RELAZIONE SULLA GESTIONE

RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SULLA GESTIONE

Signori Soci e Componenti dell'Organo di Indirizzo,

per la prima volta siamo a presentare i risultati dell'anno concluso, che tuttavia sono relativi ad una gestione che per 11/12 è stata seguita dai componenti dei precedenti organi a cui deve doverosamente andare il nostro ringraziamento per l'impegno profuso.

Ciò premesso i risultati numerici dell'esercizio chiuso al 31/12/2012, sebbene ancora lontani da quelli raggiunti negli anni 2008-2009 mostrano livelli sensibilmente superiori a quelli del 2011 pur in presenza di un quadro finanziario ed economico pesantemente negativo, con una recessione che ha ridotto il PIL del paese di circa il 2,4%.

Infatti nonostante il perdurare della crisi e l'assenza anche per questo anno di un minimo dividendo della conferitaria CRV Spa, l'avanzo di periodo presenta un incremento quasi del 100%, pur in presenza di un sensibile aggravio di oneri fiscali sia per imposte dirette, IMU ed imposta di bollo.

Tale risultato deriva da un lato dalle prudenti scelti di investimento del patrimonio che ha ridotto la volatilità rispetto al mercato ottenendo tuttavia, seppur con limitati profili di rischio, rendimenti superiori all'anno scorso in quasi tutte le classi di attivo, sia quello conferito in gestione patrimoniale che quello detenuto in regime di risparmio amministrato.

Un contributo importante viene poi dalla componente immobiliare in quanto nel 2012 si è concretizzato il ritorno dell'investimento effettuato a fine anno 2011 in immobili strumentali della conferitaria, che ha reso un rendimento al lordo delle imposte del 4,8%, che su base annua si attesta a circa il 5%, considerando che per una parte di immobili la locazione ha avuto effetto economico solo dall' 1/3/2012. L'investimento quindi oltre a diversificare, nei limiti previsti dalle vigenti norme di legge, l'attivo fruttifero della Fondazione si è rivelato anche efficace sotto il profilo della redditività, allineata per quest'anno alla componente mobiliare.

Le gestioni patrimoniali hanno avuto un rendimento netto semplice (calcolato sui dati di bilancio) di oltre il 4%, con una volatilità che non ha mai superato in corso d'anno la soglia dell'1,5% e quindi senza mettere a rischio il capitale; ovviamente ove fossero state adottate strategie maggiormente aggressive il risultato finale sarebbe potuto essere maggiore, ma ciò a prezzo di una maggiore volatilità, fattispecie avversata dai precedenti organi della Fondazione.

Anche il portafoglio a gestione diretta ha dato nel complesso buoni risultati mentre sotto il profilo dei costi operativi è proseguita la politica di contenimento che ha consentito una riduzione rispetto al 2011.

Il risultato dell'area straordinaria è in linea con il 2011 e risente positivamente della liquidazione della seconda parte dei crediti fiscali degli esercizi 1997/1998 e dei relativi interessi.

Come invece già accennato pesante è l'impatto della componente fiscale che, pur mitigata dai recuperi conseguenti alle detrazioni per interventi fiscalmente agevolati, risentono della deteriore normativa in materia di immobili di interesse storico artistico, di IMU e dell'imposta di bollo sugli strumenti finanziari; tale tassazione si aggiunge a quella subita a titolo d'imposta sui rendimenti della componente finanziaria, anch'essa elevata nel corso dell'anno dal 12,5% al 20% per gli strumenti diversi dai titoli di stato ed assimilati.

Il conseguimento di maggiori rendite non ha tuttavia indotto gli organi della Fondazione a modificare l'entità delle disponibilità per interventi istituzionali che sono rimaste quindi nell'ambito della previsione iniziale, attestandosi ad un importo (al netto delle somme riallocate da precedenti

interventi non conclusi) superiore di circa il 10% rispetto al 2011. Ciò ha consentito quindi l'accantonamento del surplus in parte ai fondi per attività istituzionale ed in parte, dopo 2 anni di mancanza di risorse, alla riserva per integrità patrimoniale nella misura massima prevista dalle vigenti disposizioni.

Il tutto ha comportato scelte difficili come il protrarsi della sospensione degli interventi a favore di progetti di terzi mediante l'utilizzo dello strumento del "bando erogativo" in quanto la Fondazione ha dovuto in primo luogo osservare il principio basilare della conservazione del patrimonio; l'attività di erogazione, come meglio illustrato nel bilancio di missione, si è quindi concentrata sul mantenimento degli impegni pregressi sia per interventi diretti che per i residui dei Bandi pluriennali di anni precedenti, ed al sostegno di progetti di terzi di maggiore rilevanza stabiliti mediante analisi storiche e confronti con il territorio.

Ciò ha comportato sicuramente riflessi sull'attività dei terzi, in parte mitigati dal fatto che moltissimi progetti finanziati in anni precedenti hanno poi trovato conclusione, con la materiale erogazione in tutto o in parte, nel corso del 2012.

Per quanto attiene al 2013, pur in presenza di un ritorno limitato alla corresponsione di dividendi da parte della conferitaria, che dovrebbe quindi portare le risorse di parte corrente in misura superiore al 2012, la Fondazione ha deciso di attuare nuove modalità di selezione degli interventi di terzi di cui si parlerà nel prosieguo attesa la rilevanza.

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

In ogni caso l'anno 2012, pur in assenza di dividendi da parte della conferitaria CRV SpA rappresenta uno spartiacque in quanto le erogazioni a valere su risorse di parte corrente si sono attestate a € 930.526 contro € 842.850 del precedente esercizio, a cui si aggiungono € 166.153 derivanti dalla riallocazione di precedenti contributi non utilizzati, revocati a seguito delle procedure di controllo, verifica e revisione, che hanno quindi permesso di superare il dato di preventivo 2012.

Ciò a testimonianza dell'impegno di tutta la Fondazione, compresa la struttura tecnica, per riallocare in maniera efficiente risorse che, per vari motivi, non sono state utilizzate dai precedenti assegnatari; questo aspetto dovrà essere sempre più curato in quanto, in periodo di risorse scarse, risulta sempre meno accettabile che i beneficiari poi non utilizzino quanto loro concesso nei termini concordati con la Fondazione.

Sempre nell'ottica di conservare e trasmettere quanto a loro volta ricevuto in consegna il Consiglio di Amministrazione, pur avendone facoltà per espressa autorizzazione ricevuta dall'Organo di Indirizzo in sede di approvazione del precedente consuntivo, non ha ritenuto di utilizzare i fondi accantonati per ulteriori erogazioni, anzi di fronte all'emergere in corso d'anno di maggiori introiti ha deciso di optare per un mantenimento dei dati previsionali consentendo così di poter riprendere l'accantonamento alla riserva per integrità del patrimonio, come auspicato in sede di precedente consuntivo.

Il presente bilancio viene 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 al riguardo ritenute tuttora valide e preso atto che le dette indicazioni non sono contrastanti con lo schema di regolamento di contabilità che a suo tempo aveva ottenuto il parere favorevole del Consiglio di Stato.

Le impostazioni contabili già adottate dalla Fondazione risultano inoltre coerenti con le indicazioni pervenute recentemente dall'ACRI relative alle migliori pratiche da applicare al bilancio, documento redatto dall'ACRI sulla base dei lavori della Commissione Bilancio istituita in sede associativa di cui fa parte anche la nostra Fondazione e risultano in linea anche con la Carta delle Fondazioni adottata da parte dell'ACRI in occasione del recente congresso di Palermo ed alla cui stesura la Fondazione ha partecipato per il tramite del Segretario Generale chiamato dall'ACRI a far parte del gruppo di lavoro sulla contabilità e bilancio.

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.

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.

Al primo posto è la proroga della sospensione della concessione di contributi su progetti di terzi (c.d. "bandi erogativi"), che si è resa necessaria per garantire l'equilibrio economico generale e per garantire l'erogazione dei progetti già avviati in anni precedenti.

Per l'anno 2013, pur in presenza di un miglioramento delle condizioni reddituali della Fondazione, i competenti organi della Fondazione stanno valutando l'opzione di eliminare tale strumento in favore di una politica di intervento diretto con modalità e strumenti ancora in fase di studio e validazione.

Elemento importante nella ricerca di una maggiore e stabile redditività è l'avvenuta politica di diversificazione dell'attivo patrimoniale e di riduzione del rischio, conseguente all'operazione di acquisto in blocco di immobili strumentali all'attività bancaria della CRV SpA, effettuata a fine anno 2011 nei limiti consentiti dalle vigenti disposizioni civilistiche e fiscali e che ha permesso di dare stabile e certa redditività ad una consistente parte dell'attivo.

Per quanto attiene al progetto per la ristrutturazione ed adeguamento funzionale della palazzina destinata a sede della Fondazione e riunioni degli Organi Statutari e degli altri beni immobili strumentali (salone polifunzionale destinato ad accogliere la Collezione Rosi, ex Oratorio del Crocifisso attualmente sede provvisoria della collezione ed infine il Centro Studi S. Maria Maddalena), sono state ottenute le necessarie autorizzazioni per la prima fase dei lavori, che riguarderanno la porzioni di stabile destinata ai nuovi uffici della Fondazione, lavori che dovrebbero iniziare nel mese di settembre 2013.

Ringraziamo i membri della Commissione Interna alla Fondazione, costituta da professionisti con elevate capacità, che hanno dato un importante e insostituibile contributo supportando le decisioni che gli Organi della Fondazione hanno dovuto e dovranno assumere in merito alle possibili scelte ed opportunità prospettate dal gruppo di progettazione.

Nel corso del 2012 è proseguita inoltre l'attività di sviluppo del capitale umano della Fondazione, da anni in costante e continua crescita che può supportare gli Organi della Fondazione nel nuovo percorso di programmazione mirata e concertata che necessariamente richiederà funzioni di controllo e monitoraggio.

Questo deve essere motivo di soddisfazione per la Fondazione che ha così creato capitale umano non reperibile sul mercato date le particolare specificità richieste anche in relazione all'esigenza di accrescere sempre di più la materia di valutazione dei progetti, attività che consentirà

di incrementare il livello di controllo ex-post sui progetti finanziati, e quindi di valutare anche l'efficacia dei progetti oltre il rispetto delle condizioni giuridiche e finanziarie dei bandi erogativi.

Unitamente alle attività istituzionali la Fondazione ha curato nell'anno le attività culturali dell'anno 2012 e proceduto alla chiusura e definizione di Comitati aperti negli anni precedenti.

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

Il tutto considerando anche le problematiche organizzative dovute all'attuale situazione degli ambienti che ospitano al momento gli uffici della Fondazione, ormai inadatti alle mutate esigenze operative.

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, che rimane invariato rispetto all'anno precedente; inoltre è stato redatto il Documento di Valutazione dei Rischi e nominato un responsabile esterno per la sicurezza.

