RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SULLA GESTIONE

Signori Soci e Componenti dell'Organo di Indirizzo,

nel corso del 2009 la crisi finanziaria innescata a fine 2007 ha portato poi ad una crisi economica a carattere globale, con gravi ripercussioni sull'apparato produttivo ed una caduta vertiginosa dei tassi di interesse a livelli prossimi allo zero per i titoli meno rischiosi.

In tale contesto negativo i risultati dell'esercizio 2009 risultano in controtendenza rispetto all'andamento generale segnando invece importanti miglioramenti rispetto al 2008 sia a livello di redditività complessiva che per entità delle risorse reintrodotte sul territorio mediante l'attività erogativa a sostegno di progetti di terzi e per mezzo degli interventi su progetti diretti.

Ciò ha consentito di poter far fronte all'integrale copertura di tutta l'attività istituzionale programmata che rispetto al precedente esercizio si è attestata a complessivi € 5.153.124, con un incremento del 16,21% rispetto al 2008; il tutto nel rispetto delle politiche di prudente amministrazione in base alle quali è stato reputato opportuno destinare € 600.000 ad incremento della riserva facoltativa per integrità patrimoniale che, unitamente all'accantonamento a riserva obbligatoria, consente un rafforzamento dei mezzi propri per complessivi € 2.166.977.

Il Consiglio di Amministrazione inoltre, alla luce del perdurare della crisi economica nel corso del 2009 e delle incerte previsioni per il 2010 ha reputato opportuno anche per il corrente anno di non avvalersi della facoltà di utilizzo dello stanziamento aggiuntivo rispetto a quanto previsto nel DPP 2009 deliberato dall'Organo di Indirizzo in sede di approvazione del precedente consuntivo, ma anzi ha proposto di destinare ad ulteriore incremento dei fondi stessi € 305.853; ciò come garanzia per le future attività istituzionali nel caso in cui la crisi in atto dovesse portare riflessi negativi sui redditi della Fondazione per l'esercizio 2011.

Per l'anno corrente, pur in presenza di un dividendo della conferitaria probabilmente inferiore alle attese, si ritiene di poter affrontare spese ed erogazioni con le risorse di parte corrente mediante una riduzione dei progetti diretti ed ulteriori economie di spesa.

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 ha recentemente ottenuto il parere favorevole del Consiglio di Stato.

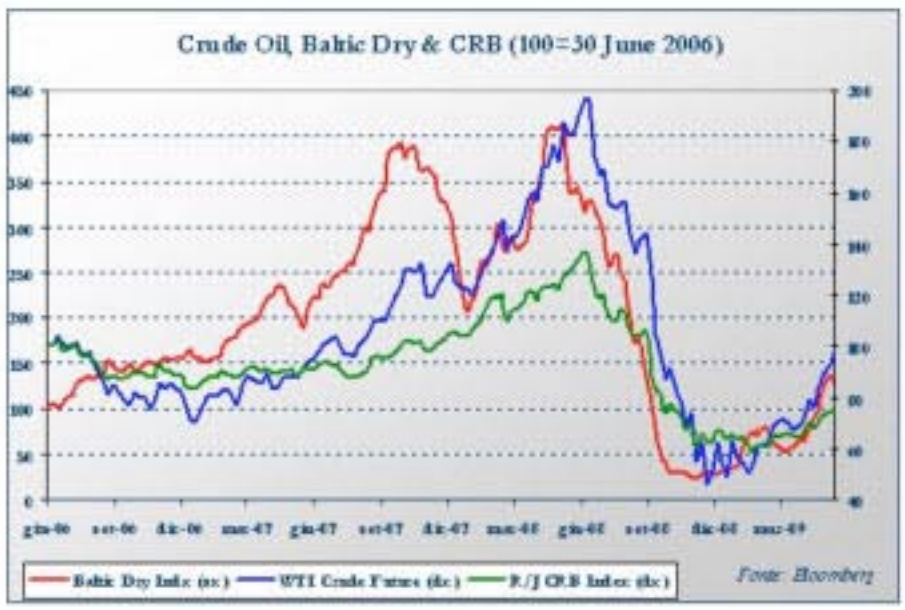
Con riferimento alla normativa sopra descritta, il bilancio è corredato da una relazione sulla gestione che si suddivide in due parti: la Relazione Economica e Finanziaria ed il Bilancio di Missione.

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.

Nel corso del 2009 è proseguito l'iter per addivenire alla 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

Inflazione, tassi e mercato obbligazionario





La risalita del prezzo del petrolio e il consolidamento delle aspettative di ripresa hanno indotto un forte recupero delle "break-even inflation" (punto di pareggio con l'inflazione) implicite nelle curve dei governativi lunghi indicizzati all'inflazione tanto negli USA che in Europa (primo grafico).

Il debole utilizzo della capacità produttiva, la disoccupazione e la mancanza di una stabilizzazione nei consumi delle famiglie possono contenere, nel medio termine, le pressioni inflazionistiche legate al generoso stimolo monetario in atto, alla ripresa delle attività economiche e all'aumento del prezzo delle materie prime.

Solo le conferme sulla sostenibilità dell'attuale fase di ripresa potranno, più avanti nell'anno, sostanziare aspettative di aumento dell'inflazione.

Gli interventi delle Autorità Monetarie



Le Banche Centrali dei vari Paesi hanno portato i tassi di riferimento vicini alla nullità.

I mercati obbligazionari hanno trascorso un anno particolarmente tranquillo per quanto riguarda la componente tassi di interesse: la parte breve della curva dei rendimenti è ritornata sui livelli coerenti con i tassi di rifinanziamento delle Banche Centrali dopo gli eccessi legati alla crisi finanziaria del 2008.

I tassi a 1 anno sulla curva Euro sono scesi di circa 2 punti rientrando dagli eccessi precedenti e facendo segnare i nuovi minimi storici sull'Area Euro.

I tassi sulla parte lunga della curva sono invece rimasti molto stabili intorno al 3.5% durante tutto il 2009.

Questo forte movimento di salita a scatti della curva ha portato gli indici più esposti alla parte breve a sovraperformare quelli più esposti alle scadenze più lunghe nonostante il differenziale negativo.

Ben più impressionante la performance dei "credit spreads" (premi per il credito) il cui rally, a partire dalla primavera 2009, ha portato il mercato di corporate bonds (titoli societari) e high yield (alto rendimento) a performance inimmaginabili ad inizio anno.

Performance dei mercati azionari e valutari

Performance significativamente positive sui mercati azionari europei grazie al rally in atto a partire dal secondo trimestre dell'anno: il Dow Jones Stoxx 50 ha concluso il 2009 a +21,14%, la borsa di Londra ha registrato un progresso del +22.07%, Parigi del +22.32% e Francoforte del +23.85%.



Meno brillante, anche se positiva la performance del mercato italiano: l'S&P MIB ha segnato il +19,47%, sottoperformando i migliori paesi industrializzati.



Decisamente positivi anche i mercati azionari statunitensi: il Dow Jones ha fatto registrare un progresso del 18,82% mentre il Nasdaq un rialzo del +43,89%.



Il Nikkey 225, indice rappresentativo della borsa giapponese, ha chiuso il 2009 con un progresso del +19,04%.



L'Euro ha concluso il 2009 ad un valore vicino a quello di inizio anno nei confronti del Dollaro americano (-2,71%), dopo aver toccato valori minimi durante i primi tre mesi dell'anno (Eur/Usd 1,25). Ha beneficiato, nella fase di recupero delle principali economie mondiali, della rinnovata debolezza del Dollaro costantemente penalizzato dagli strutturali squilibri interni ed esterni dell'economia USA e dal differenziale negativo di tassi rispetto a tutte le principali divise internazionali.

Nei confronti dello Yen l'Euro si è leggermente indebolito nel corso del 2009: +5,39% il dato finale per quanto riguarda il rapporto EUR/JPY.

Prospettive per il 2010

Mercato obbligazionario

Il deterioramento del ciclo economico e la profonda crisi finanziaria hanno portato nel corso del 2009 a risposte di politica economica congrue con l'eccezionale gravità del contesto. Le politiche monetarie di espansione hanno portato le banche centrali a stampare moneta per acquistare attivi finanziari espandendone il bilancio. Le politiche fiscali di rilancio delle economie reali hanno invece aggravato i conti pubblici già sofferenti dal lato delle entrate. In un contesto di tassi a breve ancora sotto controllo, le aspettative future di maggiori rialzi, i timori di dinamiche inflattive e i bilanci statali fortemente negativi hanno portato ad un incremento nel premio al rischio delle parti a lunga delle curve. Tali fattori hanno quindi determinato un ulteriore notevole movimento di irrigidimento nelle curve dei tassi. Ad esempio, nel corso del 2009, la curva USA è rimasta invariata sulla parte monetaria ed è aumentata di circa 200 punti base sulla parte lunga. La curva tedesca è aumentata di circa 50 punti base sulla parte lunga a fronte di una riduzione di circa 100 punti base dei tassi monetari.

I primi rialzi nei tassi sono attesi dal mercato per il terzo trimestre del 2010. La politica monetaria sarà dunque un fattore avverso delle curve monetarie e fino ai cinque anni. Il contesto sarà quindi di un appiattimento delle curve con tassi generalmente in aumento. Consigliamo un posizionamento di bassa durata residua. A parità di rischio assoluto preferiamo posizionarci sulle ali della curva (monetario e oltre sette anni). La discrasia temporale tra USA ed Europa porta a ritenere probabile una sottoperformance statunitense, in particolare sull'area breve. In generale, il livello estremamente basso su base storica dei tassi implica inoltre un giudizio sul ritorno corretto per il rischio assai poco attraente.

