il tasso lordo, con aggravio di costo per le stesse.

Sempre nell'ottica dell'incremento della tassazione l'intervento più pesante per le FOB, anche in considerazione della loro natura di investitori istituzionali, è stato l'innalzamento della quota imponibile dei redditi da dividendi dal 5% al 77,74% disposta dalla legge di stabilità 2015, con un aggravio d'imposta di circa il 18%; la norma ha previsto un correttivo, limitato solo all'anno 2014, inserito in sede parlamentare a fronte della immotivata retroattività del procedimento che andava a colpire di fatto a bilanci (ed erogazioni) già chiusi. Se l'effetto per l'anno 2014 per la nostra fondazione è irrilevante data la quasi totale assenza di dividendi, per gli anni a venire a partire dal 2015 sicuramente ciò porterà ad una riduzione delle entrate e quindi della capacità di intervenire efficacemente sul territorio, portando la tassazione complessiva sull'utile prodotto tra imposte pagate dalla Spa e dalla Fondazione quasi nell'ordine del 60% del dividendo lordo, risorse che quindi vengono sottratte al territorio a tutto vantaggio dell'erario dello stato.

Sempre in ottica di tassazione non si può omettere l'aggravio dell'imposta di bollo su strumenti finanziari che ha visto crescere il tetto impositivo e l'incremento delle imposte locali sui fabbricati per effetto dell'introduzione della TASI.

Per una migliore comprensione di come l'effetto fiscale agisca deprimendo la capacità d'intervento si rinvia alla nota integrativa, non prima di aver osservato tuttavia come il regime fiscale delle fondazioni ed in generale del no profit in Italia sia assolutamente deteriore rispetto a quanto praticato in sede europea, andando a causare un'ingiustificata discriminazione di trattamento, anche in considerazione del fatto che con le suddette risorse le fondazioni intervengono a sostegno di settori deboli dove invece sempre di più lo Stato e gli enti locali si ritirano.

Unica norma in controtendenza è stata l'emanazione del Dl 83/2014 conv. in L. 135/14 contenente le nuove misure in materia di tutela del patrimonio culturale, sviluppo della cultura e rilancio del turismo, che prevede la concessione di un credito d'imposta pari al 65% delle spese ammissibili (con il limite massimo del 15% del reddito imponibile) sostenute nel 2014 e 2015 e 50% per quelle del 2016, fruibile in tre anni in rate di uguale importo; le erogazioni, di varia natura, devono essere effettuate a favore di enti ed istituzioni pubbliche e sono sostitutive delle precedenti agevolazioni (detrazione d'imposta del 19% della spesa ove ammissibili).

Passando invece agli interventi non normativi, anche nel 2014 è proseguita l'azione dell'ACRI finalizzata ad autoriformare le FOB, rendere più intelligibili e comparabili i bilanci, dotare le associate di un linguaggio e di criteri contabili uniformi; in tale ottica dopo un lungo e meticoloso lavoro della commissione bilancio e aspetti fiscali, è stato adottato dal consiglio dell'ACRI in data 16/07/2014 il documento "orientamenti contabili in materia di bilancio", che è stato valutato positivamente dall'autorità di vigilanza ed adottato anche dalla nostra Fondazione come evidenziato in precedenza.

Relativamente alla struttura interna è proseguito l'accrescimento delle specifiche professionalità anche mediante opportuna rotazione degli incarichi.

Per motivi di carichi di lavoro è slittata al 2015 l'adozione del modello 231 di cui però sono state già effettuate le attività di verifica propedeutiche alla sua materiale redazione.

Ringraziamo fin da ora tutti coloro che a vario titolo, parteciperanno ai suddetti organismi ed in particolare i soci della Fondazione e i membri dei vari organi.

Come previsto inoltre dalle vigenti normative si informa che la Fondazione ha posto in essere nei termini di legge tutti gli adempimenti richiesti dal D. Lgs. 196/2003 (sicurezza dei dati personali), predisponendo anche il Documento Programmatico sulla Sicurezza, anche se lo stesso non è più obbligatorio; inoltre è stato aggiornato il Documento di Valutazione dei Rischi, e ricondotta alla presidenza la funzione di RSPP, prima affidata a professionista esterno.

Per una maggiore completezza di informazioni al presente bilancio si allegano in bozza lo stato patrimoniale ed il conto economico delle società strumentali in corso di approvazione nonché la composizione degli strumenti finanziari al 31/12/2014 detenuti per il tramite di gestioni patrimoniali individuali.

Con riferimento poi agli orientamenti contabili uniformi adottati in sede ACRI già delineati in precedenza e finalizzati ad una armonizzazione del contenuto informativo dei bilanci delle fondazioni, di seguito si riportano i nuovi indicatori gestionali concordati in sede di associazione, il cui glossario tecnico è riportato in calce alla nota integrativa e che rispetto a quelli calcolati internamente in precedenti esercizi, tengono conto sia di una base diversa (valori correnti e non contabili) sia di una serie storica più ampia al fine di definire indicatori avulsi per quanto possibile dai fenomeni di breve periodo:

INDICATORI GESTIONALI	2014	2013
REDDITIVITA'		
proventi totali netti	0,87%	1,27%
patrimonio		
proventi totali netti	0,81%	1,20%
Totale attivo		
avanzo dell'esercizio	0,53%	0,86%
patrimonio		
EFFICIENZA		
oneri di funzionamento	30,79%	20,73%
proventi totali netti		
oneri di funzionamento	49,59%	34,06%
Deliberato		
oneri di funzionamento	0,35%	0,36%
patrimonio		
ATTIVITA' ISTITUZIONALE		
deliberato	0,80%	0,75%
patrimonio		
F.do di stabilizz. Erogaz.	143,43%	151,46%
deliberato		
COMPOSIZIONE INVESTIMENTI		
partecipazione conferit.	58,72%	58,60%
totale attivo		

Gli indicatori purtroppo mostrano dei valori in peggioramento, in ciò negativamente influenzati dall'assenza di un pur minimo dividendo della conferitaria, presente invece nel bilancio 2013.

In allegato si riporta infine l'annuale indagine comparativa sui bilanci delle Fondazioni relativa al bilancio 2013 redatta dall'ACRI dalla quale purtroppo emerge un posizionamento ancora lontano dalle aspettative, condizionato dalla bassa redditività e quindi di conseguenza della minore

capacità erogativa. L'unico aspetto positivo è la bassa incidenza dei costi operativi, nettamente inferiori sia alla media di sistema che di comparto.

E' doveroso infine ricordare che nel 2014 è stata perfezionata una ulteriore donazione in denaro pari a euro 50.000,00 da parte della Sig. Giuseppina Lemmi, in memoria ed in ossequio alla volontà dello scomparso marito e artista Leonetto Cozzi.

La donazione è vincolata alla custodia e valorizzazione della collezione donata lo scorso anno nonché per istituire premio di studio e altri sussidi per giovani studenti intitolati alla memoria dell'artista scomparso.

Al momento attuale le donazioni pervenute sono:

- "Mino e Giovanni Rosi" pervenuta per volontà della vedova dell'artista Sig.ra Giuseppina Boni Rosi;
- "Dino Caprai" dono della Sig.ra Carla Caporaloni anche in questo caso in esecuzione della volontà del marito;
- "Giuseppe Bellino" dono dell'artista alla città di Volterra per il tramite della Fondazione;
- "Licio Isolani" dono dell'artista alla città di Volterra per il tramite della Fondazione;
- Collezione "Leonetto Cozzi", dono della moglie dell'artista, oltre donazione modale in denaro di euro 50.000,00;
- Collezione "Paolo Molesti", dono dell'artista.

Tutte le predette collezioni, accolte nel patrimonio della Fondazione per il valore indicato nei singoli atti di donazione, sono soggette al vincolo dell'inalienabilità e della pubblica fruizione, che avverrà nella nuova sede espositiva in corso di realizzazione; la donazione in denaro è stata allocata, attesa la sua destinazione, tra i fondi per attività istituzionale costituiti con fondi di terzi a specifica destinazione.

Tali gesti testimoniano come la Fondazione sia riuscita a trasmettere all'esterno la sua precisa identità e la sua missione tra cui quella della tutela e valorizzazione delle espressioni artistiche del suo territorio di riferimento, rilanciando lo strumento della donazione come massima espressione della fiducia riposta nell'istituzione, che a sua volta è così sempre di più impegnata in tale percorso.

RELAZIONE ECONOMICA E FINANZIARIA

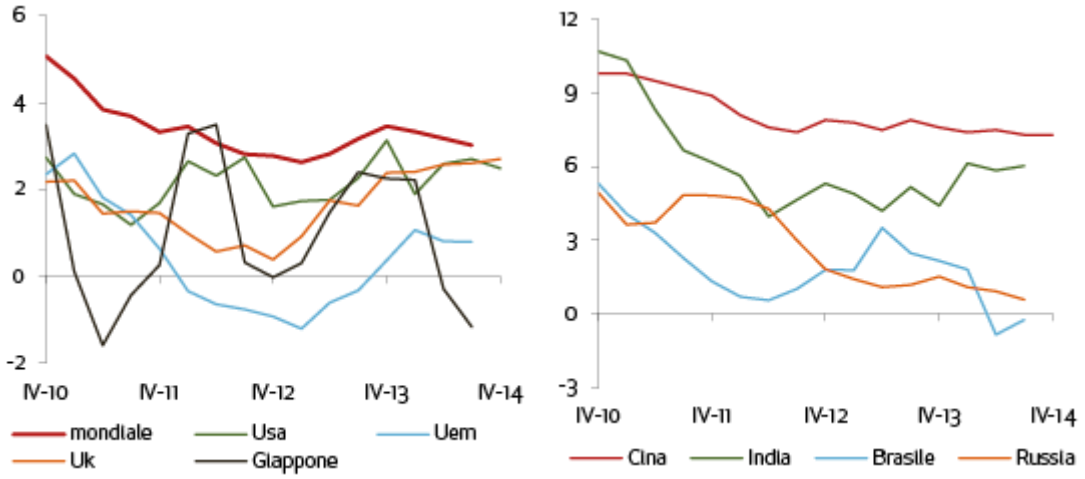
Le prospettive macroeconomiche ed i mercati finanziari(*)

(*) Dati rilevati da Prometeiadvisor.it

La crescita dell'attività economica internazionale e dell'interscambio mondiale ha mostrato segni di moderazione nei mesi finali del 2014 dopo un buon terzo trimestre. Il prezzo del Brent ha continuato a ridursi, attestandosi a fine gennaio poco sotto i 50 dollari al barile, inferiore di circa il 60 per cento rispetto a metà giugno dello scorso anno, quando è iniziata la discesa. Gli effetti di questo calo si stanno manifestando sull'inflazione, in ulteriore e netta decelerazione in molte economie avanzate ed emergenti, e sulla domanda di beni di consumo, confermando lo scenario di un sia pur graduale miglioramento dei ritmi della ripresa in prospettiva.

Gli sviluppi dello scenario internazionale degli ultimi mesi – il forte calo del prezzo del petrolio, il deprezzamento dell'euro e l'avvio del Quantitative Easing nell'Eurozona – hanno aumentato la distanza tra i cicli economici nelle diverse aree. Gli Usa mantengono un ruolo di traino della crescita mondiale, con una dinamica relativamente sostenuta dell'attività. Nell'Uem il quadro macroeconomico rimane debole, sebbene il calo del prezzo del petrolio e l'indebolimento dell'euro sembrano aver contribuito alla stabilizzazione dell'attività nel periodo più recente. Tra le altre economie avanzate vi è evidenza di un lieve rallentamento nel Regno Unito, dove la crescita economica, comunque sostenuta, sembra risentire della moderazione della domanda estera e della normalizzazione del settore delle costruzioni, e di un possibile recupero dell'attività in Giappone, dopo la recessione causata dell'aumento delle imposte indirette. Tra le maggiori economie emergenti permane un andamento incerto, con rischi verso il basso per la crescita, già modesta, del Brasile e, soprattutto, della Russia, colpita dagli effetti della crisi con l'Ucraina e dal calo del prezzo del petrolio (Fig. 1).

Figura 1: Prodotto interno lordo in termini reali (var.% sull'anno precedente)



Negli Usa la crescita economica nel III-14 è stata ulteriormente rivista al rialzo e in misura superiore alle attese, a seguito di una crescita più forte della domanda interna proveniente dal settore privato: il Pil è cresciuto dell'1.2 per cento su base trimestrale (come non si vedeva dal 2006) e si presenta ora in accelerazione rispetto al secondo trimestre, anziché in rallentamento come indicato dalle stime precedenti. Nonostante la diffusione di dati nel periodo più recente migliori del

previsto avessero evidenziato la possibilità di una accelerazione dei consumi privati, secondo le stime preliminari la crescita del Pil nel IV trimestre ha rallentato più delle attese, allo 0.7 per cento su base trimestrale: salvo revisioni, la crescita annuale del Pil reale nella media del 2014 si attesterebbe al 2.4 per cento, facendo meglio del 2.2 per cento dell'anno precedente. La ripresa in atto più forte del previsto anticipa un buon ritmo di crescita anche per i primi mesi del 2015, con l'occupazione che continuerà ad aumentare: la crescita annuale del Pil è attesa superiore al 3 per cento nella media dell'anno in corso, con una successiva lieve decelerazione nel biennio successivo, per effetto del rallentamento dell'occupazione e di una politica monetaria meno espansiva.

Nell'Uem si sta osservando una stabilizzazione degli indicatori dopo il deterioramento dei mesi estivi, con timidi segnali di miglioramento per alcuni Paesi, per la combinazione degli effetti positivi derivanti dal basso prezzo del petrolio e dalla debolezza dell'euro. Proprio questi fattori, insieme al QE della Bce, portano a rivedere verso l'alto la crescita del Pil nell'eurozona, bilanciando gli effetti negativi dovuti alla clima di fiducia ancora debole per le imprese e l'elevata disoccupazione. La crescita annuale del Pil dovrebbe attestarsi allo 0.8 per cento nella media del 2014, per poi tornare sopra l'1 per cento del triennio 2015-17. Effetti positivi anche per l'Italia, con il Pil che dal 2015 dovrebbe tornare a salire grazie anche ai consumi, stimolati dagli effetti del miglioramento della ragione di scambio e di una politica fiscale più permissiva sul reddito disponibile.

In Giappone la caduta del Pil nel III-14 è stata leggermente più intensa di quanto indicato in precedenza (-0.5 per cento su base trimestrale anziché -0.4 per cento); ciò è dipeso in larga misura dalla revisione verso il basso degli investimenti. Si è quindi prolungata la fase di recessione in cui è entrata l'economia giapponese per gli effetti esercitati dall'aumento delle imposte indirette sulla domanda interna, in particolare con una forte caduta degli investimenti in costruzioni. Alla fine dello scorso anno è stato approvato un pacchetto fiscale di sostegno ai consumi ed è stato posticipato il nuovo rialzo dell'imposta sui consumi che era previsto per il prossimo ottobre, misure che dovrebbero rafforzare gli effetti dell'aumento degli stimoli monetari deciso in ottobre. Dai dati più recenti emerge la possibilità che la fase di recessione sia terminata, ma il quadro congiunturale rimane incerto, rendendo probabile un recupero assai graduale dell'attività: dopo la crescita sostanzialmente nulla nel 2014, il Pil giapponese dovrebbe crescere a un ritmo medio annuo di poco superiore all'1 per cento nel triennio successivo.

A livello mondiale, la stima della crescita del Pil nel 2014 dovrebbe essere di poco superiore al 3 per cento. Nel triennio 2015-17 la crescita del Pil e del commercio mondiale dovrebbe rallentare lievemente rispetto ai cinque anni precedenti, con un aumento del contributo dei Paesi industrializzati e un andamento opposto di quello dei Paesi emergenti, soprattutto a causa della crisi della Russia.