In ambito generale vi informiamo invece sugli sviluppi delle vicende in essere:

In campo tributario siamo riusciti a perfezionare il rimborso di crediti fiscali per annualità risalenti agli anni 1997 e 1998 imputati a proventi straordinari; rimane in essere ancora un ricorso in Cassazione per revocazione sempre relativo a pregresse annualità relativo solo a domande di rimborso e quindi senza rischi di pagamento di imposte e sanzioni per la Fondazione in caso di rigetto.

Relativamente invece al contenzioso che opponeva la Fondazione ad ex amministratori inerente la legittimità della loro revoca avvenuta nel 2005, a seguito delle sentenze favorevoli ottenute nei giudizi di primo grado, è stato reputato opportuno aderire ad una proposta transattiva che ha eliminato l'intero contenzioso senza oneri risarcitori per la Fondazione, andando a chiudere definitivamente tutte le vertenze senza pronunciamento sul merito.

Ormai definita è invece la problematica relativa alla ripartizione delle risorse destinate al volontariato ai sensi della L. 266/91, in base al quale è stato chiarito che dal 2010 le Fondazioni possono destinare solo il 50% del totale dell'accantonamento al Fondo di gestione della propria regione (per la Toscana il CESVOT).

Il restante 50% viene attribuito in base ad una valutazione perequativa che prevede la ripartizione anche alle regioni che hanno minore presenza di Fondazioni di origine bancaria; il riparto ed i beneficiari sono comunicati annualmente dall'ACRI.

Per l'anno 2011 il conguaglio è stato destinato per intero alla Regione Toscana; per l'anno 2012 siamo ancora in attesa di conoscere le determinazioni.

Ancora di interesse per le Fondazioni, è la facoltà di valutare, anche per il 2012, gli strumenti finanziari non immobilizzati, anche conferiti in gestione patrimoniale, al valore che gli stessi avevano nel bilancio chiuso al 31/12/2011 tale facoltà fu adottata nel 2011 da parte della Fondazione in relazione alla forte turbolenza dei mercati.

Per l'anno corrente, pur in presenza di analoga deliberazione, assunta in sede di approvazione del consuntivo 2011, ai fini di garantire ulteriormente l'integrità del patrimonio, il

Consiglio di Amministrazione ha reputato di non avvalersi di tale deroga e pertanto gli strumenti finanziari posseduti sono stati valutati con le regole di legge.

Trattandosi tuttavia di titoli con valore di carico al 31/12/2011 inferiore al prezzo di rimborso, le minusvalenze rilevate potranno essere recuperate in caso di ripresa dei corsi oppure in sede di rimborso ove gli stessi siano detenuti fino a tale scadenza.

Per una maggiore completezza di informazioni al presente bilancio si allega lo stato patrimoniale ed il conto economico delle società strumentali in corso di approvazione nonché la composizione degli strumenti finanziari al 31/12/2012 detenuti per il tramite di gestioni patrimoniali individuali.

Ad integrazione vogliamo evidenziare, prima di passare all'esame del dettaglio del bilancio 2012, alcuni indicatori sintetici sull'attività della Fondazione raffrontati con l'anno precedente:

VOCI	2012	2011
variazione delle erogazioni rispetto all'anno precedente:	10,40%	-63,64%
incremento del patrimonio rispetto all'anno precedente:	0,45%	0,15%
% di copertura dell'attivo soggetto ad inflazione per effetto degli accantonamenti patrimoniali dell'anno:	1,06%	0,26%
redditività media dell'attivo fruttifero, al netto delle imposte sostitutive e delle ritenute alla fonte e senza considerare le partite straordinarie:	1,75%	1,16%
incidenza % costi operativi e imposte su entrate correnti:	31,91%	45,68%
incidenza % delle erogazioni sull'avanzo dell'esercizio:	50,55%	75,87%
incidenza % delle erogazioni e degli accantonamenti ai fondi per l'attività di istituto sull'avanzo dell'esercizio:	65,00%	77,33%
incidenza % degli accantonamenti patrimoniali sull'avanzo di esercizio:	35,00%	20,00%

Come emerge dalla lettura l'andamento degli indicatori rilevano segnali di miglioramento negli indicatori gestionali mentre per quelli relativi all'attività istituzionale le modifiche riflettono la politica di rafforzamento patrimoniale che tiene conto anche delle osservazioni in tal senso emerse dall'assemblea dei soci in occasione dell'approvazione del precedente consuntivo. L'ampiezza delle variazioni è inoltre conseguente al ridotto ammontare dei volumi che tende quindi ad accentuare le variazione assolute degli aggregati di riferimento.
Il ritorno ad una adeguata redditività della conferitaria, già annunciato per l'anno 2013, consentirà poi di riportare a livelli maggiormente significativi il dato sulla redditività assoluta del patrimonio.

In allegato come consueto si allega l'annuale indagine comparativa sui bilanci delle Fondazioni relativa al bilancio 2011 redatta dall'ACRI che riflette le problematiche già ampiamente trattate ed in parte superate o in via di miglioramento.

Infine è doveroso ricordare che nel 2012 sono pervenute alla Fondazione due collezioni private la prima quella relativa al pittore volterrano Arch. Paolo Molesti, vivente, che ha donato tutta la sua raccolta di opere e la documentazione di corredo e la Collezione "Leonetto Cozzi", dono della moglie dell'artista nativo di Fauglia ma che ha operato nella città di Cecina che ha così voluto dare corso alle volontà del marito.
Le collezioni che si aggiungono alla precedenti donazioni:

- "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.

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 che sarà realizzata nel salone polifunzionale e negli attuali uffici della Fondazione.

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.
In conclusione è doveroso ricordare il socio Prof. Paolo Ferrini scomparso nel corso del 2012.

RELAZIONE ECONOMICA E FINANZIARIA

Macroeconomia e politica monetaria

Nel 2012, si è evidenziata una tendenza al rallentamento della crescita economica sia tra le Economie Sviluppate che tra le Economie Emergenti, come evidente anche dalle ultime previsioni diffuse dal Fondo Monetario Internazionale (FMI). Secondo i dati dell'Istituto di Washington, nel 2012 la crescita mondiale dovrebbe infatti essere stata pari al 3,3% su base annua (3,8% il dato del 2011); i Paesi Sviluppati dovrebbero aver registrato una crescita dell'1,3% (1,6% dato del 2011) a fronte di una crescita del 5,3% dei Paesi Emergenti e in via di sviluppo (6,2% dato del 2011).

L'Area Euro ha focalizzato ancora una volta l'attenzione degli operatori economici e finanziari internazionali a seguito della rapida successione di eventi di natura politica ed istituzionale che hanno alimentato il dibattito sui passi necessari per garantire un futuro di crescita e coesione all'Unione Monetaria. Da un punto di vista macroeconomico, l'economia dell'Area Euro ha evidenziato nel 2012 un calo del PIL dello 0,4% (da +1,4% del 2011). Il miglioramento degli indicatori anticipatori del ciclo economico pubblicati negli ultimi mesi del 2012 sono coerenti con una stabilizzazione e un successivo miglioramento della dinamica dell'economia dell'area. A livello di singolo paese, va enfatizzata l'estensione della debolezza del ciclo economico alla Germania. Secondo l'Istituto di Statistica Nazionale, la crescita del PIL del 2012 dovrebbe essere stata pari allo 0,7% su base annua (da 3,1% a/a del 2011). Il dato aggregato è il risultato della debolezza dei consumi personali (0,8% a/a da 1,7% a/a del 2011), del rallentamento delle esportazioni (4,1% a/a da 7,8% a/a) e delle importazioni (2,3% a/a da 7,4% a/a), del calo importante degli investimenti in macchinari (-4,4% a/a da 7% a/a) e del calo più contenuto degli investimenti in costruzioni (-1,1% a/a da 5,8% a/a). Il rallentamento della crescita economica tedesca è la conferma delle forti relazioni commerciali e finanziare con gli altri paesi europei.

In Italia si è evidenziato un progressivo peggioramento della dinamica di crescita. Il PIL ha evidenziato un calo del 2,4% a/a nel terzo trimestre, da -2,3% a/a del secondo trimestre e -1,3% a/a del primo trimestre (+ 0,4% a/a dato dell'intero 2011). La debolezza del ciclo economico si è tradotta in un deterioramento del mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione passato dal 9,5% di dicembre 2011 all'11,1% di novembre 2012, ultimo dato disponibile.

Sul piano finanziario, il differenziale di rendimento tra il titolo decennale italiano e il titolo decennale tedesco (spread) è sceso dal livello di 513 punti base circa di fine 2011 al livello di 278 punti base circa di metà marzo. Successivamente, i titoli di Stato domestici sono stati penalizzati dai timori legati alla crescente instabilità politica in Grecia e alla connessa eventualità dell'uscita del paese dall'Area Euro nonché dalle incertezze sulla solidità del sistema bancario spagnolo: le preoccupazioni sulla tenuta e la stabilità dell'intera Area Euro hanno spinto il differenziale di rendimento citato al livello di circa 475 punti base a metà di giugno. Nella seconda metà del mese, la definizione del piano di salvataggio del sistema bancario spagnolo e la creazione di un nuovo governo greco pro-euro sono stati seguiti dall'importante summit del Consiglio Europeo del 28-29 giugno, favorendo il restringimento dello spread in oggetto al livello di 424 punti base di fine giugno. Il secondo semestre è stato caratterizzato da un marcato ridimensionamento delle pressioni sui mercati finanziari in generale, e sul mercato dei titoli di Stato domestici in particolare, grazie al maggiore attivismo della Banca Centrale Europea (BCE). Nelle riunioni di politica monetaria di agosto e settembre l'Istituto Centrale, come anticipato dal suo Presidente, Mario Draghi in un

intervento del 26 luglio, ha definito infatti un piano di intervento a sostegno di eventuali paesi in difficoltà (cosiddette OutrightMonetaryTransactions, OMT). A inizio luglio, la BCE ha inoltre ridotto il tasso ufficiale di 25 punti base, portandolo allo 0,75%. Il conseguente ridimensionamento consistente del rischio di disgregazione dell'Unione Monetaria ha spinto lo spread del titolo italiano rispetto al decennale tedesco fino al livello di 318 punti base di fine dicembre. L'avvicinarsi della scadenza del Governo tecnico, solo anticipata dalla decisione del Premier Monti di rassegnare le dimissioni dopo l'approvazione della legge di stabilità, ha pertanto avuto un impatto marginale sulla dinamica dei corsi obbligazionari domestici. Le preoccupazioni degli investitori finanziari sulla continuità politica del nuovo governo rispetto al rigore fiscale e alle riforme strutturali sono state infatti mitigate dalla presa di coscienza del ruolo chiave delle istituzioni europee, in particolare della BCE, e dei mercati in termini di disciplina (e per la BCE anche di tutela).