Le politiche fiscali non verranno nel corso dell'anno modificate al fine di non vanificare l'effetto reddito che devono generare. Saranno tuttavia un fattore importante di discussione del rischio idiosincratico. Consigliamo un atteggiamento di estrema prudenza per quegli emittenti con alti deficit pubblici e rapporti debito su PIL in aumento (Grecia, Paesi baltici e dell'Europa dell'Est), situazione del mercato immobiliare ancora critica (Spagna e Irlanda) e sovraesposizione ad aree di rischio (Austria). Assumiamo un atteggiamento costruttivo nei confronti delle emissioni italiane fino a sette anni e sulle curve degli emittenti sovranazionali e delle agenzie governative.

Il principale fattore di rischio di tale scenario è una recrudescenza della negatività del ciclo. In tale contesto si potrebbe assistere ad un ulteriore crescita delle curve con tassi al ribasso in particolare nell'area tra due e cinque anni.

Credit spreads

Dopo la crisi di fiducia sul sistema finanziario e il collasso dei mercati secondari interbancari e corporate i risultati su tutte le asset class (classi di investimento) a spread erano stati molto negativi. Parimenti gli effetti sulla liquidabilità delle posizioni. La reazione delle autorità e la ritrovata fiducia dei mercati del rischio nel 2009 ha portato a risultati eccezionalmente positivi. Sul mercato primario inoltre l'attività ha raggiunto livelli record e ha permesso alle società il rifinanziamento del debito in scadenza. Il premio al rischio si è ridotto sensibilmente e attualmente sembra tornato su livelli di normalità.

Nel corso del 2010 l'atteso miglioramento dei ricavi, il controllo dei costi occupazionali, il contenimento delle spese in conto capitale e la riduzione dei pagamenti agli azionisti consentirà a molte società di migliorare ulteriormente le condizioni di cassa e di ridurre il livello del debito. In generale riteniamo che le società USA siano in una fase più avanzata del ciclo microeconomico di ristrutturazione rispetto a quelle dell'Europa continentale. Profitti crescenti e debito in discesa costituiscono una combinazione vincente per ipotizzare adeguati ritorni corretti per il rischio.

La riduzione del rischio sistemico rende appetibile l'asset class e ne suggerisce il sovrappeso a scapito della classe governativa. Il settore finanziario, che rappresenta gran parte dell'universo investibile, vede in media una maggiore presenza dell'investitore statale ed un controllo assai più stringente da parte delle autorità di vigilanza. Il rischio intrinseco, pure se in un contesto di minore profittabilità per le istituzioni del settore, risulta molto ridotto. Consigliamo inoltre l'investimento nei settori difensivi: telecom, utilities, energetici e farmaceutici. La relativa dipendenza dal ciclo e il buon connubio tra posizioni di debito e di cassa sono fattori di positività.

Suggeriamo prudenza sugli emittenti dei settori più ciclici come auto, beni di largo consumo, materie prime e industria di base, sugli emittenti dei paesi emergenti e sulle emissioni subordinate. Tali sottoinsiemi hanno raggiunto livelli di spread corretti per il rischio non appetibili.

La massima diversificazione degli emittenti rimane un punto chiave dato che permangono situazioni di rischio idiosincratico. L'analisi fondamentale e dei flussi di cassa in particolare rimane il fattore chiave di analisi.

Il principale fattore di rischio di tale scenario è una recrudescenza della negatività del ciclo. In tale contesto si potrebbe assistere ad una nuova fase di allargamento degli spread con conseguente perdita di liquidità del mercato secondario.

Azionario

I problemi di liquidità, utili in calo, incremento dell'avversione al rischio degli investitori che hanno caratterizzato l'autunno-inverno 2008-2009 sono stati fattori positivi per le performance nel corso degli ultimi tre trimestri. Considerando i tre pilastri dell'investimento nei mercati azionari (prospettive economiche, valutazioni di mercato, attese degli investitori) quali driver del posizionamento nel 2010 possiamo affermare che i rischi derivano dal terzo fattore in relazione alle conseguenze delle recenti performance positive del mercato. E' infatti evidente che la fiducia sia una conseguenza di prolungate performance positive anche se questo rischio risulta moderato nell'ambito di un'analisi di lungo termine. Sarà quindi anche tramite lo sfruttamento di eventuali mutamenti di avversione al rischio che si potranno cogliere interessanti opportunità di incremento/decremento di esposizione al rischio di mercato.

La combinazione di valutazioni ragionevoli (sia in termini assoluti che relativi), miglioramento degli utili sostenuto dalla forte leva operativa contenuta nei bilanci delle società e rientro dai problemi di liquidità potrebbero in ogni caso rimanere elemento di sostegno anche in un'eventuale fase di volatilità dei dati macro e di news flow (negativo per l'equity) relativo alle exit strategies (strategia di uscita) di politica economica.

L'incertezza sul ritorno atteso deriva proprio dalla difficoltà di prevedere un timing esatto nel mutamento della politica monetaria vista l'alta probabilità di errore di percezione sulla fase del ciclo. Nell'ambito di una fase del ciclo estremamente volatile, soprattutto in

un'ottica di breve termine, risulta complesso prevedere una leadership netta di performance dei diversi settori del mercato. Quindi, dopo le performance eccezionali del mercato azionario cresce l'importanza del ritorno atteso dallo stock picking (acquisti selettivi). E' probabile che le azioni high quality possano risultare più performanti di quelle low quality.

In termini di rischio settoriale intravediamo difficoltà sul settore bancario dove l'intervento dei Regulators (banche centrali) potrebbe costringere le società ad attività straordinarie con potenziali effetti diluitivi sul capitale.

Valute

Fattori strutturali quali il deficit di partite correnti statunitense (da –4,7% del Pil nel 2008 a –3,1% e –3,8% attesi rispettivamente nel 2009 e nel 2010), la diversificazione delle riserve e i deflussi di capitali degli investitori statunitensi verso gli asset dei mercati emergenti a maggior tasso di crescita continueranno a mantenere debole il dollaro anche nel 2010, come è accaduto negli ultimi 7 anni.

Unico elemento di sorpresa potrebbe derivare da un comportamento d'acquisto dei consumatori statunitensi più incisivo del semplice supporto alla ripresa. Permane importante il fattore carry trade (mercato attivo).

Il quadro generale degli investimenti della Fondazione

Nel corso del 2009, pur con una elevata volatilità, vi è stata una ripresa sia dei corsi azionari che dei titoli obbligazionari, in particolare di emittenti societari e bancari.
Permangono tuttavia notevoli tensioni anche a livelli di debito sovrano di paesi dell'area euro (Spagna, Portogallo e Grecia) che possono presumere ad ulteriori fiammate nei corsi e quindi con cadute dei prezzi per l'ampliamento del premio al rischio.
In questo difficile contesto obiettivo primario della Fondazione è stata la conservazione del patrimonio, investito quasi interamente in strumenti finanziari, e la ricerca ove possibile del miglior rendimento per poter coprire gli oneri derivanti dai bandi erogativi, già deliberati nel mese di aprile, senza utilizzare se possibile i fondi di stabilizzazione.
Superata senza troppi problemi la fase burrascosa del 2008 grazie al tempestivo intervento degli Organi della Fondazione, per le loro rispettive competenze, nel corso del 2009 si è operato un consolidamento del portafoglio scegliendo di investire in soggetti ben conosciuti e ripartendo quasi equamente le risorse tra investimenti a tasso fisso ed a tasso variabile.
Ciò ha portato alla formazione di un portafoglio con durata residua molto bassa ed inferiore ai 18 mesi, anche in considerazione delle esigenze di liquidità connesse all'aumento di capitale della conferitaria CRV SpA deliberato in data 9/3/09 dal Consiglio di Amministrazione della partecipata che ha previsto un aumento del capitale sociale di € 36.152.200 da attuare mediante emissione, al valore nominale, di n. 70.000 azioni ordinarie del v.n.u. di € 516,46.

Sulla base di quanto proposto, la quota spettante in opzione alla Fondazione in relazione alla sua interessenza (pari a 52.500 azioni sulle attuali 70.000) risultava pari a € 27.114.150.
Come previsto dalle vigenti normative, la Fondazione ha richiesto la prevista autorizzazione all'autorità di Vigilanza, cha ha rilasciato l'assenso in data con 10/6/2009.
L'aumento proposto è stato sottoscritto per intero dai soci aventi diritto e prevede che il versamento sia dilazionato in quattro anni con versamento del 25% alla sottoscrizione effettuato in data 16/10/2009; le successive quote saranno versate in funzione delle effettive esigenze della banca determinate dalla crescita degli impieghi e quindi della necessità di capitale di rischio.
L'aumento, già annunciato da tempo, è finalizzato al sostegno della politica di crescita per linee interne come evidenziato nel piano industriale 2009-2012 predisposto dalla Cassa e già esaminato dai competenti organi della Fondazione, ed è necessario a mantenere sopra i minimi i requisiti patrimoniali erosi a motivo della forte crescita degli impieghi, quest'ultimi spinti dalla capacità di risposta della Cassa ai bisogni di cittadini e imprese che hanno convogliato sull'istituto, a motivo del suo radicamento territoriale, richieste di credito non accolte dalle banche di interesse nazionale che invece hanno imposto una politica di riduzione degli affidamenti.
Si auspica che, pur con le manifeste difficoltà dell'economia locale, l'investimento possa nel tempo portare ritorni in termini di adeguati e stabili flussi di dividendi a beneficio dell'attività istituzionali della Fondazione.
Il piano industriale evidenzia inoltre che l'aumento consentirà di poter emettere in futuro per pari importo obbligazioni subordinate che, ai fini del patrimonio di vigilanza, sono considerate come strumenti di capitale e quindi possono consentire uno sviluppo ancora

maggiore e/o garantire la prosecuzione della crescita oltre la scadenza del piano stesso senza ulteriori interventi sul capitale da parte degli azionisti.
Ciò premesso si evidenzia che le strategie di investimento attuate, pur in presenza di un ridotto capitale per effetto del versamento della prima parte dell'aumento di capitale, hanno consentito di ottenere comunque una buona redditività media rispetto ai tassi correnti nel corso dell'anno.
Il dividendo della conferitaria, seppur inferiore al 2008, si è mantenuto su livelli soddisfacenti anche con riferimento ai dati relativi alla comparto bancario in generale.
Le modifiche intervenute nell'anno sugli investimenti hanno poi determinato la necessità di operare delle nuove scelte al fine di garantire per l'esercizio 2009 una ragionevole stabilità dei rendimenti attesi a fronte delle rilevanti flessioni dei tassi di interesse a breve.
A tal fine ed in funzione del mandato ricevuto dall'Organo di Indirizzo il Consiglio di Amministrazione ha selezionato investimenti prevalentemente a tasso fisso utilizzando le risorse di tesoreria, operazioni poi proseguite anche nel corso del 2009 mediante sottoscrizione di nuove emissioni di obbligazioni di primari emittenti, diversificate per settore.
Per quanto riguarda la situazione a fine anno nel corso del 2008 sono stati mantenuti gli investimenti in essere in quanto caratterizzati da buoni rendimenti e da basso rischio di credito; pertanto l'attenzione si è concentrata soprattutto sul controllo del loro andamento e sulla valutazione degli investimenti prospettici.
Al momento gli investimenti della Fondazione diversi dagli strumenti di tesoreria, meglio descritti in nota integrativa, sono così composti:

€ 26.000.000 (in luogo dei 31.500.000 presenti in bilancio 2008) in obbligazioni emesse dalla conferitaria Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A, di cui € 2.500.000 iscritte tra i titoli non immobilizzati, che garantiscono una redditività interessante sia per la parte a tasso fisso che a tasso variabile (tasso euribor + 0,85% medio), sostanziale assenza di rischio e che rappresentano un investimento destinato a rimanere sul territorio, come richiesto dall'art. 7, comma 1, del D.Lgs. 153/99.
€ 4.421.449 (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 2008 al lordo delle commissioni è stato certificato nella misura del 4,54%;
€ 10.000.000 di obbligazioni ordinarie emesse dalla Cassa di Risparmio di Lucca, Pisa e Livorno con scadenza al 31/10/2010 con rendimento legato all'euribor maggiorato di uno spread di 0,60%.
Un gruppo di titoli a tasso fisso acquistati a fine 2008 e nei primi mesi dell'anno 2009 per beneficiare di maggiori interessi, nell'auspicio, poi verificatosi, della riduzione dei tassi a breve; in analisi:
€ 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;
€ 3.346.500 di obbligazioni subordinate emesse da Banca Carige con scadenza al 6/2010 a tasso fisso (7,705%);
€ 10.000.000 in valore nominale di obbligazioni ordinarie a tasso fisso (3,60%) emesse dalla Cassa di Risparmio di Lucca, Pisa e Livorno Spa con scadenza nell'esercizio 2012;
€ 1.500.000 in valore nominale di obbligazioni ordinarie a tasso fisso (4,375%) emesse dalla Mediobanca Spa con scadenza nell'esercizio 2012;

€ 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 (5,75%) emesse da Ubi Banca Spa con scadenza nell'esercizio 2013;
Nel corso del 2009, in relazione ai buoni risultati riportati dai gestori, sono stati effettuati nuovi conferimenti in GPM per € 3.000.000, sempre con il medesimo mandato (gestioni a rendimento assoluto ("total return") 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 detenuta nella conferitaria Cassa di Risparmio di Volterra SpA, che ha corrisposto un dividendo di € 4.803.750, con un rendimento sul valore di carico dell'8,81%. La riduzione del rendimento consegue sia dalla minor entità erogata che dalla crescita del valore di carico conseguente al versamento della prima rata dell'aumento di capitale ma visti i risultati del settore bancario nel 2008 è stato sicuramente significativo, anche se per il 2009 i primi dati emersi evidenziano un forte flessione conseguente alle ricadute sulla banca, che opera prevalentemente sull'intermediazione creditizia, conseguente alle ricadute della crisi dell'economia reale del 2009, che prosegue anche nel 2010.
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 5,58%.
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.
Per quanto riguarda invece gli investimenti delegati al Consiglio di Amministrazione come illustrato in precedenza si è data preminenza ad investimenti a maggiore durata per ottenere extra rendimenti rispetti agli strumenti di tesoreria limitati ad un'unica operazione finalizzata all'investimento in attesa del richiamo della seconda 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, con un buon contributo che deriva dal comparto del risparmio gestito, dove anche nel corso del 2009 non sono state riaperte posizioni sull'azionario.
Il rendimento netto del portafoglio amministrato, (con esclusione delle partecipazioni) calcolato sulla giacenza media semplice tra consistenze al 31/12/2008 e 31/12/2009 si è attestato al 4,74%, mentre l'investimento della tesoreria ha portato rendimenti medi netti di circa il 3,68%.
Le polizze di capitalizzazione hanno conseguito un rendimento lordo del 4,54% e netto da commissioni del 3,94%, 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 le prospettive dei mercati per il prossimo esercizio e un breve commento 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 Prospettive dei mercati

Il Contesto Macroeconomico

Il 2009 è stato un anno a due volti; i primi mesi molto difficili e da fine marzo in poi un forte recupero delle attività più rischiose, rally sostenuto dall'abbondante liquidità immessa nel sistema dalle Banche Centrali e dal miglioramento complessivo del quadro macroeconomico.

L'anno si è concluso con un netto miglioramento degli indicatori sull'attività economica e di fiducia. I principali indicatori macro in Usa sono migliorati notevolmente, mentre l'inflazione annua sembra stabilizzarsi intorno ai livelli di equilibrio, segnale che i mercati al momento non temono né inflazione né deflazione.

L'indice ISM (che misura lo stato di salute dell'economia americana), è passato per esempio da 35,6 in gennaio 2009 (punto più basso) a 53,6 nel mese di novembre 2009.

Contrariamente a quanto rilevato oltreoceano, lo scenario macroeconomico in area Euro rimane ancora improntato a grande cautela.

<HELP> for explanation. Index ECFC
#<GO> for details, Right click on values for related functions

95) View | 96) Chart | 97) Settings | Economic Forecasts

Country Euro | Contributor Contributor Composite | Period Yearly

81) EC Forecasts
82) ECB Forecasts

Actual / Forecasts

Indicator	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Economic Activity										
1) Real GDP (yoy %)	0.80	2.20	1.70	3.00	2.80	0.60	-3.90	1.20	--	--
2) CPI (yoy %)	2.10	2.15	2.19	2.18	2.13	3.28	0.29	1.35	--	--
3) Unemployment (%)	8.82	8.98	8.97	8.37	7.49	7.55	9.40	10.50	--	--
External Balance										
4) Curr. Acct. (% of GDP)	0.30	0.78	0.19	0.07	0.40	-1.00	-0.70	-0.40	--	--
Fiscal Balance										
5) Budget (% of GDP)	-3.10	-2.90	-2.50	-1.30	-0.60	-2.00	-6.20	-6.90	--	--
Interest Rates										
6) Central Bank Rate (%)	2.00	2.00	2.25	3.50	4.00	2.50	1.00	1.50	--	--
7) 3-Month Rate (%)	2.12	2.15	2.49	3.72	4.68	2.89	0.66	1.63	--	--
8) 2-Year Note (%)	2.60	2.48	2.86	3.90	3.96	1.75	1.33	--	--	--
9) 10-Year Note (%)	4.29	3.68	3.31	3.95	4.33	2.95	3.39	--	--	--
Exchange Rates										
10) EURUSD	1.26	1.36	1.18	1.32	1.46	1.40	1.43	1.45	1.41	1.35

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P.
SN 127428 20-Jan-2010 15:28:26

Andamento dati macro area euro. Fonte Bloomberg.

Le politiche economiche adottate iniziano a produrre buoni frutti, ma la crescita rimarrà con ogni probabilità inferiore al potenziale ancora per diverso tempo.

Le nuove stime della Banca Centrale Europea continuano a proiettare una ripresa anemica sia nel 2010 che nel 2011, mentre l'inflazione è attesa rimanere al di sotto del target anche nel medio periodo. Il presidente della Banca Centrale Europea Trichet ha dichiarato che i tassi di policy sui i livelli attuali rimangono appropriati.

accogliere la collezione Rosi, ex oratorio del Crocefisso attualmente sede provvisoria della collezione ed infine il Centro Studi S. Maria Maddalena).

In particolare a seguito della gara competitiva posta in essere sulla base delle specifiche elaborate dall'apposita commissione istituita all'interno degli Organi della Fondazione, che è doveroso ringraziare in questa sede, sono stati assegnati gli incarichi per la progettazione, per il coordinamento della sicurezza e per il coordinatore dell'esecuzione; al momento i professionisti stanno lavorando per redigere il progetto esecutivo, che dovrà rimanere nei limiti di spesa a suo tempo approvati dall'Organo di indirizzo.

Relativamente alla struttura interna nel corso dell'anno si è costantemente incrementata la professionalità delle impiegate anche mediante la partecipazione a corsi indetti dall'ACRI; per potenziare inoltre l'attività di valutazione dei progetti nel corso del 2010 due unità stanno frequentando uno specifico master universitario in materia presso l'Università di Pisa.

Unitamente alle attività istituzionali la Fondazione segue e cura direttamente 3 comitati di progetto; in questo determinante è il ruolo svolto dal personale interno che ha dimostrato una grande crescita professionale ed una puntuale dedizione al proprio lavoro.

A titolo indicativo si può segnalare che circa 80.000 euro di spese di personale si riferiscono allo svolgimento di progetti diretti, e pertanto sarebbe più corretta una loro riclassificazione tra le spese per erogazioni anche in considerazione che il ricorso a risorse esterne sarebbe sicuramente di maggior onere.

Proprio l'elevata attività svolta direttamente rende ormai urgente la ristrutturazione della sede essendo l'attuale ormai non più idonea a consentire lo svolgimento delle varie iniziative in essere e della normale operatività della Fondazione stessa.

Nelle more sono state valutate alcune soluzione per l'acquisizione di un magazzino idoneo allo stoccaggio del copioso materiale pervenuto alla Fondazione all'atto dello scioglimento dei precedenti Comitati per mostre nonché per l'archivio documentale del'ente.