Prospettive dei mercati finanziari

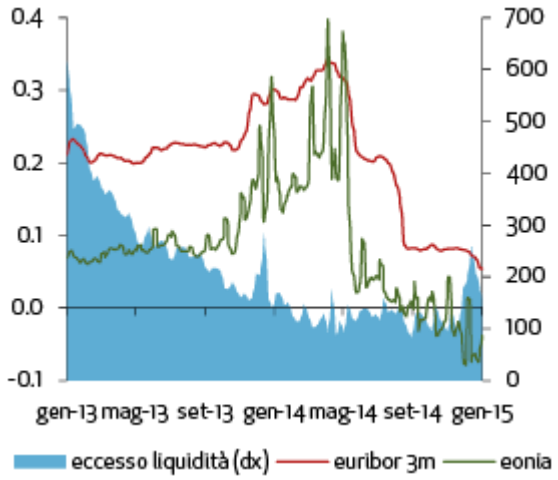
Le condizioni sui mercati finanziari sembrano in via di miglioramento dopo la decisione sul Quantitative Easing della Bce e le elezioni in Grecia e ciò potrebbe contribuire a far rientrare l'elevata volatilità che da inizio dicembre ha caratterizzato tutti i mercati. Nei prossimi mesi, la ripresa del ciclo economico e l'elevata liquidità a livello globale dovrebbero alimentare una maggiore preferenza per le attività più rischiose, e in particolare i titoli azionari e obbligazionari dei Paesi periferici dell'Eurozona, dove si dovrebbero ridurre i premi al rischio. Ulteriori pressioni al ribasso sui prezzi petroliferi, tensioni fra il nuovo governo greco e la Troika, eventuali ritardi della ripresa economica nell'Uem e un dollaro troppo forte rappresentano comunque fattori che potrebbero far rimanere la volatilità su livelli ancora relativamente elevati.

Mercato monetario

Dall'ultima riduzione dei tassi da parte della Banca centrale europea a settembre – quando il tasso sui rifinanziamenti principali è stato portato allo 0.05 per cento – e per quasi tutto il resto del 2014 l'euribor a 3 mesi è rimasto sostanzialmente stabile intorno allo 0.10 per cento. Il tasso è sceso di qualche punto base a fine 2014, per effetto dell'aumento della liquidità in eccesso a cui ha contribuito la seconda Tltro, nella quale sono stati richiesti 130 miliardi di euro (Fig. 2). A fine gennaio, dopo la decisione della Bce di estendere il Quantitative Easing, l'euribor a 3 mesi è arrivato a quasi 5 punti base.

Figura 2: Eccesso di liquidità del sistema interbancario Uem (miliardi di euro),(a) tassi eonia ed euribor a 3 mesi (per cento)

(a) L'eccesso di liquidità è calcolato come totale operazioni di mercato aperto al netto dei fattori autonomi, delle riserve obbligatorie e del Securities Markets Programme.



La politica monetaria nell'area euro resterà espansiva ancora molto a lungo e i tassi Bce dovrebbero rimanere sui livelli correnti fino a quasi tutto il 2017, per poi iniziare lentamente a salire. Di conseguenza l'euribor a 3 mesi rimarrà estremamente basso per quasi tutti i prossimi tre anni e inizierà a crescere solo nel 2017, anticipando l'inizio della fase restrittiva.

La cautela della Federal Reserve nell'iniziare ad aumentare i tassi di politica monetaria per evitare un rafforzamento eccessivo del dollaro – in assenza di segnali di surriscaldamento dell'economia – ci porta a prevedere il primo rialzo per la fine di quest'anno e un tasso sui fed funds a 1.75 per cento alla fine del triennio.

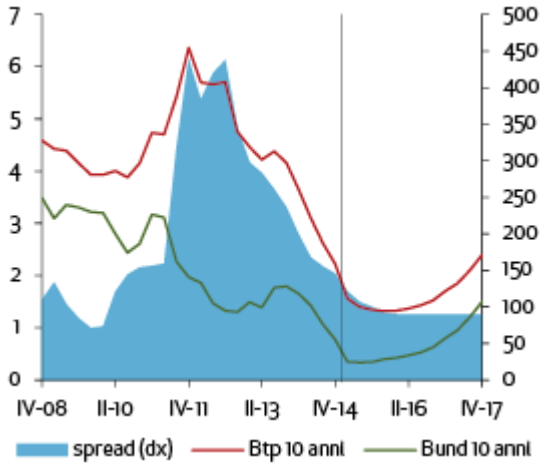
Dal meeting della Bce del 5 dicembre sono aumentate le probabilità di un'estensione del QE anche ai titoli di Stato, a causa dell'ulteriore deterioramento dell'inflazione e della minore probabilità, visti gli esiti delle prime due aste Tltro, che le misure già adottate fossero sufficienti a riportare l'attivo della Banca centrale verso la dimensione desiderata. Il rafforzamento delle attese per il QE ha fatto aumentare i prezzi dei titoli governativi dell'area euro già prima dell'annuncio del 22 gennaio. A fine gennaio i rendimenti sul Bund sono arrivati allo 0.40 per cento, dallo 0.78 per cento del 5 dicembre. Nello stesso tempo sono aumentati anche i prezzi, e quindi scesi i tassi, dei titoli dei Paesi periferici, anche se a dicembre l'andamento è stato in parte condizionato dall'attesa delle elezioni anticipate in Grecia con la probabile vittoria, poi avvenuta, di Syriza, che avrebbe

determinato una richiesta di rinegoziazione del debito. Il tasso decennale italiano dopo la riunione della Bce del 22 gennaio si è portato intorno all'1.50 per cento e lo spread sul Bund intorno ai 120 punti base. Le attese degli interventi della Bce hanno avuto degli effetti anche sui titoli Usa: il rendimento decennale è tornato sotto l'1.90 per cento (dal 2.30 per cento di inizio dicembre).

Come annunciato nella conferenza stampa del meeting di gennaio, la Bce da marzo comprerà titoli pubblici e privati sul mercato secondario per 60 miliardi al mese, fino ad almeno settembre 2016 (o anche oltre, finché il tasso di inflazione di medio termine non ritorni verso il target del 2 per cento). La Bce acquisterà titoli di ogni Paese dell'eurozona in base alla partecipazione al capitale delle singole Banche nazionali (non oltre il 33 per cento dei titoli di debito di un singolo Paese e non oltre il 25 per cento di una singola emissione), con maturità compresa tra i 2 e i 30 anni e anche con rendimenti a scadenza negativi.

Il piano di acquisti della Bce non dovrebbe avere effetti molto marcati sui prezzi dei titoli dei Paesi core, già su livelli molto elevati, mentre ci attendiamo che favorisca ulteriormente i titoli dei Paesi periferici, favorendone la riduzione dei premi al rischio. Il tasso sui Btp decennali scenderà intorno all'1.30 nel corso del 2015, con lo spread Btp-Bund che si porterà intorno ai 90 punti base, livello a cui dove dovrebbe rimanere fino alla fine del triennio di previsione (Fig. 3).

Figura 3: Rendimenti sui titoli governativi a 10 anni di Italia e Germania: storia e previsioni Prometeia (per cento)



Il prezzi dei titoli Usa scenderanno per effetto del quadro macroeconomico favorevole e di una politica monetaria meno espansiva, ma il calo sarà attenuato dagli effetti del QE europeo.

I titoli obbligazionari dei Paesi emergenti potrebbero essere penalizzati dal cambio di intonazione della politica monetaria Usa, a cui questa classe di attività è molto legata, e dalle condizioni non ancora stabili in alcuni Paesi, che potrebbero favorire deflussi di capitale. I titoli emessi in valuta locale mantengono uno spread sui titoli statunitensi ancora molto elevato (mediamente di oltre 350 punti base, e più elevato, quasi 600 pb, per i titoli dell'America Latina), che potrebbe ampiamente compensare gli effetti di un rialzo dei tassi Usa.

Nella prima parte dell'anno gli effetti del prezzo contenuto del petrolio continueranno a mantenere negativa l'inflazione al consumo nell'Uem. Ma successivamente l'azione della politica monetaria ridurrà progressivamente il rischio di deflazione e andrà a sommarsi alle spinte inflazionistiche dall'estero derivanti dal deprezzamento della valuta comune. In tal modo il QE

della Bce contrasterà il rialzo dei tassi in termini reali, favorendo quindi i prezzi dei titoli inflation-linked.

Nel 2014 i prezzi delle obbligazioni corporate sono aumentati nel segmento Investment Grade mentre l'andamento è stato più contrastato per i titoli più rischiosi. Gli effetti del crollo del prezzo del petrolio sugli utili di importanti gruppi petroliferi ha aumentato la possibilità che il maggior rischio di liquidità possa tradursi in un aumento dei tassi di default, penalizzando i titoli delle società energetiche Usa e dell'intero comparto High Yield, in cui pesano per circa il 15 per cento

Lo scenario di bassi tassi di interesse dovrebbe portare a una maggiore preferenza degli investitori per gli investimenti obbligazionari con più elevato rendimento. Tuttavia, nel breve termine potrebbero proseguire gli effetti del calo del prezzo del petrolio sulla volatilità e le prospettive di redditività del mercato corporate, penalizzandone i prezzi, almeno nel segmento High Yield Usa.

I mercati azionari nel 2014 hanno vissuto fasi alterne, soprattutto nella seconda metà dell'anno quando è aumentata l'incertezza per diversi fattori, già precedentemente menzionati (deterioramento delle prospettive di ripresa economica nell'Uem e in alcune aree emergenti, crollo del prezzo del petrolio e crisi politica in Grecia). C'è stato inoltre, sempre nella seconda parte dell'anno appena concluso, un periodo in cui erano aumentati i timori che la Fed potesse invertire in tempi brevi la politica monetaria nonostante i segnali di più moderata ripresa dell'attività mondiale. Tutti questi elementi hanno contribuito a una crescita delle quotazioni azionarie decisamente meno brillante, seppur a doppia cifra per gli indici di Usa e Giappone, di quella dell'anno precedente. Anche depurando gli indici azionari dalla componente di trend emerge che nei principali Paesi il ciclo azionario, tornato ad espandersi un paio di anni fa, è in una fase di rallentamento dagli ultimi mesi dello scorso anno.

I fattori che hanno caratterizzato il secondo semestre del 2014 hanno generato inoltre un aumento dei livelli di volatilità implicita che, seppur non su livelli storicamente molto elevati, si sono allontanati dai minimi storici raggiunti prima della scorsa estate.

L'andamento altalenante dei mercati azionari degli ultimi mesi ha comunque contribuito a mantenere gli indicatori di valutazione sotto i livelli di lungo periodo.

Le prospettive per il 2015 restano quindi ancora favorevoli per i mercati azionari, grazie alla liquidità globale ancora molto elevata. Nei prossimi mesi non è tuttavia escluso che, anche per gli effetti post elettorali in Grecia, la volatilità resti più elevata del recente passato.

Le azioni dell'Uem, e in particolare quelle dei Paesi periferici, potrebbero salire in misura maggiore beneficiando degli effetti del QE della Bce, che dovrebbe ridurre l'Equity Risk Premium dall'8 per cento di inizio 2015, anche se difficilmente potrà portarlo sui valori medi di più lungo periodo.

A differenza di quanto avvenuto nel 2014, l'indice Usa potrebbe avere ritmi di crescita inferiori a quelli dell'Uem: nonostante le migliori prospettive di crescita economica, l'indice statunitense ha già ampiamente superato i livelli pre-crisi e nella seconda parte dell'anno e potrebbe risentire dell'inversione della politica monetaria. Prospettive più incerte, infine, per il mercato giapponese, che dopo aver beneficiato di politiche monetarie sempre più espansive dovrebbe riflettere la debolezza del quadro congiunturale, e per i mercati emergenti, alle prese con difficoltà di diversa natura.

Le attese di misure straordinarie della Bce e l'ultimo annuncio sul QE, che ha sorpreso positivamente gli operatori (per l'ammontare e la durata), hanno portato a un marcato indebolimento dell'euro, che da inizio maggio 2014, quando si sono instaurate le aspettative di un intervento espansivo, ha perso oltre il 10 per cento in termini effettivi. Nello stesso periodo il cambio dollaro/euro è sceso di circa il 19 per cento, portandosi sotto l'1.12 – il livello minimo da metà settembre 2003 – dopo la riunione Bce del 22 gennaio scorso. Le incertezze su modalità e tempi del QE, l'evoluzione della crisi politica in Grecia e la decisione, a metà gennaio, della Banca centrale svizzera di cancellare la soglia sul tasso di cambio del franco svizzero con l'euro hanno portato ad una caduta del tasso di cambio con il franco svizzero, di pari passo con dillaro Usa e sterlina inglese.

Di seguito si riportano i principali indicatori di mercato a fine 2014:

Principali Indici di Mercato	Dicembre	Da Inizio Anno
Eonia	0,00%	0,10%
Bond		
JPM EMU Government Bond	1,12%	13,53%
JPM Global Government Bond	0,78%	8,41%
ML EMU Corporate Large Cap	0,45%	8,32%
ML High Yield & EM	-1,63%	0,11%
Equity		
S&P 500 TR (USD)	0,79%	15,33%
MSCI Europe TR LC	-2,27%	4,63%
MSCI World TR LC	-0,23%	10,74%
Nikkei	0,07%	8,95%
MSCI Emerging Markets TR LC	-2,78%	4,91%
Currency (rate vs Euro)		
USD	2,24%	13,48%
JPY	1,62%	-0,15%
GPB	1,86%	6,94%
Commodity		
Dow Jones UBS Commodity Index TR	-6,06%	-16,52%
Gold ($/OZ)	3,17%	-0,12%
Crude Oil, WTI (future)	-18,19%	-45,49%

Fonte: Bloomberg, 30 dicembre 2014

L'economia della provincia di Pisa nel 2014 (rielaborazione su dati CCIAA di Pisa)

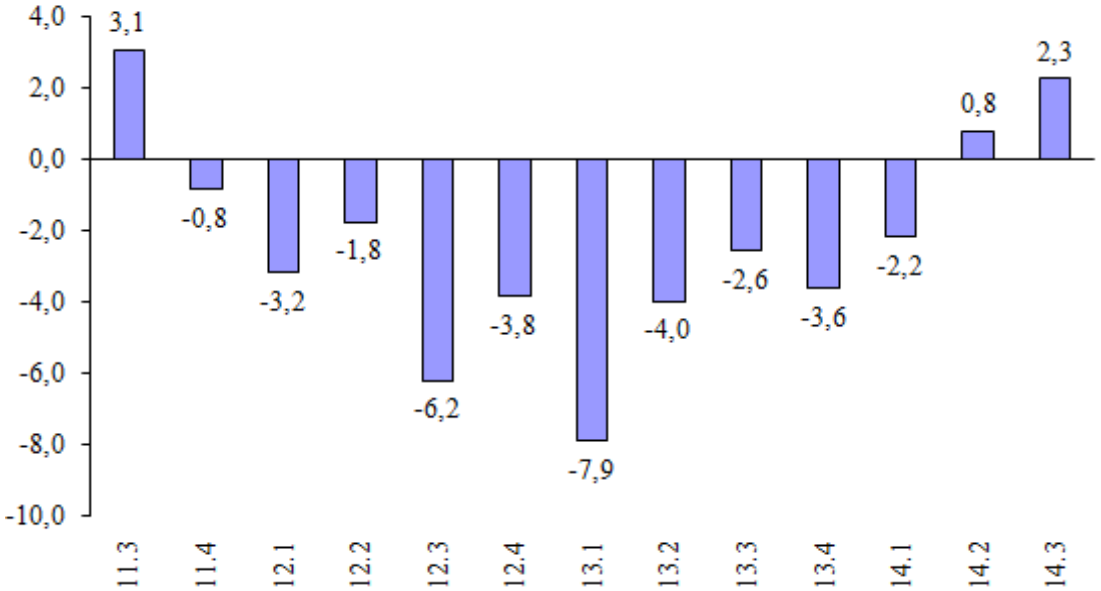
INDUSTRIA

A fronte della caduta produttiva avvenuta nel nostro paese, l'industria manifatturiera pisana migliora invece il risultato registrato lo scorso trimestre segnando, nel periodo luglio-settembre 2014, un +2,3% tendenziale. Il dato, pur positivo, non sembra però preludere ad una fase di recupero dell'attività produttiva per almeno due ragioni. La prima è che il mercato interno risulta ancora molto debole anzi, a giudicare dalle evoluzioni di fatturato e ordinativi, la tendenza sembra essere marcatamente recessiva. La seconda, riguarda invece il fronte estero dove si assiste ad rallentamento della domanda ed in particolare quella dei due principali *partner* commerciali della

provincia di Pisa: Francia e Germania. In presenza di queste due criticità è infatti piuttosto improbabile che l'attività manifatturiera pisana possa segnare una svolta.

