



**RELAZIONE  
SULLA GESTIONE**



## RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SULLA GESTIONE

Signori Soci e Componenti dell'Organo di Indirizzo,

L'anno 2013 è il primo esercizio completo nel quale la gestione è stata posta in essere dai nuovi Organi della Fondazione e durante il quale è proseguita la necessaria messa a punto degli strumenti, anche tecnici, di gestione degli affari correnti.

In particolare occorre evidenziare lo sforzo personale posto in essere dall'Ufficio di Presidenza nell'ascolto dei bisogni del territorio, nella individuazione delle procedure selettive per la gestione dei progetti diretti nel pieno rispetto dei principi condivisi della Carta della Fondazioni ACRI e per la suddivisione dei compiti all'interno della struttura operativa.

Il trasferimento degli uffici nella sede provvisoria presso il Centro Studi e la gestione delle attività correnti ha fatto emergere poi la limitatezza delle esigenze logistiche della Fondazione e ciò ha avviato il processo di rivisitazione del progetto di ristrutturazione che dovrebbe essere definito nei primi mesi del 2014 e nel quale un punto centrale sarà il mantenimento a regime della sede nei locali attualmente utilizzati.

La necessità poi di un contatto diretto con gli stakeholders di riferimento ha poi comportato un trasferimento anche di funzioni operative dalla segreteria generale all'ufficio di presidenza, liberando la parte tecnica della parte relazionale e di attuazione dei deliberati a vantaggio delle attività di natura gestionale ed organizzativa.

Ciò premesso i risultati numerici dell'esercizio chiuso al 31/12/2013, sebbene ancora lontani da quelli raggiunti negli anni 2008-2009, mostrano livelli adeguati a quelli del 2012 pur in presenza di un quadro finanziario ed economico ancora pesantemente negativo.

Infatti nonostante il perdurare della crisi, che ha indotto prudenzialmente anche ad apportare svalutazioni di valori dell'attivo, il ritorno al dividendo, anche se ridotto, della conferitaria CRV Spa, ha consentito di mantenere sostanzialmente in linea l'avanzo di periodo con l'anno precedente.

A tale risultato ha concorso il proseguimento della politica di riduzione di costi, tra cui spicca, anche per gli effetti che si avranno nel 2014, l'abbattimento al 50% del gettone di presenza dell'Organo di Indirizzo, e la tenuta, anche se su livelli inferiori, del rendimento degli investimenti.

Un contributo importante al reddito viene poi dalla componente immobiliare in quanto nel 2013 si è avuto l'effetto pieno dei canoni di locazione sull'investimento effettuato a fine anno 2011 in immobili strumentali della conferitaria, che ha reso un rendimento al lordo delle imposte del 5,1%. 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, superiore, anche al netto delle impostelocali e statali, attestandosi a valori prossimi alla componente mobiliare (rendimento netto 3,27%).

Le gestioni patrimoniali hanno avuto un rendimento netto semplice (calcolato sui dati di bilancio) di circa il 3,5%, con una volatilità che non ha mai superato in corso d'anno la soglia dell'1,3% e quindi senza mettere a rischio il capitale; ovviamente ove fossero state adottate strategie maggiormente aggressive il risultato finale sarebbe potuto essere diverso, ma ciò a prezzo di una maggiore volatilità.

Il risultato dell'area straordinaria è positivo grazie al saldo della liquidazione della seconda parte dei crediti fiscali degli esercizi 1997/1998, parte interessi.



E' invece sempre più pesante l'impatto della componente fiscale che risente della deteriore normativa in materia di immobili di interesse storico artistico, di IMU e dell'imposta di bollo sugli strumenti finanziari.

Si evidenzia come l'IMU assorba ben 8,65% del reddito prodotto, che si somma al 27,5% di prelievo fiscale, con un impatto di circa il 36% di imposte sul reddito da investimenti immobiliari.

Tale tassazione si aggiunge a quella subita a titolo d'imposta sui rendimenti della componente finanziaria, anch'essa elevata nel corso dell'anno scorso dal 12,5% al 20% per gli strumenti diversi dai titoli di stato ed assimilati e che pare sia destinata a luglio 2014 a salire ancora al 26%.

Il conseguimento di maggiori rendite in corso d'anno derivanti dal dividendo della CRV spa, non inserito nel DPP, ha consentito da un lato di poter effettuare le svalutazioni prudenziali sul portafoglio titoli ed un ampio accantonamento alla riserva per l'integrità del patrimonio, ma inoltre ha posto le basi per un parziale cambiamento della copertura finanziaria delle erogazioni su progetti di terzi per l'anno 2014, con il parziale passaggio dal criterio del reddito di periodo a quello del reddito accantonato.

Infatti è stato operato un accantonamento al fondo per le erogazioni nei settori rilevanti per euro 538.969, di cui euro 400.000 specificatamente destinati al servizio dei bandi erogativi per l'anno 2014, la cui procedura di acquisizione e selezione si è svolta nell'ultimo trimestre del 2013 così da poter dare le risposte fin dai primi mesi dell'anno.

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

Complessivamente quindi tra erogazioni dirette e accantonamenti ai fondi le risorse destinate ad erogazioni ammontano a € 1.297.415 contro 1.263.577 del 2012, confermando un trend di sostanziale stabilità.

E' poi proseguito l'opportuno processo di rafforzamento patrimoniale, mediante destinazione di € 200.000 alla riserva per integrità del patrimonio, in misura pari al 10,68% dell'avanzo.

Da valutare inoltre come positiva la scelta operata dai nuovi Organi di riproporre, in via sperimentale, lo strumento del "bando erogativo" come mezzo di selezione degli interventi a favore di progetti di terzi; nel corso dell'anno le attività finanziate saranno soggette ad attento monitoraggio ed esame ex post per verificare se riproporre l'iniziativa per il 2015 oppure se apportare correttivi od innovazioni in funzione dei dati che saranno raccolti dall'analisi costi/benefici che sarà posta in essere dagli uffici della fondazione.

Ovviamente a fianco di tale attività di erogazione, come meglio illustrato nel bilancio di missione, lo sforzo dell'ufficio di presidenza si è concentrato e si concentrerà sulla selezione e l'attuazione di progetti diretti di ampio respiro, ovviamente sempre nei ridotti limiti delle disponibilità di bilancio; sicuramente dovrà essere data la dovuta attenzione alle problematiche del dissesto idrogeologico che ha così duramente provato la nostra città nei primi mesi del 2014 ed ha lasciato profonde ferite nel patrimonio storico-monumentale di Volterra.

Nell'ottica poi dell'ottimizzazione delle risorse proseguirà la politica di verifica dei progetti finanziati in anni precedenti e di revoca di quelli non attuati o attuati parzialmente.



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.

Nel corso dell'anno è proseguita la verifica dei progetti finanziati in anni precedenti e non ancora completati e/o rendicontati, al fine di una possibile riallocazione dei residui su altre iniziative ritenute meritevoli di sostegno.

Sempre nell'ottica di attivare progetti rilevanti, nel corso dell'anno la Fondazione ha ritenuto di effettuare un'iniziativa congiunta con la CRV spa per dotare l'ospedale di Volterra di un macchinario innovativo per la chirurgia spinale (cfr. bilancio di missione); a tal fine, per la prima volta negli ultimi anni e su espressa autorizzazione ricevuta dall'Organo di Indirizzo, le risorse sono state prelevate dai fondi accantonati nei precedenti esercizi.

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

Conseguentemente le impostazioni contabili adottate dalla Fondazione risultano coerenti con le indicazioni pervenute recentemente dall'ACRI relative alle migliori pratiche da applicare al bilancio, e risultano in linea anche con la Carta delle Fondazioni adottata da parte dell'ACRI in occasione del congresso di Palermo.

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

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

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

Al primo posto è la ripresa, in via sperimentale, della concessione di contributi su progetti di terzi mediante i c.d. "bandi erogativi"; il bando è stato pubblicato nel corso dell'esercizio, ma con competenza 2014. La modifica della sequenza temporale rispetto al passato ha consentito quindi, limitatamente a tale tipologia di intervento, di modificare la metodologia di copertura passando dal metodo del reddito in formazione a quello del c.d "maturato"; ciò è stato realizzato mediante



accantonamento con risorse dell'anno al fondo per attività istituzionali, così da avere già la copertura per la competenza 2014.

Il passaggio completo al metodo del "maturato" potrà tuttavia aver luogo solo quando si avrà un deciso miglioramento delle risorse di parte corrente che consenta di poter effettuare l'accantonamento per l'intero fabbisogno di una annualità.

Negli ultimi mesi dell'anno sono state ottenute le necessarie autorizzazioni per l'avvio del 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), lavori che sono iniziati nel mese di gennaio 2014, ma purtroppo subito sospesi per i noti tragici eventi franosi che hanno interessato l'area confinante con la Fondazione; peraltro, come sarà poi ripreso in seguito, l'ufficio di presidenza in diretto contatto con il team di progetto sta valutando radicali modifiche dell'attuale impostazione.

Relativamente alla struttura interna si ritiene che la stessa sia pronta alle nuove incombenze che deriveranno dalla volontà dei nuovi organi della fondazione di passare più decisamente alla progettualità diretta e/o concertata e ad altre iniziative.

Nel corso dell'anno 2014 gli uffici potranno in essere le attività di verifica propedeutiche all'adozione del modello ex L. 231 che dovrà essere poi adottato dall'Organo di Indirizzo unitamente al codice etico che ne farà parte integrante.

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

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

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

Nel mese di gennaio 2014 è stato discusso il ricorso in Cassazione per revocazione sempre relativo a pregresse annualità per mancato rimborso Irpeg; purtroppo l'esito è stato anche in questo caso negativo, con ingiustificata refusione di spese, e di fatto chiude definitivamente l'annosa vicenda.

Sempre relativamente alle attività poste in essere dall'ACRI per arrivare ad una maggiore omogeneità nei bilanci delle Fondazioni, si informa che è stato attivato un ristretto gruppo di lavoro all'interno della Commissione bilancio con lo scopo di redigere un manuale di tecniche contabili e di bilancio; la nostra fondazione, nella persona del segretario, partecipa anche a questo gruppo di lavoro che porterà poi le sue conclusioni prima alla commissione plenaria e poi alla valutazione finale del consiglio dell'Associazione, che dovrebbe tenersi entro il mese di luglio 2014.

Per una maggiore completezza di informazioni al presente bilancio si allegano in bozza lo stato patrimoniale ed il conto economico delle società strumentali in corso di approvazione nonché la



composizione degli strumenti finanziari al 31/12/2013 detenuti per il tramite di gestioni patrimoniali individuali.