Nell'ottica di una migliore comunicazione è stato inoltre proseguito l'aggiornamento del sito WEB che adotta un'architettura informatica modulare e di facile gestione in aggiornamento da parte degli addetti della segreteria.

Relativamente agli immobili ad uso strumentale fin dal momento della presa di possesso del Centro Studi, gli uffici si sono organizzati sia per la gestione diretta, con lo scopo di massimizzarne l'utilizzo, sia nella predisposizione degli opportuni contratti di servizio richiesti dalle vigenti normative per gli edifici aperti al pubblico.

Parimenti sono stati attivati interventi di straordinaria manutenzione necessari per rendere funzionali e mantenere il decoro degli ambienti interni ed esterni che proseguiranno nell'anno con interventi di aggiornamento tecnologico.

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 il relativo Documento Programmatico sulla Sicurezza, che rimane invariato rispetto all'anno precedente; inoltre è stato redatto il documento sui rischi interni e nominato un responsabile esterno per la sicurezza.

Il ridimensionamento della politica fiscale e la debolezza del mercato del lavoro continueranno a pesare nel medio termine. Infatti un rischio importante è costituito proprio dal mercato del lavoro che potrebbe compromettere la già debole crescita. Il livello di disoccupazione negli Stati Uniti è vicino al 10% rispetto ad una media del 4,6% per il 2006/7.

Considerando i mercati azionari, l'indice europeo Stoxx50 è salito del 21%, l'americano Dow Jones ha guadagnato il 19,1% e la borsa giapponese circa il 19%. L'Asia e i Mercati Emergenti hanno generato performance di gran lunga superiori. Nonostante il forte recupero, le Borse sono ancora notevolmente più basse rispetto ai recenti picchi.

Nel mondo del reddito fisso, il mercato ad alto rendimento e in generale i titoli maggiormente penalizzati nel 2008, hanno generato notevoli performance. I governativi invece sono rimasti tendenzialmente stabili con rendimenti sulle brevi scadenze molto bassi e la curva dei tassi di interesse estremamente ripida.

Le previsioni dell'agenzia di rating Moody's sono per un netto miglioramento della qualità del credito già nella prima parte del 2010, con un tasso di default speculativo globale (oggi al 10%) che dovrebbe dimezzarsi entro la fine del 2010.

Il mercato dei titoli societari "investment grade" è migliorato moltissimo al di sopra di ogni aspettativa. L'interesse degli investitori verso questa classe di investimento rimane sempre elevata.

Prospettive

Le politiche dei Governi e delle Banche Centrali volte ad assecondare la ripresa economica dovrebbero consentire ai tassi di interesse di rimanere bassi, garantendo così sufficiente liquidità sul mercato e mantenendo l'interesse degli investitori sulle attività più rischiose.

Un rischio importante è costituito dal mercato del lavoro che potrebbe compromettere la crescita ancora debole. Inoltre anche l'elevato livello d' indebitamento delle famiglie nei Paesi anglosassoni rappresenta un importante ostacolo per i consumi futuri.

Il 2010 sarà un anno di ripresa a più velocità: più marcata in Asia (ex Giappone), lenta in Europa e Giappone. Per gli Usa da un lato le prospettive economiche si rivelano più consistenti, ma il deficit fiscale ed il suo ridimensionamento rappresenteranno un fattore di primaria importanza.

Le politiche monetarie si muoveranno in coerenza a queste premesse: in Asia ed America Latina vedremo rialzi dei tassi già nella prima metà dell'anno; invece, negli Usa il primo rialzo sarà rinviato verso la fine del 2010, in Europa non prima dei primi mesi del 2011 mentre il Giappone non dovrebbe variarli affatto.

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 2009 i gestori hanno attuato procedura di mantenimento e riposizionamento del portafoglio senza tuttavia prendere particolari posizioni sul mercato azionario anche in relazione alla elevata volatilità.

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.

Anzi in relazione ai buoni risultati neo corso del secondo semestre sono stati effettuati nuovi conferimenti per € 2.000.000 favore del gestore Pioneer e di € 1.000.000 a favore di Meliorbanca; la gestione Duemme invece ha proseguito nel corso del 2009 con una parte del portafoglio investita in pronti contro termine per garantire un minimo rendimento, poi superato nell'anno per l'effetto del recupero del restante portafoglio.

In ogni caso nel portafoglio titoli detenuto per tramite dei gestori non vi sono titoli connessi a situazioni di insolvenza e per tutti è stata mantenuta la valutazione del gestore e quindi a valore di mercato.

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

Gestione Pioneer SGR

Nell'ultima parte dell'anno il gestore ha adottato un'impostazione meno difensiva sull'investimento azionario incrementando gradualmente l'investimento. L'esposizione netta all'azionario è infatti passata dall'1% di settembre al 3,2% di fine anno. Sull'idea di prospettive positive per l'anno 2010, si è cercato di approfittare dei ribassi per accumulare esposizione gestendo in modo dinamico le posizioni in opzioni. A livello di aree geografiche ha mantenuto una preferenza relativa dell'Europa che tratta a sconto rispetto all'America e chiusa successivamente la posizione lunga sul Giappone. A livello settoriale è stato preso profitto sui settori difensivi che avevano sovraperformato, come le società di servizi (gas, acqua) e le telecomunicazioni e aperto posizioni sul settore chimico che non ha ancora beneficiato del taglio dei costi effettuato ed il settore clientela ipotizzando un miglioramento dei dati macroeconomici e dei consumi. In questa fase il beta del portafoglio si è attestato a fine anno intorno a 1,1. (Ricordiamo che le scelte descritte sull'investimento azionario sono state effettuate all'interno del Fondo Optimiser).

Sul fronte crediti anche il secondo semestre è stato caratterizzato dalla continuazione del trend di restringimento dei margini rispetto agli omologhi titoli di stato. Il miglioramento delle condizioni macroeconomiche unito al perdurare di bassi tassi di interesse e una maggiore propensione al rischio, ha fatto confluire sul mercato primario e secondario abbondante liquidità. Gli acquisti effettuati hanno privilegiato le nuove emissioni cercando di cogliere le migliori opportunità congiuntamente ad una gestione dinamica ed attiva delle classi di investimento. Rispetto alla prima parte dell'anno tuttavia, la casistica si sta notevolmente riducendo e attualmente riteniamo che il mercato dei titoli societari stia iniziando a trattare con spread relativamente cari rispetto al mercato azionario pur presentando margini di restringimento.

Sui mercati obbligazionari i progressi dal lato macroeconomico ed il trend favorevole dei mercati a maggiore rischio non hanno provocato un rialzo considerevole dei tassi di interesse grazie alle misure poste in essere dai governi e dagli interventi delle banche centrali che hanno ribadito l'intenzione di mantenere i tassi di interesse accomodanti per un prolungato periodo di tempo. La duration complessiva del portafoglio è stata gestita in maniera dinamica tramite acquisti e vendite opportunistiche di futures ed opzioni per beneficiare della volatilità del mercato. Complessivamente la duration è stata gradualmente ridotta e a fine anno è pari all'1.6 anni (1.1 anni quella sottopesata). L'orientamento attuale è di mantenerla su questi livelli in attesa di un revisione dei prezzi della curva che ci consenta di ricomperare a livelli di tasso più elevati.

Ha infine mantenuto l'investimento nel fondo hedge che a fine anno pesa il 5,3% presentando una performance da inizio anno pari al 16,2%.

La performance lorda della gestione nel corso dell'anno 2009 è stata pari al + 6,124%.

Gestione Meliorbanca SGR

RATING MEDIO AA-

DURATION MEDIA 2,60

PERFORMANCE 2009 +6,714%

NAV AL 31 DICEMBRE 2009 € 16.600.929,61

SCOMPOSIZIONE	% SUL TOTALE
OBBLIGAZIONI GOVERNATIVE	78,97%
OBBLIGAZIONI SOCIETARIE	18,08%
AZIONI	0,00%
CREDIT RATING	**% SUL TOTALE**
AAA	6,30%
AA-	1,77%
A+	79,95%
A-	6,48%
A	2,55%

Il portafoglio è stato gestito in modo prudente compatibilmente con il contenimento della volatilità complessiva del portafoglio nonché nel rispetto assoluto dei limiti operativi dettati dal mandato di gestione.

Circa il 79% del portafoglio è composto da titoli governativi e il 18% da titoli societari prevalentemente finanziari.

Si è deciso di incrementare lievemente la duration complessiva del portafoglio. Pensiamo infatti che un rialzo duraturo dei rendimenti governativi sia da considerarsi prematuro. I tassi a breve termine rimarranno ai livelli attuali ancora per diverso tempo.

Sul fronte dei titoli societari rimane alta la volatilità nel breve periodo, pur in un complesso che dovrebbe mantenersi complessivamente positivo. Abbiamo preso profitto su parte delle emissioni societarie (CommerzBank e Ixis Bank) a favore di obbligazioni governative (e sovranazionali). Anche l'operazione sul titolo governativo greco è stata chiusa con profitto su ottimi livelli (precedente alla fase di forte pressione sul paese).

L'investimento sul mercato azionario è al momento nullo, ma pensiamo di iniziare con una piccola posizione all'inizio dell'anno nuovo attraverso la nostra Sicav Rinascimento Games e Games Arbitrage Momentum Approach.