Andamento trimestrale della produzione manifatturiera in provincia di Pisa

Var. % tendenziali



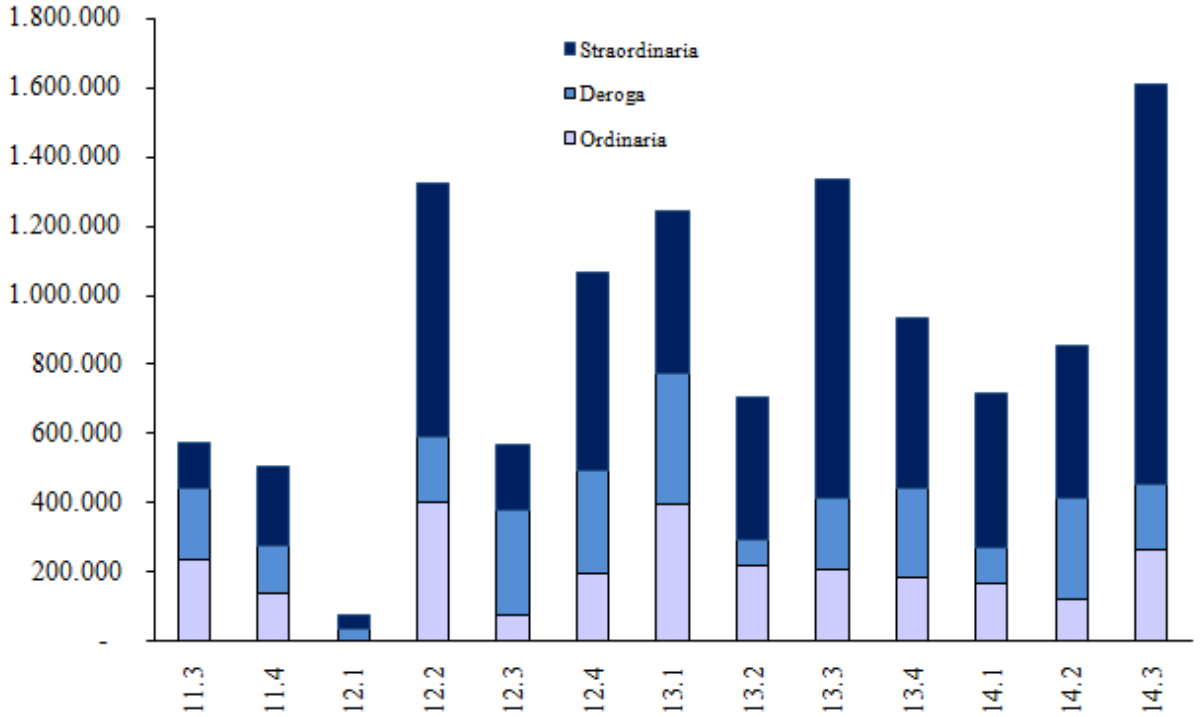
Se la produzione pisana torna a crescere, segnali negativi vengono da molti altri indicatori. Il fatturato cede infatti il 2,3% e pure la componente estera torna, dopo un secondo trimestre particolarmente positivo, sotto zero (-0,7%). Anche gli ordini, indice della domanda che dovrà essere soddisfatta dall'industria pisana, rimangono al palo: -3,2%. Unica componente che, quantomeno, dimostra una certa capacità di tenuta è quella degli ordini esteri, in crescita però molto contenuta appena il +0,5 per cento. Considerando l'elevata pressione competitiva e la flessione dei prezzi delle materie prime (-2,8% la variazione tendenziale delle non energetiche secondo l'HWWI nel terzo trimestre 2014), parzialmente controbilanciati da un euro che continua ad indebolirsi, i prezzi *ex-fabrica* dell'industria pisana mettono a segno il terzo segno "meno" consecutivo (-0,7% nel terzo trimestre 2014).

Anche dal fronte occupazionale vengono segnali che smorzano notevolmente l'ottimismo derivante dalla crescita della produzione. Il numero di lavoratori dell'industria pisana, nel trimestre luglio-settembre, segna infatti una contrazione (-0,5%) che addirittura accelera rispetto ai due trimestri precedenti.

Se i dati della dinamica occupazionale sono negativi, ancora peggiori sono quelli relativi alle ore di Cassa Integrazione Guadagni autorizzate. Nel terzo trimestre si superano infatti, seppur di poco, il milione e seicentomila ore: il livello più elevato degli ultimi tre anni. Particolarmente grave il fatto che oltre 1,3 milioni di ore afferiscano alla componente in deroga e straordinaria. Il confronto tra il terzo quarto del 2014 ed il medesimo periodo del 2013 (+276mila ore) segnala una crescita di oltre 200mila ore tanto nel comparto chimico-farmaceutico che in quello dell'elettronica.

Cassa Integrazione Guadagni nel settore Manifatturiero in provincia di Pisa

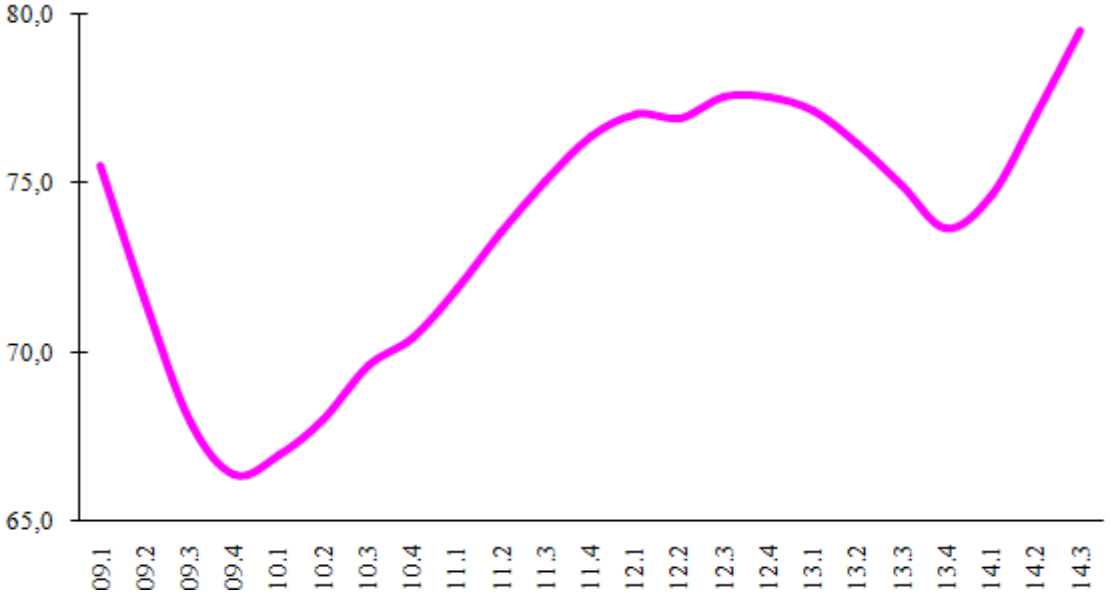
(Ore autorizzate)



Nel terzo trimestre prosegue la crescita del grado di utilizzo della capacità produttiva installata dalle imprese industriali pisane. Come segnalato nelle precedenti edizioni del rapporto, il dato deve essere senz'altro ricondotto all'uscita dalla rilevazione (e dal mercato) di aziende con uno basso utilizzo degli impianti.

Grado di utilizzo degli impianti in provincia di Pisa

(% sul totale della capacità produttiva installata, media mobile a 4 termini)



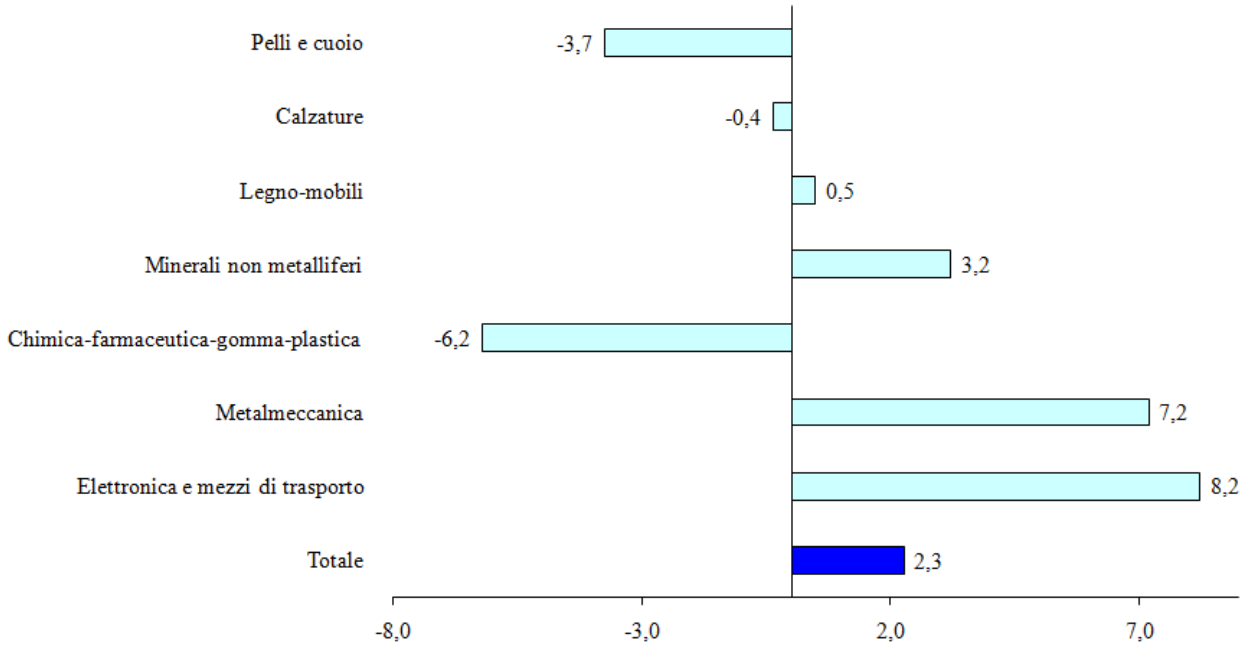
Nel periodo luglio-settembre, la **piccola industria (da 10 a 49 addetti)** è la categoria che segna i risultati peggiori. Non solo arretrano fatturato e ordinativi (entrambi -3,1%) ma addirittura la produzione (-3,1%) che, invece, a livello complessivo di industria pisana aveva segnato una crescita. Male anche l'occupazione che si contrae di 0,3 punti percentuali. La crescita produttiva registrata a livello complessivo è quindi frutto delle sole **unità produttive più strutturate (oltre 49 addetti).** In questo ambito, infatti, la produzione segna un vero e proprio balzo in avanti (+8,2%)..

Gli altri indicatori, se si eccettua quello relativo agli ordini esteri (+3,5%), segnano invece contrazioni anche piuttosto rilevanti: -1,3% il fatturato e - 3,5% gli ordinativi complessivi..

L'occupazione scende dello -0,7%. Scendendo tra i diversi settori, la crescita produttiva deriva soprattutto dalle *performance* della meccanica allargata e, in modo minore, da quelle del sistema casa. Si tratta di ben quattro comparti sui sette complessivamente monitorati dall'indagine: **elettronica-mezzi di trasporto** (+8,2%), **metalmeccanica** (+7,2%), **minerali non metalliferi** (+3,2%) ed il **legnomobili** (+0,5%). Questi settori, quindi, sono stati in grado di controbilanciare una situazione nella quale hanno perso terreno la **chimicafarmaceutica- gomma-plastica** (-6,2%) ma anche due comparti di assoluto rilievo per la provincia di Pisa quali il **pelli-cuoio** (-3,7%) e le **calzature** (- 0,4%).

Andamento della produzione manifatturiera settoriale nel III trimestre 2014

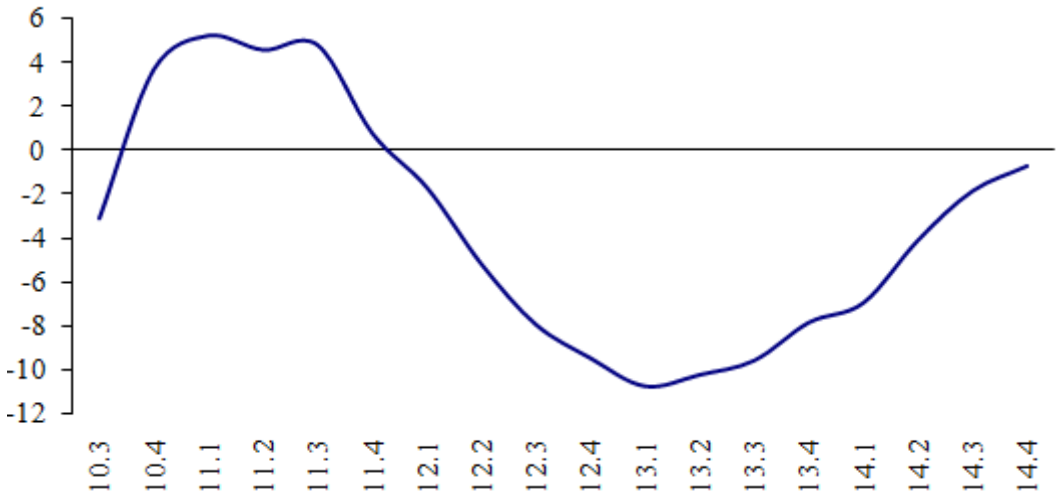
(Var. % tendenziali)



Nonostante le criticità emerse nel corso dell'indagine, continua il lento miglioramento del clima di fiducia degli imprenditori industriali che, per l'ultimo scorcio del 2014, segna un saldo di -1 punti percentuali. Il recupero, considerando le componenti elementari dell'indicatore sintetico, interessa soprattutto le aspettative relative alla **domanda estera** che passa da un saldo di +2 ad uno di +5. Tuttavia, pur rimanendo negativo, anche il dato sull'**occupazione** migliora: da -5 a -3. Stabili invece le attese relative all'evoluzione della **produzione** (saldo a 0) e quelle sulla **domanda interna** (saldo ancorato a -5).

Il clima di fiducia del sistema manifatturiero pisano a carattere industriale

(saldi aumenti-diminuzioni %, perequati con media mobile a 4 termini)



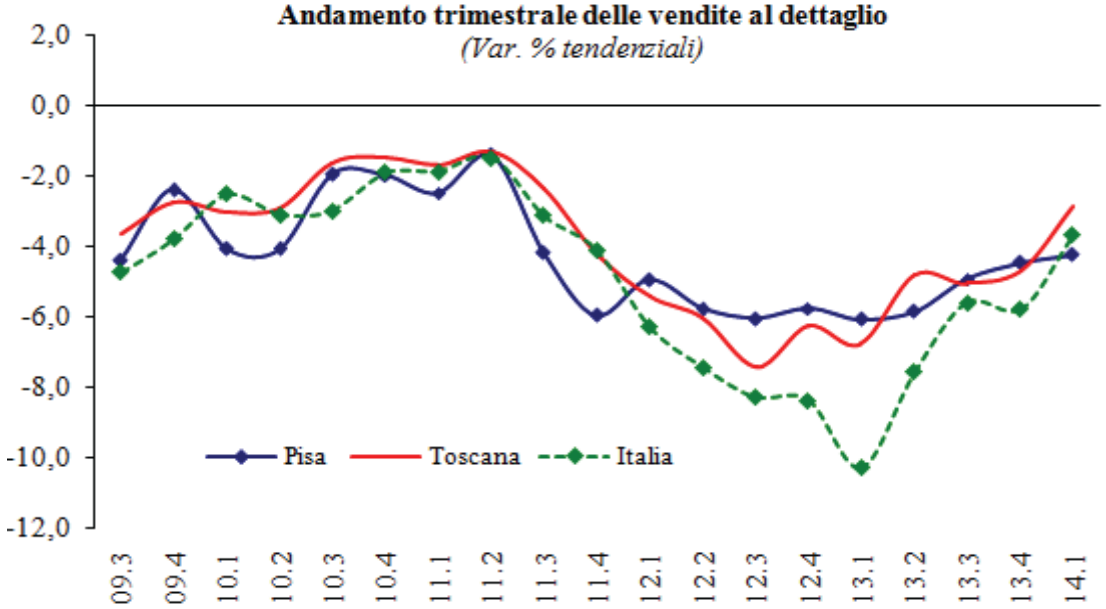
COMMERCIO

Prosegue, anche nel 2014, la crisi del commercio al dettaglio. Le flessioni registrate a livello nazionale (-3,7%) e regionale (-2,9%), sono purtroppo confermate in provincia di Pisa il cui giro d'affari, pur migliorando rispetto al dato dell'ultimo quarto del 2013, segna un -4,3%.