Ad integrazione vogliamo evidenziare, prima di passare all'esame del dettaglio del bilancio 2013, alcuni indicatori sintetici sull'attività della Fondazione raffrontati con l'anno precedente:

VOCI	2013	2012
variazione delle erogazioni (incluso utilizzo fondi) rispetto all'anno precedente:	-0,9%	10,40%
incremento del patrimonio rispetto all'anno precedente:	0,37%	0,45%
% di copertura dell'attivo soggetto ad inflazione per effetto degli accantonamenti patrimoniali dell'anno:	1,31%	1,06%
redditività media dell'attivo fruttifero, al netto delle imposte sostitutive e delle ritenute alla fonte e senza considerare le partite straordinarie:	1,98%	1,75%
incidenza % costi operativi e imposte su entrate correnti:	30,96%	35,13%
incidenza % delle erogazioni sull'avanzo dell'esercizio:	40,52%	50,55%
incidenza % delle erogazioni e degli accantonamenti ai fondi per l'attività di istituto sull'avanzo dell'esercizio:	69,31%	65,00%
incidenza % degli accantonamenti patrimoniali sull'avanzo di esercizio:	30,69%	35,00%

Come emerge dalla lettura l'andamento degli indicatori si rilevano segnali di miglioramento negli indicatori gestionali mentre per quelli relativi all'attività istituzionale sono sostanzialmente stabili.

In allegato l'annuale indagine comparativa sui bilanci delle Fondazioni relativa al bilancio 2012 redatta dall'ACRI che riflette le problematiche già ampiamente trattate ed in parte superate o in via di miglioramento.

Con riferimento poi al processo in corso presso l'ACRI già delineato in precedenza finalizzato ad una armonizzazione del contenuto informativo dei bilanci delle fondazioni, di seguito si riportano i nuovi indicatori gestionali concordati in sede di associazione, il cui glossario tecnico è riportato in calce alla nota integrativa e che rispetto a quelli evidenziati in precedenza, calcolati dalla Fondazione, tengono conto sia di una base diversa (valori correnti e non contabili) sia di una serie storica più ampia al fine di definire indicatori avulsi per quanto possibile dai fenomeni di breve periodo:



INDICATORI GESTIONALI	
<b>REDDITIVITA'</b>	
proventi totali netti patrimonio	1,27%
proventi totali netti Totale attivo	1,20%
avanzo dell'esercizio patrimonio	0,86%
<b>EFFICIENZA</b>	
oneri di funzionamento proventi totali netti	20,73%
oneri di funzionamento Deliberato	34,06%
oneri di funzionamento patrimonio	0,36%
<b>ATTIVITA' ISTITUZIONALE</b>	
deliberato patrimonio	0,75%
F.do di stabilizzazione Erogazioni deliberato	151,46%
<b>COMPOSIZIONE INVESTIMENTI</b>	
partecipazione conferitaria totale attivo	58,60%



Infine è doveroso ricordare che nel 2013 è stata perfezionata dalla famiglia di una pittrice locale prematuramente scomparsa la procedura per addivenire alla donazione delle opere possedute che si andrà ad aggiungere alle precedenti sotto riportate:

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

Tutte le predette collezioni, accolte nel patrimonio della Fondazione per il valore indicato nei singoli atti di donazione, sono soggette al vincolo dell’inalienabilità e della pubblica fruizione, che avverrà nella nuova sede espositiva in corso di realizzazione.

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





## RELAZIONE ECONOMICA E FINANZIARIA

### Scenario Macroeconomico

Nel corso del 2013 sono progressivamente migliorate le aspettative sul ciclo economico globale.

Secondo gli ultimi dati del Fondo Monetario Internazionale, la crescita mondiale dovrebbe essere stata pari al 2,9% su base annua nel 2013 (3,2% il dato del 2012); i Paesi Sviluppati dovrebbero aver registrato una crescita dell'1,2% (1,5% dato del 2012) a fronte di una crescita del 4,5% dei Paesi Emergenti e in via di sviluppo (4,9% dato del 2012).

In Area Euro, il PIL aggregato del secondo trimestre ha interrotto la sequenza di 6 trimestri consecutivi di calo (0,3% trimestre/trimestre, da -0,2% del trimestre precedente), proseguendo con una dinamica positiva, anche se più contenuta, nel terzo trimestre (0,1% trimestre/trimestre). L'evoluzione su base annua rimane tuttavia negativa, sebbene in miglioramento (-0,4% anno/anno nel terzo trimestre, da -0,6% del secondo trimestre e -1,2% del primo trimestre). Dall'analisi delle diverse componenti della domanda emerge l'accelerazione degli investimenti (0,4% t/t da 0,2% del secondo trimestre e -1,9% del primo trimestre); il recupero, seppur contenuto, della spesa pubblica (0,2% t/t da 0% del secondo trimestre e 0,3% del primo trimestre) ma anche la perdurante debolezza dei consumi (0,1% t/t da 0,2% del secondo trimestre e -0,1% del primo trimestre). Da sottolineare, inoltre, la frenata delle esportazioni (0,2% t/t da 2,1% del secondo trimestre e -1% del primo trimestre) e la dinamica meno forte delle importazioni (1% t/t da 1,6% del secondo trimestre e -1,2% del primo trimestre). A livello di singolo paese, la Germania ha evidenziato un rallentamento nel terzo trimestre (crescita pari a +0,3% trimestre/trimestre da 0,7% del secondo trimestre e 0% del primo trimestre). Più debole è risultato anche il PIL della Francia (-0,1% nel terzo trimestre da 0,6% del secondo trimestre e -0,1% del primo trimestre). In Italia, dopo 8 trimestri consecutivi di calo, il terzo trimestre ha evidenziato un livello del PIL invariato (-0,3% dato del secondo trimestre e -0,6% dato del primo trimestre). Anche in Spagna si è registrata una accelerazione congiunturale (0,1% t/t nel terzo trimestre da -0,1% del secondo trimestre e -0,4% del primo trimestre). Nel corso dell'anno, si è manifestato un ridimensionamento non trascurabile dell'inflazione, passata dal 2,2% di fine 2012 allo 0,8% di fine 2013. Il quadro di crescita bassa, seppur in miglioramento, e inflazione contenuta rende apprezzabile lo sforzo della Banca Centrale Europea (BCE) volto a garantire condizioni di politica monetaria estremamente accomodanti. Dopo il taglio del tasso ufficiale dallo 0,75% allo 0,50% nella riunione del 2 maggio, a luglio l'Istituto Centrale ha sorpreso gli operatori finanziari avviando una nuova fase nella gestione della politica monetaria. E' stata infatti introdotta la cosiddetta "forwardguidance" sui tassi ufficiali, ovvero una forma di impegno a una condotta determinata su un certo orizzonte temporale: nel comunicato, la BCE ha infatti affermato la volontà di lasciare i tassi di politica monetaria su livelli bassi per un periodo di tempo esteso, non escludendo nuove misure di allentamento, sia convenzionale che non convenzionale. Coerentemente con tale strategia, a fronte di un ulteriore rallentamento della dinamica dei prezzi al consumo, la BCE ha deciso di ridurre ulteriormente il tasso ufficiale dal livello dello 0,50% allo 0,25% nella riunione del 7 novembre. La necessità di migliorare la dinamica del credito e quindi di ripristinare il corretto funzionamento del



meccanismo di trasmissione della politica monetaria si è manifestata anche nell'avvio del processo di valutazione degli attivi bancari per procedere, ove necessario, a forme di ricapitalizzazione. Tale processo, avviato a novembre 2013, si concluderà a ottobre 2014, prima dell'assunzione del ruolo di Supervisore Unico del sistema bancario europeo da parte della BCE. Esso verrà gestito dalla BCE, dai supervisori nazionali e dall'European Banking Authority (EBA) e coinvolgerà circa 130 istituzioni creditizie di 18 Stati. Un ulteriore passo avanti nel processo di costruzione dell'Unione Bancaria Europea è da individuare nel raggiungimento di un accordo preliminare sul meccanismo unitario di gestione delle crisi bancarie raggiunto dal Consiglio Europeo del 20 dicembre.

Anche la Banca Centrale inglese (BoE), nella riunione del 7 agosto, ha introdotto lo strumento della "forward guidance", indicando che il tasso di politica monetaria e il bilancio dell'Istituto Centrale rimarranno su livelli coerenti con condizioni monetarie estremamente accomodanti fino a quando il tasso di disoccupazione non raggiungerà il livello del 7% (livello di ottobre 7,4%). Va sottolineato che il tentativo della BoE di garantire tassi di mercato bassi nell'immediato futuro si innesta in un momento congiunturale positivo (crescita del terzo trimestre 0,8% t/t da 0,8% del secondo trimestre e 0,5% del primo trimestre); ciò mette a rischio l'efficacia stessa della condotta di politica monetaria descritta.

In USA, l'entrata in vigore dei tagli automatici del bilancio federale a partire dal 1 marzo, prima, e lo scontro tra Democratici e Repubblicani sul tetto del debito pubblico e sul bilancio federale che ha portato alla temporanea chiusura del governo federale ad ottobre, poi, non hanno impedito una apprezzabile accelerazione della dinamica del PIL nel corso del 2013 (1,1% t/t annualizzato nel primo trimestre, 2,5% nel secondo trimestre, 4,1% nel terzo trimestre) e un miglioramento del mercato del lavoro (tasso di disoccupazione passato dal 7,9% di fine 2012 al 6,8% di fine 2013). In tale contesto, nel mese di maggio il Governatore della Federal Reserve (Fed), Bernanke, ha avviato un dibattito sull'opportunità di procedere ad un graduale ridimensionamento delle operazioni di acquisto di attività finanziarie da parte dell'Istituto centrale. La decisione è stata formalizzata nella riunione di politica monetaria del 18 dicembre, con la pianificazione di un taglio di 10 miliardi agli acquisti mensili di attività finanziarie a partire da gennaio 2014, subordinandone comunque l'implementazione all'evoluzione del quadro economico del paese. La decisione è stata inoltra accompagnata da dichiarazioni del Presidente Bernanke che portano ad escludere azioni immediate sul tasso di politica monetaria. Anche il nuovo Presidente designato della Fed, Yellen, che succederà a Bernanke da fine gennaio 2014, ha sostenuto che solo una crescita dell'economia sostenibile potrà giustificare una piena normalizzazione della politica monetaria statunitense.

In Giappone, l'esito delle elezioni politiche del 21 luglio ha permesso ai partiti del Governo Abe di ottenere la maggioranza anche alla Camera Alta e quindi di rafforzarne il potere politico in vista dell'avvio della fase di implementazione delle riforme strutturali. Si tratta del terzo pilastro della politica economica reflattiva di Abe che manca ancora di linee guida precise. Esso dovrebbe affiancarsi alla politica monetaria e alla politica fiscale espansive, favorendo ulteriormente la ripresa economica. Con riferimento alla politica monetaria, l'evento rilevante del primo semestre dell'anno è stato senz'altro la nomina di Kuroda a nuovo Governatore della Banca Centrale giapponese (BoJ) e il successivo annuncio di forti misure di politica monetaria espansiva. L'obiettivo dichiarato dell'Istituto Centrale è il raggiungimento di un livello di inflazione pari al 2% su un orizzonte temporale di due anni. Al fine di realizzare tale obiettivo, la BoJ dovrebbe raddoppiare la base monetaria e aumentare



la vita residua dei titoli di Stato domestici detenuti. Sono stati pertanto annunciati acquisti netti di titoli di Stato domestici con scadenza fino a 40 anni per un ammontare pari a circa 50 trilioni di yen per anno, acquisti di ETF (1 trilione l'anno) e J-REIT (30 trilioni l'anno). Tali misure di politica monetaria espansiva, affiancandosi alle misure di politica fiscale espansiva adottate dal Premier Abe, stanno già manifestando i propri effetti sulla crescita del paese. I dati congiunturali pubblicati nel corso dell'anno sono infatti confortanti (crescita dello 0,3% trimestre/trimestre nel terzo trimestre da 0,9% del secondo trimestre e 1,1% del primo trimestre).