Gestione Duemme SGR

La componente del Portafoglio della Fondazione in gestione presso Duemme Sgr è stata investita, viste le primarie esigenze di conservazione del capitale nel corso dell'esercizio, in una gestione con impostazione difensiva caratterizzata da una componente pari al 75% di pronti contro termine ad un tasso del 3,22% con scadenza 31/12/2009 ed una componente pari al 25% di titoli corporate del settore *financial* con vita residua media di due anni.
Coerentemente con le aspettative positive sul settore corporate obbligazionario, condivise con la Fondazione nel corso dell'anno, l'investimento in tale tipologia di strumenti finanziari è stato mantenuto con un peso stabile intorno al 25% ca. nonostante sia stato inizialmente penalizzato dalla straordinaria illiquidità del sistema, che fino alla primavera del 2009 ha causato un proseguimento dell'allargamento degli margini delle obbligazioni non governative. Superata questa fase di "eccezionale" illiquidità dei mercati tale tipologia di classe d'investimento ha contribuito in maniera positiva al risultato di gestione annuale con rendimenti sensibilmente superiori a quelli monetari, recuperando a fine anno livelli assimilabili a quelli "pre-crisi" grazie al superamento della fase più acuta della crisi globale determinato dalle manovre intraprese dai Governi e dalle Banche Centrali a favore del comparto bancario.
Tale impostazione di portafoglio gestionali ha consentito di raggiungere al 31 dicembre performance positive sia in termini assoluti (rendimento gestione +5,54%) sia in termini relativi vs benchmark (rendimento bmk +1,73% / delta +3,81%) con una volatilità contenuta (2,66% da inizio anno).

Strategia investimento 2010
Si è convenuto, recependo l'indicazione della Fondazione di impostare una scelta di investimenti in grado di raggiungere nel medio periodo target di rendimento annuale lordo vicini al 3,5%, non compatibili stante gli attuali livelli dei tassi senza rischio con un portafoglio prevalentemente concentrato su strumenti di natura monetaria, di aumentare fino al 35% l'investimento in emissioni obbligazionarie non Governative, effettuando al contempo investimenti sul mercato azionario nel limite massimo del 15%.
Come condiviso con la Fondazione pertanto, il portafoglio del mandato è attualmente investito per il 9% ca. in azioni, per il 64% ca. in Titoli di Stato e Obbligazioni Governative e per il 27% in obbligazioni societarie.
Il portafoglio societario è ben diversificato per emittente (8 emittenti Europei con Rating medio superiore ad A) e ha una cedola media e un rendimento a scadenza sensibilmente superiore ai tassi monetari.

Fatti rilevanti avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio

Non si segnalano eventi di particolare rilievo intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio.

TABELLE ACRI RELATIVE ALL'ESERCIZIO 2008

ACRI

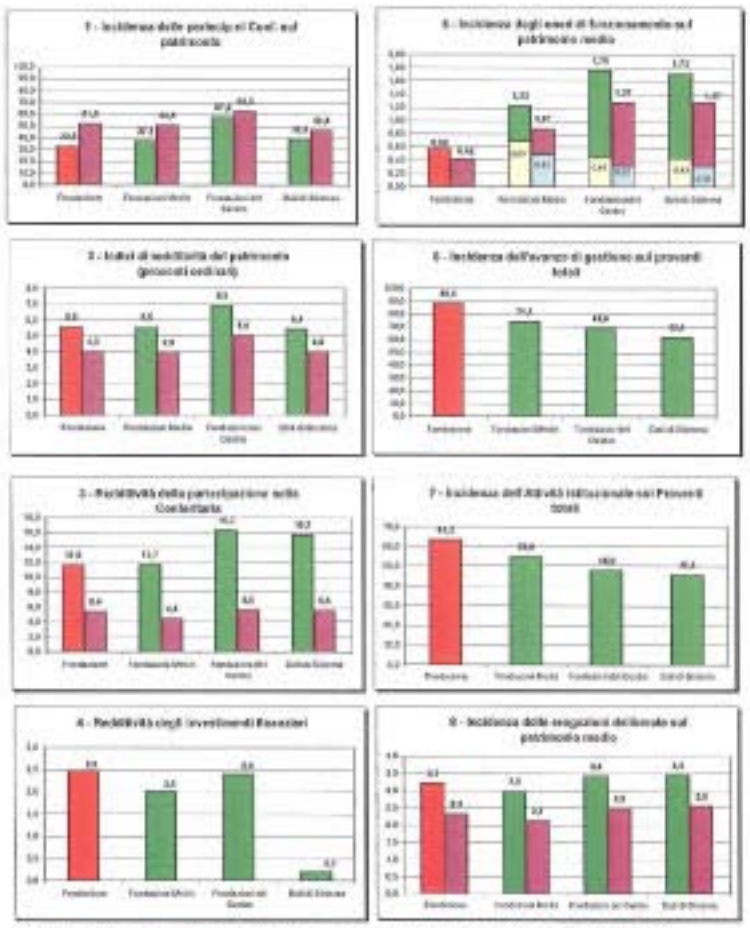
FONDAZIONE C.R. VOLTERRA - Bilancio 2008
(valori in %)

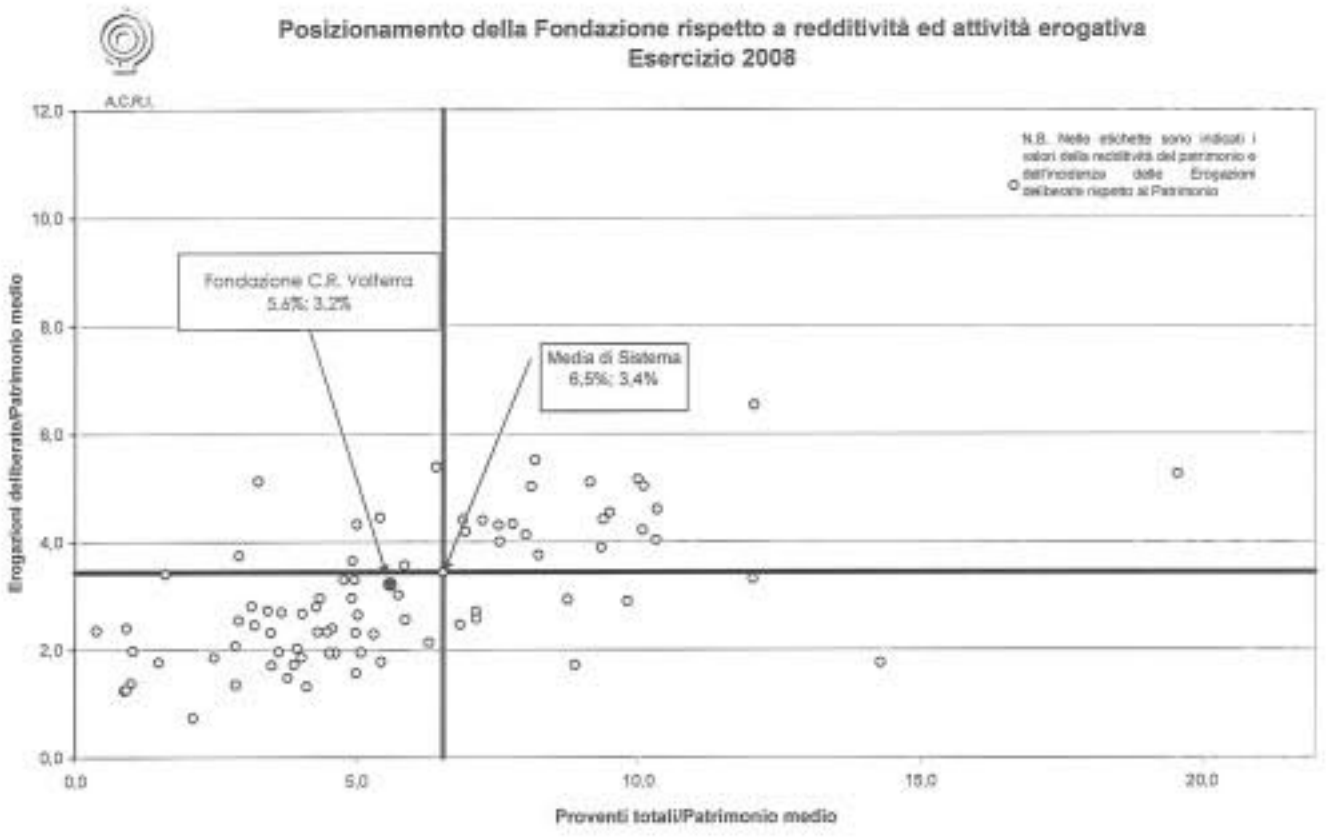
	Indici di gestione (valori reali)	Fondazione	Fondazioni Medie	Fondazioni del Centro	Dati di Sistema
	Diversificazione dell'investimento del patrimonio				
1)	Partecipazioni nella conferitaria/Patrimonio	51,8	50,6	62,3	46,4
	Redditività				
2)	Redditività ordinaria del patrimonio	4,0	3,9	5,0	4,0
3)	Redditività della partecipazione	5,4	4,5	5,6	5,5
	Operatività				
4)	Incidenza degli oneri di funzionamento su media patrimonio	0,42	0,87	1,27	1,27
	Attività erogativa				
5)	Erogazioni deliberate/Patrimonio medio	2,3	2,1	2,5	2,5
Nota: valori dell'indicatore 4 al netto degli accantonamenti per la CDP, fiscali e oneri futuri.		n.s.	0,49	0,32	0,32