Pesano, su questi risultati, l'estrema debolezza dei redditi delle famiglie determinata dalle persistenti difficoltà sul fronte occupazionale (il tasso di disoccupazione nel primo trimestre del 2014 tocca il 12,6% a livello nazionale), e da un livello di pressione fiscale che per l'anno in corso dovrebbe assestarsi al 44%.

Andamento trimestrale delle vendite al dettaglio

(Var. % tendenziali)

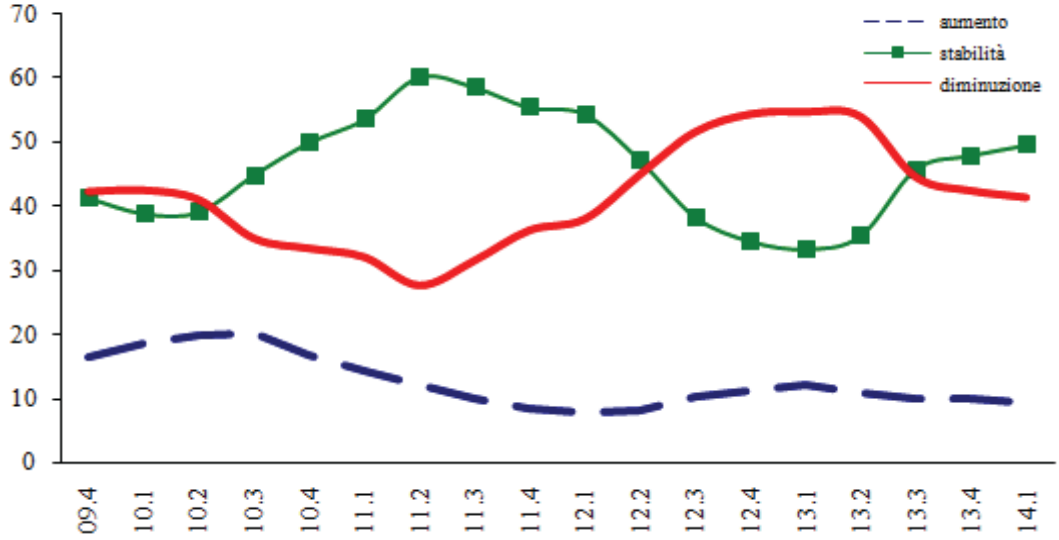


Sebbene il saldo tra la quota di imprese che hanno registrato un aumento delle vendite e quelle che, invece, hanno registrato una contrazione sia ancora pesantemente negativo (-32 punti percentuali) è da segnalare un certo miglioramento non solo rispetto al trimestre scorso (un punto in più) ma anche rispetto allo stesso periodo del 2013 (qui il miglioramento è di ben dieci punti). Da

segnalare, a questo proposito, la crescita della percentuale di aziende che dichiarano vendite stabili rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente: nel periodo gennaio-marzo 2014 la metà del totale.

Andamento trimestrale della quota di imprese che segnalano aumento, stabilità e diminuzione delle vendite rispetto al medesimo trimestre dell'anno precedente

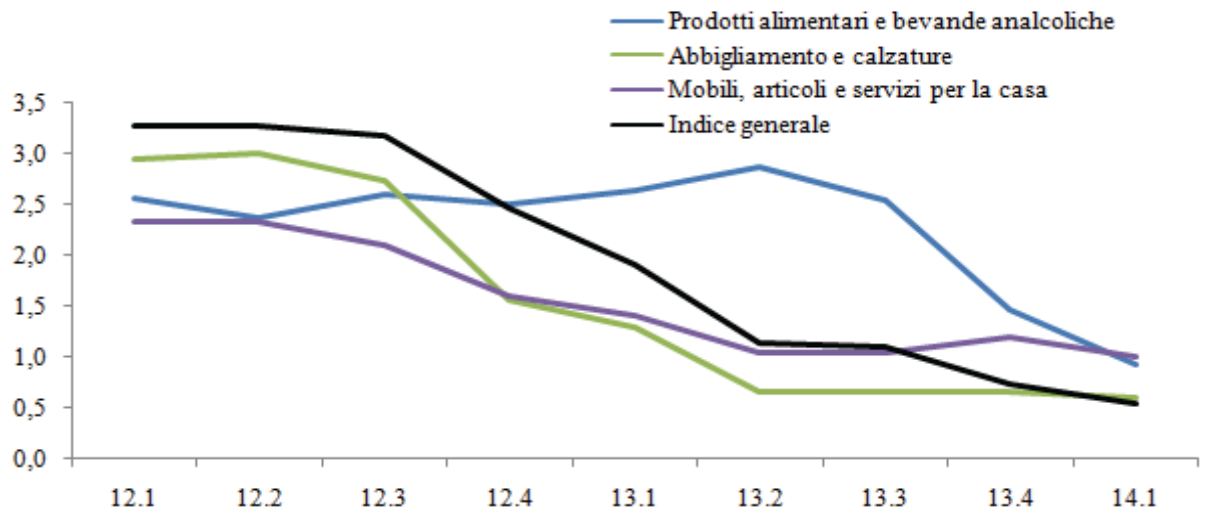
(quote % perequate con media mobile a 4 termini)



Come già rilevato nelle note precedenti, l'andamento dei prezzi al consumo continua a rallentare portandosi in prossimità della deflazione: la situazione in cui i prezzi tendono a contrarsi..

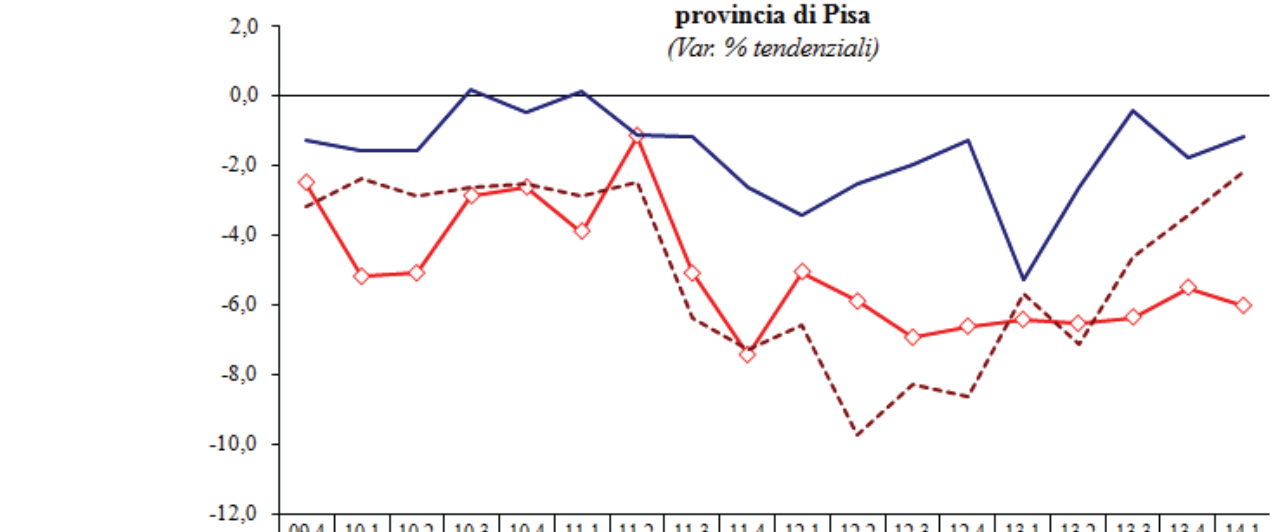
L'andamento nazionale dell'indice generale dei prezzi al consumo di beni e servizi1 registra infatti, nei primi tre mesi del 2014, un +0,5% tendenziale: quasi un punto e mezzo più in basso rispetto al dato dei primi tre mesi del 2013 quando si assestò al +1,9%. Nel mese di agosto le anticipazioni segnalano già la deflazione (-0,1%). Si tratta di un fenomeno, quello della deflazione, molto pericoloso perché agisce da deterrente per gli acquisti. I consumatori, infatti, anticipando prezzi futuri sempre più bassi**,** rinviano gli acquisti**,** deprimendo i consumi e, a catena, produzione ed investimenti. All'interno delle divisioni di spesa più direttamente riconducibili al commercio nel primo trimestre 2014 i mobili, gli articoli ed i servizi per la casa segnano la crescita più consistente (+1,0%) seguiti dall'alimentare e dagli alcoolici-tabacchi (+0,9%). Fanalino di coda, nel trimestre, l'abbigliamento e le calzature con una crescita dei prezzi di appena lo 0,6%.

Indici dei prezzi al consumo NIC per alcune Divisioni di Spesa - Italia
(Var. % tendenziali)



Portando l'analisi a livello di tipologia distributiva, il primo scorcio del 2014 vede l'aggravarsi della crisi delle **piccole unità (1-5 addetti)** che dopo il -5,5% di fine 2013 aprono il 2014 con un -6,0%. Ad una certa distanza, seguono le **medie strutture (6-19 addetti)** che arretrano del 2,2% mentre le **grandi unità (20 addetti e oltre**) segnano una caduta delle vendite di poco più di un punto percentuale (-1,2%).

Andamento trimestrale delle vendite al dettaglio per tipologia distributiva in provincia di Pisa
(Var. % tendenziali)



	09.4	10.1	10.2	10.3	10.4	11.1	11.2	11.3	11.4	12.1	12.2	12.3	12.4	13.1	13.2	13.3	13.4	14.1
Piccola distribuzione	-2,5	-5,2	-5,1	-2,9	-2,6	-3,9	-1,2	-5,1	-7,4	-5,1	-5,9	-6,9	-6,6	-6,4	-6,5	-6,4	-5,5	-6,0
Media distribuzione	-3,2	-2,4	-2,9	-2,6	-2,5	-2,9	-2,5	-6,4	-7,3	-6,6	-9,7	-8,3	-8,6	-5,7	-7,1	-4,7	-3,4	-2,2
Grande distribuzione	-1,3	-1,6	-1,6	0,2	-0,5	0,1	-1,1	-1,2	-2,6	-3,4	-2,5	-2,0	-1,3	-5,3	-2,6	-0,4	-1,8	-1,2

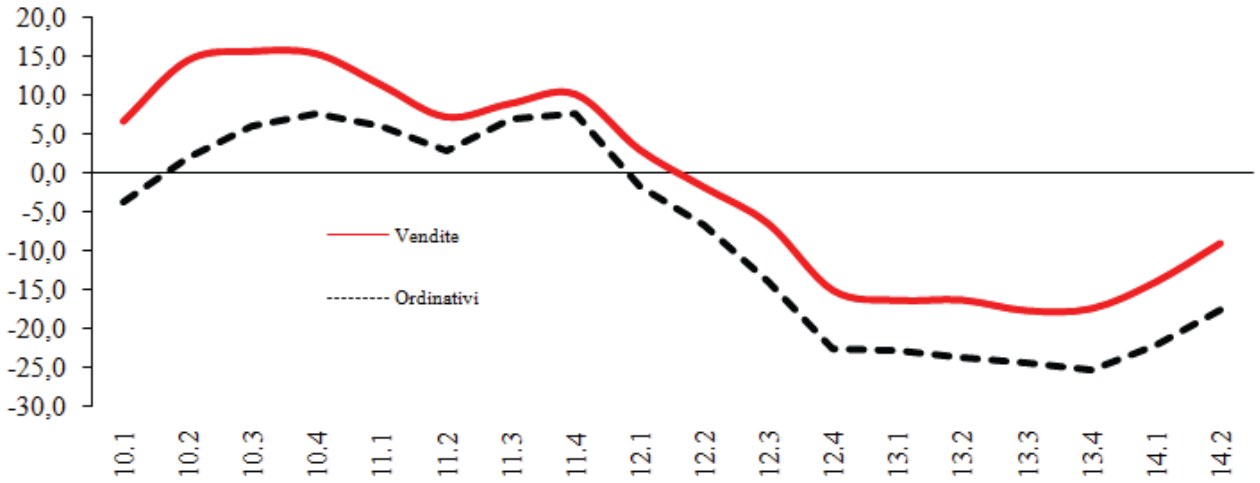
L'**alimentare**, con un -6,3%, si conferma il peggior settore tra quelli presi in considerazione dall'indagine. Se l'alimentare è in crisi il **non alimentare** non va meglio con un risultato che, nei primi tre mesi del 2014, registra un - 4,5%. Unica nota positiva è quella relativa agli **ipermercati, supermercati e grandi magazzini** che con un +3,8% registrano una decisa inversione di tendenza.

All'interno del non alimentare risulta particolarmente difficile la situazione dei **prodotti per la casa ed elettrodomestici** (-8,5%) mentre l'**abbigliamento e accessori,** grazie ai saldi invernali, sembrano tutto sommato tenere **(**-0,6%). A questo ultimo proposito, tuttavia, è però da considerare come il comparto venga da un periodo molto negativo. Male anche gli **altri prodotti non**

alimentari che nei primi tre mesi del 2014 hanno segnato un -4,7%. Lo stato di fiducia degli operatori del commercio, pur registrando il terzo miglioramento consecutivo, è ancora molto basso.

Per il periodo aprile-giugno 2014, il saldo percentuale tra le imprese si aspettano un aumento delle vendite e quelle che, invece, si aspettano una diminuzione risulta pari a -9 punti percentuali ed anche rispetto agli ordinativi rivolti ai fornitori il saldo si assesta ancora sotto zero: -18 punti percentuali.

Le attese del commercio al dettaglio pisano
(saldi aumenti-diminuzioni % perequati con media mobile a 4 termini)



La crisi continua a falcidiare le aziende commerciali della provincia che, a fine marzo 2014, si assestano appena sopra le 8mila unità. In questo ambito è ancora il **non alimentare** (-148 unità, -2,4% tra il marzo 2014 ed il marzo 2013), che vede rarefarsi in modo più deciso il numero di punti vendita con gli **ambulanti** che ne perdono ben 78. La contrazione prosegue, nell'ambito del commercio in sede fissa, non solo per l'**abbigliamento e accessori** (-38 negozi, -3,4%) ma anche per **prodotti per la casa ed elettrodomestici** (-34 unità, -4,1%). Molto contenuta, appena tre negozi in meno, la flessione nell'**alimentare** con i **minimercati** che crescono (+3 aziende, +0,7%) e gli **specializzati alimentari** che perdono terreno (-6, -0,6%).

Tra le diverse aree della provincia, è ancora una volta la **Val d'Era** (-2,8%, -70 unità) a segnare la caduta più consistente di negozi seguita ad una certa distanza dal **Valdarno Inferiore** (-3,4%, -39) e, leggermente più indietro, dall'**Area Pisana** (-1,0%, -38 negozi). Più distanziata, ma sempre in terreno negativo, troviamo la **Val di Cecina** (-1,2%, -8 unità).