Anche la Spagna ha evidenziato un peggioramento del quadro macroeconomico, con il PIL sceso dell'1,6% a/a nel terzo trimestre, da -1,40% a/a del secondo trimestre e -0,7% a/a del primo trimestre (da +0,4% a/a del 2011). Il tasso di disoccupazione si è portato dal livello del 23% di fine 2011 al livello del 25% del terzo trimestre 2012, ultimo dato disponibile. La debolezza del quadro macroeconomico si è tradotta in un andamento dei conti pubblici peggiore rispetto alle attese: il rapporto Deficit/PIL 2011 ha raggiunto il livello dell'8,9%, un valore più alto dell'8% indicato a Dicembre 2011 e del 6% precedentemente identificato come obiettivo. Il relativo target per il 2012 è stato rivisto dal 4,4% precedentemente concordato con l'EU al 5,3%, prima, e 6,3% poi, adottando una serie di nuovi interventi di finanza pubblica nel corso del 2012. A partire dal mese di aprile si sono inoltre intensificate le preoccupazioni sulla solidità del sistema bancario che hanno portato all'approvazione da parte dell'Eurogruppo del 9-10 giugno di un prestito fino a € 100 miliardi per la ricapitalizzazione dello stesso. Gli eventi descritti si sono tradotti in un incremento del differenziale tra il titolo decennale spagnolo e il titolo decennale tedesco (spread), passato dal livello di 326 punti base di fine 2011 al livello di 475 del 30 giugno. Successivamente, la definizione del programma di OutrightMonetaryTransactions da parte della BCE, descritto prima, il via libera della Corte Costituzionale tedesca all'EuropeanStabilityMechanism (ESM) e le attese sull'eventuale richiesta formale di sostegno finanziario all'EU da parte della Spagna hanno favorito il calo dei rendimenti sui titoli di Stato del paese, con lo spread che ha raggiunto il livello di circa 372 punti base a metà ottobre. Il ridimensionamento delle tensioni sui mercati finanziari si sono invece tradotte in un allentamento delle pressioni sul Governo e quindi nell'esitazione rispetto alla formalizzazione della richiesta di aiuti. Il differenziale è nuovamente salito nella parte centrale del quarto trimestre per poi ritornare al livello di 395 punti base circa a fine 2012. Il mercato ha quindi valutato positivamente le riforme strutturali adottate dal paese, in particolare quella sul mercato del lavoro, e i passi avanti compiuti in materia di miglioramento della competitività, con il calo del costo unitario del lavoro (dati OECD: -2,7% a/a nel 2012, da -1,75% del 2011 e -1,72% del 2010) e il recupero del saldo delle partite correnti (dati FMI -1,97% in rapporto al PIL nel 2012, da -3,53% del 2011 e -4,52% del 2010).

La Grecia è stata al centro degli eventi politico-istituzionali anche nel corso del 2012. Al paese è stato accordato un nuovo prestito da € 130 miliardi nel mese di febbraio, subordinato al rispetto di impegni di bilancio molto stringenti e al coinvolgimento dei creditori privati nel processo di consolidamento del debito pubblico attraverso l'operazione nota come Private Sector Involvement (PSI) che si è conclusa, dopo estenuanti trattative, nel mese di marzo. Il disagio sociale effetto dell'estrema debolezza economica (PIL del terzo trimestre -6,90% a/a da -6,30% a/a del

secondo trimestre e -6,70% a/a del primo trimestre; -7,2% a/a dato del 2011) si è pienamente manifestato nell'instabilità politica, con il susseguirsi di due elezioni legislative a maggio e giugno, dopo la fine dell'esperienza del governo tecnico del Premier Papademous succeduto al Governo Papandreu nel mese di novembre 2011. La seconda metà dell'anno è stata caratterizzata da un confronto tra Unione Europea, Fondo Monetario Internazionale e BCE, da un lato, e Governo del Premier Samaras, dall'altro, per l'erogazione della nuova tranche di prestito da Eur 43,7 mld e la rinegoziazione delle condizioni previste dal secondo piano internazionale di aiuti finanziari al paese con, tra l'altro, il rinvio dell'obiettivo del surplus primario al 4,5% dal 2012 al 2016. L'accordo, raggiunto nel mese di novembre, è una piena testimonianza della volontà delle autorità comunitarie di agire per l'integrità dell'Area Euro anche attraverso alcune importanti concessioni per alleggerire gli oneri sui prestiti già erogati. Il combinato disposto di tali concessioni, delle riforme strutturali e delle ulteriori misure di politica fiscale restrittiva adottate dal paese è la riduzione del rapporto Debito/PIL dal 190% circa previsto per il 2013 al 124% previsto per il 2020 e a livelli inferiori al 110% nel 2022. Si tratta di valori consistenti con il concetto di sostenibilità del debito pubblico definito dal Fondo Monetario Internazionale, che ha giocato un ruolo fondamentale.

L'Irlanda, che insieme al Portogallo sta beneficiando degli aiuti finanziari internazionali, ha registrato tassi di variazione tendenziali del PIL dello 0,8% a/a nel terzo trimestre, -0,5% a/a del secondo trimestre e 2,3% a/a del primo trimestre (da 1,45% a/a del 2011). Il paese sta evidenziando importanti miglioramenti nella dinamica del costo unitario del lavoro e nel saldo delle partite correnti, rafforzando il posizionamento del paese in vista della conclusione del programma di sostegno finanziario, e quindi del pieno ritorno sui mercati finanziari, previsto per fine 2013. Con riferimento al Portogallo, i dati di crescita evidenziano una variazione tendenziale del PIL del -3,5% nel terzo trimestre, -3,1% nel secondo trimestre e -2,3% nel primo trimestre (da -1,6% a/a del 2011).

A livello comunitario, il maggiore rigore nella politica fiscale del Governo italiano e l'elezione del candidato socialista Francois Hollande alla Presidenza della Repubblica francese nel mese di aprile, con un programma elettorale favorevole ad una evoluzione della politica europea verso una maggiore attenzione alla crescita, hanno fornito un importante supporto all'emergere di un approccio più critico al dogma della politica fiscale restrittiva. L'opportunità della costruzione di una strategia europea pro-crescita che si affianchi al rigore fiscale previsto nel Patto Fiscale (cosiddetto Fiscal Compact) precedentemente introdotto è stata supportata anche dal Presidente della Banca Centrale Europea, Mario Draghi, ed è stata oggetto di analisi nel corso del Consiglio Europeo del 28-29 giugno. Questa riunione merita una attenzione particolare perché ha fatto segnare importanti passi avanti nella soluzione della crisi del debito sovrano. E' stato infatti definito un processo di convergenza verso l'Unione Bancaria Europea, aprendo le porte all'accordo successivamente concluso nel corso del Consiglio Europeo del 12-13 dicembre, con l'attribuzione del ruolo di supervisore bancario europeo alla Banca Centrale Europea (BCE), con un diverso grado di responsabilità diretta che è funzione della dimensione delle banche nazionali. E' stato anche raggiunto l'accordo per l'utilizzo dell'ESM e dell'European Financial StabilityFacility (EFSF) in investimenti nei titoli di Stato dei paesi maggiormente sotto pressione, sia sul mercato primario che sul mercato secondario. Sono state inoltre varate misure di sostegno alla crescita che prevedono il coinvolgimento della Banca Europea degli Investimenti, l'allocazione di fondi strutturali EU inutilizzati e l'emissione dei cosiddetti Project Bond. In ultimo, ma non meno importante, è stato definito un percorso evolutivo della governance europea verso l'integrazione fiscale.

Sul fronte della politica monetaria, la Banca Centrale Europea (BCE) ha svolto un ruolo rilevante nel fornire supporto alla liquidità del sistema finanziario nella prima parte del 2012: dopo la prima asta di rifinanziamento a 36 mesi realizzata nel mese di dicembre 2011, lo scorso 29 febbraio l'Istituto di Francoforte ha realizzato la seconda asta di rifinanziamento a 36 mesi. Gli interventi di politica monetaria non convenzionale descritti hanno fornito un importante sostegno per i mercati finanziari in generale, e per i mercati dei titoli di Stato europei in particolare, nei primi mesi del 2012. Nella seconda metà dell'anno, la BCE ha definito le linee guida delle operazioni di acquisto di titoli di Stato europei (cosiddette OutrightMonetaryTransactions, OMT) con vita residua non superiore a tre anni, subordinate alla richiesta di sostegno finanziario all'ESM e alla firma di un Memorandum di Intenti da parte del paese coinvolto. Tale programma ha avuto come obiettivo primario quello di ripristinare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria attraverso il ridimensionamento della dispersione degli spread all'interno dei paesi dell'area Euro e ha fatto seguito alle dichiarazioni del Presidente Draghi del 26 luglio a difesa dell'integrità dell'Area Euro.

L'indebolimento del quadro macroeconomico descritto nei paragrafi precedenti e le tensioni sui mercati finanziari hanno indotto le agenzie di rating ad operare una serie di downgrade su Grecia, Portogallo e Spagna. Standard &Poor's ha inoltre ridotto il rating della Francia da AAA a AA+ lo scorso 13 gennaio; tale decisione è stata preceduta dal taglio del rating dell'Italia da A+ a BBB+.

Nel Regno Unito, la persistente debolezza dell'economia (dinamica del PIL: 0% nel terzo trimestre, -0,3% a/a nel secondo trimestre e +0,2% a/a nel primo trimestre; 0,9% a/a dato del 2011) e il ridimensionamento delle tensioni inflative hanno reso improrogabile l'adozione di nuovi interventi di politica monetaria espansiva non convenzionale. La Banca Centrale inglese (BoE), nella riunione dello scorso 9 febbraio, ha deciso di procedere ad un incremento di £ 50 miliardi del programma di acquisto di attività finanziarie, portando l'ammontare totale dello stesso al livello di £ 325 mld; l'orizzonte temporale previsto per il completamento della nuova tranche di acquisti era stato fissato a tre mesi; nella riunione del 5 luglio, il livello del programma di acquisto è stato ulteriormente incrementato a £ 375 mld, con un termine di 4 mesi per il completamento degli acquisti.