In Cina, dopo un ridimensionamento della crescita nel secondo trimestre (7,5% anno/anno da 7,7% del primo trimestre) si è registrata una successiva accelerazione nel terzo trimestre (7,8% nel terzo trimestre); ciò ha permesso di ridimensionare le preoccupazioni sulla prosecuzione del rallentamento congiunturale del paese. Il terzo Plenum del 18° Comitato Centrale del Partito Comunista Cinese, riunitosi a novembre, ha inoltre affermato che il mercato assumerà un ruolo decisivo nello sviluppo del paese, che verrà riconosciuto il diritto di proprietà ai contadini e che verrà abolito il vincolo della residenza nel luogo di nascita, con effetti positivi, in quest'ultimo caso, sull'accesso ai servizi pubblici. Si tratta di ulteriori conferme delle autorità politiche nazionali a favore di un riequilibrio dei fattori di crescita del paese.

## **Mercati**

La dinamica dei mercati finanziari è stata influenzata in misura rilevante dalle aspettative sulla crescita dell'economia mondiale e dallo sviluppo del dibattito sull'evoluzione della politica monetaria statunitense.

La parte iniziale dell'anno è stata caratterizzata dalla prosecuzione del ridimensionamento dell'avversione al rischio, grazie alla pubblicazione di dati economici positivi che hanno fornito un supporto generalizzato ai mercati finanziari. A febbraio, l'emergere di incertezze sull'evoluzione dello scenario politico in Area Euro (elezioni parlamentari in Italia, gestione della crisi del sistema bancario a Cipro) e l'avvio di un dibattito sull'evoluzione della politica monetaria in USA hanno marginalmente pesato sulle dinamiche dei mercati finanziari. Dopo un mese di marzo interlocutorio, l'apertura verso il raggiungimento di un accordo tra le diverse formazioni politiche italiane, prima, e la costituzione di un governo di larghe intese, poi, unite alla risoluzione della crisi bancaria a Cipro hanno favorito un progressivo ridimensionamento delle tensioni sui mercati obbligazionari europei nel corso del mese di aprile. Contestualmente, le preoccupazioni sul rallentamento della crescita e sulla debole dinamica dei prezzi al consumo a livello globale hanno premiato i titoli di Stato percepiti come più sicuri, nello specifico i titoli di Stato statunitensi e quelli tedeschi. Gli indici azionari globali hanno invece continuato a beneficiare della convinzione degli operatori finanziari circa la prosecuzione di un orientamento estremamente accomodante delle principali Banche Centrali internazionali. A partire dal mese di maggio, tale convinzione è stata messa in discussione. Il presidente della Banca Centrale statunitense, Bernanke, nell'audizione davanti alla Commissione Economica del Congresso del 22 maggio e poi nel corso della conferenza stampa successiva alla riunione di politica monetaria del 18-19 giugno, ha intensificato il dibattito sull'eventuale avvio di un graduale processo di normalizzazione della politica monetaria statunitense, pur ribadendone la subordinazione all'evoluzione del contesto economico e sottolineando che il ridimensionamento delle





ha generato un successivo rialzo del rendimento al 4,86% di fine giugno. L'allentamento delle tensioni sui mercati finanziari ha consentito il calo dell'indicatore finanziario al livello del 4,16% di metà maggio. Dopo un progressivo recupero, fino a quota 4,58% di metà settembre, il rendimento a dieci italiano si è portato su un sentiero discendente, fino a raggiungere il livello del 4,1% di fine 2013.

L'equivalente rendimento spagnolo è sceso dai livelli prossimi al 5,26% di fine 2012 al 4,90% di metà gennaio per poi risalire al 5,45% nella prima parte di febbraio e riportarsi al 4,04% raggiunto i primi giorni di maggio. Successivamente, le maggiori tensioni hanno spinto al rialzo il rendimento spagnolo a dieci anni fino al 4,77% di fine giugno. Nella seconda metà dell'anno, l'indicatore ha beneficiato progressivamente dell'allentamento delle tensioni sui mercati finanziari e dei positivi dati di crescita, portandosi fino al livello di 4,14% di fine 2013.

La dinamica del tasso a dieci anni tedesco ha riflesso il diverso livello di avversione al rischio degli operatori finanziari: dai valori prossimi all'1,31% di fine 2012 ha raggiunto il livello dell'1,71% a fine gennaio per poi portarsi su livelli prossimi all'1,2% a fine aprile. I successivi rialzi del tasso di rendimento hanno portato l'indicatore al livello dell'1,73% a fine giugno. Dopo essersi portato al livello di 1,51% nella seconda metà di luglio, ha superato la soglia del 2% nelle prime giornate di scambio di settembre per poi riportarsi in area 1,68% a novembre e risalire verso 1,96% a fine 2013.

Passando alla parte a breve delle diverse strutture a termine, il rendimento sul titolo di Stato italiano a due anni si è portato dai livelli marginalmente inferiori al 2% di fine 2012 al livello di 1,34% di metà gennaio per poi risalire al 2,18% di fine febbraio. Il rendimento in oggetto si è quindi portato all'1,1% ad aprile. Il generalizzato movimento al rialzo delle curve dei rendimenti, tenuto conto del dibattito sulla politica monetaria statunitense, ha determinato un rialzo del tasso a due anni domestico all'1,93% di fine giugno. Le rassicurazioni della Fed e l'introduzione della forward guidance della BCE hanno favorito la discesa dell'indicatore al livello di 1,46% dei primi di agosto. Il riemergere di tensioni ne ha determinato l'incremento fino al 2% della prima metà di settembre. In chiusura di anno, il rendimento a due anni italiano ha raggiunto l'1,13%. L'equivalente rendimento spagnolo è sceso dai livelli marginalmente inferiori al 3% di fine 2012 al 2,11% di metà gennaio per poi risalire al 2,9% nella prima parte di febbraio e riportarsi all'1,55% ai primi di maggio. Successivamente, le maggiori tensioni hanno spinto al rialzo il rendimento spagnolo a due anni fino al 2,27% di fine giugno. La seconda metà dell'anno è stata caratterizzata da un graduale ridimensionamento dell'indicatore, che ha chiuso il 2013 al livello di 1,5%.

La dinamica del tasso a due anni tedesco è stata speculare a quanto descritto nei paragrafi precedenti: dai valori marginalmente negativi di fine 2012 l'indicatore ha raggiunto il livello dello 0,30% a fine gennaio per poi portarsi nuovamente su livelli negativi a marzo. La consapevolezza del persistere di un orientamento estremamente accomodante della BCE per un periodo esteso ha mantenuto su livelli negativi il tasso fino ai primi di maggio. I successivi rialzi hanno portato il tasso di rendimento al livello dello 0,19% di fine giugno. Tornato verso lo 0% nella seconda metà di luglio, ha successivamente raggiunto il livello dello 0,33% nella prima metà di settembre. L'orientamento estremamente accomodante della BCE, con il taglio del tasso ufficiale dallo 0,50% allo 0,25% nella riunione del 7 novembre, ha spinto nuovamente verso lo 0% il rendimento a due anni tedesco che ha chiuso l'anno allo 0,24%.



Passando ai mercati obbligazionari statunitensi, il rendimento sul titolo di Stato a dieci si è portato dal livello dell'1,7% di fine 2012 al livello del 2% circa di fine gennaio, rimanendo ancorato a tale valore nel corso del mese di febbraio e portandosi al livello dell'1,62% nelle prime settimane di maggio. Il dibattito sull'evoluzione della politica monetaria della Fed ha successivamente determinato una ridefinizione del premio al rischio richiesto dagli investitori, con un progressivo rialzo del tasso a dieci anni fino al 3% della prima metà di settembre. Dopo essere tornato al livello del 2,5% a fine novembre, è successivamente risalito al 3% a fine 2013. Con riferimento alle obbligazioni di impresa, dopo una prima parte dell'anno in cui l'assetclass ha continuato a trovare supporto nei fondamentali positivi, a partire dalla seconda metà di maggio il generalizzato incremento delle tensioni sui mercati finanziari e, quindi, un aumento dell'avversione al rischio, hanno pesato sui titoli obbligazionari societari su tutta la scala dei rating. Nel secondo semestre, tale classe di attività finanziarie ha beneficiato del generale ridimensionamento delle tensioni e dei dati di crescita positivi. Le performance positive più deludenti sono state registrate dai titoli delle società a più alto merito di credito. Essi, caratterizzati da un premio al rischio contenuto, hanno un sottile "cuscinetto" in grado di limitare il condizionamento del mercato dei titoli di Stato core. Tra i titoli delle società finanziarie europee, le categorie subordinate hanno evidenziato un calo dei rendimenti più consistente rispetto alle categorie senior nella seconda metà dell'anno: la loro partecipazione alle eventuali perdite societarie appare già prezzata dal mercato per la natura stesse delle emissioni, determinando pertanto spazi per ulteriori restringimenti del differenziale tra le due tipologie di titoli obbligazionari alla luce della nuova regolamentazione del sistema finanziario. Anche i mercati azionari internazionali, in avvio di anno, hanno beneficiato della pubblicazioni di dati economici confortanti. A fine gennaio, l'indice MSCI World in euro ha registrato una crescita del 3,26%, che sale al 6% in dollari Usa. A febbraio, le incertezze sull'evoluzione dello scenario politico in Area Euro, lo sviluppo di un primo dibattito sull'evoluzione della politica monetaria in USA e la manifestazione dei timori sulla dinamica di crescita dei paesi emergenti hanno ridimensionato i movimenti dei mercati azionari, portando in negativo gli indici dei mercati emergenti. L'indice MSCI World in euro ha registrato un rialzo del 4%, pari allo 0,2% in dollari statunitensi. Il mese di marzo è stato particolarmente positivo per il mercato azionario giapponese. La nomina di Kuroda a nuovo Governatore della Banca Centrale giapponese e le nuove misure di politica fiscale espansiva adottate dal Premier Abe hanno supportato le quotazioni azionarie. Nel mese, i mercati azionari USA hanno continuato a beneficiare di dati economici positivi sulla domanda interna privata. Essi hanno ricevuto un importante sostegno anche dalle dichiarazioni del Presidente della Fed, Bernanke, a supporto della prosecuzione della politica monetaria espansiva non convenzionale, ridimensionando le incertezze degli investitori dopo la pubblicazione del verbale della precedente riunione di politica monetaria della Fed. L'emergere di incertezze sull'intensità della ripresa economica dei paesi emergenti ha invece pesato sui relativi indici in valuta locale; la dinamica negativa è stata tuttavia più che compensata dal generalizzato rafforzamento delle valute emergenti rispetto alla Moneta Unica. La sintesi delle diverse dinamiche è stato un rialzo dell'indice MSCI World in euro del 4,2%, pari al 2,43% in dollari statunitensi.