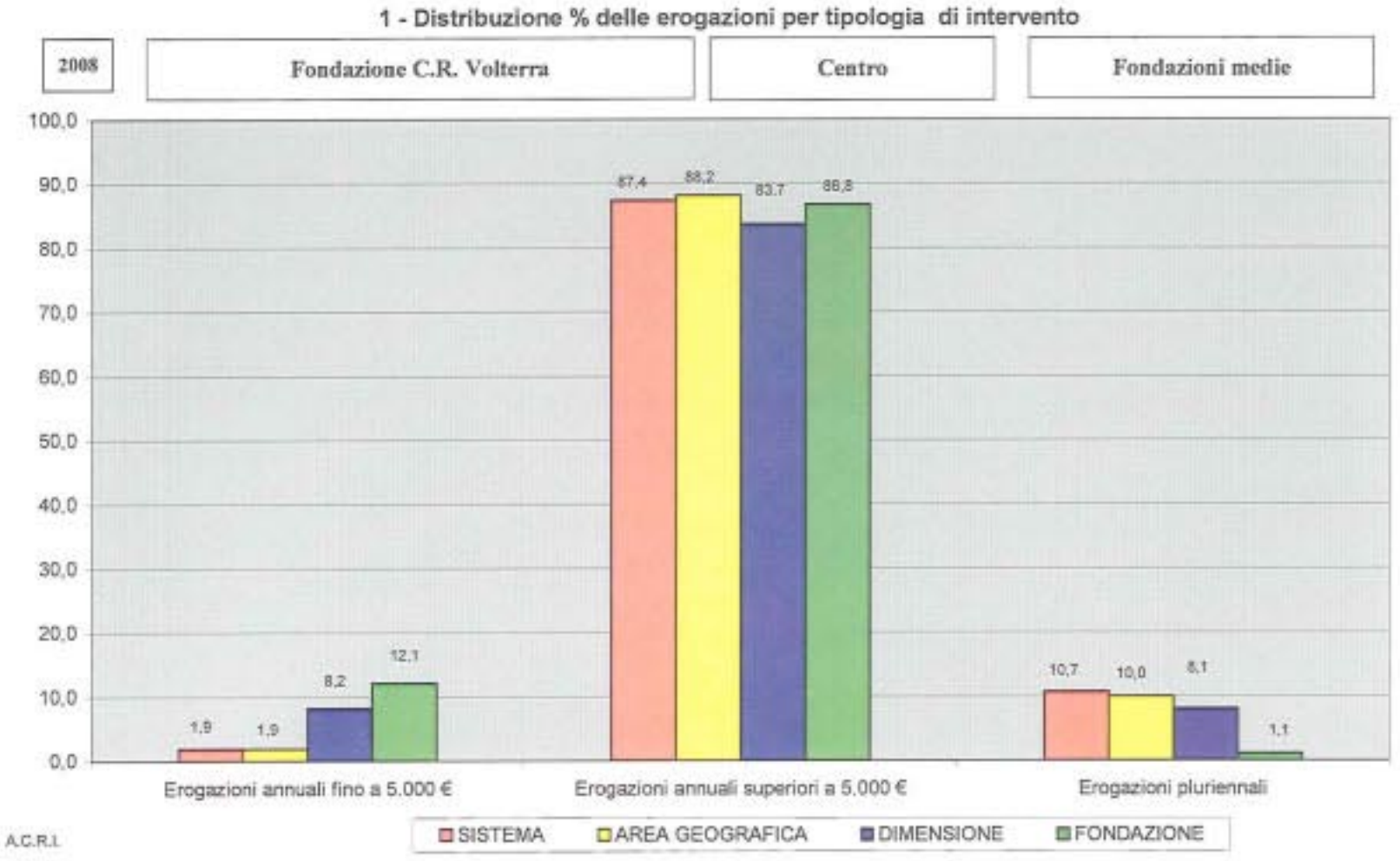
ACRI

Grafici relativi agli indicatori patrimoniali e gestionali
(Esercizio 2008)

Fondazione C.R. Volterra




Posizionamento della Fondazione rispetto a redditività ed attività erogativa
Esercizio 2008
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
Fondazione C.R. Volterra
5,6%; 3,2%
Media di Sistema
6,5%; 3,4%
Erogazioni deliberate/Patrimonio medio
Proventi totali/Patrimonio medio
12,0
10,0
8,0
6,0
4,0
2,0
0,0
0,0
5,0
10,0
15,0
20,0


1 - Distribuzione % delle erogazioni per tipologia di intervento
2008
Fondazione C.R. Volterra
Centro
Fondazioni medie
100,0
90,0
80,0
70,0
60,0
50,0
40,0
30,0
20,0
10,0
0,0
1,9
1,9
8,2
12,1
87,4
88,2
83,7
88,8
10,7
10,0
8,1
1,1
Erogazioni annuali fino a 5.000 €
Erogazioni annuali superiori a 5.000 €
Erogazioni pluriennali
A.C.R.I.
SISTEMA
AREA GEOGRAFICA
DIMENSIONE
FONDAZIONE

Sicuramente più rilevanti sono gli aspetti di carattere generale derivanti dalle novità nel campo normativo, interpretativo e fiscale verificatisi nel corso dell'esercizio e nei primi mesi del corrente anno.

In campo tributario, relativamente all'annoso contenzioso che oppone da anni le fondazioni ex bancarie all'Amministrazione Finanziaria, a seguito delle decisioni avverse della Corte di Cassazione a SS.UU. nel corso dell'anno si sono succedute le sentenze definitive che hanno portato addirittura ad un'impostazione totalmente pro fisco sia per quanto attiene le spese di giudizio che le sanzioni irrogate.

Per quanto ci rileva l'unico contenzioso è relativo al ricorso per Cassazione proposto dall'Agenzia delle Entrate avverso la sentenza favorevole alla Fondazione emessa dalla Commissione Tributaria Regionale di Firenze che aveva confermato la sentenza di primo grado, avvalorando per l'anno 1997 il diritto della Fondazione al rimborso delle maggiori imposte pagate in eccesso; la discussione è prevista per la prima settimana di maggio e sull'esito non si possono avere grandi speranze anche se la situazione della Fondazione è diversa da quelle dei giudizi che l' hanno preceduta.

Pur consapevole dell'orientamento negativo di cui sopra la Fondazione ha deciso di difendersi nel giudizio in quanto la situazione processuale dei due gradi precedenti è appunto diversa da quelle su cui si sono pronunciate le SS.UU. della Corte di Cassazione.

Nelle more si sono attivate le procedure per il recupero dei crediti in ogni caso vantati dalla Fondazione nonché dei relativi interessi.

Sotto il profilo normativo le maggiori novità riguardano le possibili modifiche delle modalità di gestione dei fondi conferiti al volontariato ai sensi della L. 266/91, rese possibili dall'interessamento a livello nazionale dell'ACRI che dovranno poi essere attuate dalle consulte regionali.

Di interesse generale per le fondazioni, ancorché non utilizzata nel presente bilancio, è la facoltà di valutare, anche per il 2009, gli strumenti finanziari non immobilizzati, anche conferiti in gestione patrimoniale, al valore che gli stessi avevano nel bilancio chiuso al 31/12/2007, facoltà non esercitata dalla Fondazione nel bilancio 2008 e non necessaria nel presente consuntivo.

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 31/12/09 detenuti per il tramite di gestioni patrimoniali individuali.

Ad integrazione vogliamo evidenziare, prima di passare all'esame del dettaglio del bilancio 2009, alcuni indicatori sintetici sull'attività della Fondazione raffrontati con l'anno precedente:

VOCI	2009	2008
variazione delle erogazioni rispetto all'anno precedente:	**16,21%**	**-6,6%**
incremento del patrimonio rispetto all'anno precedente:	**1,49%**	**1,5%**
% di copertura dell'attivo soggetto ad inflazione per effetto degli accantonamenti patrimoniali dell'anno:	**2,11%**	**2,2%**
redditività media dell'attivo fruttifero, al netto delle imposte sostitutive e delle ritenute alla fonte e senza considerare le partite straordinarie:	**5,45%**	**5,30%**
incidenza % costi operativi e imposte su entrate correnti:	**12,28%**	**11,08%**
incidenza % delle erogazioni sull'avanzo dell'esercizio:	**65,77%**	**65,1%**
incidenza % delle erogazioni e degli accantonamenti ai fondi per l'attività di istituto sull'avanzo dell'esercizio:	**69,68%**	**71,7%**
incidenza % degli accantonamenti patrimoniali sull'avanzo di esercizio:	**27,66%**	**28,3%**

Dall'analisi dei dati emerge, in controtendenza al dato nazionale, che il 2009 è stato un anno migliore rispetto al precedente in particolare per recupero di redditività derivante dalle gestioni patrimoniali che ha compensato la riduzione del dividendo della conferitaria e la flessione degli interessi sul restante portafoglio dovuta alla caduta dei tassi di interesse a minimi storici.

La riduzione delle entrate ha poi determinato un maggior onere percentuale dei costi operativi rimasti invece quasi stabili in termini assoluti.

Le migliori dinamiche reddituali hanno consentito un deciso miglioramento dell'attività erogativa ed hanno consentito un congruo accantonamento di spesa per il progetto della nuova sede della Donazione Rosi (progetto diretto della Fondazione) che consente già oggi la copertura dei costi della fase progettuale e anche di parte dell'esecuzione.

In ogni caso il bilancio 2008 ha portato a risultati di rilievo come emerge dall'analisi annuale redatta dall'ACRI che posiziona la Fondazione di Volterra su livelli decisamente buoni sia nei confronti con i vari aggregati di riferimento (fondazioni medio-piccole, fondazioni del centro, dati di sistema) come emerge dalle tabelle allegate alla presente relazione (cfr. allegato).

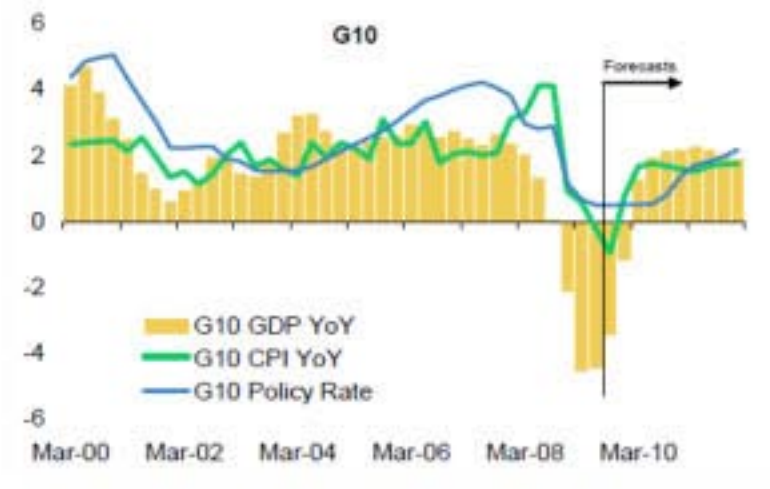
Ricordiamo inoltre che nell'anno 2009 sono stati nominati n. 7 nuovi soci che hanno portato il numero complessivo a 81; cogliamo l'occasione per dare loro il benvenuto nella convinzione che sapranno portare il loro fattivo contributo nell'interesse della Fondazione.