Negli Stati Uniti, ad un primo trimestre caratterizzato da un apprezzabile miglioramento del mercato del lavoro è seguito un secondo trimestre caratterizzato da deboli dati economici che si sono tradotti in una revisione al ribasso delle stime di crescita diffuse dalla Federal Reserve (Fed) nella riunione del 19-20 giugno. Le incertezze sull'evoluzione del quadro macroeconomico sono state alla base della contestuale decisione della banca centrale di estendere fino a fine anno il programma di allungamento della vita residua dei titoli di Stato in portafoglio. Successivamente, nelle riunioni di politica monetaria di settembre e di dicembre, la Fed ha introdotto ulteriori misure di allentamento quantitativo. Nello specifico, la FED ha deliberato acquisti di 40 miliardi mensili di titoli legati al mercato residenziale nel mese di settembre; nella riunione di dicembre ha deliberato acquisti aggiuntivi di titoli obbligazionari governativi per un ammontare pari a 45 miliardi di dollari mensili che vanno a sostituire le operazioni di allungamento delle scadenze a partire dal nuovo anno. L'altro elemento di novità emerso dall'ultima riunione della Fed del 2012 è la decisione di legare il mantenimento del tasso ufficiale tra 0 e 0,25% fino a quando il tasso di disoccupazione rimarrà al di sopra del livello del 6,5%, con un tasso di inflazione previsto su un orizzonte di due-tre anni inferiore al 2,5%. L'allentamento delle condizioni finanziarie si è tradotto in dati economici

reali via via migliori (PIL del terzo trimestre in crescita del 3,1% trimestre su trimestre annualizzato da 1,3% del secondo trimestre e 2% del primo trimestre), con una apprezzabile tenuta dei consumi privati e il rafforzamento degli investimenti residenziali. Indicazioni positive derivano anche dalla lettura dei dati recentemente pubblicati sulla fiducia delle imprese e dei consumatori. Sul fronte della politica fiscale, il dibattito sulla questione del "baratro fiscale" ha coinvolto intensamente Congresso e Casa Bianca nell'ultimo parte del 2012. Il compromesso raggiunto il primo giorno del nuovo anno contempla l'estensione permanente degli sgravi fiscali introdotti nel 2001 e 2003 solo alle famiglie con reddito non superiore a $ 450.000 e agli individui con reddito non superiore a $ 400.000. Sono state contestualmente ridotte le deduzioni per gli individui con reddito non inferiore a $ 250.000; la tassazione sui guadagni in conto capitale e i dividendi è stata inoltre incrementata in modo generalizzato dal 15% al 20%, rimanendo comunque su livelli inferiori a quelli pre-2001; è stata contestualmente incrementata la tassa di successione; in ultimo, non è stata estesa la riduzione dei contributi a carico dei lavoratori, introdotta temporaneamente nel 2009. L'accordo ha ridimensionato l'intensità della restrizione fiscale per l'anno in corso: secondo il Congressional Budget Office (CBO), l'impatto positivo sul PIL 2012 dovrebbe essere pari a circa l'1,5% - 1,75%. Restano tuttavia aperte importanti questioni. Un allentamento delle incertezze potrebbe fornire ulteriore supporto alla ripresa; restano tuttavia ancora aperte le questioni dell'innalzamento del tetto del debito pubblico e del taglio della spesa pubblica.

In Giappone, i positivi dati di crescita tendenziale del primo e secondo trimestre 2012 (rispettivamente 3,4% a/a e 3,9% a/a) sono da mettere in relazione agli effetti negativi del terremoto e dello tsunami che hanno colpito il paese all'inizio di marzo 2011. Il dato del terzo trimestre (+0,5% a/a) risulta pertanto più rappresentativo della persistente debolezza economica del paese che, unitamente al processo di deflazione ancora in atto, sta alimentando pressioni politiche sulla Banca Centrale per l'adozione di un orientamento maggiormente accomodante. L'Istituto Centrale ha progressivamente aumentato il programma di "allentamento quantitativo" nel corso del 2012, portandolo al livello di Y 91 trilioni. A febbraio, ha inoltre fissato un obiettivo di inflazione all'1%. Il nuovo Premier Abe (capo del partito Liberal Democrat, succeduto a YoshihikoNoda del Democratic Party dopo le elezioni politiche del 16 dicembre), favorevole all'introduzione di nuove misure di politica fiscale espansiva, ha altresì dichiarato di essere favorevole alla definizione di un target di inflazione al 2%: tale asserzione è importante tenuto conto della scadenza dell'attuale Governatore della Banca Centrale, Shirakawa, il prossimo mese di aprile, e della necessità di sceglierne il successore a breve. Anche i Paesi Emergenti hanno evidenziato un rallentamento economico generalizzato. La capacità di reazione delle autorità di politica economica ridimensionano tuttavia in misura rilevante i rischi di indebolimento ulteriore dello scenario degli emergenti. In generale, si conferma la fiducia nella capacità dei singoli paesi di spostare il proprio modello di sviluppo a favore della domanda interna, con una maggiore focalizzazione sui meccanismi di sostegno sociale. Tali evoluzioni sono particolarmente importanti per la Cina. Il paese ha evidenziato una crescita del PIL del terzo trimestre del 7,4% a/a, in calo dal 7,6% a/a del secondo trimestre e 8,1% a/a del primo trimestre, raggiungendo il valore più basso dal primo trimestre 2009. Pur riconoscendo che i dati a maggiore frequenza evidenziano segnali di miglioramento, il rallentamento economico in atto lascia comunque aperta la questione dell'intensità delle misure da porre in essere dalle autorità di politica economica per evitare il cosiddetto "atterraggio duro". In tale contesto, le azioni dei nuovi leader (il nuovo Segretario del partito XiJinping, che subentra a HuJintao e assumerà la carica di Presidente il prossimo mese di

marzo, e il nuovo Premier Li Keqiang, che subentra a WenJiabao) verranno attentamente monitorate dagli investitori, tenuto conto dell'importanza della Cina per l'economia globale.

Mercati

La dinamica dei mercati finanziari è stata influenzata in misura rilevante dall'evoluzione della crisi del debito sovrano dell'Area Euro; un ruolo importante hanno avuto anche le attese sull'evoluzione della crescita globale, a loro volta influenzate dagli eventi politico-istituzionali europei.

Fino alla prima metà di marzo, l'approccio più costruttivo dell'Unione Europea nella gestione della crisi del debito sovrano, il ruolo centrale della Banca Centrale Europea nel fornire liquidità al sistema finanziario e gli sforzi di risanamento fiscale di diversi Paesi Europei hanno consentito un ridimensionamento apprezzabile dei premi al rischio emittente e un allentamento generalizzato delle tensioni sui mercati finanziari. Si sono conseguentemente attenuate le preoccupazioni per gli impatti negativi della crisi europea sulla dinamica di crescita dell'economia globale; a supporto del cauto ottimismo sono intervenuti anche dati congiunturali positivi in Usa e la prontezza di reazione delle autorità di politica economica dei paesi emergenti ai segnali di rallentamento delle rispettive economie, in un contesto di inflazione in calo. Nel corso dei successivi 3 mesi, la crisi dell'Area Euro ha invece conosciuto una intensificazione a causa dell'instabilità politica in Grecia e delle preoccupazioni sulla solidità del sistema bancario spagnolo. Sul fronte macroeconomico, sono inoltre intervenute statistiche economiche deboli a livello globale. Le tensioni sui mercati finanziari sono proseguite anche dopo l'annuncio del piano di salvataggio europeo del sistema bancario spagnolo, lo scorso 9-10 giugno, e l'esito positivo delle elezioni greche del 17 giugno che ha portato alla formazione di un governo favorevole al rispetto degli impegni di finanza pubblica assunti dal paese a livello internazionale. I mercati finanziari hanno quindi manifestato l'esigenza dell'adozione di decisioni comunitarie ampie e condivise in materia di unione fiscale, bancaria e politica, ritenendo insufficienti misure isolate per la soluzione di problemi specifici dei singoli paesi e arrivando senza grandi aspettative al Consiglio Europeo del 28-29 giugno. L'incremento delle tensioni ha costituito un importante fattore di spinta a favore dell'adozione di decisioni funzionali al raggiungimento di una maggiore integrazione, anche politica, a livello comunitario nel corso del Consiglio Europeo dello scorso 28-29 giugno. L'ultima giornata di contrattazioni del semestre si è quindi conclusa con un recupero dei corsi obbligazionari e azionari delle principali piazze finanziarie. L'allentamento delle tensioni si è esteso anche al terzo trimestre, grazie soprattutto al maggiore attivismo della BCE a tutela dell'integrità dell'area Euro. L'ultimo trimestre dell'anno è stato caratterizzato dall'emergere di fattori di incertezza politica sia in Europa (definizione del quadro normativo dell'Unione Bancaria Europea, anticipo della fine del governo tecnico in Italia con incertezza rispetto alla continuità della politica fiscale, esitazione del governo spagnolo rispetto alla formalizzazione della richiesta di aiuti alle istituzioni europee, ritardi nell'erogazione della nuova tranche di prestito alla Grecia) che in USA (dibattito sulla questione del "baratro fiscale"). Le problematiche politiche citate si sono tuttavia gradualmente ridimensionate nel corso del trimestre; gli impatti sui mercati finanziari internazionali sono stati quindi limitati e più che controbilanciati dalla pubblicazione di dati macroeconomici migliori delle attese, soprattutto in USA e nei Paesi Emergenti.

Sui mercati obbligazionari governativi europei, i rendimenti tedeschi sono rimasti su livelli storicamente bassi nel corso del 2012, implicando rendimenti reali (al netto dell'inflazione) negativi. Il rendimento del titolo decennale della Germania è passato dall'1,82% di fine 2011 al 2,06% circa di metà marzo, coerentemente con il calo dell'avversione al rischio precedentemente descritto, per poi scendere al livello di 1,20% a fine maggio e risalire verso 1,58% a fine giugno. L'orientamento estremamente accomodante della BCE è alla base della successiva riduzione del tasso di rendimento in oggetto al livello di 1,44% a fine settembre e 1,31% a fine 2012. Il rendimento sul titolo a 2 anni, dopo essere salito allo 0,34% a metà marzo, si è riportato in prossimità del livello di inizio anno (0,13% circa) in chiusura di semestre per poi chiudere l'anno su livelli lievemente negativi.

I mercati obbligazionari dei Paesi Periferici europei, con l'esclusione della Spagna, hanno beneficiato di un apprezzabile ridimensionamento degli spread fino alla metà di marzo per poi subire un incremento degli stessi nel corso del secondo trimestre. Con riferimento ai titoli di Stato italiani, il rendimento sul titolo decennale è sceso dal 6,95% di fine 2011 al 4,84% circa di metà marzo per poi portarsi verso il livello del 6,20% a metà giugno e chiudere il semestre al 5,82%, sullo scia del cauto ottimismo generato dall'esito della riunione del Consiglio Europeo del 28-29 giugno. Il ridimensionamento consistente del rischio di disgregazione dell'Unione Monetaria ha spinto il rendimento del titolo decennale italiano al livello di 4,92% a metà settembre e scendere verso livelli intorno al 4,5% a fine anno.

Con riferimento alle obbligazioni di impresa, gli sforzi profusi dalle società nelle operazioni di ristrutturazione e sostegno dei margini hanno evitato un allargamento marcato degli spread nelle fasi di incremento dell'avversione al rischio precedentemente descritte. Il segmento del mercato che ha evidenziato una maggiore dinamica degli spread è stato quello dei titoli finanziari, soprattutto subordinati, europei. Il settore finanziario, essendo maggiormente collegato alle sorti dei Paesi Periferici, ha beneficiato dell'allentamento delle tensioni della prima parte dell'anno, grazie anche all'importante sostegno alla liquidità della BCE ed è stato maggiormente penalizzato nel secondo trimestre, per le rinnovate preoccupazioni sulla stabilità dell'Area Euro e quindi del sistema bancario. Esso ha successivamente beneficiato dall'attivismo della BCE e degli importanti passi avanti compiuti in materia di Unione Bancaria Europea che permetterà di interrompere il circolo vizioso del legame tra solidità del debitore sovrano e stabilità del sistema finanziario del paese.