Ad aprile, l'apertura verso il raggiungimento di un accordo tra le diverse formazioni politiche italiane, prima, e la costituzione di un governo di larghe intese, poi, unite alla risoluzione della crisi bancaria a Cipro hanno favorito un progressivo ridimensionamento delle tensioni sui mercati europei. I mercati azionari USA hanno beneficiato delle attese di prolungamento dell'orientamento



estremamente accomodante della Fed, anche alla luce di nuovi report economici inferiori alle attese. In Giappone, il mese è stato caratterizzato dall'annuncio di misure di politica monetaria quantitativa finalizzate al raggiungimento di un livello di inflazione pari al 2% su un orizzonte temporale di due anni. Tale annuncio ha favorito la prosecuzione del rialzo degli indici azionari del paese. Le persistenti incertezze sull'intensità della ripresa economica dei paesi emergenti hanno continuato a pesare sulla dinamica dei relativi indici in valuta locale; la performance è risultata negativa in euro, tenuto conto del generalizzato rafforzamento della Moneta Unica in risposta al ridimensionamento delle preoccupazioni sull'evoluzione della crisi del debito sovrano europeo, superate le difficoltà della definizione del piano di aiuti finanziari a Cipro. L'indice MSCI World in Euro ha evidenziato un rialzo del 2,9%, ridotto allo 0,47% in dollari.

In un quadro di ridefinizione verso l'alto del premio al rischio richiesto dagli investitori, in risposta al dibattito sull'evoluzione della politica monetaria statunitense sviluppatosi a partire dal 22 maggio, giorno dell'audizione di Bernanke al Senato, gli indici che hanno reagito meglio alle tensioni sono risultati quelli statunitensi: la migliore situazione congiunturale del paese è stata infatti considerata come un fattore di sostegno ai fondamentali delle società e quindi agli indici azionari, controbilanciando gli effetti negativi dell'incremento dei tassi di rendimento e quindi dei tassi di attualizzazione degli utili futuri. Il mercato azionario giapponese ha dal canto suo subito anche gli effetti delle incertezze sull'efficacia della politica economica posta in essere dal nuovo governo Abe e sulla capacità della Banca Centrale del paese di evitare un incremento marcato dei tassi di rendimento a lungo termine.

Le aspettative su una diversa dinamica della liquidità, a fronte di una modifica della politica monetaria della Fed, e l'acuirsi delle preoccupazioni sulla dinamica di crescita dei paesi emergenti hanno penalizzato maggiormente i mercati azionari emergenti. In Cina, in chiusura di semestre, si sono manifestate anche tensioni sul mercato interbancario, con un movimento violento dei tassi a breve termine; tale evento ha messo in evidenza la volontà del governo di porre un freno alla dinamica del credito. Le tensioni si sono estese anche al mercato azionario e si sono associate alla pubblicazione di dati economici contrastanti. La sintesi delle diverse dinamiche descritte è stato un calo dell'indice MSCI World in euro dell'1,03%, ovvero del 2,43% se valorizzato in dollari Usa, tra la fine di aprile e la fine di giugno.

A luglio, l'allentamento delle tensioni ha favorito soprattutto i mercati azionari italiano e spagnolo, percepiti come più sensibili ai fattori di incertezza. Gli indici USA hanno continuato a beneficiare di dati economici positivi a cui si sono aggiunti, nel mese, i risultati societari positivi, pur se non brillanti, e i toni più rassicuranti del Presidente Bernanke in merito al processo di riduzione degli acquisti di attività finanziarie da parte della Banca Centrale. In Giappone, il mercato azionario ha registrato performance negative sia in Euro che in valuta locale. Le difficoltà nell'implementazione delle azioni di politica fiscale e di sostegno alla crescita, già annunciate, e i potenziali effetti negativi legati all'incremento della tassazione sui consumi previsto entro il 2015, sono stati alla base della cautela degli investitori. Gli indici dei paesi emergenti hanno invece evidenziato un recupero in valuta locale, registrando tuttavia rendimenti negativi in euro. Le azioni di politica economica adottate dalla Cina, sia sul fronte fiscale che sul fronte monetario, hanno ridimensionato le preoccupazioni per un ulteriore peggioramento del quadro congiunturale del paese, fornendo sostegno ai relativi indici. Le dinamiche descritte si sono tradotte in un incremento dell'indice MSCI World in euro del 3,05%,



ovvero del 5,26% se valorizzato in dollari Usa. Il calo generalizzato degli indici azionari mondiali del mese di agosto si è tradotto in calo dell'indice MSCI World pari a - 1,44% in euro e -2,13% in dollari Usa. Nei mesi di settembre e ottobre si è evidenziato un recupero apprezzabile degli indici azionari in tutte le aree geografiche; essi hanno beneficiato della decisione del Comitato di politica monetaria della Fed del 17-18 settembre di proseguire gli acquisti di attività finanziarie a ritmo invariato (indice MSCI World in euro +5,83% e + 9,11% in dollari Usa).

Il rialzo è proseguito nel mese di novembre per i diversi indici, con l'eccezione dei mercati emergenti che hanno subito prese di profitto (rialzo indice MSCI World dell'1,62% in euro e dell'1,78% in dollari Usa).

A dicembre i mercati azionari europei hanno evidenziato rialzi più contenuti rispetto a quelli Usa che hanno continuato a beneficiare di dati economici positivi che descrivono una economia in grado di assorbire il ridimensionamento, seppur graduale, degli stimoli monetari deciso dalla Fed nella riunione di politica monetaria del 18 dicembre. Gli indici azionari dei mercati emergenti hanno invece subito nuove prese di profitto. In Cina, la conclusione del processo di audit sul debito del governo periferico, commissionato al National Audit Office dal Consiglio di Stato nei mesi estivi, ha evidenziato un livello di debito del governo locale aumentato da 10,7 trilioni di renminbi di fine 2010 a 17,9 trilioni di renminbi di fine giugno 2013. Il valore equivale a circa il 30% del Pil, in aumento dal 25% di fine 2010. Le preoccupazioni sull'alto livello dell'indebitamento generale del paese si sono affiancate a quelle su una nuova crisi di liquidità nel sistema bancario che ha generato un incremento dei tassi di interesse a breve termine nella prima parte di dicembre, determinando una debolezza degli indici azionari del paese. Nel mese, l'indice MSCI World in euro è salito dello 0,35%; quello in dollari Usa è salito dell'1,81%.

L'indice MSCI World in euro ha chiuso il 2013 con un rialzo del 21,94% in euro e del 27,41% in dollari Usa.

<b>PRINCIPALI INDICI DI MERCATO</b>	
<b>AZIONARIO</b>	<b>VARIAZIONI*</b>
<b>USA</b>	
S&P 500 Index (Dollaro USA)	+31,28%
Dow Jones (Dollaro USA)	+27,56%
Nasdaq (Dollaro USA)	+40,33%
<b>Europa</b>	
Eurostoxx 50 Index (Euro)	+18,05%
DAX Index (Euro)	+25,48%
CAC 40 Index (Euro)	+18,11%
FTSE 100 (Sterlina)	+13,60%
<b>Pacifico</b>	
Nikkei (Yen)	+56,72%
Hang Seng Index (Dollaro HKD)	+2,55%
<b>Italia</b>	
FTSE Mib (Euro)	+16,56%





OBBLIGAZIONARIO	PERFORMANCE INDICI**
<b>Europa</b>	
Germania 1-3 anni (Euro)	-0,15%
Germania 3-5 anni (Euro)	-0,70%
Germania 7-10anni (Euro)	-1,83%
<b>Italia</b>	
Italia 1-3 anni (Euro)	+4,18%
Italia 3-5 anni (Euro)	+6,52%
Italia 7-10anni (Euro)	+8,70%
<b>Corporate Europa</b>	
EU Corporate 1-3 anni (Euro)	+1,90%
EU Corporate 3-5 anni (Euro)	+2,43%
EU Corporate 7-10 anni (Euro)	+1,66%

\* Variazioni dei prezzi dal 28 dicembre 2012 al 30 dicembre 2013 (fonte Bloomberg).

\*\*Variazioni complessive calcolate in base ai livelli degli indici di settore Citigroup (fonte Bloomberg); gli indici obbligazionari sono rappresentativi dell'andamento dei titoli con scadenza all'interno del segmento considerato (1-3 anni, 3-5 anni, 7-10 anni)

Per quanto riguarda le valute, la Moneta Unica si è portata dal livello di 1,3216 di fine 2012 al livello di 1,38 fine dicembre 2013.

PRINCIPALI TASSI DI CAMBIO CONTRO EURO	VARIAZIONI*
Dollaro USA/Euro	-4,19%
Yen/Euro	-21,52%
Sterlina/Euro	-2,12%

\*Variazioni dei prezzi dal 30 dicembre 2011 al 28 dicembre 2012, (fonte Bloomberg)

## Prospettive mercati 2014

### Mercato obbligazionario

L'inizio del 2014 segna il raggiungimento del quinto anno di crescita, seppure volatile, anemica ed inferiore al potenziale per l'economia globale dopo la crisi economica e finanziaria iniziata nel 2008. L'anno che sta iniziando potrebbe rappresentare lo spartiacque verso una fase più



solida e sostenibile dell'attuale ciclo espansivo: le politiche delle Banche Centrali, ed in particolare le discussioni sulla modalità ed il timing della riduzione degli stimoli monetari continueranno a guidare i mercati durante questa fase di transizione, ma l'evoluzione di variabili macroeconomiche legate alla crescita, all'inflazione, al mercato del lavoro e al livello di indebitamento, così come dati più "micro" quali crescita degli utili e dei margini aziendali, diventeranno sempre più importanti mano a mano che il processo di "normalizzazione" del contesto economico progredirà nei prossimi mesi.

I temi principali che condizioneranno lo scenario macroeconomico nel 2014 riguardano la transizione dal Quantitative Easing (politica monetaria accomodante) ad una credibile "forwardguidance" (accelerazionecontrolalta) sui tassi di interesse negli US, e dalla deflazione decennale verso un contesto di moderata crescita dei prezzi in Giappone. In Europa, dopo anni di dibattito sulla sostenibilità dei debiti pubblici dei Paesi Periferici dell'Euro Zona, l'attenzione si sposterà sul passaggio da una insostenibile situazione di frammentazione finanziaria verso una credibile unione bancaria; la Cina e i Paesi Emergenti infine dovranno iniziare il loro passaggio da un modello di sviluppo basato sull'indebitamento e le esportazioni ad uno più sostenibile ed equilibrato attraverso riforme non più rinviabili.