ARTIGIANATO

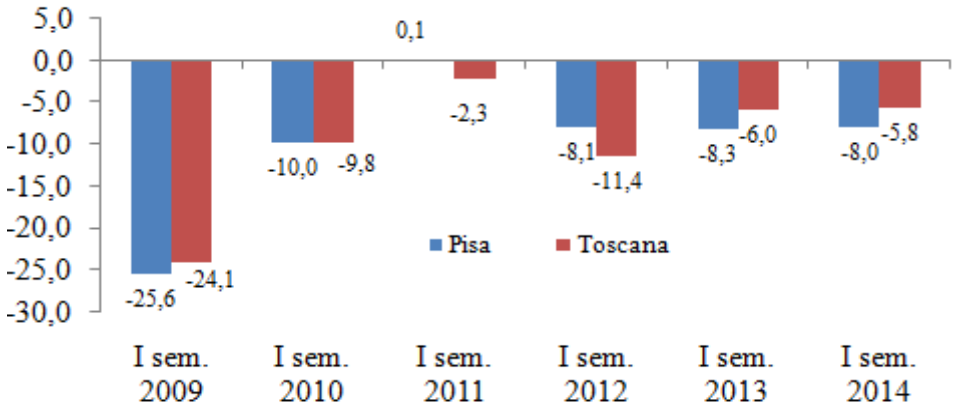
L'indagine congiunturale condotta sul sistema manifatturiero a carattere artigiano, ci riconsegna un quadro che continua ad essere particolarmente negativo per la provincia di Pisa. Nei primi sei mesi del 2014, rispetto al medesimo periodo del 2013, il fatturato del comparto arretra infatti dell'8% mettendo a segno un risultato tutto sommato in linea con quello degli ultimi due "primi semestri".

Che la fase continui ad essere recessiva lo dimostrano anche tutti gli altri indicatori, come quelli riguardanti l'occupazione, la propensione ad investire e, soprattutto, la dinamica imprenditoriale: tra il 30 giugno 2013 ed il 30 giugno 2014 si registrano infatti 32 unità artigiane manifatturiere in meno. Anche i prezzi di vendita, considerate le forti pressioni competitive, rimangono al di sotto dello zero: -0,9% nel primo semestre 2014, -0,7% nel primo semestre 2013.

Scendendo nei dettagli, a Pisa, per il secondo anno consecutivo, deve fare i conti con evoluzioni del fatturato peggiori rispetto alla Toscana. Se il fatturato pisano perde infatti l'8%, la

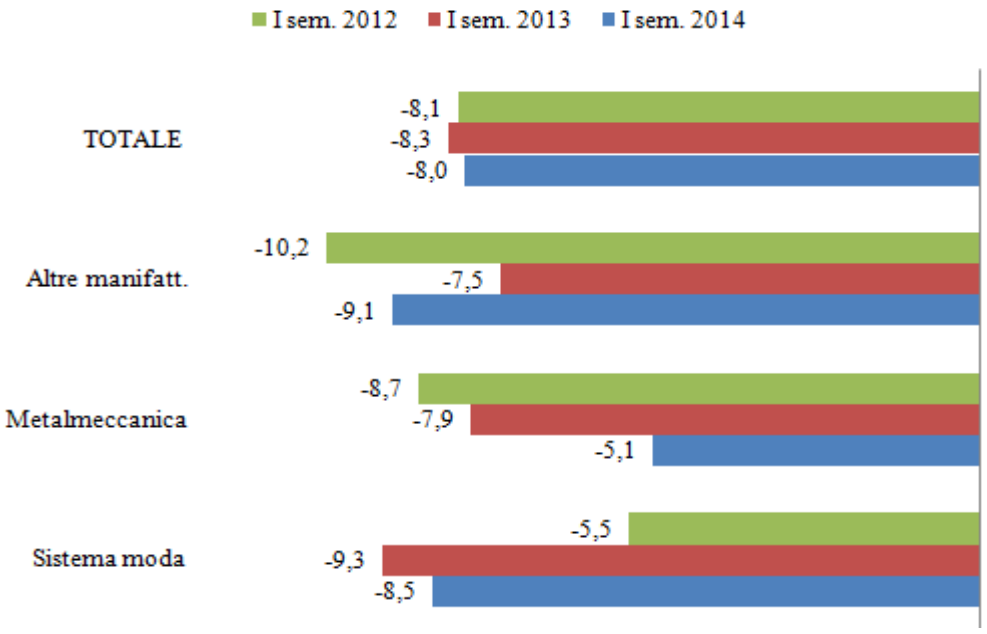
Toscana arretra del 5,8%. Anche il grado di diffusione della crisi, oltre ovviamente all'andamento medio, segnala la drammaticità della situazione: nei primi sei mesi del 2014 appena 6,6 imprese manifatturiere artigiane pisane su 100 avevano segnato un aumento del proprio giro d'affari a fronte di 43 che, invece, registravano
una diminuzione.

Andamento del fatturato manifatturiero in provincia di Pisa ed in Toscana
(var. % rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente)



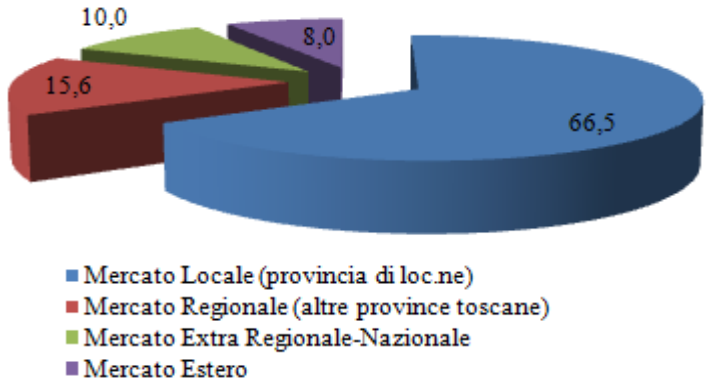
Considerando i diversi settori per i quali sono disponibili le stime, la caduta più consistente del giro d'affari artigiano è, anche nel primo semestre 2014, quella delle **altre manifatture** (che comprendono il legno-mobili e altre produzioni tradizionali) che, addirittura, peggiorano il risultato rispetto ai primi sei mesi del 2013 (-9,1%). Nel manifatturiero, va male anche il **sistema moda,** al cui interno troviamo abbigliamento, cuoio e calzature, che nei primi sei mesi del 2014 segna un -8,5%. La ***metalmeccanica*** invece, grazie ai buoni risultati segnati dal comparto industriale cui è in parte legata, arretra invece in modo meno consistente (-5,1%).

Andamento del fatturato per macro settori in provincia di Pisa
(var. % rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente)



L'orizzonte di mercato delle imprese manifatturiere artigiane pisane è quello del mercato locale: su cento euro di fatturato, infatti, ben 66,5 sono realizzati all'interno della provincia ed un ulteriore 15,6% arriva da altri territori della Toscana. Il 10% del giro d'affari del comparto proviene invece da altre regioni, mentre solo l'8% da mercati oltre confine.

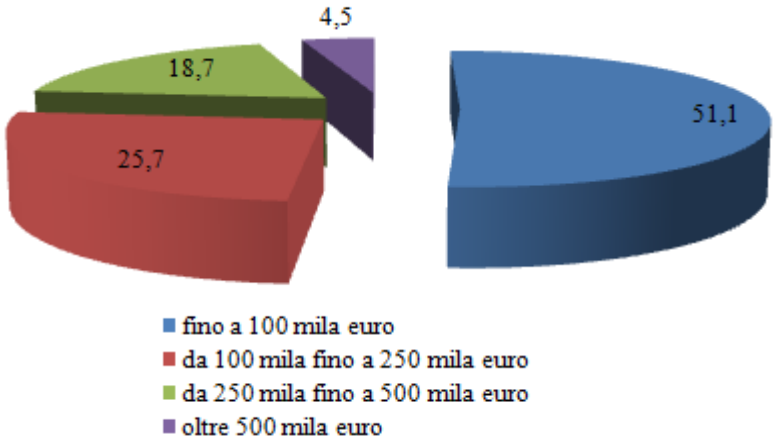
Fatturato delle imprese artigiane manifatturiere pisane rispetto ai mercati – I semestre 2014



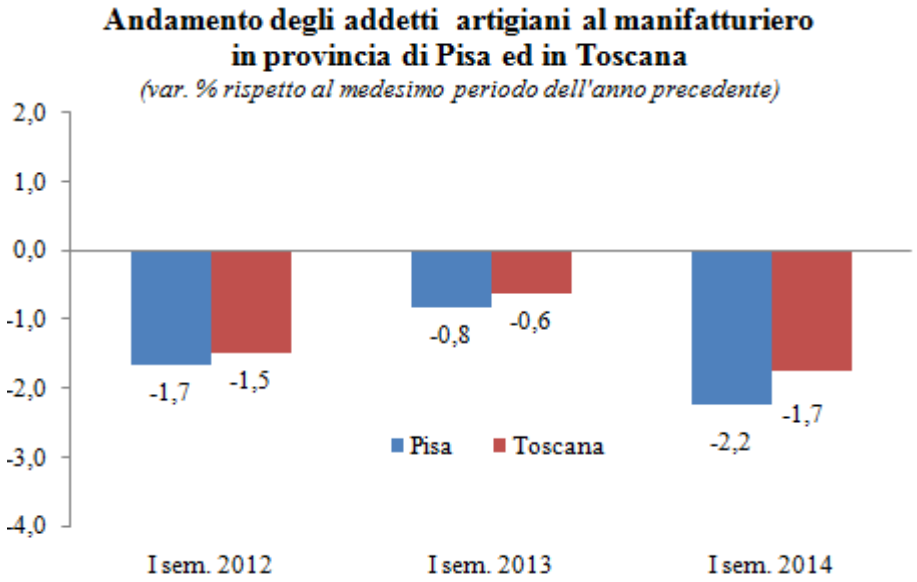
La "taglia" media delle imprese artigiane pisane si conferma particolarmente contenuta. Il 51,1% delle imprese dichiara infatti un giro d'affari inferiore ai 100mila euro ed un ulteriore 25,7% ne realizza da 100 a 250mila. Appena il 4,5% delle aziende ha un giro d'affari superiore al mezzo milione di euro. Il fatto di avere una "taglia" contenuta in termini di fatturato ed un orizzonte di mercato molto limitato, si sta quindi dimostrando un *handicap* notevole per le imprese manifatturiere artigiane facendo tramontare, in moltissimi casi e non da adesso, il mito del "piccolo è bello".

Imprese artigiane pisane del manifatturiero per classi di fatturato – anno 2013

(quote % delle imprese dell'universo indagato)



I primi sei mesi del 2014 portano un ulteriore e pesante restringimento della base occupazionale artigiana manifatturiera tanto a livello regionale (-1,7%) che, soprattutto, della provincia di Pisa (-2,2%).

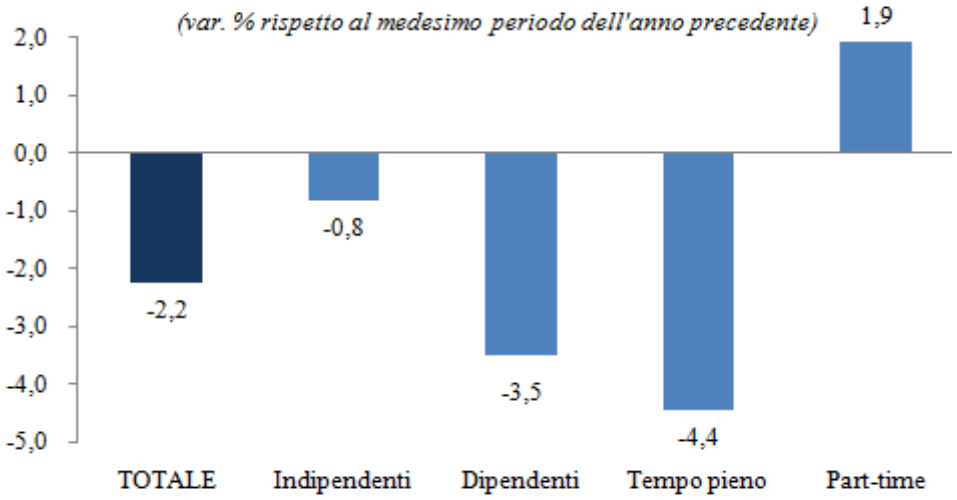


Il calo dell'attività, e la conseguente ricerca di maggiore flessibilità da parte delle imprese manifatturiere a carattere artigiano, porta ad aumentare solo l'occupazione *part-time* (+1,9%).

Considerando le altre tipologie contrattuali, il primo semestre del 2014 segnala invece una pesante contrazione dell'occupazione *dipendente* (-3,5%) e di quella a *tempo pieno* (-4,4%). Anche i lavoratori *indipendenti* segnalano una seppur lieve flessione: -0,8%.

Andamento degli addetti artigiani al manifatturiero in provincia di Pisa per tipologia contrattuale nel I semestre 2014

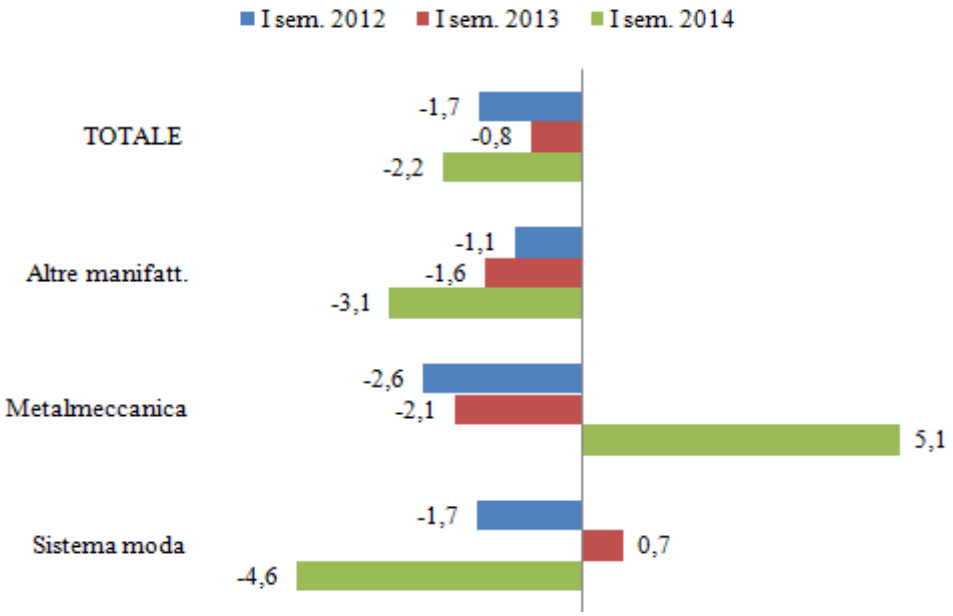
(var. % rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente)



All'interno dei diversi comparti del manifatturiero, si segnalano le pessime performance del **sistema moda** (-4,6%) e delle **altre manifatture** (-3,1%) mentre la **metalmeccanica** segna un interessante balzo in avanti (+5,1%), che dovrà essere confermato nelle prossime rilevazioni.

Andamento degli addetti per macro settori in provincia di Pisa

(var. % rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente)



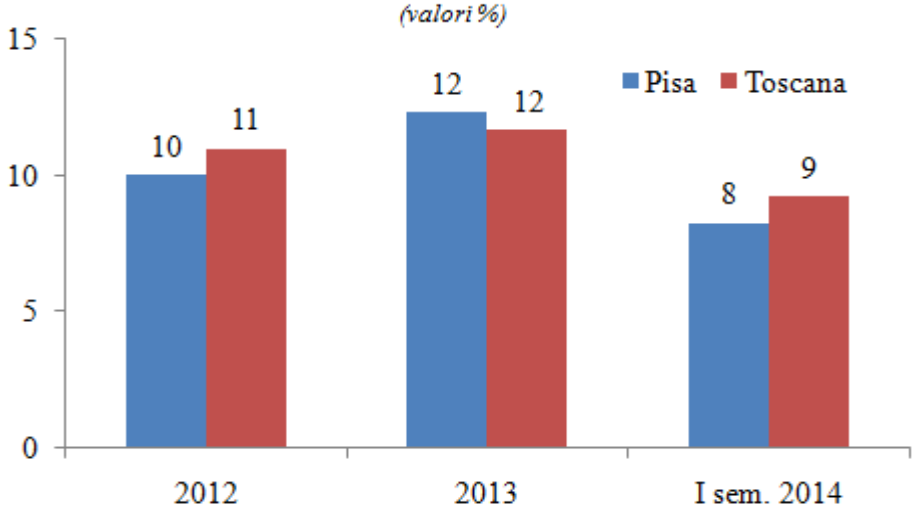
Se i dati sul 2013 indicavano un leggero recupero della quota di aziende artigiane che dichiaravano un aumento della spesa per investimenti, i primi sei mesi del 2014 ci riconsegnano una situazione nettamente peggiore con Pisa, anche in questo caso, in posizione più arretrata rispetto alla Toscana.