RELAZIONE ECONOMICA E FINANZIARIA

L'economia mondiale

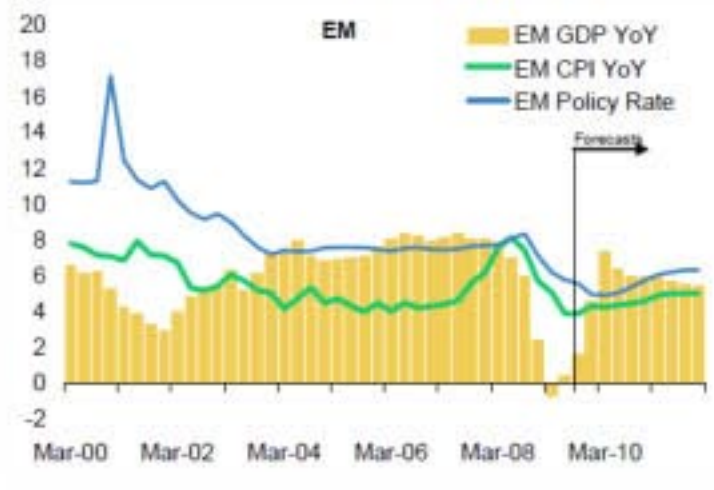
Dopo la fase di recessione a cavallo tra il 2008 e il 2009, nel corso del 2009 c'è stato un ritorno a tassi positivi di crescita.
I dati macroeconomici piu' recenti indicano che la ripresa è in atto in gran parte delle economie globali grazie agli effetti delle politiche monetarie e fiscali introdotte. Segnali di recupero si registrano nella spesa per investimenti, nella ricostituzione delle scorte e nel commercio globale.
Tuttavia, perché tale recupero possa tradursi in una "ripresa sostenibile" è necessario che ci sia un "ordinato" rientro dagli stimoli e un recupero tangibile di credito, occupazione e consumi.
Si sono mantenute in larga parte le forti "disparità" di tassi di crescita tra aree emergenti (o ex-emergenti) e le economie delle tre principali aree sviluppate (USA, Europa e Giappone).
Ci sono segnali di stabilizzazione dell'occupazione negli USA che, tuttavia, dipendono in parte da componenti "straordinarie" che impediscono previsioni "univoche" su una inversione di tendenza.
L'Europa sembra destinata ad un recupero più lento, potenzialmente "appesantito" dalle iniziative di rientro dell'indebitamento di alcuni stati (i "periferici" in primo luogo).
Le aree "ex-Emergenti" continuano a mostrare dati di crescita straordinari.
La sostenibilità di tali tendenze è tuttavia legata al miglioramento della produttività del capitale che impone di proseguire nelle riforme in atto.

Andamento del PIL delle principali economie (stime MS)



Fonte: Morgan Stanley

Andamento del PIL dell'economie emergenti (stime MS)



Fonte: Morgan Stanley

La ripresa si "consolida" in attesa del "rientro" dagli stimoli

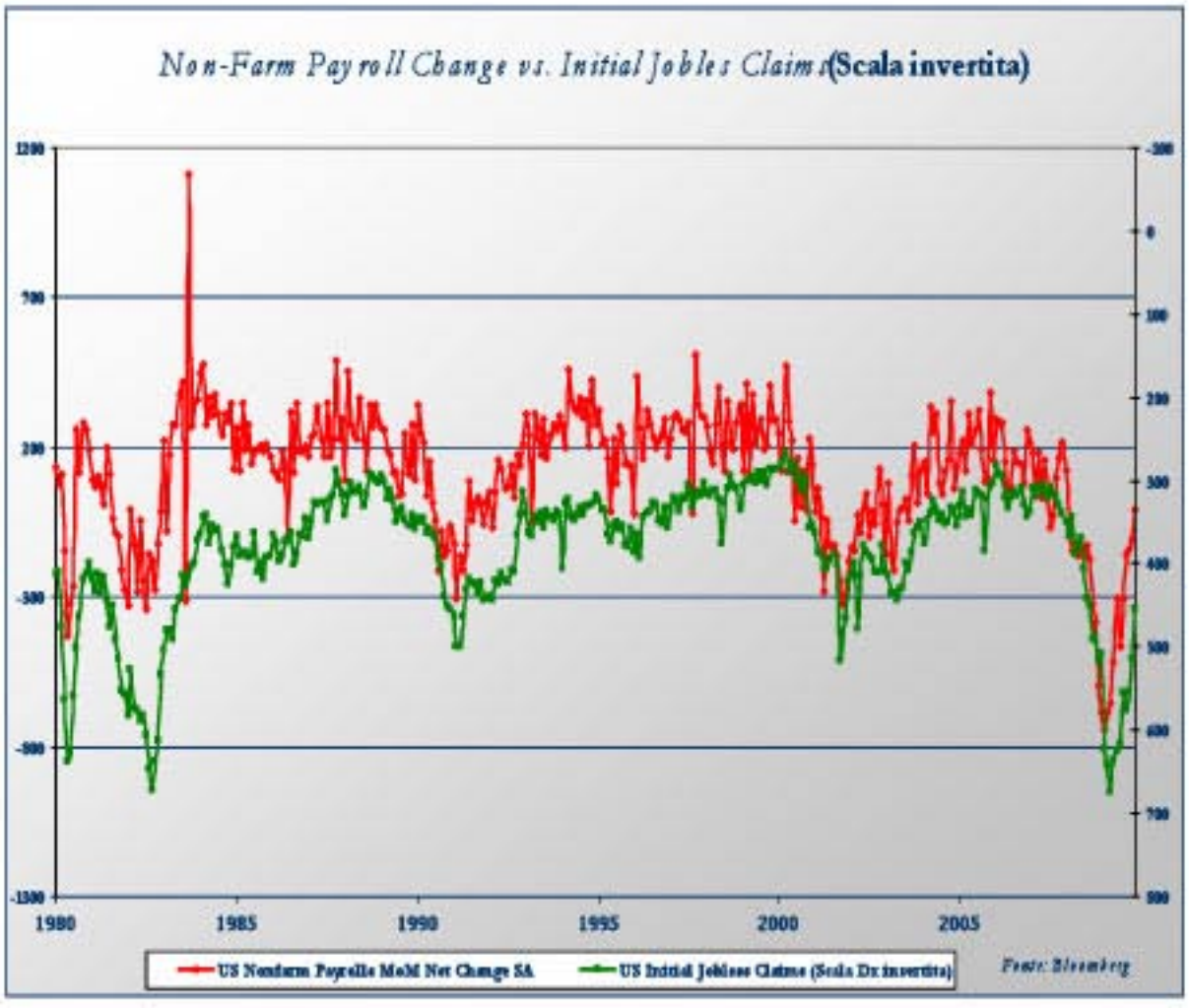
Nello schema sotto riportato sono indicate alcune delle possibili iniziative di "rientro" dagli stimoli sia monetari (introdotti dalle banche centrali) che fiscali (legate alle manovre dei governi).

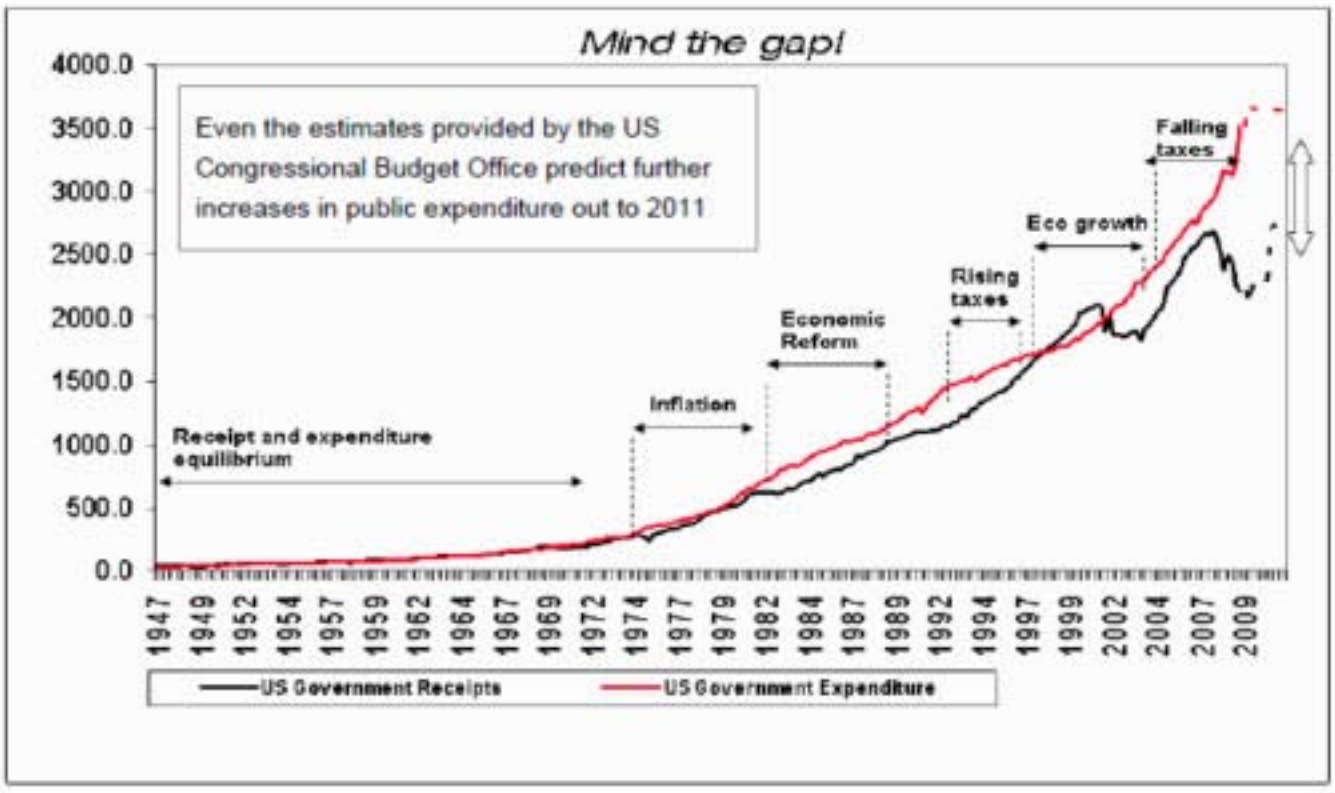
Le strategie di uscita dei governi saranno il risultato di compromessi complicatissimi.