Crediamo che i regolatori mondiali riusciranno a gestire questi delicati processi e che, come conseguenza, la crescita globale possa accelerare ulteriormente nel 2014 con una inflazione ancora molto modesta. I Paesi Sviluppati ridurranno il differenziale negativo di crescita rispetto alle economie emergenti nel 2014.

In questo scenario principale, ci aspettiamo che la liquidità ancora abbondantemente presente nel sistema e la crescita del risparmio globale risulteranno ancora determinanti nel supportare i prezzi degli asset finanziari.

Con i rendimenti di tutti i principali Bond Governativi ancora su livelli nominali molto compressi e vicini al tasso di inflazione, gli investitori continueranno a cercare protezione al valore reale dei propri investimenti in assets dal rendimento più elevato quali crediti ed equity; una correzione significativa dei prezzi appare quindi improbabile fino a quando questa "assetrotation" (conversione degli attivi) sarà più vicina al completamento.

Allo stesso tempo vediamo solo marginalmente cresciuta la probabilità di una ulteriore veloce accelerazione al rialzo dei rendimenti sulla parte lunga delle curve dei titoli obbligazionari in quanto, in un contesto di tassi monetari ancora ancorati da politiche monetarie espansive, crescita ancora modesta e liquidità abbondante, i bond continueranno a trovare naturali compratori (in ultima istanza le Banche centrali stesse)

## Credit spreads

Gli importanti flussi di riallocazione dei capitali in cerca di alternative rispetto all'investimento in Titoli di Stato caratterizzati da rendimenti reali non appetibili per le emissioni dei paesi "core" e troppo rischiosi per quelli più indebitati, hanno negli anni passati determinato una significativa compressione degli spreads dei Corporate Bond Investment Grade.

Il settore finanziario, che rappresenta gran parte dell'universo investibile, ha seguito in modo più diretto la crisi dei Governativi; dopo il decisivo intervento del Dicembre 2011 della BCE, che ha fornito di fatto liquidità illimitata al sistema finanziario a tassi irrisori sia in Euro che in USD, il debito



senior a breve scadenza delle primarie banche Europee ha iniziato un rally tale da annullare oggi buona parte dell'attrattività dell'assetclass anche rispetto a covered bonds e debito subordinato per via del nuovo contesto regolamentare.

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 ricordando comunque sempre che in presenza di fasi anche temporanee di recrudescenza della negatività del ciclo si potrebbe assistere ad una nuova fase di allargamento degli spread con conseguente perdita di liquidità del mercato secondario.

### **Equity**

Considerando, come sempre, i tre pilastri dell'investimento nei mercati azionari (prospettive economiche, valutazioni di mercato, sentiment degli investitori) quali driver del posizionamento nel 2014 possiamo affermare che l'anno appare caratterizzato da una combinazione ancora non negativa: le valutazioni appaiono ancora accettabili in termini di multipli reddituali ( P/E ratio di 15/16 volte gli utili attesi) soprattutto se raffrontati con i rendimenti di Titoli di Stato e Bond Investment Grade e il sentiment appare ancora non presentare quegli eccessi di compiacenza tipici delle fasi che precedono lo scoppio delle bolle speculative.

Dopo un lungo periodo dominato da temi macroeconomici e politici che hanno determinato costanti oscillazioni del mercato tra fasi di "risk on", caratterizzate da rialzi generalizzati per ogni titolo di ogni settore, e fasi nelle quali la crescente avversione al rischio ha determinato una esplosione della correlazione al ribasso, ci aspettiamo che il proseguimento della attuale fase di "normalizzazione" possa ulteriormente evidenziare il valore all'attività di stock picking (acquisti selettivi).

### **Valute**

La svalutazione competitiva continua a rimanere uno degli obiettivi perseguiti dai Governi e dalle Banche centrali per stimolare la anemica ripresa economica interna .In un contesto di liquidità che andrà naturalmente a ridursi gradualmente rispetto al recente passato, il livello di surplus/deficit delle partite correnti risulterà la determinate principale per la definizione dei livelli di cambio di equilibrio nel medio periodo.

## **L'economia della provincia di Pisa nel 2013 (dati CCIAA di Pisa)**

Secondo i dati Infocamere-Stockview sono ben 3.198 le iscrizioni e 2.675 le cancellazioni effettuate nel 2013 presso il Registro delle imprese della Camera di Commercio di Pisa. A seguito di queste evoluzioni, il saldo iscritte-cessate relativo al 2013, pari a +523 imprese, torna a crescere rispetto al 2012 quando era pari solo a 224 unità.



Considerando lo *stock* al 31/12/2013, che considera le cancellazioni d'ufficio (ben 812 quelle effettuate dalla Camera nel corso del 2013), il numero di imprese registrate in provincia di Pisa scende a quota 43.299: il più basso dell'ultimo triennio.

Iscrizioni, cessazioni, saldi e stock delle imprese in provincia di Pisa

Anno	Imprese registrate <sup>1</sup>	Iscrizioni	Cessazioni <sup>2</sup>	Saldo	Tasso di crescita <sup>3</sup>
2007	42.619	3.256	2.847	409	1,0
2008	42.531	3.246	2.665	581	1,4
2009	42.657	3.152	2.937	215	0,5
2010	43.258	3.239	2.553	686	1,7
2011	43.757	3.276	2.614	662	1,6
2012	43.596	3.058	2.834	224	0,6
2013	43.299	3.198	2.675	523	1,2

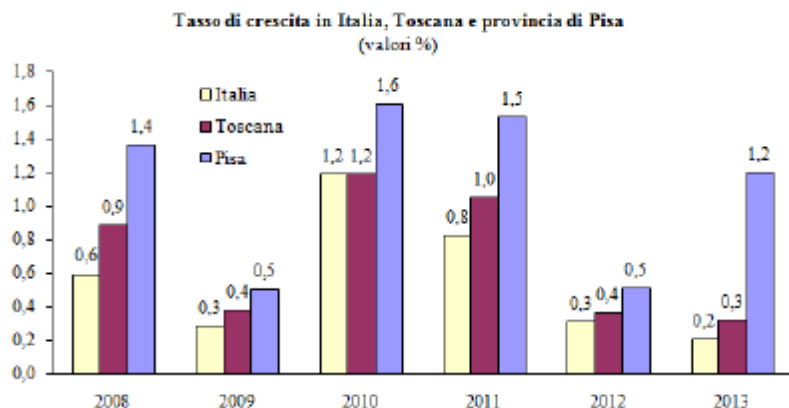
Grazie al leggero aumento delle iscrizioni e alla contrazione delle cessazioni, il 2013 registra un innalzamento del tasso di crescita (+1,2%) che non solo posiziona Pisa al di sopra del dato nazionale (+0,2%) e regionale (+0,3%) ma porta la provincia al quinto posto a livello nazionale tra le realtà più dinamiche.

Coerentemente con quanto appena delineato, le distanze tra i tassi di natalità e mortalità del 2013 tornano ad allargarsi. Il tasso di mortalità, calcolato al netto delle cancellazioni d'ufficio, scende dal 6,5% al 6,1% mentre quello di natalità passa dal 7,0% al 7,3%. Il *turn-over* imprenditoriale, somma tra il tasso di natalità e di mortalità, rimane fisso al 13,5%.

<sup>1</sup> Lo stock delle imprese registrate tiene conto delle cancellazioni d'ufficio (vedi nota successiva). In considerazione di ciò, il suo ammontare può diminuire anche in presenza di un saldo attivo tra iscrizioni e cessazioni, essendo queste ultime calcolate al netto di quelle disposte amministrativamente dalle Camere.

<sup>2</sup> A partire da 2005, le Camere di commercio possono procedere alla cancellazione d'ufficio dal Registro delle imprese di aziende non più operative. Per tenere conto di tali attività amministrative, ai fini di Movimprese il flusso delle cancellazioni viene considerato al netto di quelle d'ufficio. Tutti i dati di flusso (iscrizioni, cancellazioni, saldi e tassi di crescita) in questo comunicato sono calcolati al netto delle cancellazioni d'ufficio.

<sup>3</sup> Il tasso di crescita è dato dal rapporto tra il saldo tra iscrizioni e cessazioni rilevate nel periodo e lo *stock* delle imprese registrate all'inizio del periodo considerato.



La dinamica complessiva del tessuto imprenditoriale pisano, letta secondo le forme con le quali le imprese sono costituite, segnala da un lato l'accelerazione delle **Srl**, delle **altre forme giuridiche** e delle **imprese individuali**, dall'altro, la continua flessione dell'**artigianato**.

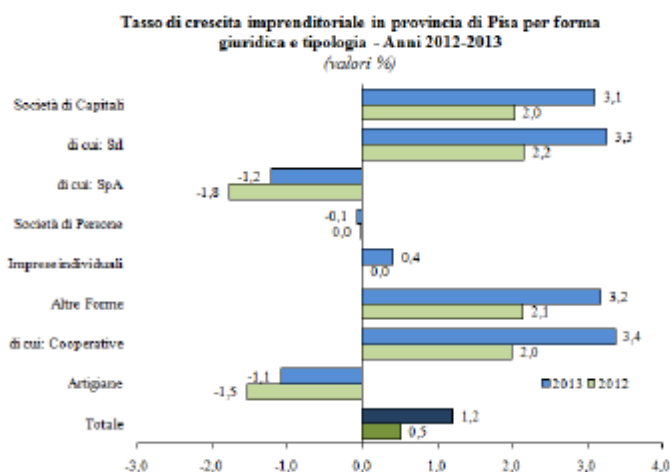
Venendo ai dati, nel 2013 crescono le **società di capitali** (+3,1%, +317 imprese) e dalle cosiddette **altre forme giuridiche** (+3,2%, +27 imprese).

All'interno delle società di capitali continuano a divergere le evoluzioni delle **Srl**, che crescono del +3,3% (+312 unità), mentre le forme più strutturate come le **SpA** perdono l'1,2% (-4 imprese rispetto al 2012).

Quanto alle **altre forme giuridiche** è da segnalare la crescita delle **cooperative** (+3,4%, +17) anche se è da segnalare come questa particolare tipologia (522 le imprese registrate) rappresenti poco più dell'1% del tessuto imprenditoriale pisano.

Nel 2013 tornano timidamente a crescere (+0,4%) le **imprese individuali** che con 22.475 registrate a fine 2013, continuano ad essere la formagiuridica più diffusa: quasi il 52% delle imprese pisane.

Pur continuando a rimanere negativo, rallenta la caduta delle imprese **artigiane** (-1,1%, pari a 119 unità in meno rispetto al 2012 per uno *stock* complessivo che a fine 2012 tocca le 10.687 unità), mentre permane stabilità tra le **società di persone** (-0,1%, -6 unità).