Appena 8 imprese manifatturiere pisane su 100 (9 invece in Toscana) dichiarano infatti di avere programmi di investimento in corso: un segno inequivocabile dello stato di crisi di fiducia in cui versa il sistema manifatturiero artigianale che, appunto, non investe.

Investimenti

Andamento delle quote di imprese artigiane manifatturiere con investimenti in corso in provincia di Pisa ed in Toscana

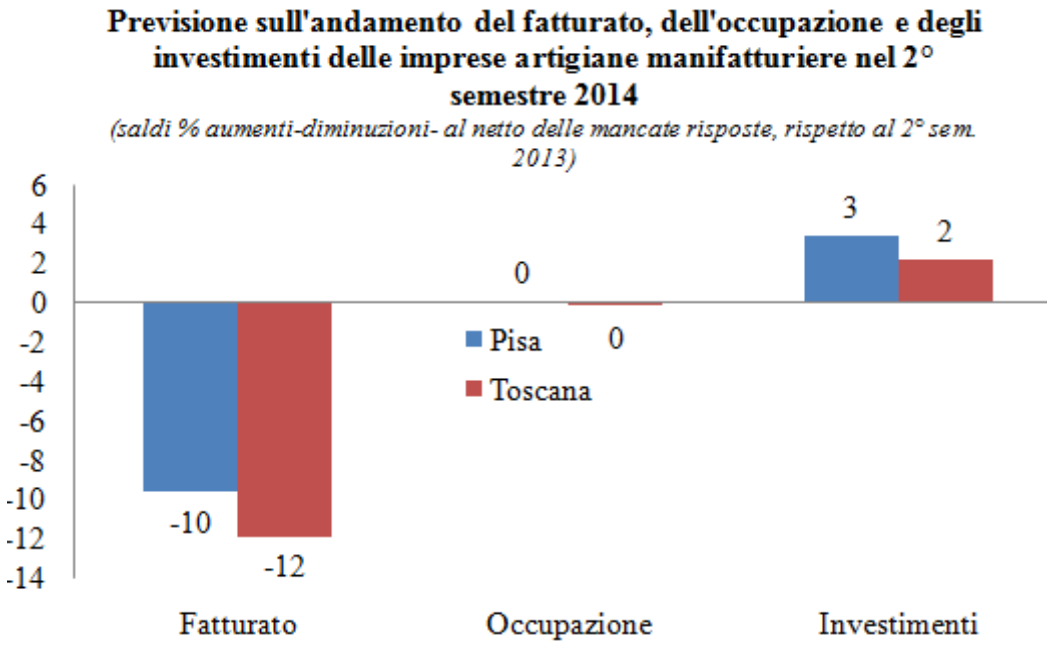
(valori %)



Cartina di tornasole della crisi del sistema artigiano è la dinamica imprenditoriale. Il numero di imprese registrate segna infatti un'ulteriore flessione: -1,4%, pari, in valore assoluto, ad una contrazione di 153 unità in dodici mesi, per lo più di nazionalità italiana (-134). Scendendo a livello settoriale, il dato complessivo è fortemente influenzato dal comparto **edile** che perde il 4,1%: -182 imprese. Male anche il **manifatturiero**, settore oggetto dell'indagine, che in dodici mesi lascia sul terreno l'1,1% (-32 unità). Se si eccettua il comparto **alimentare** (+4,7%) tutti gli altri settori evidenziano una contrazione che si mostra percentualmente rilevante tra le **calzature** (-2,7%) ed il **tessileabbigliamento-maglieria** (-2,1%). Tra gli altri settori, i **servizi** confermano invece la capacità di registrare tassi di sviluppo di segno positivo (+1,9%,+62 unità).

Pesante è il clima di sfiducia che aleggia tra gli imprenditori del manifatturiero artigiano pisano.

Il saldo percentuale tra coloro che prevedono un aumento del **fatturato** rispetto a quelli che, invece, ne prevedono una contrazione nel corso della seconda metà del 2014 si posiziona su valori negativi tanto in Toscana (-10) quanto, e soprattutto, a Pisa (-12). Se le attese su **addetti**, pur migliori rispetto a quelle sul fatturato, segnalano un equilibrio tra "ottimisti" e "pessimisti" quelle sugli **investimenti** evidenziano invece una leggera prevalenza del primo gruppo soprattutto in provincia di Pisa (+3).



IL QUADRO GENERALE DEGLI INVESTIMENTI DELLA FONDAZIONE

Anche nel 2014 è proseguito il ciclo recessivo, anche se con un andamento più rallentato e con una sostanziale fine della discesa nell'ultimo trimestre.

A parte per il caso greco, è invece superata la crisi del debito sovrano dei paesi più deboli dell'area euro, con un forte restringimento dello spread rispetto al Bund tedesco che è sceso nel 2015 sotto la soglia dei 100 punti base.

Rimane invece insoluto e anzi si aggrava il problema della disoccupazione, specialmente quella giovanile.

Si è quindi registrato un notevole calo dei tassi di interesse, con presenza sempre di elevata volatilità; in tale ottica si è preferito mantenere il portafoglio in essere a gestione diretta, caratterizzato da un buon flusso cedolare, effettuando investimenti mirati in prodotti anticiclici (polizze di capitalizzazione) ed in fondi di investimento ad alta specializzazione.

Il buon andamento generale complessivo dei mercati si è riflesso in un positivo ritorno economico del portafoglio a gestione diretta sia in termini di redditività che di tenuta dei prezzi, replicato in media anche dal comparto gestito che ha performato in misura superiore alle attese di rendimento.

Anche i proventi derivanti dal restante portafoglio a gestione diretta sono risultati in linea con il dato di consuntivo 2013 e superiori alle previsioni 2014, nonostante il maggior aggravio della tassazione passata dal 20% al 26% con decorrenza 1/7/2014.

E' invece totalmente mancato, nonostante il risultato di bilancio positivo, il contributo del dividendo della partecipata CRV SpA, condizionando quindi negativamente le possibilità di incremento dell'attività istituzionale.

Al momento gli investimenti della Fondazione diversi dagli strumenti di tesoreria, dalle società strumentali e dalla conferitaria, meglio descritti in nota integrativa, sono così composti:

STRUMENTI FINANZIARI IMMOBILIZZATI

- € 20.000.000 in obbligazioni subordinate, tutte a tasso fisso, emesse dalla conferitaria Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A, di cui € 10.000.000 al tasso del 4,25% con scadenza 2018 e € 10.000.000 al tasso 3,5% scadenza nel 2019; trattandosi di titoli illiquidi sono stati classificati come immobilizzazioni e come tali destinati ad essere detenuti fino a scadenza, in ragione della sostanziale assenza di rischio; tali strumenti, essendo finalizzati a raccolta per investimenti sul territorio, possono rientrare nella previsione dell'art. 7, comma 1, del D.Lgs. 153/99.
- € 537.486,12 corrispondenti a n. 4.479.051 azioni Banca Carige Spa, ottenute dalla conversione di un precedente prestito obbligazionario e della successiva adesione all'aumento di capitale emesso a sconto, valore ridotto per effetto di svalutazioni operate nel corso dell'anno; il titolo sarà dismesso quando le condizioni del mercato consentiranno il recupero parziale dell'investimento.
- € 1.002.549,00 corrispondenti a n. 30 azioni di categoria C della CDP Reti SpA. L'investimento dovrebbe consentire a regime una redditività stabile superiore a quella ritraibile sul mercato monetario, senza oscillazioni di valore essendo la società non quotata.
- € 1.949.156,89 corrispondenti a n. 194.924 azioni della Auxilium Vitae SpA e pari al 32.93% del capitale sociale. La partecipazione è detenuta ai fini dello sviluppo economico e sociale del territorio ed è soggetta ad attenta valutazione in relazione ai risultati negativi degli ultimi esercizi che se confermati dovranno portare necessariamente ad una svalutazione o ad una riclassificazione tra gli investimenti privi di adeguata redditività.

STRUMENTI FINANZIARI NON IMMOBILIZZATI

- € 7.290.557,06 (valore consolidato) per polizze di capitalizzazione; trattasi di una diversificazione attuata dal 2007 e consolidata nel corso dello scorso anno, finalizzata a stabilizzare il rendimento, che ogni anno si consolida nella misura riconosciuta al netto delle commissioni. Il valore conseguito nel 2014 al lordo delle commissioni ed imposte è stato certificato nella misura del 3,88% per le Generali e 3,96% per Reale Mutua.
- € 30.366 corrispondenti a n. 21.000 azioni Enel Green Power SpA, al momento in attesa di ulteriori determinazioni in merito al mantenimento o meno dell'interessenza e quindi dell'eventuale passaggio nel comparto delle partecipazioni;
- € 2.400.000 di nominali obbligazioni subordinate emesse da Banca Carige con scadenza al 12/2020 a tasso fisso (7,321%);
- € 100.000 in valore nominale di obbligazioni ordinarie a tasso fisso (5,625%) emesse dalla Atlantia SpA con scadenza nell'esercizio 2016;
- € 1.000.000 in valore nominale di obbligazioni subordinate a tasso fisso (5,00%) emesse da Monte dei Paschi SpA con scadenza nell'esercizio 2020;
- € 500.000 in valore nominale di BTP a tasso fisso (4%) con scadenza nell'esercizio 2020;

- € 500.000 in valore nominale di obbligazioni ordinarie a tasso fisso (5,15%) emesse da Intesa San Paolo con scadenza nell'esercizio 2020;
- € 1.000.000 in valore nominale di obbligazioni Banca Marche a tasso con scadenza nell'esercizio 2017;
- € 500.000 corrispondenti a n. 51.440,329 quote del Fondo Pimco Income Diversified Income Fund;
- € 500.000 corrispondenti a n. 46.082,961 quote del Fondo Pimco Income Fund Eur hdg Distribuzione.

Anche nel corso del 2014 la liquidità pervenuta dai rimborsi è stata mantenuta sui conti di servizio in ragione dei buoni tassi riconosciuti, superiori a quelli ricavabili da investimenti sul mercato monetario.

Relativamente alle gestioni patrimoniali nel corso del 2014 il mandato dei gestori è rimasto invariato salvo la concessione, a chi ne ha fatto motivata richiesta, dell'incremento fino al 20% per le classi di investimento più rischiose.

Il risultato in termini di rendimento, confrontato con la bassa volatilità del portafoglio rispetto al mercato, è comunque da ritenere soddisfacente anche in relazione agli attuali vincoli di operatività in essere; detti limiti saranno oggetto di una revisione in quanto appare necessario ridurre il peso dell'area Euro in ragione del fatto che i rendimenti a breve/medio termine risultano inferiori all'1% e si attestano all'1,5% solo su scadenze molto lunghe con assunzione di elevato rischio di tasso.

Tra le partecipazioni non strumentali detenute il dividendo è imputabile alla piccola quota di azioni Enel Green Power.

Per quanto attiene alla Cassa di Risparmio di Volterra SpA, si rinvia a quanto esposto in precedenza.

La redditività media dell'attivo fruttifero investito in strumenti finanziari, al netto delle imposte sostitutive e delle ritenute alla fonte e senza considerare le partite straordinarie e le svalutazioni si è attestata al 1,16%, in flessione rispetto al 2013 a motivo del mancato dividendo della CRV Spa.

Nel dettaglio la redditività media (netta da imposte sostitutive e ritenute) calcolata sui valori di carico in bilancio si attesta a:

0% per le partecipazioni;

2,67% per il comparto obbligazioni/liquidità e polizze di capitalizzazione;

2,61% per le gestioni patrimoniali.

Nel corso dell'anno il Consiglio di Amministrazione, in conformità agli obblighi imposti dal regolamento, ha effettuato il controllo sugli andamenti dei risultati delle gestioni, provvedendo a dare informativa all'Organo di Indirizzo anche mediante audizioni dei responsabili delle varie società di gestione.

Ai fini del monitoraggio e per coadiuvare il CdA nella scelta degli investimenti, a fine anno è stato costituito un comitato investimenti per coadiuvare le scelte gestionali e strategiche degli Organi della Fondazione, come anche previsto dalla Carta della Fondazioni ACRI.

Per quanto riguarda invece gli investimenti delegati al Consiglio di Amministrazione come illustrato in precedenza si è data preminenza ad investimenti in strumenti di risparmio gestito e di polizze di capitalizzazione, per le motivazioni già esposte in precedenza.

In generale quindi, con riferimento al profilo di rischio estremamente prudenziale adottato dalla Fondazione, i risultati sono nel complesso soddisfacenti e, unitamente ad un politica di contenimento delle spese ed oculato utilizzo dei fondi per attività istituzionale, hanno consentito un maggior volume di erogazioni rispetto al DPP.

Di seguito si evidenziano brevi commenti sull'operatività delle gestioni patrimoniali, rimandando alla lettura della nota integrativa per i dati quantitativi e reddituali e agli allegati per la composizione dei portafogli.

LE GESTIONI PATRIMONIALI

I mandati gestionali della Fondazione sono sempre stati caratterizzati da estrema prudenza, con un limite massimo all'investimento azionario fissato al 15% e in obbligazioni non governative del 25%, con facoltà per i gestori di eliminare tutta l'esposizione a rischio riposizionandosi su titoli di stato dell'area euro anche a breve termine.

Nel corso del 2014 tutti i gestori hanno sfruttato tutta la flessibilità dei mandati, utilizzando anche la facoltà in deroga di aumentare l'esposizione fino al 20% per la classe azionaria al fine di dare maggior spessore a rendimenti altrimenti molto bassi (il tasso euribor è pari allo 0,10%).

Nel corso dell'anno il Consiglio di Amministrazione ha proseguito l'attività di monitoraggio su base mensile, non rilevando tuttavia situazioni che comportassero nuovi interventi di modifica dei criteri di mandato ad eccezione della necessità di cui sopra di aumentare il profilo di rischio in ottica di un maggior rendimento futuro.

Di seguito si riportano le sintesi dell'attività di gestione dell'anno.

GESTIONE PIONEER SGR

Sui mercati obbligazionari europei le preoccupazioni per la dinamica di crescita globale, alimentate anche dal calo del prezzo del petrolio con implicazioni sul ciclo dei paesi emergenti e sui flussi di capitale, unitamente all'incertezza politica in Grecia hanno determinato un flight to quality e un conseguente calo dei rendimenti sui titoli di Stato dei paesi cosiddetti "core".

I titoli di Stato dei paesi periferici europei hanno evidenziato una elevata capacità di resilienza di fronte all'emergere delle incertezze politiche in Grecia.

I titoli di Stato greci hanno subito gli effetti della crisi politica: il rendimento decennale è salito dal 9,6% di fine 2014 circa all'11,17% circa di fine gennaio; il rendimento del titolo a tre anni è passato dal 14% circa al 18,6% circa, con la pendenza negativa della curva che segnala le preoccupazioni sulla stabilità finanziaria del paese nel breve periodo.

La prosecuzione del processo di normalizzazione della politica monetaria in USA ha invece determinato un movimento verso l'alto della parte a medio termine della curva dei rendimenti.

All'interno del mandato, abbiamo mantenuto un leggero sottopeso di duration in quanto ci aspettiamo un'economia in crescita che dovrebbe indurre un rialzo dei tassi nei paesi sviluppati.