Sui mercati azionari, i primi tre mesi dell'anno sono stati particolarmente positivi, effetto del rinnovato ottimismo sull'evoluzione della crisi del debito sovrano dell'Area Euro e del buon andamento degli principali indicatori economici, soprattutto statunitensi. Dalla seconda metà di marzo si è verificata una inversione di tendenza, conseguenza delle incertezze sulla sostenibilità dei conti pubblici spagnoli prima, dell'instabilità politica in Grecia e delle esigenze di salvataggio del sistema bancario spagnolo, poi. A questi fattori di natura politico-istituzionale si sono aggiunti il peggioramento degli indicatori economici delle economie sviluppate, soprattutto degli USA, e il manifestarsi delle preoccupazioni di contagio alle economie emergenti. La correzione, soprattutto degli indici azionari europei, si è intensificata nel mese di maggio, quando l'instabilità politica in Grecia emersa con vigore dai risultati delle elezioni politiche del 6 maggio e dall'incapacità di formare un nuovo governo, rendendo così necessarie nuove consultazioni elettorali il 17 giugno, ha creato rilevanti preoccupazioni sull'implementazione delle misure di finanza pubblica contenute nel secondo piano di aiuti finanziari alla Grecia e sull'eventualità dell'uscita del paese dall'Area Euro, con potenziali ripercussioni sulla stabilità finanziaria ed economica degli altri paesi membri. Le

tensioni hanno subito un inasprimento anche a seguito degli annunci di nuove esigenze di rifinanziamento del sistema bancario spagnolo da parte del Governo Rajoy lo scorso 19 maggio e delle incertezze sulla capacità della Spagna di fronteggiare la crisi del sistema bancario senza l'aiuto finanziario dell'Unione Europea. La debolezza dei mercati azionari è proseguita fino al Consiglio Europeo del 28-29 giugno. Il rimbalzo degli indici azionari, soprattutto europei, nell'ultima giornata di borsa aperta del semestre ha evidenziato l'apprezzamento per le decisioni adottate a Bruxelles: anche se molti dettagli restano da definire, sono stati compiuti nuovi, importanti passi avanti nel processo di evoluzione dell'Unione Monetaria in Unione anche fiscale, bancaria, e, successivamente, politica. Nei mesi estivi, il rinnovato impegno delle istituzioni europee a supporto dell'integrità dell'area Euro, in particolare l'attivismo della BCE, le nuove azioni di politica monetaria espansiva adottate dalle altre principali banche centrali e il graduale miglioramento dei dati macroeconomici globali hanno determinato dinamiche positive generalizzate dei mercati azionari. L'ultimo trimestre dell'anno è stato invece caratterizzato dall'emergere di fattori di incertezza politica sia in Europa che in USA. Le problematiche politiche citate si sono tuttavia gradualmente ridimensionate nel corso del trimestre; gli impatti sui mercati azionari internazionali sono stati pertanto limitati e più che controbilanciati dalla pubblicazione di dati macroeconomici migliori delle attese, soprattutto in USA e nei Paesi Emergenti.

Prospettive

La previsione di un miglioramento graduale delle condizioni economiche a livello globale avvalora ulteriormente la preferenza per le attività rischiose, ovvero più esposte al ciclo. In area Euro, gli sforzi profusi dalle autorità comunitarie e nazionali in materia di supporto ai paesi in difficoltà, riforme strutturali e aggiustamenti fiscali sono ragguardevoli e contribuiscono a migliorarne le prospettive di crescita nel medio-lungo termine. Sul fronte finanziario, il ridimensionamento consistente del rischio di disgregazione dell'area Euro grazie all'intervento della BCE dovrebbe inoltre favorire il recupero dei flussi di capitali verso i paesi periferici e il miglioramento della dinamica dei prestiti bancari ai rispettivi settori privati.

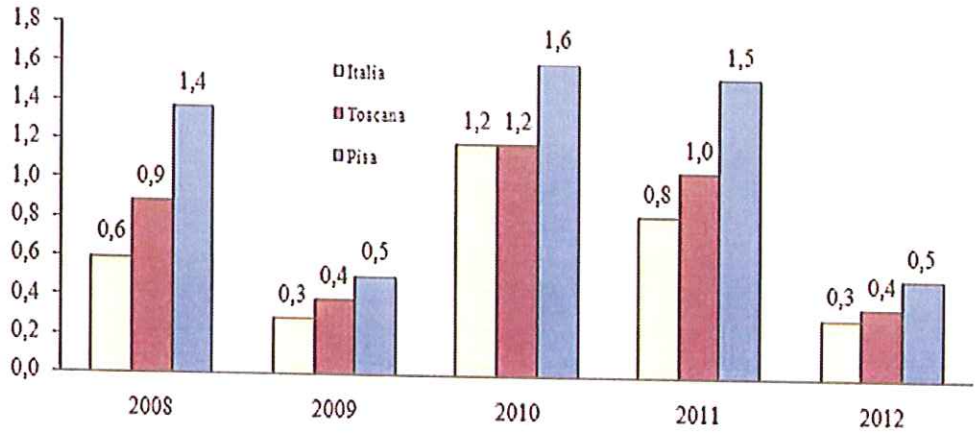
Ciò pone l'area Euro in una posizione favorevole da un punto di vista delle potenzialità di miglioramento dello scenario di riferimento e quindi di rialzo dei mercati finanziari. Negli USA, il raggiungimento dell'accordo sul cosiddetto "baratro fiscale" il primo giorno del nuovo anno lascia comunque aperte importanti questioni, da definire necessariamente nel breve termine. Vanno infatti adottate decisioni in materia di taglio automatico di diversi capitoli di spesa pubblica ed estensione del limite sul debito pubblico entro il primo trimestre. Le incertezze citate potrebbero determinare un incremento della volatilità sui relativi mercati azionari. Nei paesi Emergenti, la capacità di reazione delle autorità di politica economica ridimensiona in misura rilevante i rischi di indebolimento ulteriore del relativo scenario. Coerentemente con tale contesto, si conferma la sovraesposizione al mercato azionario, con preferenza per l'Europa e gli Emergenti. Anche i titoli di Stato dei paesi periferici potrebbero evidenziare performance interessanti in un'ottica di medio-lungo termine. Il profilo di rischio/rendimento resta inoltre attraente per i titoli obbligazionari societari (nello specifico, i titoli obbligazionari societari europei e dei paesi emergenti). Meno interessanti appaiono invece i titoli di Stato dei paesi cosiddetti "core".

L'economia della provincia di Pisa nel 2012

* (ultimi dati CCIAA di Pisa disponibili)

Il protrarsi della crisi ha determinato, nel corso del 2012, un brusco calo delle iscrizioni ed un aumento delle cessazioni dal Registro delle imprese della Camera di Commercio di Pisa. Le 3.058 unità registrate nel corso dei dodici mesi del 2012, non solo segnano un rallentamento rispetto all'anno precedente, quando furono 3.276, ma toccano il livello più basso dal 2003.
Le cessazioni, nello stesso periodo, sono invece aumentate passando dalle 2.614 unità del 2011 alle 2.834 del 2012 al netto delle 404 cancellazioni d'ufficio che la Camera ha operato nel corso dell'anno: non considerando questa "depurazione" le cessazioni sono state 3.238.
Considerando lo stock al 31/12/2012, il numero di imprese registrate in provincia di Pisa scende a quota 43.596 ed il numero di imprese attive scende sotto quota 38mila (37.944).
Dopo due anni in cui la dinamica di impresa della provincia di Pisa, nonostante la crisi, aveva segnato tassi di crescita intorno al punto percentuale, il 2012 segna una forte battuta d'arresto. Grazie alle numerose cancellazioni d'ufficio effettuate nel corso del 2012, il tasso di crescita imprenditoriale continua a rimanere positivo (+0,5%) e, cosa forse ancora più importante, al di sopra della media nazionale (+0,3%) e regionale(+0,4%) posizionandosi al venticinquesimo posto tra le province italiane.

Tasso di crescita imprenditoriale in Italia, Toscana e provincia di Pisa[2]
(valori %)



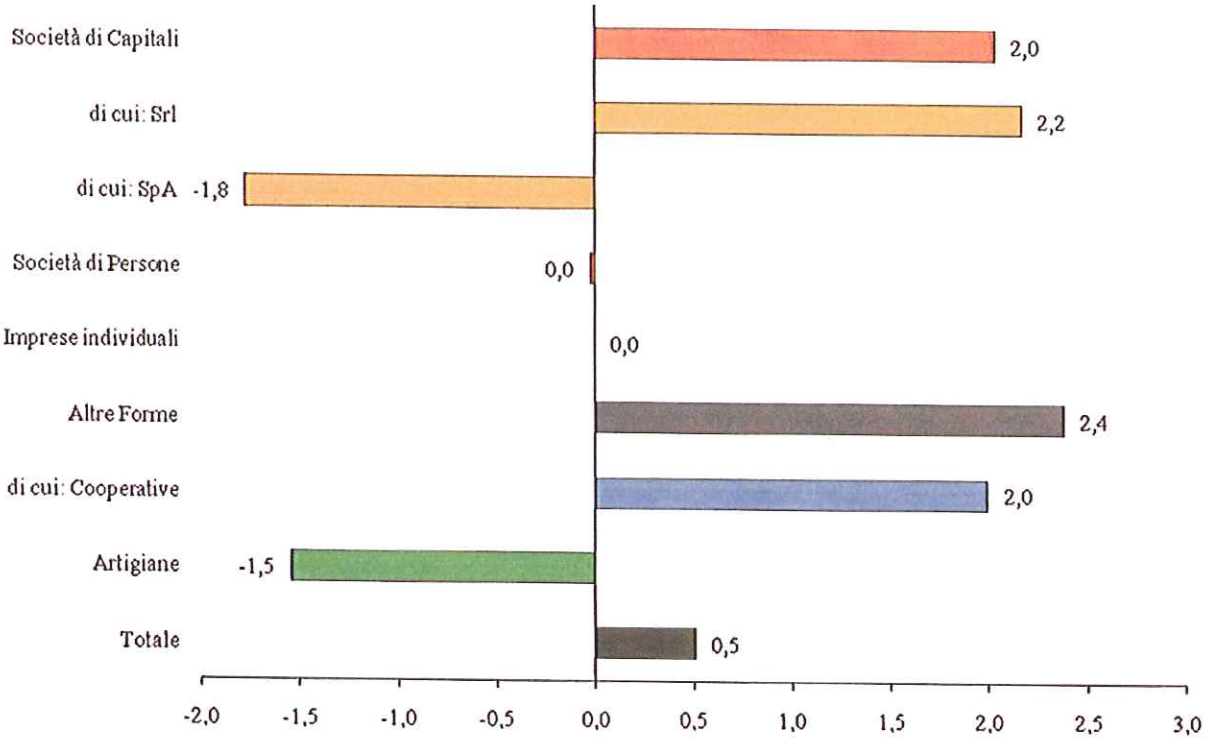
Tipologie d'imprese

L'analisi della crescita del tessuto imprenditoriale pisano evidenzia come a determinare la battuta d'arresto del 2012 siano le forme giuridiche più semplici, come le imprese individuali, e le imprese artigiane: un segnale di come le difficoltà interessino soprattutto queste tipologie di impresa.