L'analisi del sistema imprenditoriale dal punto di vista del genere, dell'età e del paese di nascita dell'imprenditore mette in evidenza l'elevata dinamicità dell'imprenditoria femminile, giovanile e straniera. A fronte di un tasso medio di crescita che, come abbiamo visto, in provincia di Pisa si assesta al +1,2%, le imprese **femminili** crescono dell'1,5% (+153 unità) quelle **giovanili** dell'11,8% (+574 imprese) e quelle guidate da **stranieri** del 6,9% (+338 unità). Interessante, sotto questo punto di vista, anche il peso che tali tipologie d'impresa assumono all'interno del tessuto imprenditoriale pisano: le imprese in rosa rappresentano il 23,3% delle totale delle registrate, quelle giovanili il 10,8% e quelle gestite da stranieri l'11,3%.

Nati-mortalità delle imprese registrate femminili, giovanili e di stranieri della provincia di Pisa - anno 2013

TIPOLOGIA	Imprese registrate	Iscrizioni	Cessazioni	Saldo	Tasso di crescita
Imprese Femminili <sup>5</sup>	10.079	869	716	153	1,5
Imprese Giovanili <sup>6</sup>	4.679	1.057	483	574	11,8
Imprese di stranieri <sup>7</sup>	4.879	752	414	338	6,9
<b>Totale imprese</b>	<b>43.299</b>	<b>3.198</b>	<b>2.675</b>	<b>523</b>	<b>1,2</b>

A livello settoriale, depurando i dati dal fenomeno delle cessazioni d'ufficio, sono ancora una volta i **servizi** (+2,5%, +630 unità) a trainare la crescita dello *stock* delle imprese registrate in provincia di Pisa. Se si eccettuano le **utilities** (+5,8%, ma appena 9 imprese aggiuntive), gli altri settori segnano invece una contrazione nel numero di imprese registrate con le **costruzioni** (-1,6%, -114 unità) e l'**agricoltura** (-1,4%, -51) che mettono a segno i risultati peggiori. Si arresta quasi, nel 2013, la flessione dell'**industria in senso stretto** che perde comunque lo 0,3% (-17 imprese).

All'interno dei servizi, spicca la crescita del **commercio al dettaglio** (+1,4%, +94 imprese), del **commercio all'ingrosso** (+2,3%, +88 imprese), ma anche della **ristorazione** (+5,4%, +72 unità). Crescono anche le attività **professionali, scientifiche e tecniche** (+3,9%, +51 unità) e quelle **immobiliari** (+1,9%, +45) mentre arretrano i servizi di **trasporto merci su strada** (-5,9%, -37 imprese). Nel **manifatturiero** tutti i principali settori sono in arretramento: **metalli** (-2,8%, -17), **mobili** (-1,3%, -7 unità), **concia** (-0,8%, -7 imprese).



## Andamento delle imprese registrate in provincia di Pisa per settore di attività economica - Anno 2013

Settori di attività	Imprese registrate	Var. ass. <sup>1</sup>	Var. % <sup>2</sup>
<b>AGRICOLTURA E PESCA</b>	<b>3.661</b>	<b>-51</b>	<b>-1,4</b>
<b>INDUSTRIA IN S.S.</b>	<b>5.471</b>	<b>-17</b>	<b>-0,3</b>
Manifatturiero	5.442	-15	-0,3
Concia	894	-7	-0,8
Calzature	648	-6	-0,9
Metalli	595	-17	-2,8
Meccanica	207	-5	-2,3
Mobili	530	-7	-1,3
<b>UTILITIES</b>	<b>147</b>	<b>9</b>	<b>5,8</b>
<b>COSTRUZIONI</b>	<b>6.620</b>	<b>-114</b>	<b>-1,6</b>
Costruzione di edifici	2.516	-147	-5,5
Lavori di costruzione specializzati	4.031	-44	-1,1
<b>SERVIZI</b>	<b>24.992</b>	<b>630</b>	<b>2,5</b>
Commercio e riparazioni	11.509	212	1,8
Commercio e riparazione di autoveicoli	980	33	3,4
Commercio all'ingrosso	3.896	88	2,3
Commercio al dettaglio	6.635	94	1,4
Commercio al dettaglio ambulante	2.049	35	1,6
Trasporto e magazzinaggio	955	-12	-1,2
Trasporto di merci su strada	590	-37	-5,9
Magazzinaggio e attività di supporto ai trasporti	165	-5	-2,9
Alloggio	373	20	5,6
Attività dei servizi di ristorazione	2.615	97	3,8
Ristoranti e attività di ristorazione mobile	1.395	72	5,4
Bar e altri esercizi simili senza cucina	1.123	12	1,1
Attività immobiliari	2.431	45	1,9
Attività professionali, scientifiche e tecniche	1.342	51	3,9
Attività artistiche, sportive, di intrattenimento e diver..	532	10	1,9
Altre attività di servizi	1.736	16	0,9
Altre attività di servizi per la persona	1.449	23	1,6

Considerando i Sistemi Economici Locali (SEL) in cui è suddivisa la provincia di Pisa l' **Area Pisana**, grazie ad un saldo di 274 unità (+1,6% il tasso di crescita), spiega più della metà della crescita provinciale complessiva.

Buono anche lo stimolo proveniente dalla **Val d'Era** (+1,3%, +160 imprese) mentre il **Valdarno Inferiore** (+0,7%, +71) e la **Val di Cecina** (+0,5%, +18) contribuiscono in maniera limitata allo sviluppo del tessuto imprenditoriale provinciale.

Scendendo nel dettaglio sub-provinciale, nel 2013 ben 29 comuni sui 39 complessivamente esistenti in provincia di Pisa, hanno segnato tassi di crescita di segno positivo.

Tra questi, con valori superiori alla media provinciale (+1,2%) troviamo due piccole realtà come **Montescudaio** e **Lajatico** (+4,1% e +4,0% rispettivamente) ma anche comuni con un maggior numero di imprese registrate come **Pisa** e **Pontedera** (+2,4% in entrambi i casi) ma anche **Ponsacco** (+1,9%), **Calcinaia** (+1,8%) e **Santa Maria a Monte** (+1,5%).

Più in linea rispetto alla media provinciale troviamo invece, tra le municipalità più grandi, **Castelfranco di Sotto** (+1,2%) e **San Giuliano Terme** (+1,1%) e, tra le più piccole, **Castellina Marittima** (+1,1%).

Sotto lo zero troviamo invece i comuni di **Vecchiano** (-2,0%), **Riparbella** (-1,8%), **Casale Marittimo** (-1,6%) e, tra i più grandi, **Lari** (-1,5%) e **Montopoli in Val d'Arno** (-0,5%).



## FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI VOLTERRA

### Andamento delle imprese registrate nei comuni della provincia di Pisa anno 2013

COMUNI	Imprese registrate al	
	31.12.2013	Tasso di crescita
MONTESCUDAIO	247	4,1
LAJATICO	157	4,0
PISA	9.286	2,4
PONTERA	3.598	2,4
TERRICCIOLA	509	2,4
BIENTINA	962	2,3
SANTA LUCE	239	2,1
PONSACCO	1.695	1,9
BUTI	457	1,8
CALCINAIA	1.086	1,8
PALALA	411	1,7
LORENZANA	129	1,5
SANTA MARIA A MONTE	1.243	1,5
CASTELFRANCO DI SOTTO	1.519	1,2
CASTELLINA MARITTIMA	273	1,1
SAN GIULIANO TERME	2.270	1,1
GUARDISTALLO	101	1,0
VICOPISSANO	1.024	0,9
CASCINA	3.521	0,8
SAN MINIATO	3.289	0,7
SANTA CROCE SULL'ARNO	2.628	0,6
FAUGLIA	349	0,6
MONTECATINI VAL DI CECINA	241	0,4
VOLTERRA	1.217	0,3
CALCI	409	0,2
POMARANCE	532	0,2
CASTELNUOVO DI VAL DI CECINA	182	0,0
CRESPINA	492	0,0
ORCIANO PISANO	107	0,0
CASCIANA TERME	416	-0,5
MONTEPOLI IN VAL D'ARNO	1.093	-0,5
PECCIOLI	498	-1,0
MONTEVERDI MARITTIMO	81	-1,2
CAPANNOLI	487	-1,4
LARI	1.130	-1,5
CHIANNI	193	-1,5
CASALE MARITTIMO	121	-1,6
RIPARBELLA	211	-1,8
VECCHIANO	896	-2,0
<b>PROVINCIA DI PISA</b>	<b>43.299</b>	<b>1,2</b>





## IL QUADRO GENERALE DEGLI INVESTIMENTI DELLA FONDAZIONE

Nel corso del 2013 è proseguito il ciclo recessivo, anche se con un andamento più rallentato e con una sostanziale fine della discesa nell'ultimo trimestre (PIL + 0,1%).

Pare invece rientrata la crisi del debito sovrano dei paesi più deboli dell'area euro, con un forte restringimento dello spread rispetto al Bund tedesco; infatti si assiste al ritorno degli investitori sui paesi periferici (Spagna, Portogallo, Irlanda, Grecia ed Italia), con l'Irlanda che è tornata nel corso dell'anno ad emettere titoli sul mercato primario.

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

In tale contesto più tranquillo ma comunque sempre caratterizzato da elevata volatilità, hanno premiato le strategie dinamiche ove le scelte di "timing" siano state centrate; non potendo operare in via speculativa per l'assenza di una struttura intera dedicata, la fondazione ha quindi puntato su politiche di contenimento della volatilità con obiettivo primario la conservazione del patrimonio, investito quasi interamente in strumenti finanziari, e la ricerca ove possibile del miglior rendimento ottenibile con minor rischi di mercato.

Il buon andamento generale complessivo dei mercati si è riflesso in un buon positivo ritorno economico del portafoglio a gestione diretta sia in termini di redditività che di tenuta dei prezzi, replicato in media anche dal comparto gestito che ha performato in linea con le attese di rendimento e anzi ottenendo numeri superiori al DPP.

Il minor ammontare di interessi sul portafoglio a gestione diretta è conseguente alla riduzione degli attivi a maggior tasso determinata dai rimborsi per scadenza di titoli a tasso fisso che sono stati reinvestiti in strumenti di mercato monetario a tassi inferiori; a comprimere inoltre ancora i rendimenti è stata la componente a tasso variabile che si è attestata ai minimi storici.

Nota positiva invece è il ritorno alla redditività della partecipazione nella CRV SpA che ha consentito la corresponsione di un dividendo alla Fondazione di euro 1.000.650, con un rendimento sul valore di carico dello 1,33%.

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 (4,25% scadenza 2018), titolo rinnovato in corso d'anno mediante rimborso anticipato del titolo di pari importo (scadenza nel 2015 e tasso 4,75%) e 10.000.000 a tasso variabile (tasso euribor + 0,85% medio, scadenza nel 2014); trattandosi di titoli illiquidi sono stati classificati come immobilizzazioni e come tali destinati ad essere detenuti fino a scadenza, in ragione della sostanziale assenza di rischio; tali strumenti, essendo finalizzati a raccolta per investimenti sul territorio, possono rientrare nella previsione dell'art. 7, comma 1, del D.Lgs. 153/99.