Si ritiene infatti che i tassi di rendimento europei a lungo termine, su livelli storicamente bassi nei mercati core, incorporano già attese di un tasso ufficiale su livelli bassi per un lungo periodo di tempo; essi sono stati ulteriormente compressi verso il basso dall'attesa, prima, e dall'annuncio, poi, del Quantitative Easing da parte della BCE. Ciò limita gli spazi per ulteriori cali dei tassi di rendimento core europei. Le esperienze di Quantitative Easing di altre Banche Centrali, come ad esempio la Fed, supportano inoltre l'ipotesi di movimento verso l'alto della curva dei rendimenti dopo l'annuncio della misura non convenzionale da parte della BCE.

Va aggiunto che le azioni di politica monetaria estremamente accomodanti e l'enfasi posta sull'orientamento meno restrittivo della politica fiscale dovrebbero determinare un miglioramento, sebbene graduale, del ciclo economico, favorendo un recupero dell'inflazione.

La parte a lungo termine della curva europea potrebbe pertanto subire l'effetto di un incremento del premio al rischio richiesto dagli investitori, anche in risposta all'attesa dinamica di aumento dei tassi di rendimento USA.

Con riferimento all'area geografica, sui bond governativi abbiamo privilegiato la periferia europea, Italia in primis, ma anche Spagna, beneficiando del restringimento degli spread. Tale scelta è stata premiante in termini di performance relativa. Dopo una prima riduzione avvenuta ad Agosto, nel IV trimestre il sovrappeso Italia è stato marginalmente ridotto.

Sul credito, nel corso dell'anno abbiamo mantenuto un'esposizione contenuta, di poco inferiore al bmk. La tendenza è stata sempre quella di ridurre l'esposizione al credito a più basso rating (sub inv grade) data la previsione dell'avvicinarsi di un ciclo rialzista della Fed.

Nel portafoglio credito abbiamo privilegiato i rating BBB con un sovrappeso sui finanziari, per beneficiare del carry positivo e concentrandoci su titoli a breve termine e anche floaters.

Sui mercati **azionar**i l'esposizione complessiva al segmento è stata gestita in modo dinamico nel corso del periodo tramite strumenti derivati. Nel mese di dicembre l'esposizione netta all'azionario è diminuita in modo significativo in seguito alla scadenza delle opzioni su Cina e Stati Uniti. Si mantiene tale posizionamento più prudente data l'attesa di un contesto volatile.

A livello geografico, confermata la posizione lunga su Eurozona, Usa, area asiatica e Giappone. L'esposizione lunga sulla Cina (tramite ETF e opzioni), dopo essere incrementata a novembre, si è ridotta in dicembre dopo la scadenza delle opzioni.

A livello settoriale, nel periodo è stata incrementata l'esposizione al settore dei beni di consumo ciclici, sia in Europa che negli Stati Uniti (presenti posizioni sul settore trasporti, lusso ed airline) e quella alle telecomunicazioni (stabilizzazione dei prezzi, volume dati, elevato dividend yield). Ridotto in dicembre il posizionamento su servizi di pubblica utilità e settore bancario. Contenuto il posizionamento sulle materie prime. Mantenuti gli investimenti tematici, le società aurifere, il settore immobiliare tedesco, il basket di azioni «cheap growth», la robotica, la reflazione in Giappone, il mercato immobiliare globale, l'Asian gaming e il basket «European Yield co», composto da società del settore utility oggetto di operazioni di spin off o in procinto di effettuare spin off di asset regolamentati che generano significativi cash flow. Mantenuto il basket dello shale gas che punta sul vantaggio competitivo delle aziende statunitensi; il paniere è costituito da società del settore chimico, trasporti, carta, che beneficiano del prezzo basso del petrolio. Nel mese di dicembre è stato ampliato acquistando titoli del settore dei consumi ciclici in Europa.

Strategie di valore relativo: mantenuta posizione lungo Italia/corto DAX; chiusi nel trimestre in profitto il lungo Corea/corto mercati emergenti e il lungo materie prime USA verso corto chimici europei. Aperta a novembre una posizione corta sull'energetico verso lungo beni di consumo ciclici USA. A dicembre il corto energia è stato sostituito con il corto chimici europei. Presenti strategie per gestire la volatilità dei mercati azionari di Europa e USA e ridurre i rischi di coda (tail risk).

Valute: mantenuto nel trimestre il lungo sul dollaro USA. Implementata una posizione lunga di dollaro USA verso un basket di valute asiatiche - Malesia, Taiwan, Singapore, Corea, Indonesia (il deprezzamento dello yen penalizza i paesi asiatici esportatori); valute emergenti: preso

profitto sui corti fiorino ungherese, zloty polacco, lira turca versus dollaro USA. Preso profitto sul corto shekel israeliano contro dollaro USA e aperta posizione corta shekel verso Euro. Trading tattico sul rublo con posizioni corte verso dollaro USA. Preso profitto sulla strategia nel corso del mese di novembre. Posizioni corte sulle valute dei paesi esportatori di materie prime (dollaro australiano, corona norvegese). Leggero corto sulla corona svedese.

Materie prime: (investimento tramite ETF e ETC): mantenuta l'esposizione ai metalli preziosi e al settore agricolo. In ottobre, sui forti ribassi, acquistato petrolio (Brent) e rame. In dicembre incrementata l'esposizione al settore agricolo.

Strategia del gestore e prospettive

La volatilità che ha caratterizzato la fase finale del 2014 ha contraddistinto anche l'inizio del nuovo anno. I fattori che hanno generato tensioni sui mercati sono riconducibili alla debolezza del prezzo del petrolio e alle rinnovate preoccupazioni sulla stabilità dell'Eurozona in vista delle cruciali elezioni politiche in Grecia previste per il 22 gennaio prossimo.

La debolezza del prezzo del petrolio sembra destinata a permanere come un elemento condizionante nel futuro prossimo stante lo squilibrio tra offerta, in eccesso, e domanda, relativamente più debole. Nel breve i mercati stanno pesandone maggiormente gli effetti negativi sull'inflazione e sui paesi Emergenti esportatori rispetto all'impatto positivo che invece il greggio a basso prezzo tipicamente ha sul ciclo economico via effetto positivo sui consumi.

Le elezioni politiche in Grecia sembrano destinate, sulla base dei più recenti sondaggi, a vedere il successo della formazione di Syriza che dovrebbe essere in grado di formare un Governo sia pure di coalizione. I timori di un ripudio totale del debito pubblico da parte del partito guidato da Tsipras dovrebbero lasciare spazio ad una maggiore consapevolezza che la soluzione potrebbe essere trovata in una negoziazione delle condizioni debitorie in modo tale da lasciare alla Grecia spazio per promuovere politiche di sostegno alla crescita senza rinnegare però l'azione di risanamento dei conti pubblici.

Lo scenario macroeconomico base, secondo Pioneer Investments, prevede ancora una crescita globale per il 2015, seppure inferiore al potenziale a causa della riduzione dell'indebitamento (deleveraging) che continua a condizionare la crescita in molte aree.

La crescita globale si attesterà intorno al 3,5%, la stabilità dei sistemi paese sarà supportata da nuove iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali. Affinché tali misure possano sortire un effetto benefico di lungo termine è necessario che tale liquidità venga trasmessa all'economia reale da un deciso intervento di politica fiscale. Indecisioni, rallentamenti o disaccordi su questo piano potrebbero avere conseguenze significative e costituiscono, insieme al rischio geopolitico, il vero elemento di rischio al nostro scenario.

La deflazione costituisce un rischio ma non è nel nostro scenario di base, nonostante sia innegabile un aumento della probabilità di accadimento. Il prezzo del petrolio ha un livello di equilibrio che stimiamo essere intorno agli 87 dollari al barile. Sulla base di questa ipotesi e sulla attesa di un lento miglioramento della crescita economica pensiamo che le banche centrali saranno in grado di mantenere ancorate le aspettative di inflazione.

Gli Stati Uniti continueranno a crescere intorno al 3%, con consumi supportati da una minore austerità fiscale, un mercato del lavoro in progressivo aggiustamento e un ciclo del debito più maturo.

GESTIONE SANTANDER SGR

Il risultato della linea di gestione è stato positivo sia in termini assoluti (+3,66% lordo) sia rispetto al parametro di riferimento/obiettivo di rendimento (+2,3**%** vs obiettivo di rendimento del +1,356%)**.**

Il 2014 ha visto una performance positiva di tutte le classi di attivo (fanno eccezione le commodities e il comparto obbligazionario HY), ma a partire dal mese di ottobre si è assistito ad un incremento notevole della volatilità, manifestatasi in episodi di storno importante dei mercati azionari a cui sono seguiti movimenti di recupero altrettanto rapidi e intensi dovuti all'incertezza circa l'evoluzione macroeconomica di alcune aree e le prospettive di politica monetaria in altre.

All'interno di questo scenario la gestione è riuscita a contenere la propria volatilità e mantenere il proprio obiettivo di conservazione del capitale grazie all'ampia diversificazione e all'efficiente assunzione e gestione del rischio.

Diversificazione: il portafoglio ha mantenuto per tutto il corso dell'anno una significativa diversificazione sia nel comparto obbligazionario sia in quello azionario, caratteristica che ha garantito lo smussamento della volatilità anche nelle fasi di maggior instabilità dei mercati sia obbligazionari che azionari.

Asset Allocation e movimenti: durante il corso del 2014 l'attività di gestione si è sviluppata attraverso:

- Sostituzione fisiologica dei titoli in scadenza: reinvestimento nella componente monetaria governativa periferica per sfruttare lo spread di rendimento e la tassazione agevolata rispetto ad emissioni corporate
- Sostituzione di titoli con rendimento a scadenza negativo: leggero allungamento della duration per approfittare degli ampi movimenti sui tassi di riferimento senza modificare il rating medio del portafoglio
- Sostituzione del rischio duration con rischio azionario: alla luce anche dell'ottenimento da parte del Cda del 26/02/2014 dell'autorizzazione ad elevare il limite massimo di esposizione azionaria nella linea al 20%, è stato possibile gestire questa componente in maniera più efficiente anche dal punto di vista tattico. La componente azionaria, infatti è stata incrementata nella prima parte dell'anno, ma in un ottica di stabilità del rendimento del portafoglio l'abbiamo successivamente ridotta in risposta alla volatilità sostenuta negli ultimi mesi del 2014, modificandone anche la composizione geografica attraverso la riduzione dell'esposizione specifica a Europa e Italia a favore dell'azionario globale
- Mantenimento dell'esposizione valutaria (USD e GBP) sul massimo consentito.

In relazione ai limiti di mandato la composizione attuale risulta dalla seguente tabella:

	ATTUALE	MIN	MAX
Titoli di Stato ITA e aderenti EUR rating minimo A e scadenza <18m e PCT	**10,3%**	0%	50%*
Titoli di Stato ITA e aderenti EUR rating minimo A e scadenza >18m	**35,35%**	15%	40%
Titoli di Stato Area OCSE, con rating minimo A**; Corporate Bond** con rating minimo BBB	**28,64%**	25%	35%
Titoli Sopranazionali e Titoli di Stato Eurozone con rating minimo AA	**9,02%**	5%	10%
Azioni (anche estere), **Hedge Fund, Fondi Comuni, ETF** azionari	**14,88%**	0%	15%**
Esposizione a valute non EUR, ma di paesi OCSE	**4,81%**	0%	5%

La composizione del portafoglio a fine anno, desumibile anche dall'allegato, è la seguente:

Asset Class	
Monetario <18m	**7,39%**
CCT FLOAT 010915	1,93%
BTP 2,75% 011215	2,47%
BOT "0" 120615	3,00%
Obbligazionario Supra e Govies AA EUR	**22,09%**
BEI FLOAT 270117	3,79%
BEI FLOAT 150118	1,91%
BELGIO FLOAT 150216	2,83%
OAT 3,50% 250415	3,58%
BNG 1,25% 291018	1,78%
OAT 0.25% 251115	1,94%
BEI FLOAT 170220	2,33%
BELGIO 1.25% 220618	2,94%
BEI FLOAT 090115	1,00%
Obbligazionario Governativo EUR	**24,07%**
ITALY 5,375% 120617 USD	1,62%
BGF EURO SHORT DURATION BOND "D2"	4,01%
BTP ITALIA 121117	1,99%
CCT FLOAT 150617	3,40%
CCT FLOAT 151220	3,47%
CCT FLOAT 150418	2,56%
BTP ITALIA 230420	7,02%
Obbligazionario Corporate BBB	**28,64%**
Corporate Investiment Grade	28,64%
DEUT TEL 5.75% 140415	1,45%
SANTANDER 4% 270317	2,16%
CDP 2,375% 120219	2,09%
INTESA BCI FLOAT 270215	0,95%
INTESA FLOAT 310315	1,01%
VOLKSW INT FIN 3,5% 020215	1,42%
BMW FIN 3,875% 180117	2,00%
GE CAP FUN 4,125% 271016	1,32%
SANTANDER 4,625% 210316	1,06%
SANTANDER 1.375% 250317	2,01%
BNP 2,875% 130715	0,67%
ENI 4.875% 111017	1,91%
ENEL FLOAT 140115	3,38%
RABOBANK 3.875% 200416	1,24%
SANTANDER EURO CORPORATE SHORT TERM "I"	5,98%
Azionario	**14,88%**
INVESCO PAN EUROPEAN EQ "C"	4,57%
MFS MERIDIAN GLOBAL EQUITY "I1" (EUR)	2,43%
LYXOR ETF FTSEUROFIRST 80	1,06%
LYXOR ETF COMMODITIES CRB	0,86%
AXA ROS US ENHAN IND EQ ALP "A" (EURHDG)	2,79%
LYXOR ETF MSCI WORLD	3,17%
Liquidità	**2,93%**

Per quanto riguarda le prospettive per l'anno 2015 riteniamo che nello scenario attuale dei tassi di interesse globali e del progressivo incremento di volatilità, l'asset class azionaria sia quella che con le maggior probabilità sarà in grado di remunerare il rischio assunto. Per questo motivo, sempre nell'ottica della diversificazione e della protezione del capitale, è necessario gestire l'esposizione all'azionario in maniera efficiente per contenere la volatilità del portafoglio,

sfruttando tatticamente il maggior spazio di manovra ottenuto con l'autorizzazione del CdA ad innalzare l'esposizione all'equity fino al 20%. Tale esposizione sarà sempre veicolata attraverso fondi ed ETF dedicati, in modo da garantire una buona diversificazione sia a livello geografico che a livello di singole esposizioni.

GESTIONE DUEMME SGR

Nel corso del 2014 il patrimonio della Fondazione in gestione presso Duemme Sgr è stato investito, coerentemente con le indicazioni fornite dalla Fondazione stessa, con l'obiettivo di generare un ritorno superiore a quello di investimenti privi di rischio, contenendo allo stesso tempo le possibilità di realizzare un risultato negativo sull'orizzonte temporale annuale.

Il rendimento del mandato nel 2014 è stato determinato da contributi positivi provenienti sia dalla componente azionaria che da quella obbligazionaria del portafoglio, che hanno beneficiato, della abbondante liquidità iniettata nel sistema dalle Banche Centrali che ha determinato una progressiva compressione dei premi al rischio richiesti dagli investitori in un contesto di stabilizzazione del quadro macroeconomico complessivo.

L'investimento effettivo sui mercati azionari è rimasto costantemente nell'intorno del 10% degli AUM in un contesto di valutazioni dei corsi azionari sostanzialmente il linea con le medie storiche e in alcuni settori tendenti a diventare eccessive rispetto a tassi di crescita degli utili positivi, ma generalmente inferiori alle attese.

In un confronto con le altre asset class di investimento il mercato azionario continua tuttavia a risultare più conveniente, soprattutto in termini risk-adjusted rispetto a bond governativi e titoli corporate i cui rendimenti rimangono molto compressi dalla politica ultra espansiva delle Banche Centrali e dalla abbondanza di liquidità presente sul mercato.