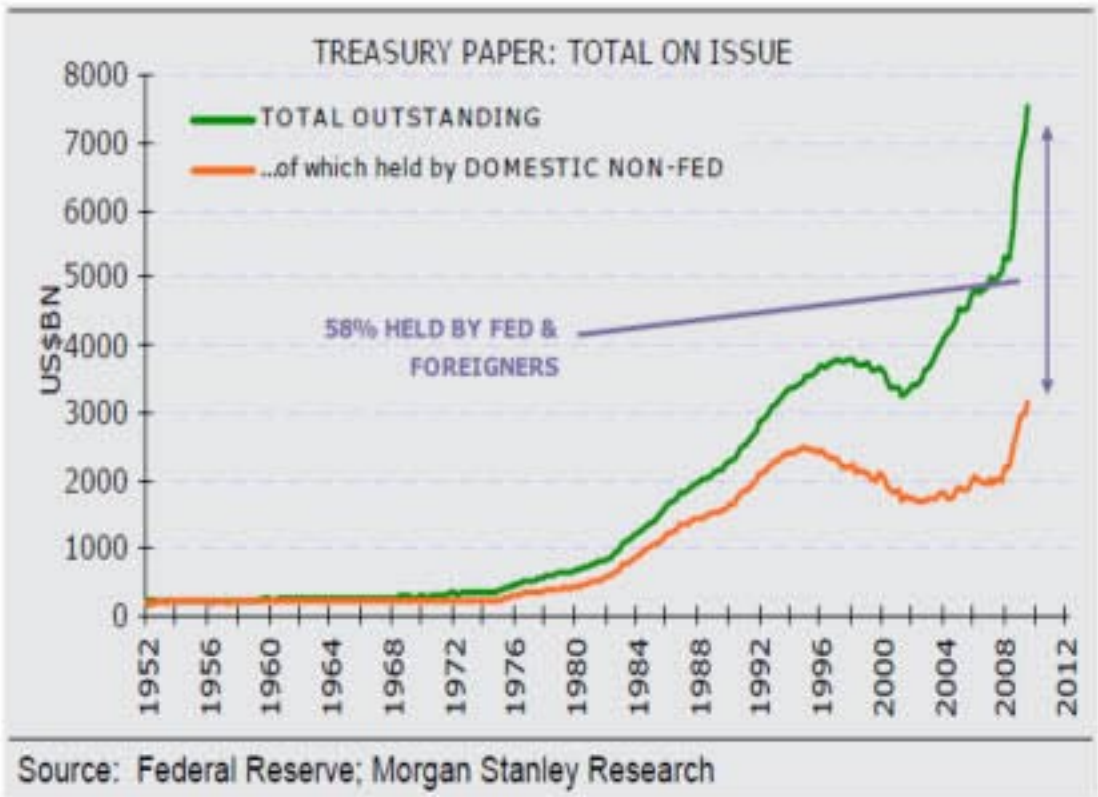
L'economia negli Stati Uniti

14 Il Rapporto del Lavoro negli USA di novembre 09 ha mostrato un forte contenimento della contrazione degli iscritti a libro paga confermato dalla costante riduzione delle richieste di sussidi settimanali alla disoccupazione. L'analisi della scomposizione del dato mostra tuttavia che il miglioramento è dovuto alla progressione dei servizi (in particolare al lavoro temporaneo) e del comparto della "Sanità e Educazione".
Rimangono ancora negative le variazioni mensili di alcuni settori importanti: costruzioni, beni durevoli (auto, etc.) e logistica.
In un contesto nel quale il recupero non si è ancora trasmesso ai consumi e all'occupazione è difficilmente ipotizzabile che i gettiti fiscali "tengano il passo" della ripresa vista la perdurante dipendenza dalle manovre di stimolo.
La sostenibilità di tali stimoli, quindi, rischia di essere impattata dalle dimensioni dello stock di debito raggiunto in molti paesi.
Negli ultimi due anni larga parte dell'incremento del debito emesso dal Tesoro USA (atto a finanziare principalmente il salvataggio del settore finanziario) è stato acquistato dalla Fed e da istituzioni estere (banche centrali in primis). In sostanza, si è realizzato un concambio (uno swap appunto) tra debito del settore privato e del settore pubblico.
Da qualche mese tale swap ha determinato un minor ricorso alla leva finanziaria da parte del settore privato.
Affinché le banche centrali possano ridurre gli stimoli introdotti occorre che imprese e famiglie mantengano un eccesso di "cassa", contenendo ceteris paribus investimenti e consumi.


Non-Farm Payroll Change vs. Initial Jobles Claims (Scala invertita)
1200
700
200
-300
-800
-1300
-300
0
100
200
300
400
500
600
700
800
1980
1985
1990
1995
2000
2005
US Nonfarm Payrolls MoM Net Change SA
US Initial Jobless Claims (Scala Dx invertita)
Fonte: Bloomberg

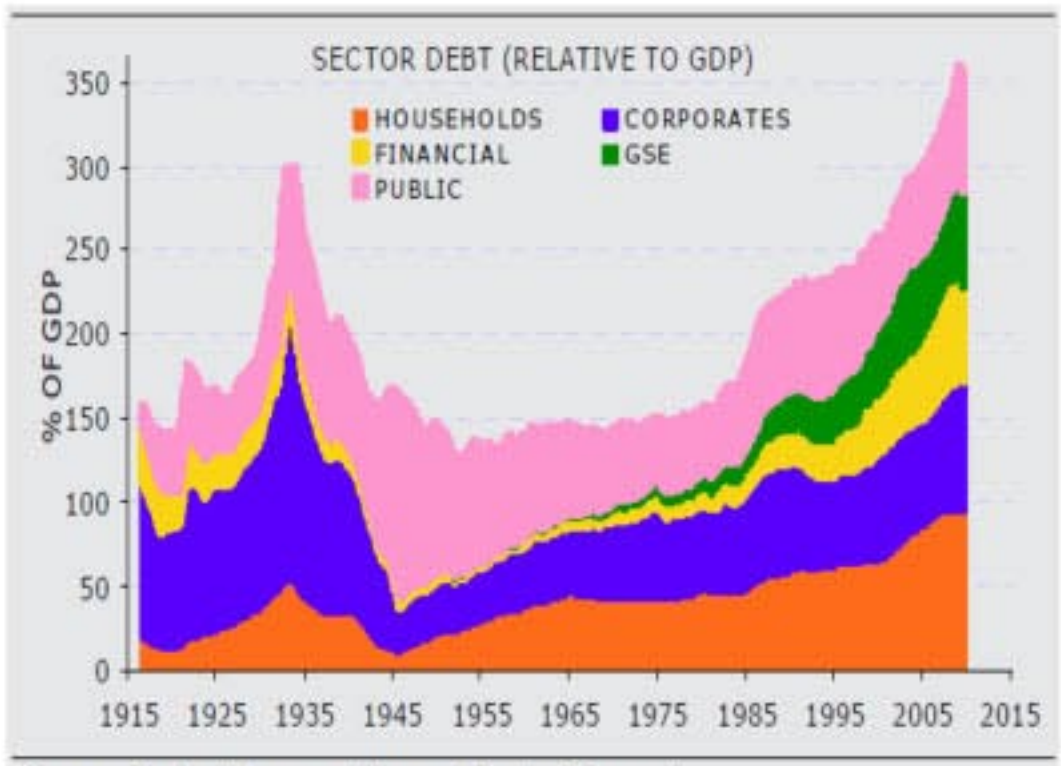

Mind the gap!
Even the estimates provided by the US Congressional Budget Office predict further increases in public expenditure out to 2011
4000.0
3500.0
3000.0
2500.0
2000.0
1500.0
1000.0
500.0
0.0
Receipt and expenditure equilibrium
Inflation
Economic Reform
Rising taxes
Eco growth
Falling taxes
1947
1949
1952
1954
1957
1959
1962
1964
1967
1969
1972
1974
1977
1979
1982
1984
1987
1989
1992
1994
1997
1999
2002
2004
2007
2009
US Government Receipts
US Government Expenditure

Confronto tra Gettito Fiscale e Spesa Governativa in USA



Source: Federal Reserve; Morgan Stanley Research

Il "grande swap" tra debito privato e debito pubblico in USA



Source: Federal Reserve; Morgan Stanley Research

L'economia nell'Eurozone

L'Europa sembra destinata ad un recupero più lento, in considerazione della minore entità degli stimoli introdotti.
La zona Euro è uscita ufficialmente dalla deflazione, nel terzo trimestre il PIL della zona Euro e' tornato a crescere. Nel mese di novembre i prezzi al dettaglio sono cresciuti dello 0,5% su base annua e dello 0,1% rispetto al mese precedente. La previsione di crescita per il 2010 e' modesta, si stima una crescita media annua intorno al punto percentuale, sostenuto dal ciclo delle scorte e dagli stimoli fiscali, oltre che dalla ripresa della domanda estera.
Nel corso della sua ultima riunione, il presidente della Bce ha confermato l'attuale livello dei tassi.

L'economia nell'Area Asiatica

In virtù del forte differenziale di crescita tra economie sviluppate e paesi emergenti, il quinquennio 2005-2009 si concluderà, in base alle stime del FMI, con il contributo della Cina pari alla somma di Stati Uniti e altre economie "avanzate".