- € 778.143,92 corrispondenti a n. 987.754 azioni Banca Carige Spa, ottenute dalla conversione di un precedente prestito obbligazionario, valore ridotto per effetto delle svalutazioni operate nel corso dell'anno, che si è reputato opportuno mantenere in portafoglio in attesa del ritorno a quotazioni che ne consentano lo smobilizzo.

#### *STRUMENTI FINANZIARI NON IMMOBILIZZATI*

- € 3.125.744,83 (valore consolidato) per polizze di capitalizzazione; trattasi di una diversificazione attuata dal 2007 e ripresa dallo scorso anno, finalizzata a stabilizzare il rendimento, che ogni anno si consolida nella misura riconosciuta al netto delle commissioni. Il valore conseguito nel 2013 al lordo delle commissioni ed imposte è stato certificato nella misura del 4,21% per le Generali e 4,78% per Reale Mutua%.
- € 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'interessenza e quindi dell'eventuale passaggio nel comparto delle partecipazioni;
- € 2.400.000 di obbligazioni subordinate emesse da Banca Carige con scadenza al 12/2020 a tasso fisso (7,321%);
- € 100.000 in valore nominale di obbligazioni ordinarie a tasso fisso (5,625%) emesse dalla AtlantiaSpA 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;
- € 1.000.000 in valore nominale di obbligazioni Banca Marche a tasso con scadenza nell'esercizio 2017;
- € 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 2013, la liquidità pervenuta dai rimborsi è stata mantenuta su conti deposito (time deposit), in relazione sia alle esigenze di tesoreria per i lavori di ristrutturazione della sede e del palazzo espositivo, sia per un nuovo investimento in polizze di capitalizzazione perfezionato nel mese di gennaio 2014 per euro 2.500.000..

Attualmente il mandato dei gestori rimane del tipo "totalreturn", 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 2013, si verificano ampie oscillazioni nel valore dei titoli, in particolare del comparto azionario presente in misura ridotta nei portafogli in essere.

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 piccola quota di azioni Enel Green Power.



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

La redditività media dell'attivo fruttifero, al netto delle imposte sostitutive e delle ritenute alla fonte e senza considerare le partite straordinarie e le svalutazioni si è attestata al 1,98%, in crescita rispetto al 2012.

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.

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

Per quanto riguarda invece gli investimenti delegati al Consiglio di Amministrazione come illustrato in precedenza si è data preminenza ad investimenti in strumenti monetari a breve per le motivazioni già esposte conseguenti alla partenza dei lavori sui beni immobili della Fondazione.

In generale quindi, con riferimento al profilo di rischio estremamente prudentiale adottato dalla Fondazione, i risultati nel complesso sono soddisfacenti e, unitamente ad una politica di contenimento delle erogazioni, hanno consentito adeguati accantonamenti patrimoniali alla riserva per integrità del patrimonio.

Il rendimento netto medio del portafoglio amministrato, (con esclusione delle partecipazioni) calcolato sul valore nominale dei titoli in giacenza al 31/12/2013 si è attestato al 2,7%.

Il patrimonio gestito ha invece conseguito un risultato lordo del 3,50% circa su base annua, rapportato al patrimonio ad inizio periodo.

Le polizze di capitalizzazione hanno conseguito un rendimento lordo medio del 4,35% e netto da commissioni di circa il 3,50%, 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 prudentiale, 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

34

Nel 2013 è stato confermato il posizionamento "core" dei portafogli: la view positiva sull'assetclass azionaria e la posizione lunga sulla componente spread. Si mantiene inoltre il posizionamento lungo di duration core e quello sul blocco dollaro. Il portafoglio è rimasto prevalentemente esposto ai segmenti azionario e creditizio e nuove strategie di valore relativo sono state implementate per ottenere più fonti di Alpha e ridurre la sensibilità del portafoglio alla direzionalità dei mercati.

**Tassi:** il posizionamento lungo di duration è stato gestito dinamicamente tramite l'acquisto di opzioni dati i livelli contenuti di volatilità (opzioni put sui decennali di Germania e Stati Uniti, sulla curva Libor USA, curva UK e put sui tassi swap giapponesi a 2/5). Nel periodo, nuove strategie di valore relativo sono state implementate in portafoglio tra cui strategie di flattening sulle curve USA e UK. Acquistati anche inflation swap a 5 anni su Europa e Stati Uniti in quanto l'inflazione sia in termini di break even che in termini assoluti è ancora molto contenuta a livello globale, ma livelli più elevati di crescita potrebbero generare pressioni inflazionistiche, rischio non prezzato dal mercato.

**Spread sovrani periferici area Euro:** mantenuta una posizione tattica sul BTP a 10 anni. Si mantiene la view positiva sul segmento a breve italiano. Mantenuite le posizioni marginali su Irlanda, Portogallo e Slovenia.

**Corporate:** attiva nel trimestre la partecipazione al mercato primario e mantenute le posizioni sui titoli high yield, ibridi e nomi periferici. È stata incrementata l'esposizione ai titoli convertibili (dei settori utility e industriale) in novembre e ai finanziari subordinati in dicembre. Parte dell'esposizione creditizia ottenuta tramite nomi singoli è stata coperta acquistando protezione tramite iTraxx Crossover. Si mantiene l'esposizione al segmento creditizio europeo tramite derivati (iTraxx Europe).



Inoltre nella seconda parte dell'anno sono state aggiunte alcune strategie di valore relativo: su single name CDS (sia finanziari che non). E' stata aperta una trade di relative value sui corporate investment grade, via CDS, lungo Europa / corto Usa in quanto, stante lo stadio più avanzato del ciclo economico americano, le aziende statunitensi stanno cominciando ad aumentare la leva finanziaria (releveraging), scelta che potrebbe potenzialmente creare pressioni sugli spread.

**Obbligazioni emergenti:** confermato l'approccio cauto, con focus su strategie di relative value; strategia di flattening 2-10 anni sulla curva messicana, lungo Singapore/corto Corea a 5 anni forward. Sul segmento creditizio, presenti emissioni del settore minerario e dei trasporti. Sulle obbligazioni in valuta locale da segnalare il lungo di duration sul Sud Africa

(scadenze a medio termine); posizioni lungo Sud Africa (segmento a breve)/corto Turchia (segmento a breve).

**Azioni:** confermata esposizione a Europa, Stati Uniti e Giappone, gestita dinamicamente tramite strumenti derivati (opzioni). E' stato aumentato il peso dell'Europa, che rimane la scelta principale su attese di una stabilizzazione del ciclo economico, che dovrebbe incidere positivamente sui ricavi delle aziende, e sul persistente gap valutativo rispetto alle borse Usa. Settori privilegiati: banche, assicurazioni, media. Confermata l'esposizione al Giappone, che beneficia delle Abenomics, e ridotto il peso degli Usa, ove la componente titoli è quasi interamente coperta da future. Ancora marginale l'esposizione ai mercati emergenti (focus su Brasile, Cina e Russia che presentano valutazioni interessanti).

Mantenuti gli investimenti tematici (le società aurifere, il settore immobiliare tedesco, il basket di azioni "deepvalue", lo sviluppo dello shale gas in Usa, la robotica, la reflazione in Giappone e il mercato immobiliare globale).

Abbiamo invece incrementato il numero di strategie di valore relativo: lungo China A share / corto Hong Kong; in Europa lungo settori assicurativo, finanziario, media / corto consumi non ciclici, farmaceutico. Sono presenti altre strategie relative value come: US value vs. US growth; lungo settore dei servizi ed energetico Europa versus servizi ed energetico USA; lungo Italia / corto Germania; lungo Francia / corto Svizzera e, a livello settoriale, lungo farmaceutico /corto alimentari.

Sono state inoltre implementate strategie per gestire la volatilità dei mercati azionari di Europa e USA e ridurre i rischi di coda (tailrisk).

**Valute:** mantenuto il lungo sul dollaro (tema strutturale di portafoglio), il corto sullo yen giapponese e il lungo sulle valute scandinave. In ottobre chiuse le posizioni corte sulle valute emergenti lira turca, peso messicano e shekel israeliano. In dicembre è stata incrementata l'esposizione alla sterlina inglese e mantenuto il corto su dollaro canadese e australiano. Dati i livelli contenuti di volatilità sono state acquistate opzioni per beneficiare di un possibile deprezzamento del franco svizzero contro euro e dello Won coreano contro dollaro.

**Materie prime** (investimento tramite ETF e ETC): posizionamento invariato. Confermata la preferenza per i metalli preziosi.

[GESTIONE SANTANDER SGR](#)



Il risultato della linea di gestione è stato positivo sia in termini assoluti (+3,65% lordo) sia rispetto al parametro di riferimento/obiettivo di rendimento (+2,31% vs obiettivo di rendimento del +1.34%).

Il 2013 ha visto a consuntivo una performance positiva di tutte le classi di attivo (fanno eccezione le commodities e gli asset riferiti alle aree geografiche emergenti), ma durante i mesi estivi si sono vissute fasi di volatilità molto consistenti, associate ad uno storno importante dei mercati sia in termini di ampiezza della variazione negativa subita dagli strumenti sia in termini di lasso temporale nel quale questa variazione si è verificata. Nonostante ciò la gestione ha mantenuto per tutto il 2013 un andamento stabile anche nelle fasi di mercato più critiche, cercando di contenere il più possibile le oscillazioni di valore e avendo sempre quale principale obiettivo la conservazione del capitale, perseguita attraverso l'ampia diversificazione e la gestione sistematica del rischio.

*Diversificazione:* i portafogli hanno mantenuto per tutto il corso dell'anno una significativa diversificazione sia nel comparto obbligazionario (41 diverse obbligazioni possedute direttamente si sono succedute nel portafoglio durante il 2013 e i fondi presenti hanno esposizioni complessive su più di 300 sottostanti) sia in quello azionario (i fondi detenuti hanno esposizioni complessive per più di 150 sottostanti), caratteristica che ha garantito lo smussamento della volatilità del portafoglio anche nelle fasi di maggior instabilità dei mercati sia obbligazionari che azionari.

*Per quanto riguarda il portafoglio per l'anno 2014:* l'obiettivo è, sempre nell'ottica della diversificazione e della protezione del capitale, di mantenere l'esposizione all'azionario sui livelli attuali (prossimi al limite massimo consentito dal Regolamento per la Gestione del Patrimonio), o aumentarla progressivamente nel caso di ottenimento dell'autorizzazione all'innalzamento del limite massimo di esposizione a questa assetclass, attraverso fondi dedicati, in modo da garantire una buona diversificazione sia a livello geografico che a livello di singole esposizioni.

Per contrastare gli attuali bassi rendimenti ottenibili dal comparto obbligazionario, si valuterà la possibilità di incrementare la duration del portafoglio in maniera graduale approfittando di eventuali fasi di rialzo dei tassi di mercato, con lo scopo di ottenere un incremento del rendimento di portafoglio in grado di controbilanciare il rischio di tasso associato ad un aumento della duration.