Le **imprese individuali** (23.149 le registrate a file 2012) vedono infatti azzerato il loro tasso di crescita dopo che, nel 2011, avevano segnato un +1,8%. Continua invece ad essere negativo, dopo il -0,6% del 2011, il tasso al 2011 per uno stock complessivo che a fine 2012 scende a 10.976 unità).

Gli unici contributi alla tenuta della dinamica imprenditoriale provengono dalle **società di capitali** (che a fine 2012 toccano quota 10.189 registrate) e dalle cosiddette **altre forme giuridiche** (che hanno però solo 851 imprese registrate). Pur decelerando rispetto al 2011, continua ad essere rilevante il contributo delle **società di capitali** che grazie ad un +2,0% fanno segnare una crescita di 206 unità rispetto al 2011 spiegando quasi completamente la crescita del tessuto imprenditoriale pisano. All'interno di questa categoria continuano a divergere le evoluzioni delle Srl, che avanzano del 2,2% (+212 unità), mentre le forme più strutturate come la SpA si contraggono del 2,0% (-6 imprese rispetto al 2011). Tra le **altre forme giuridiche**, che accelerano rispetto al 2011, è senz'altro da segnalare la crescita delle cooperative (+2,0%, con un totale delle registrate che si assesta a quota 504 unità) mentre rimane sostanzialmente stabile il numero di imprese costituite nella forma delle **società di persone** (-2 unità) che, nel complesso, sono 9.407.

Tasso di crescita imprenditoriale in provincia di Pisa per forma giuridica e tipologia
Anno 2012 [2]
(valori %)



Giovani, donne e stranieri

L'evoluzione nel numero imprese guidate da donne, giovani e da cittadini stranieri mette in risalto la vivacità di queste categorie dalle quali potrebbe dipendere, ed in parte già avviene, l'evoluzione della base imprenditoriale della provincia di Pisa. In effetti, questi raggruppamenti rappresentano una parte non trascurabile del sistema economico locale. Le imprese femminili, a fine 2012, rappresentano infatti il 23,1% del totale delle registrate, il 27,3% delle iscrizioni effettuate durante l'anno ma anche il 26,3% delle cessazioni. Interessante anche la situazione delle imprese giovanili che rappresentano oltre un terzo delle iscrizioni avvenute nel corso del 2012 e l'11,1% delle registrate. Importante anche il contributo delle imprese guidate da stranieri che, al 31/12/2012, sono l'11,2% delle unità registrate nella nostra provincia ed il 22,8% delle nuove iscrizioni.

In termini di saldi, a dare il contributo più significativo, con un bilancio attivo di 580 imprese, sono state le imprese giovanili, seguite da quelle gestite da stranieri (235) mentre le femminili, pur pesando molto sul totale delle imprese della provincia, si sono fermate ad un +90.

Sistemi Economici Locali

Considerando i Sistemi Economici Locali (SEL)7 in cui è suddivisa la provincia di Pisa, emerge in modo piuttosto evidente come a trainare la crescita imprenditoriale sia stata quasi esclusivamente l'**Area Pisana** che grazie ad un saldo di 181 unità (+1,0% il tasso di crescita), spiega i 4/5 della variazione complessiva. Se il **Valdarno Inferiore** (+0,4%) e la **Val d'Era** (+0,3%,) mettono a segno una crescita, il SEL della **Val di Cecina,** invece, torna dopo un anno in terreno negativo (-0,8%).

Settori

Considerando i diversi settori di attività, è ancora una volta il comparto dei servizi (+1,5%, +375 unità) a fornire una spinta, seppur molto contenuta, alla crescita dello stock di imprese registrate in provincia di Pisa. Tutti gli altri settori, pur con gradazioni diverse, segnano invece una contrazione con le **costruzioni** (-1,6%, -111 unità) e l'**industria in senso stretto** (-0,8%, -45 imprese) che registrano le flessioni più consistenti. Meno negativo, ma pur sempre in diminuzione, il numero delle imprese operanti nel **settore primario** (-0,7%, -27 imprese) che da anni ormai sono inserite all'interno di un trend decrescente, mentre le **utilities** (energia, acqua e gas) rimangono stabili rispetto al 2011.

All'interno della filiera delle **costruzioni**, spicca la crisi tanto delle **costruzioni di edifici** (-1,9%) quanto dei **lavori di costruzione specializzati** (-1,3%) -si tratta di imprese operanti prevalentemente nell'installazione di impianti- mentre crescono le **attività immobiliari** (+0,8%).

Pur rallentando rispetto al 2011, quando si registrò un -1,3%, prosegue nel 2012 l'assottigliamento del comparto **manifatturiero** (-0,8%) pari ad una diminuzione di 45 unità. Tra i principali settori solo **meccanica** (+0,9%, +2 imprese) ed i **metalli** (+0,2%, +1 impresa) fanno segnare una crescita, mentre arretrano i **mobili** (-4,2%, -24 unità) ma anche la **concia** (-1,3%, -12 imprese) e le **calzature** (-1,0%, -7 imprese).

All'interno dei servizi, unico macro-settore che registra un aumento, sono da segnalare le dinamiche positive nel **commercio all'ingrosso** (+1,1%, +42 imprese), nei **servizi di alloggio** (+2,3%, +8 imprese), nei **bar** (+6,9%, +72) e nella **ristorazione** (+1,6%, +21 unità) mentre flettono i servizi di **trasporto merci su strada** (-3,9%, -26 imprese). Arretra, scontando la fine del sostegno del commercio ambulante, anche il **commercio al dettaglio** (- 0,2%, -11). Crescono le attività **professionali, scientifiche e tecniche** (+5,2%, +65 unità) ma anche quelle dedicate ai **servizi alla persona** (+1,6%, +23 imprese). L'aumento delle imprese operanti nei servizi, apparentemente un paradosso se si pensa alla crisi del mercato dove queste aziende si trovano ad operare, si spiega probabilmente nella ricerca di un impiego da parte di soggetti senza occupazione.

IL QUADRO GENERALE DEGLI INVESTIMENTI DELLA FONDAZIONE

Nel corso del 2012 si sono vanificate le attese di una, seppur tenue, ripresa economica; all'opposto invece si è aggravata la fase recessiva accentuata sia dai problemi sul debito sovrano dei paesi più deboli dell'area euro sia dalla crescente perdita di posti di lavoro nel comparto manifatturiero a favore dei paesi emergenti.

Le notevoli tensioni di Spagna, Portogallo, Irlanda, Grecia ed Italia hanno portato a grandi volatilità pur in un mercato che a fine anno ha segnato risultati positivi in quasi tutte le classi di investimento.

In tale contesto quindi hanno premiato le strategie dinamiche ove le scelte di "timing" siano state centrate; tale strategia richiede tuttavia strutture e conoscenze che non sono in possesso della Fondazione, che ha quindi puntato su politiche di contenimento della volatilità con obiettivo primario della Fondazione la conservazione del patrimonio, investito quasi interamente in strumenti finanziari, e la ricerca ove possibile del miglior rendimento ricavabile con tale strategia difensiva.

Il buon andamento generale si è riflesso in un buon contributo 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 recuperato in parte le svalutazioni di fine 2011, seppur con differente dinamicità tra i vari gestori.

Il minor ammontare di interessi sul portafoglio a gestione diretta è conseguente alla riduzione degli attivi derivante dalla necessità di liquidare le posizioni per far fronte sia al pagamento dell'ultima parte dell'aumento di capitale della conferitaria CRV SpA sia per il pagamento (circa 18 milioni di euro) degli immobili acquistati a fine 2011/inizio 2012 dalla CRV SpA; il rendimento è inoltre ridotto dall'aumento della tassazione dal 12,50 al 20% sulla maggior parte del portafoglio e quindi alla fine il risultato ottenuto è soddisfacente, ancorché imputabile interamente alla componente a tasso fisso, mentre la parte a tasso variabile si è attestata ai minimi dagli ultimi 5 anni.

Pertanto l'unica attività che non ha prodotto redditi è risultata la partecipazione nella CRV SpA; tale mancanza dovrebbe venire meno dal prossimo anno dato che dalle anticipazioni ricevute, il bilancio 2012 si dovrebbe chiudere con un utile e con una, seppur ridotta, remunerazione per gli azionisti, che speriamo costituisca una netta inversione di tendenza rispetto al recente passato.

Dalle notizie trasmesse è inoltre emersa una notevole solidità patrimoniale che si riflette in ampio rispetto dei requisiti patrimoniali richiesti dalle vigenti normative della Banca d'Italia.

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

STRUMENTI FINANZIARI IMMOBILIZZATI

- € 20.000.000 in obbligazioni subordinate emesse dalla conferitaria Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A, di cui € 10.000.000 a tasso fisso crescente e 10.000.000 a tasso variabile (tasso euribor + 0,85% medio); 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 rientrate nella previsione dell'art. 7, comma 1, del D.Lgs. 153/99.

- € 948.956 corrispondenti a n. 987.754 azioni Banca Carige Spa, ottenute dalla conversione di un precedente prestito obbligazionario e che si è reputato opportuno mantenere in portafoglio in funzione della buona redditività derivante dai dividendi pregressi.

STRUMENTI FINANZIARI NON IMMOBILIZZATI

- € 2.930.291 (valore consolidato) per polizze di capitalizzazione; trattasi di una diversificazione attuata dal 2007 con lo scopo di stabilizzare il rendimento, che ogni anno si consolida nella misura riconosciuta al netto delle commissioni. Il valore conseguito nel 2012 al lordo delle commissioni è stato certificato nella misura del 4,13%.
- € 30.366 corrispondenti a n. 21.000 azioni Enel Green Power, al momento in attesa di ulteriori determinazioni in merito al mantenimento o meno dell'interesenza;
- € 750.000 in valore nominale di obbligazioni ordinarie a tasso fisso (5,375%) emesse dalla Banca Intesa San Paolo Spa con scadenza nell'esercizio 2013;
- € 2.400.000 di obbligazioni subordinate emesse da Banca Carige con scadenza al 12/2020 a tasso fisso (7,321%);
- € 500.000 in valore nominale di obbligazioni ordinarie a tasso fisso (4,125%) emesse dalla E. On Finance con scadenza nell'esercizio 2013;
- € 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 ordinarie 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;
- € 1.000.000 in valore nominale di CCT a tasso variabile con scadenza nell'esercizio 2015;
- € 500.000 in valore nominale di obbligazioni ordinarie a tasso fisso (5,15%) emesse da Intesa San Paolo con scadenza nell'esercizio 2020;
- € 500.000 in valore nominale di obbligazioni ordinarie a tasso fisso (5,75%) emesse da Intesa San Paolo con scadenza nell'esercizio 2018;

Nel corso del 2012, per sopperire alle esigenze di liquidità determinate dai nuovi investimenti immobiliari e al pagamento dell'ultima parte dell'aumento di capitale della CRV SpA si è dovuto, tra le altre, smobilizzare parzialmente le gestioni patrimoniali per complessivi euro 7.260.050; nel corso del 2013 dovrà essere valutata l'opportunità di riconferire alla gestioni o a diversi gestori la liquidità che deriverà da investimenti in scadenza.