Il portafoglio obbligazionario è stato investito in titoli di Stato e Bond emessi da Agencies e Organismi Sovrannazionali denominati in Euro la cui duration complessiva è stata sottopesata rispetto al benchmark del mandato di circa il 25% nel corso dell'anno. Nonostante la continua discesa dei tassi nominali, spinti al ribasso dalle politiche monetarie espansive delle Banche Centrali costringa gli investitori ad allungare le scadenze dei propri investimenti alla ricerca di rendimenti accettabili (o anche solo positivi), riteniamo infatti che tale operazione risulti particolarmente poco opportuna in presenza di premi per il rischio decisamente negativi per investimenti sul tratto medio/lungo della curva.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è rimasta stabilmente intorno al 25% della componente obbligazionaria complessiva: le aspettative di inflazione sono oggi particolarmente compresse e l'acquisto di titoli indicizzati alla crescita dei prezzi equivale in molti casi ai prezzi attuali ad una opzione "gratuita" sull'efficacia dell'azione delle Banche Centrali.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è comunque rimasta marginale anche durante il quarto trimestre 2014, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si sono progressivamente compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

Il contributo alla performance annuale determinato dalla diversificazione valutaria limitatamente alla componente equity del portafoglio, è risultato estremamente positivo in un anno che ha visto, sulle attese di una imminente espansione del bilancio della BCE e allargamento della politica monetaria espansiva, una decisa svalutazione dell'Euro vs USD e Sterlina Britannica, e una sostanziale stabilità della divisa Europea verso lo Yen giapponese.

Politiche monetarie espansive, minore tightening fiscale, prezzo del petrolio in calo e Euro in indebolimento costituiscono un presupposto per un rendimento positivo dei mercati finanziari anche nel 2015. Sempre di più, appare però evidente la divergenza tra i prezzi di alcune asset class finanziarie di investimento e l'andamento delle economie sottostanti: tassi nominali nulli o negativi spingono infatti gli investitori, in cerca di rendimenti in grado di coprire le proprie "passivita'" di lungo periodo, a estendere la scadenza dei propri investimenti, a diversificare su emittenti di qualità sempre inferiore e ad aumentare la quota di investimenti azionari; i prezzi di tali asset class salgono quindi in modo non sempre allineato a quello degli utili aziendali o alle aspettative di inflazione/crescita rendendo il ritorno atteso di tali investimenti sempre meno attraente qualora ponderato per il rischio, in particolare per quanto riguarda i posizionamenti più largamente condivisi e "affollati".

Il risultato di gestione complessivo per il 2014 appare positivo in termini assoluti soprattutto se misurato in termini reali ossia al netto di una inflazione che ormai vicina allo zero in Europa, superiore al parametro monetario di riferimento e tale da mantenere il risultato complessivo degli ultimi cinque anni in linea con gli obiettivi di medio termine indicati dalla Fondazione, nonostante le successive crisi che hanno colpito i mercati finanziari in tale periodo:

Rendim. Lordo 2014 + 2.722 %

Benchmark 2014 + 0.534 %

Tale rendimento sarà difficilmente replicabile nel corso del 2015. La componente obbligazionaria del portafoglio esprime, in linea con il mercato, tassi di rendimento reali (al netto dell'inflazione) inferiori allo zero; tassi nominali e credit spreads rimangono talmente compressi da non giustificare l'assunzione di maggiori rischi allungando le scadenze o peggiorando la qualità degli emittenti in portafoglio.

Solo grazie al contributo prevedibilmente positivo, e auspicabilmente migliorativo rispetto a quello del 2014 , della componete azionaria, il ritorno complessivo per il 2015 potrà avvicinarsi alle medie di medio periodo (target 1.5% per il 2015).

Fatti rilevanti avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio

Nel corso dei periodici incontri tra CRV SpA e Fondazione sono state anticipate le risultanze reddituali della banca al 31/12/2014 che confermano un risultato finale positivo e la corresponsione di un dividendo, necessario per poter aumentare l'attività istituzionale.

Ove le indicazioni siano confermate, l'eventuale dividendo costituirà per l'anno corrente una risorsa aggiuntiva, che potrà essere utilizzata previa revisione del DPP annuale.

Il fatto tuttavia maggiormente significativo, intervenuto in sede di chiusura del presente bilancio, è relativo al protocollo d'intesa ACRI-MEF finalizzato ad autoregolamentare molteplici aspetti della vita delle FOB, con particolare riguardo alla gestione del patrimonio, alla sua diversificazione, alla composizione della governance, all'indebitamento, ecc.

IL protocollo è stata trasmesso dall'ACRI in data 11/03/2015 per sua adozione o rigetto, senza possibilità di modifiche.

Tra le varie norme la nostra Fondazione appare interessata in particolare alla disposizione in materia di concentrazione dell'investimento, che prevede di ricondurre, entro 5 anni, la massima esposizione verso un unico soggetto (nel nostra caso la conferitaria) entro il tetto di 1/3 dell'attivo di bilancio, valutando gli assetts al "fair value"; le modalità di calcolo di tale valore sono già state oggetto di valutazione in sede ACRI nel 2013 in occasione dell'adozione dei nuovi indicatori di bilancio.

La Fondazione, dopo attento esame, ha valutato l'opportunità di aderire al protocollo assumendo le relative delibere in data 30/03/2015.

***

.

A conclusione della presente relazione è doveroso ricordare gli amici che ci hanno lasciato nel corso del 2014.

Il primo ricordo va al socio Dr. Mangano Edoardo, presidente della Fondazione negli ultimi due mandati, persona di rara onestà ed integrità morale che nel corso dei suoi mandati ha consolidato la Fondazione sia in termini finanziari che di capitale umano, lasciando un'impronta che rimarrà ben oltre le righe di questo bilancio.

Un altro socio che ci ha lasciato è il Gr. Uff. Dr. Mario Canessa, persona tanto grande da essere insignito dallo stato di Israele con il titolo di Giusto tra le Nazioni per le sua eroica attività a difesa degli ebrei durante il secondo conflitto mondiale, e tanto umile da aver nascosto il suo eroico gesto per molti anni.

Un'altra persona che con il suo lavoro ha contribuito alla nascita di una grande impresa è il Cav. Franco Lucherini, imprenditore illuminato, membro dell'Organo di Indirizzo dal 2000 al 2006 e per anni instancabile animatore dell'assemblea dei soci.

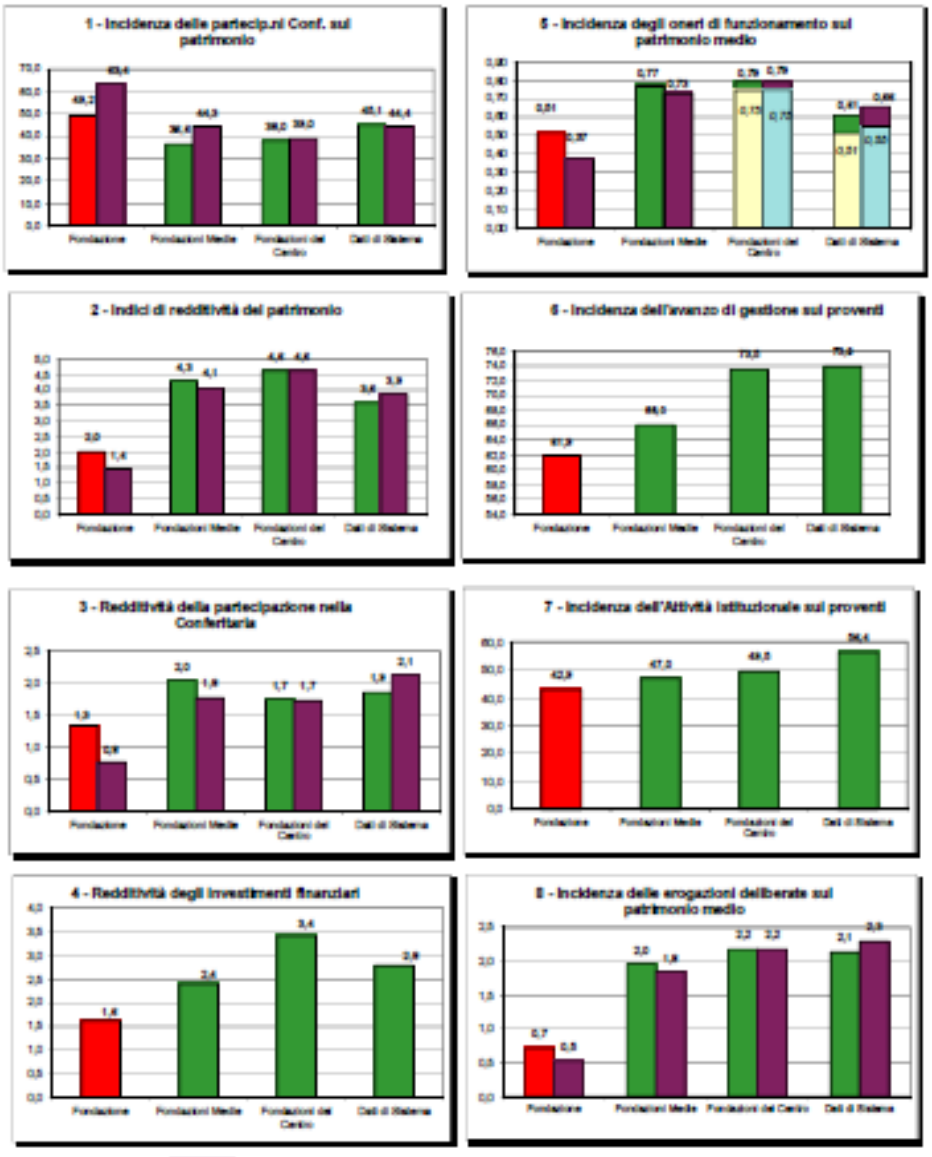
Infine un ricordo speciale al Dr. Francesco Marcone, socio e membro dell'Organo di Indirizzo, per anni stimato professionista come notaio in Volterra e Pomarance, prematuramente e tragicamente scomparso in seguito ad incidente domestico; di lui ricorderemo la grande passione per la musica e l'arte che tanto amava e che sosteneva anche personalmente.

TABELLE ACRI RELATIVE ALL'ESERCIZIO 2013

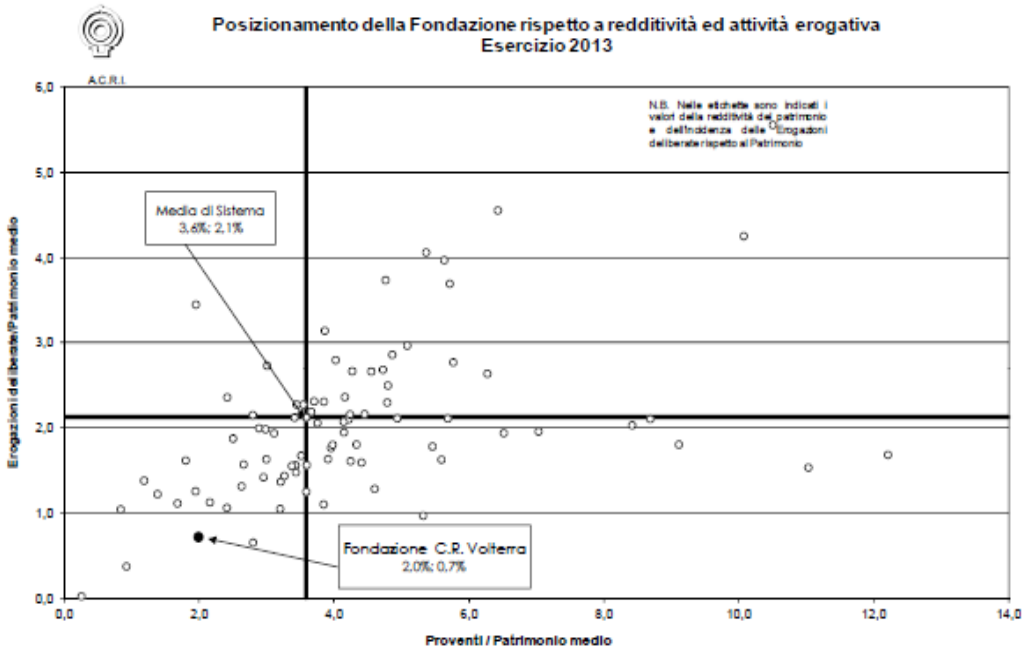
A.C.R.I.

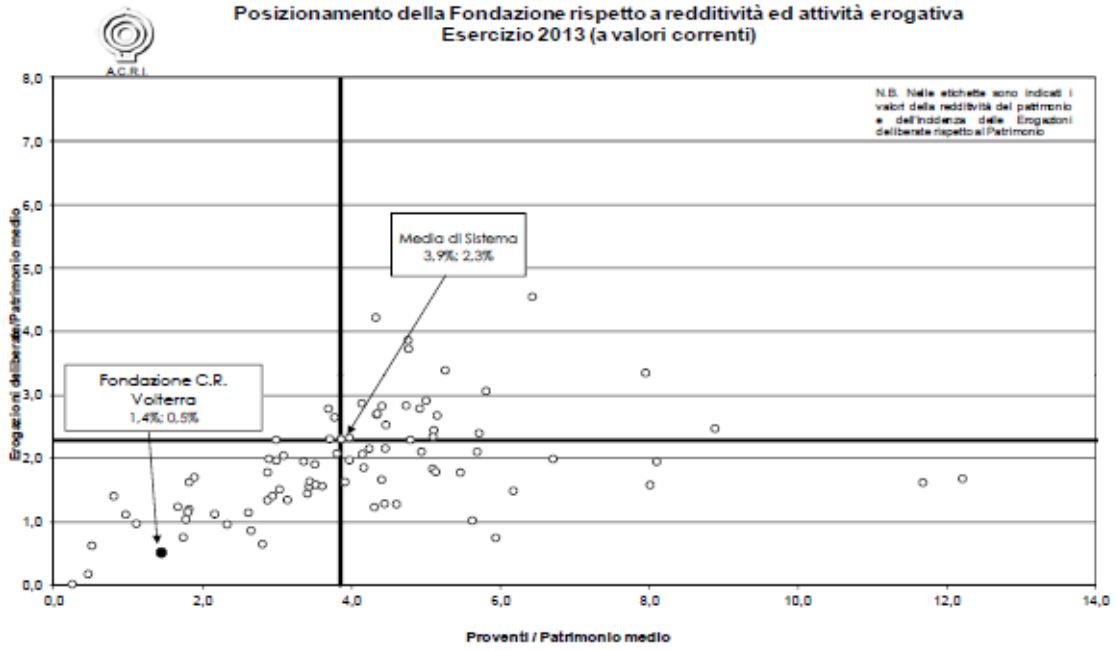
Grafici relativi agli indicatori patrimoniali e gestionali
(Esercizio 2013)

Fondazione C.R. Volterra



Nota: gli istogrammi ■ si riferiscono agli indici calcolati sul valore reale del patrimonio e delle partecipazioni.
Nel grafico 5. l'incidenza dei costi, al netto degli accantonamenti per rischi fiscali e di natura finanziaria, è calcolata con riferimento al patrimonio contabile ☐ e a valori reali ☐


Posizionamento della Fondazione rispetto a redditività ed attività erogativa
Esercizio 2013
A.C.R.I.
N.B. Nelle etichette sono indicati i valori della redditività del patrimonio e dell'incidenza delle Erogazioni deliberate rispetto al Patrimonio
Media di Sistema
3,6%; 2,1%
Fondazione C.R. Volterra
2,0%; 0,7%
Erogazioni deliberate/Patrimonio medio
Proventi / Patrimonio medio
0,0
1,0
2,0
3,0
4,0
5,0
6,0
0,0
2,0
4,0
6,0
8,0
10,0
12,0
14,0


Posizionamento della Fondazione rispetto a redditività ed attività erogativa
Esercizio 2013 (a valori correnti)
A.C.R.I.
N.B. Nelle etichette sono indicati i valori della redditività del patrimonio e dell'incidenza delle Erogazioni deliberate rispetto al Patrimonio
Media di Sistema
3,9%; 2,3%
Fondazione C.R. Volterra
1,4%; 0,5%
Erogazioni deliberate/Patrimonio medio
Proventi / Patrimonio medio
0,0
1,0
2,0
3,0
4,0
5,0
6,0
7,0
8,0
0,0
2,0
4,0
6,0
8,0
10,0
12,0
14,0