Alla data del 07/03/2014 il rendimento YTD della gestione risulta essere pari a 1.41%

### GESTIONE DUEMME SGR

Nel corso del 2013 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 2012, nel corso del quale 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 degli anni precedenti, il 2013 può essere considerato l'anno dell'inizio della "normalizzazione", sia dal punto di vista della stabilizzazione del ciclo economico globale verso tassi di crescita positivi seppure inferiori al potenziale, sia dal punto di vista delle performances dei mercati finanziari che hanno permesso di riassorbire quasi completamente gli eccessi in termini di valutazioni: i mercati azionari, attraverso una risalita dei prezzi superiore a quella degli utili aziendali registrati nel periodo, hanno ridotto considerevolmente il premio per il rischio che si era creato a seguito della crisi economico e finanziaria degli anni precedenti, i rendimenti dei titoli di debito hanno iniziato a scontare, sulle scadenze più lunghe, il ritorno ad una politica monetaria meno espansiva ed hanno quindi registrato



perdite in conto prezzo, mentre gli spread su crediti e titoli governativi dei paesi periferici dell'area Euro hanno beneficiato del miglioramento del ciclo economico globale., della liquidità ancora abbondante nel sistema e del sostegno delle Banche Centrali per proseguire il restringimento in atto dalla fine del 2011.

In tale contesto è risultato possibile ed opportuno, nella gestione del portafoglio della Fondazione, ripristinare l'investimento effettivo sui mercati azionari azzerato durante l'estate del 2011 al fine di impostare un portafoglio in grado di raggiungere gli obiettivi di rendimento della Fondazione, sfruttando la volatilità particolarmente contenuta sul mercato azionario e la correlazione stabilmente negativa con i rendimenti del mercato obbligazionario per contenere entro limiti accettabili il rischio di portafoglio.

Gli investimenti della componente obbligazionaria del portafoglio sono al contempo stati impostati nell'ottica della massima prudenza, in presenza di livelli di spreads e tassi talmente compressi da non giustificare l'assunzione di maggiori rischi allungando le scadenze o peggiorando la qualità degli emittenti in portafoglio.

Il risultato di gestione complessivo per il 2013 appare positivo in termini assoluti soprattutto se misurato in termini reali ossia al netto di una inflazione che ormai è scesa sotto il 1pct in Europa, superiore al parametro monetario di riferimento e tale da mantenere il risultato complessivo degli ultimi cinque anni in linea con gli obiettivi di medio termine indicati dalla Fondazione nonostante le successive crisi che hanno colpito i mercati finanziari in tale periodo

Rendim. Lordo 2013	+ 3.898 %
Benchmark 2013	+ 1.578 %

37

Tale rendimento sarà difficilmente replicabile nel corso del 2014.

La componente obbligazionaria del portafoglio continua ad esprimere, in linea con il mercato, tassi di rendimento reali ( al netto dell'inflazione ) vicini allo zero; tassi nominali e credit spreads rimangono talmente compressi da non giustificare l'assunzione di maggiori rischi allungando le scadenze o peggiorando la qualità degli emittenti in portafoglio. Solo grazie al contributo prevedibilmente positivo, ma altrettanto prevedibilmente inferiore a quello degli ultimi anni a causa di valutazioni ormai non più a sconto, della componente azionaria il ritorno complessivo per il 2014 potrà avvicinarsi alle medie di medio periodo.( target 2.5% per il 2014).

## 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 31/12/2013 che, ancorché non precisate esattamente, confermano un risultato



finale positivo e la probabile corresponsione di un dividendo, atteso in misura simile allo scorso esercizio.

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.

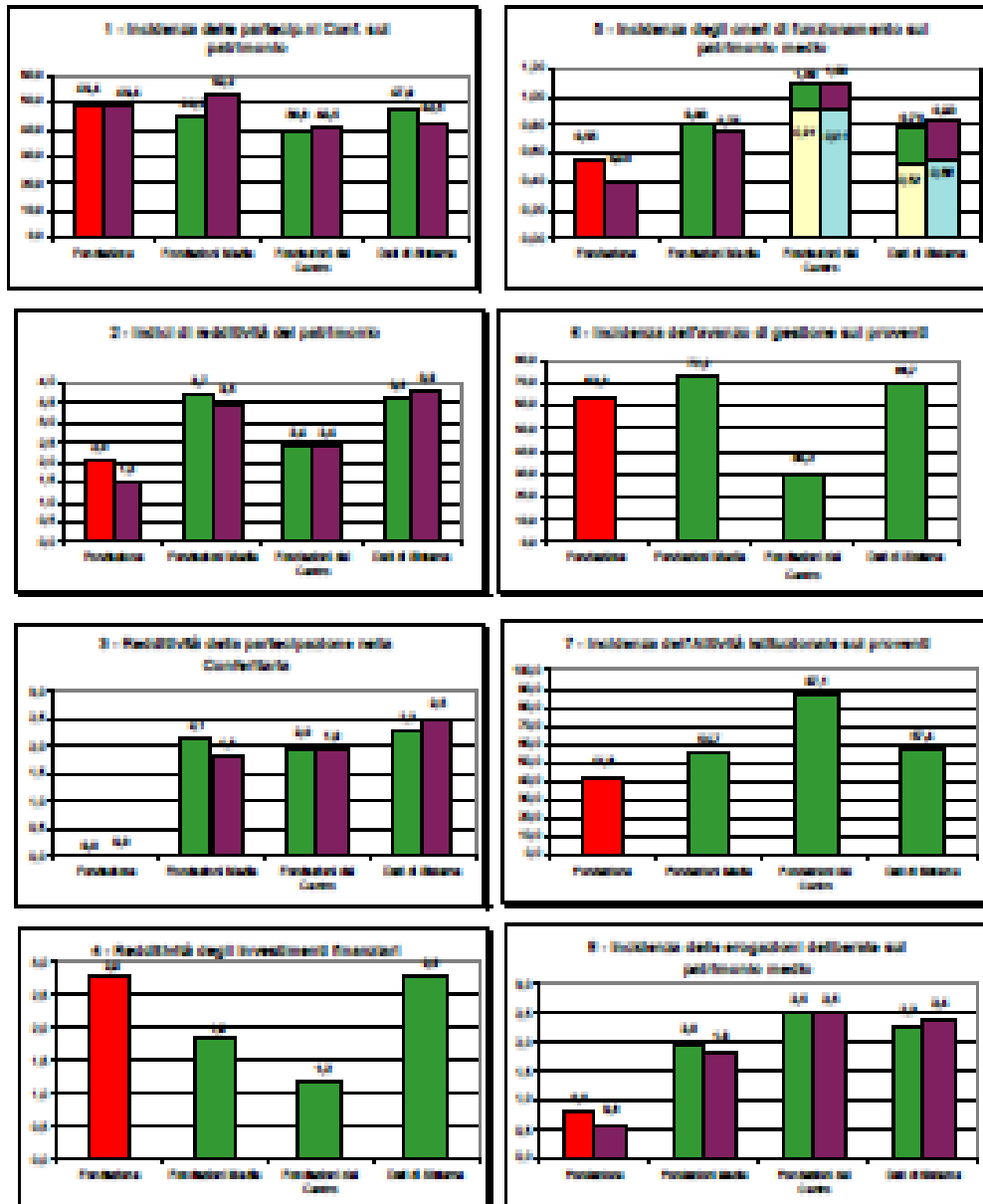
Nel mese di gennaio è stato allestito il cantiere per la ristrutturazione degli immobili, ma dopo pochi giorni dalla presa in carico da parte delle ditte appaltatrici i lavori sono stati sospesi a titolo precauzionale a seguito dei noti e dolorosi eventi di natura franosa che hanno interessato la città di Volterra.

Si ricorda infine che il giorno 4/2/2014 è stato perfezionato l'acquisto dell'immobile uso magazzino in località strada nel Comune di Volterra, destinato parte a reddito e parte a fini istituzionali.

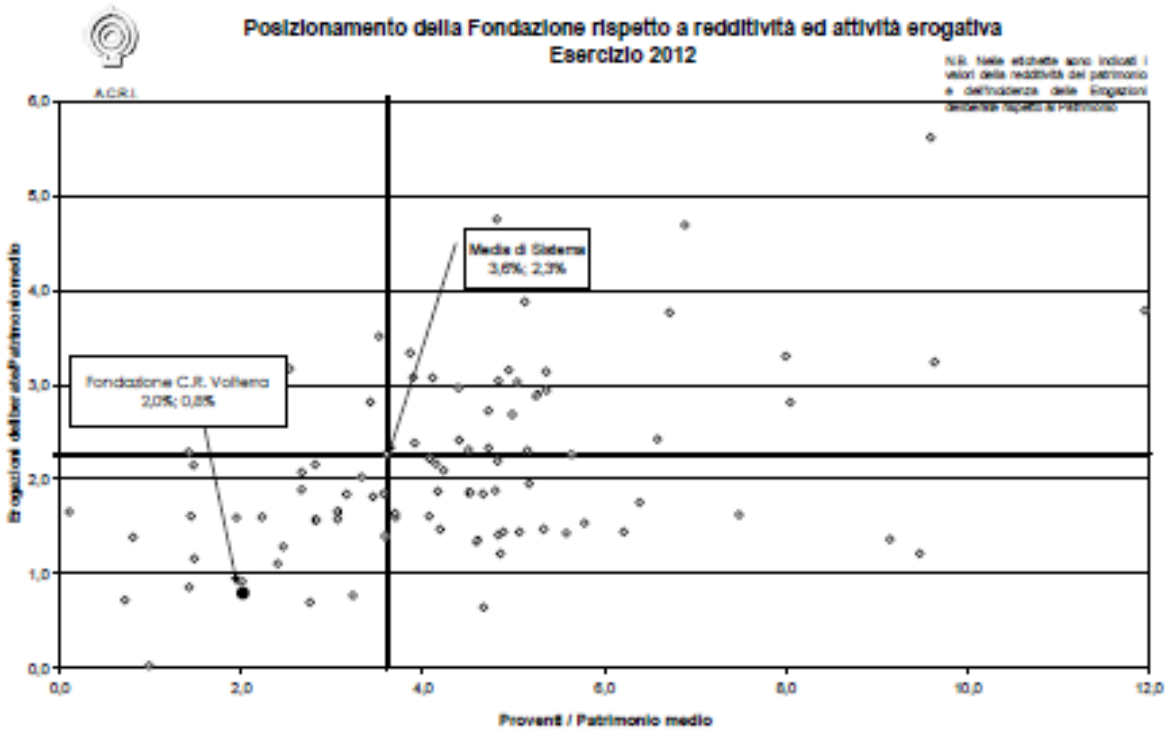


Grafici relativi agli indicatori patrimoniali e gestionali (Esercizio 2012)

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 GDP e rischi fiscali, è calcolata con riferimento al patrimonio contabile e a valori reali.



40