Attualmente il mandato dei gestori rimane del tipo "total return", ovvero finalizzato ad ottenere un rendimento assoluto anno per anno con una visione di durata breve, che riduce la volatilità anche se sacrifica apprezzamenti di valore ove, come nel corso del 2012, si verifichino ampie oscillazioni nel valore dei titoli.

Il mandato è inoltre vincolato a precisi limiti per l'operatività connessi a predefiniti livelli di investimento nelle varie tipologie di strumenti finanziari.

Tra le partecipazioni non strumentali detenute il dividendo è imputabile alla quota ottenuta per conversione di obbligazioni da Banca Carige SpA ed a una piccola quota di azioni Enel Green Power.

Per quanto attiene alla Cassa di Risparmio di Volterra SpA, anche per il 2012 il dividendo è risultato pari a zero; dalle notizie ricevute si è appreso che invece nel 2013 (dividendo dell'anno 2012) si dovrebbe avere finalmente un'inversione di tendenza con il pagamento di un dividendo atteso nell'ordine di un milione di euro, che dovrebbe costituire il primo passo di un ritorno soddisfacente alla remunerazione del capitale, pur con tutte le incertezze che il quadro economico ancora lascia intravedere e che sono state evidenziate in precedenza.

La redditività media dell'attivo fruttifero, al netto delle imposte sostitutive e delle ritenute alla fonte e senza considerare le partite straordinarie si è attestata al 1,75%, in crescita rispetto al 2011.

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 periodiche audizioni dei responsabili delle varie società di gestione.

Nel corso dell'anno si prevede, in attuazione della Carta della Fondazioni, di costituire un comitato investimenti per coadiuvare le scelte gestionali e strategiche degli Organi della Fondazione.

Per quanto riguarda invece gli investimenti delegati al Consiglio di Amministrazione come illustrato in precedenza si è data preminenza ad investimenti a tasso fisso per ottenere extra rendimenti rispetto agli strumenti di tesoreria che sono stati limitati ad un'unica operazione finalizzata all'investimento in attesa del richiamo dell'ultima parte dell'aumento di capitale della CRV SpA.

In generale quindi, con riferimento al profilo di rischio estremamente prudenziale adottato dalla Fondazione, i risultati nel complesso sono soddisfacenti e, unitamente ad un politica di contenimento delle erogazioni, hanno consentito adeguati accantonamenti patrimoniali anche per recuperare i minori stanziamenti degli anni precedenti.

Il rendimento del portafoglio amministrato, (con esclusione delle partecipazioni) calcolato sul valore nominale dei titoli in giacenza al 31/12/2012 si è attestato al 3,43%.

Le polizze di capitalizzazione hanno conseguito un rendimento lordo del 4,13% e netto da commissioni del 3,53%, al lordo dell'imposta che sarà trattenuta all'atto del rimborso e che quindi è stata oggetto di accantonamento al fondo imposte per competenza.

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 2012 tutti i gestori hanno sfruttato la flessibilità in maniera prudenziale, anche con impiego in operazioni di liquidità pura, senza tuttavia prendere particolari posizioni a rischio, ottenendo una volatilità media inferiore all'1% del portafoglio gestito anche se ciò è andato a scapito di possibili maggiori rendimenti.

Nel corso dell'anno il Consiglio di Amministrazione ha proseguito l'attività di monitoraggio su base mensile, non rilevando tuttavia nel corso dell'anno situazioni che comportassero nuovi interventi di modifica dei criteri di mandato.

Nel corso del 2013 tutti i risultati storici dei gestori saranno posti sotto osservazione per eventuali decisioni da prendere in corso d'anno per una revisione e/o riduzione, o per il ricambio dei soggetti, nell'ambito delle politiche di trasparenza previste dalla Carta delle Fondazioni.

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

GESTIONE PIONEER SGR

In termini di scelta degli investimenti, nel corso dell'anno è stata progressivamente incrementa l'esposizione ai mercati azionari c, con finalità di copertura, aumentata leggermete la duration core di portafoglio e l'esposizione alle valute del blocco dollaro.

In relazione alla componente azionaria, l'esposizione netta è stata gestita dinamicamente nel trimestre, in un range compreso tra l'11% (a fine settembre per la Target 250) e il 15% (a fine dicembre). A livello geografico, marginalmente incrementata l'esposizione ai mercati emergenti tramite ETF (su Cina, Russia e Brasile) e in dicembre al Giappone (tramite futures), date le attese di una politica monetaria più accomodante.

In termini di allocazione settoriale, da ottobre, è stata prestata più attenzione a temi legati alla domanda di materie prime in Cina, con la convinzione, sulla base dei dati pubblicati, che il paese si stesse avvicinando ad un punto di minimo. Di conseguenza una porzione di portafoglio è stata investita sul settore delle materie prime e sugli industriali. Nel periodo è stata incrementa l'esposizione al settore auto e lusso, mentre è stato preso parziale profitto sul tecnologico e incrementato l'esposizione al settore bancario europeo che dovrebbe trarre benefici da un allentamento nei requisiti di liquidità richiesti da Basilea 3. Tra i difensivi, abbiamo mantenuto le posizioni sulle utility spagnole (con valutazioni interessanti).

Nel corso del periodo, abbiamo mantenuto i nostri investimenti tematici: i titoli azionari di società aurifere, acquistate per le valutazioni interessanti rispetto al prezzo dell'oro, i titoli del settore immobiliare tedesco, uno dei pochi in Europa considerato conveniente, il basket di azioni "deepvalue", titoli di qualità con basso beta che dovrebbero offrire interessanti dividendi. In novembre è stato aggiunto un basket di titoli legati direttamente o indirettamente allo sviluppo dello shale gas in Usa, mentre in dicembre un nuovo portafoglio di azioni che investono in robotica, tecnologia che promette di diventare un'interessante opportunità di investimento dato l'aumento del costo del lavoro in Cina che incentiva le società ad investire maggiormente nell'automazione.

Sulla componente obbligazionaria, nel corso del trimestre la *duration* di portafoglio è stata incrementata e si attesta a fine dicembre in un intervallo compreso tra 1,9 e 3 anni a seconda della linea.

Sul segmento dei titoli governativi dei paesi periferici dell'area Euro, il nostro posizionamento rimane focalizzato sulla curva italiana anche se lo abbiamo ridotto a inizio dicembre su un restringimento degli *spread* (contributo complessivo in termini di *spread duration* a fine dicembre di circa 3/5 mesi sulle tre linee).

Per quanto riguarda il segmento obbligazionario *corporate*, nel trimestre abbiamo ridotto l'esposizione ai titoli finanziari subordinati e alla componente *ad alto rendimento* Circa metà dell'esposizione rimane focalizzata su emissioni finanziarie *senior* a breve. Il contributo in termini di *spread duration* era di circa 3 mesi a fine dicembre (sulla Target 250). Nel trimestre siamo stati molto attivi sul mercato primario, in particolare su emissioni societarie non finanziarie (di Italia, Spagna e Portogallo), su cui abbiamo preso rapidamente profitto.

Sul segmento obbligazionario emergente, nel corso del trimestre abbiamo gradualmente incrementato la nostra esposizione è stata ottenuta principalmente tramite l'acquisto sul mercato primario di emissioni governative e societarie di paesi dell'Europa dell'est.

Sulle valute, abbiamo incrementato nel periodo l'esposizione al dollaro USA, a protezione degli *asset* rischiosi, e incrementato il corto sullo *yen* giapponese, data l'attesa di uno stimolo monetario da parte della banca centrale giapponese, in linea con l'approccio accomodante portato avanti dal nuovo governo.

Sulle materie prime (investimento tramite ETF e ETC) abbiamo mantenuto la nostra *visione* costruttiva. Un contesto caratterizzato da politiche monetarie molto accomodanti, con tassi reali negativi e dinamiche di crescita in miglioramento per le economie emergenti dovrebbe infatti sostenerne la domanda. Le principali posizioni rimangono sui metalli preziosi. In dicembre abbiamo incrementato l'esposizione ai metalli preziosi (oro) e preso profitto sul palladio e derrate agricole.

Nei primi due mesi dell'anno non sono state apportate variazioni all'approccio finora adottato sui portafogli: si confermano la *visione* positiva sul comparto azionario e l'esposizione lunga alla componente *spread* (Italia e *corporate*); si mantengono inoltre, con finalità di copertura dei rischi, il posizionamento lungo di *duration core*, quello sul blocco dollaro e l'esposizione all'oro tramite ETF. I portafogli sono complessivamente caratterizzati da un numero elevato di strategie (direzionali, di valore relativo, tematiche, di selezione, di volatilità), trasversali sulle diverse *classi di investimento* che favoriscono un elevato livello di diversificazione sulle linee, migliorandone il profilo di rischio

GESTIONE SANTANDER SGR

Il risultato della linea di gestione è stato positivo sia in termini assoluti (+2,69%) sia rispetto al parametro di riferimento/obiettivo di rendimento (+0,15%).

Il 2012 si è chiuso con la maggior parte delle classi di attività finanziarie in positivo, ma occorre sottolineare che nel corso dell'anno si è assistito ad un'elevata volatilità. Nonostante ciò la gestione ha mantenuto per tutto il 2012 un andamento stabile anche nelle fasi di mercato più critiche, cercando di contenere il più possibile le oscillazioni di valore (volatilità 1.4%).

In un contesto di mercato difficile con una visibilità in alcuni momenti molto limitata, la priorità è stata quella di proteggere il capitale e per farlo ci si è avvalsi di una buona diversificazione e di una gestione del rischio sistematica, che ha portato nel momento di maggior avversione al rischio a destinare una quota importante del portafoglio (circa il 35%) in un prodotto monetario (PCT) con scadenza 8 mesi.

Diversificazione: i portafogli hanno mantenuto per tutto il corso dell'anno una significativa diversificazione sia nel comparto obbligazionario (45diverse obbligazioni possedute direttamente si sono succedute nel portafoglio durante il 2012 ed il fondo presente ha avuto in media circa 150 sottostanti) sia in quello azionario (i fondi detenuti hanno esposizioni complessive per più di 100 sottostanti).

Per quanto riguarda il portafoglio per l'anno 2013: l'obiettivo è, sempre nell'ottica della diversificazione e della protezione del capitale, di aumentare progressivamente l'esposizione verso gli asset rischiosi anche attraverso fondi dedicati, in modo da garantire una buona diversificazione sia a livello geografico che a livello di singole esposizioni. Per contrastare i bassi rendimenti ottenibili dal comparto obbligazionario, si valuterà la possibilità di assumere gradualmente una esposizione verso asset azionari per sfruttare il progressivo incremento della crescita economica mondiale.

Sul lato obbligazionario, sempre attraverso un'attenta diversificazione dell'esposizione a questa assetclass, si cercherà di sfruttare i buoni rendimenti ottenibili dai governativi periferici europei, cercando contemporaneamente di contenere il rischio sui tassi di interesse con il contenimento della duration e controbilanciando il rischio emittente con esposizione verso governativi europei area core e corporate di rating elevato.

Alla data del 15/03/2013 il rendimento YTD della gestione risulta essere pari a 0.56

GESTIONE DUEMME SGR

Nel corso del 2012 il patrimonio della Fondazione in gestione presso DuemmeSgr 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.

Dopo un anno come il 2011, nel corso del quale è risultato praticamente impossibile raggiungere tale obiettivo a causa della performance pesantemente negativa di tutte le assetclass di investimento "rischiose" (azioni, obbligazioni corporate e, per la prima volta nel 2011 è stato necessario introdurre in questa categoria anche i titoli di stato domestici), il 2012 ha visto il ritorno dell' "appetito per il rischio" da parte degli investitori. I mercati obbligazionari e azionari internazionali hanno segnato performances positive e spesso superiori alle medie di lungo periodo in un contesto macroeconomico caratterizzato da un significativo rallentamento della crescita globale, ma anche da un progressivo attenuarsi dei rischi "di coda" più significativi che si erano manifestati nel corso del 2011.

In tale contesto non è stato necessario introdurre un nuovo elemento di volatilità nella gestione del portafoglio della Fondazione andando a ripristinare l'investimento effettivo sui mercati azionari azzerato durante l'estate del 2012: le straordinarie opportunità presenti nel mercato obbligazionario hanno infatti permesso di impostare un portafoglio in grado di raggiungere gli obiettivi di rendimento della Fondazione senza esporre il portafoglio stesso alla volatilità tipica degli investimenti azionari.

Il portafoglio obbligazionario infatti, seppure improntato alla massima prudenza sia in termini di rischio tasso che di esposizione al rischio di credito essendo rimasto costantemente investito in titoli di Stato Italiani a brevissima scadenza e in obbligazioni bancarie di altissima qualità, ha espresso durante l'anno un ritorno molto significativo in termini di flusso cedolare, ma soprattutto di rivalutazione in conto capitale, dopo le violente oscillazioni di valore determinate dall'allargamento degli spread di credito che ha travolto l'Area Euro a seguito del contagio della crisi Greca a tutti i Paesi indebitati dell'Eurozona nel 2011.

Il risiultato di gestione complessivo per il 2012 appare estremamente positivo, superiore al parametro monetario di riferimento e tale da riportare il risultato complessivo dell'ultimo triennio 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 2012 +6.608 %

Benchmark 2012 +1.795 %

Tale rendimento sarà difficilmente replicabile nel corso del 2013.

La componente obbligazionaria del portafoglio esprime ormai, in linea con il mercato tassi di rendimento reali (al netto dell'inflazione) negativi; tassi e credit spreads sono 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 della componete azionaria che verrà gradualmente introdotta nel portafoglio il ritorno complessivo per il 2013 potrà avvicinarsi alle medie di medio periodo.(target 2.5% per il 2013)

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 31/12/2012 che, ancorché non precisate esattamente, fanno emergere un ritorno all'utile di esercizio e la probabile corresponsione di un dividendo, la cui misura sarà stabilita anche tenendo conto dei mancati incassi degli ultimi anni.

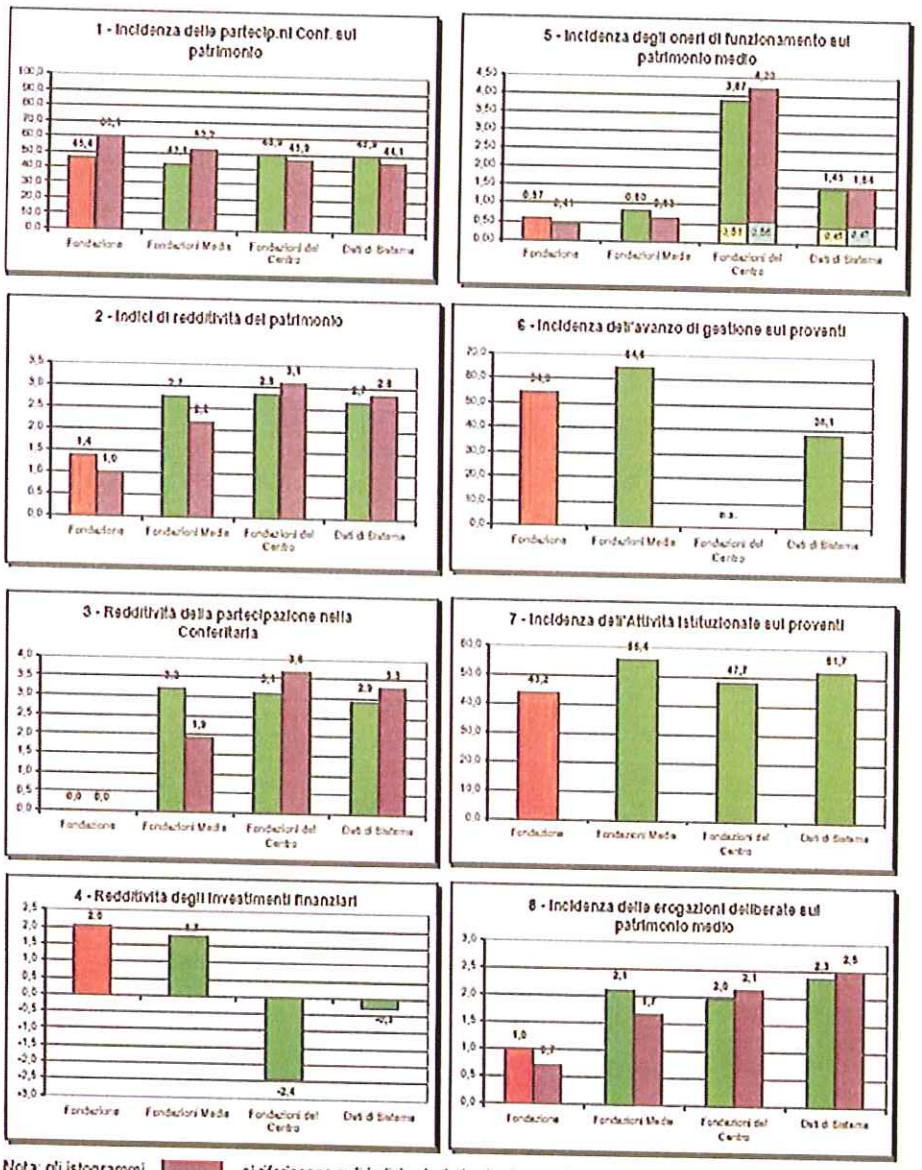
Ove le indicazioni siano confermate, l'eventuale dividendo costituirà per l'anno corrente una risorsa aggiuntiva, che potrà essere utilizzata previa revisione del DPP annuale.

Si segnala inoltre che la nostra Fondazione sarà rappresentata, nella figura del Dr. Roberto Sclavi, anche nella commissione Beni Culturali dell'ACRI, nomina che è da intendere come un riconoscimento all'impegno della Fondazione del settore ed al suo territorio per i beni culturali di grande valore in esso contenuti.

TABELLE ACRI RELATIVE ALL'ESERCIZIO 2011

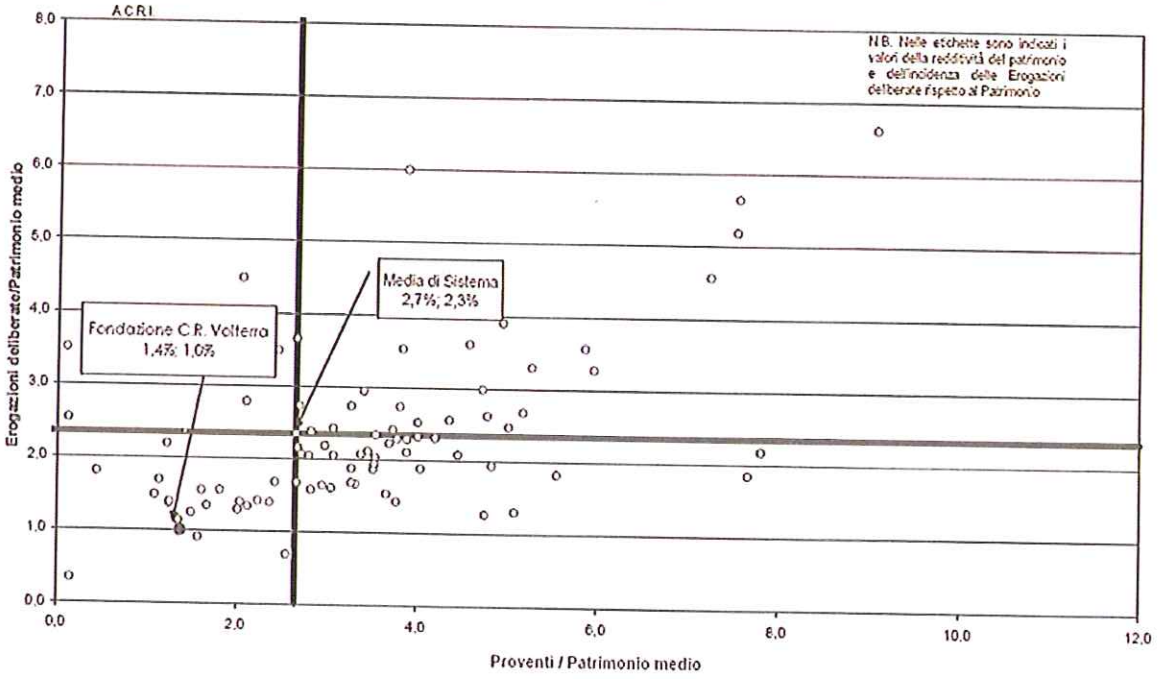
Grafici relativi agli indicatori patrimoniali e gestionali
(Esercizio 2011)

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 CDP e rischi fiscali, è calcolata con riferimento al patrimonio contabile ▯ e a valori reali ▯

Posizionamento della Fondazione rispetto a redditività ed attività erogativa
Esercizio 2011



Posizionamento della Fondazione rispetto a redditività ed attività erogativa
Esercizio 2011 (a valori correnti)

