

RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SULLA GESTIONE

Signori Soci e Componenti dell'Organo di Indirizzo,

anche i risultati dell'esercizio chiuso al 31/12/2011 hanno risentito pesantemente delle conseguenze derivanti dalla perdurante crisi economica, dalla volatilità dei mercati conseguente a nuove crisi finanziarie e dal permanere dei tassi di interesse a minimi storici, fattori a cui si è sommata, per la prima volta nel corso del nostro mandato, la mancanza anche di un minimo dividendo da parte della conferitaria CRV spa, che aveva chiuso l'esercizio 2010 in perdita e l'andamento fortemente contrastato delle gestioni patrimoniali.

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

Ciò ha comportato sicuramente riflessi sull'attività dei terzi, in parte mitigati dal fatto che moltissimi progetti finanziati in anni precedenti hanno poi trovato conclusione, con la materiale erogazione in tutto o in parte, nel corso del 2011.

Purtroppo anche nel 2012 non si prevedono significative inversioni di tendenza in quanto la conferitaria, che ha chiuso con un modesto utile dopo aver rilevato importanti proventi straordinari derivanti dalla dismissione immobiliare di cui si parlerà successivamente, non erogherà dividendi; pertanto l'attività dovrà ancora essere supportata dalle entrate correnti, per altro erose sia dalla riduzione dell'attivo fruttifero connesso al versamento dell'aumento di capitale della CRV spa sia per l'incremento della tassazione sulle rendite finanziarie.

Unico elemento positivo che contraddistingue la nostra Fondazione è la convinzione comune degli Organi della Fondazione, nessuno escluso, della priorità della conservazione del patrimonio che ha portato alla determinazione, a fronte del perdurare della situazione negativa, di non utilizzare, pur in presenza di autorizzazione in tal senso, i fondi accantonati nei precedenti esercizi.

In particolare l'assenza del dividendo dalla conferitaria CRV spa e la forte riduzione di redditività delle gestioni patrimoniale hanno comportato il conseguimento di minori risorse rispetto a quanto preventivato del DPP 2011 per circa un milione di euro; la predetta riduzione è stata compensata da una contrazione delle spese, da minori erogazioni e accantonamenti e dal conseguimento di maggiori proventi sul portafoglio a diretta amministrazione e di proventi straordinari per rimborso di crediti fiscali.

Nonostante ciò l'attività istituzionale si è mantenuta sui livelli maggiori di quanto inserito nel bilancio di previsione, attestandosi a € 1.468.322 contro € 1.003.725 preventivati; tale importante risultato è il frutto dei risultati delle procedure di controllo, verifica e revisione dei finanziamenti erogati negli anni precedenti che hanno consentito recuperi per € 625.472, che hanno quindi permesso di superare il dato di preventivo seppur con un minor apporto delle risorse di parte corrente.

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

La destinazione di tutte le maggiori risorse al sostegno delle attività istituzionali, avvenuta come anticipato pur senza avvalersi della facoltà di utilizzo dello stanziamento aggiuntivo rispetto a quanto previsto nel DPP 2011 deliberato dall'Organo di Indirizzo in sede di approvazione del precedente consuntivo, non ha permesso di effettuare accantonamenti facoltativi alla riserva per integrità del patrimonio, che auspichiamo di poter riprendere nel prossimo bilancio consuntivo.

Il presente bilancio viene redatto in conformità alle disposizioni del D. Lgs. 19 maggio 1999 n° 153, tenute presenti le indicazioni contenute nell'Atto di Indirizzo emanato dal Ministero del Tesoro in data 19 aprile 2001 e delle successive comunicazioni al riguardo ritenute tuttora valide e preso atto che le dette indicazioni non sono contrastanti con lo schema di regolamento di contabilità che a suo tempo aveva ottenuto il parere favorevole del Consiglio di Stato.

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

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

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

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

Anche per l'anno 2012 al momento non si ravvisano le condizioni per riprendere la procedura, per tanto si prevede che le decisioni relative all'attività istituzionale saranno condotte in analogia all'anno precedente ed utilizzando le esperienze emerse in tale sede.

Altro elemento essenziale nella politica di diversificazione dell'attivo patrimoniale e di riduzione del rischio è stata l'operazione di acquisto in blocco di immobili strumentali all'attività bancaria della CRV spa, effettuata a fine anno nei limiti consentiti dalle vigenti disposizioni civilistiche e fiscali e che ha permesso di dare stabile e certa redditività ad una consistente parte dell'attivo, con un rendimento lordo di circa il 5,5%.

Per quanto attiene al progetto per la ristrutturazione ed adeguamento funzionale della palazzina destinata a sede della Fondazione e riunioni degli Organi Statutari e degli altri beni immobili strumentali (salone polifunzionale destinato ad accogliere la collezione Rosi, ex oratorio del Crocefisso attualmente sede provvisoria della collezione ed infine il Centro Studi S. Maria Maddalena), in questi giorni siamo in attesa dell'approvazione da parte dei competenti organi (Comune e Soprintendenza) per passare alla fase finale del progetto esecutivo e quindi all'assegnazione dei lavori che si spera possa avvenire entro il 2012.

Colgo l'occasione per ringraziare i membri della Commissione Interna alla Fondazione, costituita tutta da soci con elevate professionalità, che hanno dato un importante e insostituibile contributo supportando le decisioni che gli Organi della Fondazione hanno dovuto e dovranno assumere un merito alle possibili scelte ed opportunità prospettate dal gruppo di progettazione.

Relativamente alla struttura interna nel corso dell'anno abbiamo operato in media con una unità in meno per assenza di maternità, situazione che si protrarrà anche nell'anno 2012; a fronte di ciò la qualità del lavoro, come emerge anche dai risultati delle attività di verifica, si è costantemente

incrementata grazie alla sempre maggiore professionalità delle impiegate, allo spirito di squadra con cui vengono affrontate tutte le diverse problematiche che è stato riconosciuto anche dai terzi che a vario titolo sono entrati in contatto con gli uffici.

Questo deve essere motivo di soddisfazione per la Fondazione che ha così creato capitale umano non reperibile sul mercato date le particolari specificità richieste anche in relazione all'esigenza di accrescere sempre di più la materia di valutazione dei progetti, attività che consentirà di incrementare il livello di controllo ex-post sui progetti finanziati, e quindi di valutare anche l'efficacia dei progetti oltre il rispetto delle condizioni giuridiche e finanziarie dei bandi erogativi.

Unitamente alle attività istituzionali la Fondazione ha curato nell'anno le attività culturali dell'anno 2011 e proceduto alla chiusura e definizione di comitati aperti negli anni precedenti.

Colgo l'occasione per ringraziare tutti coloro, a vario titolo, che partecipano ai suddetti organismi ed in particolare i soci della Fondazione e di membri dei vari organi.

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

Nel corso dell'anno 2011 sono stati effettuati ulteriori interventi di straordinaria manutenzione necessari per rendere funzionali e mantenere il decoro degli ambienti interni ed esterni e per l'adeguamento tecnologico degli impianti.

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.

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

In campo tributario, a seguito del consolidarsi dell'orientamento avverso alle Fondazioni nel corso del 2010 è stato accolto il 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 e pertanto il procedimento si è concluso negativamente.

Trattandosi di contenzioso inerente una domanda di rimborso non vi sono oneri né sanzioni per la Fondazione, che tuttavia si è attivata per ottenere almeno una parte del credito richiesto sul quale non vi erano contestazioni da parte del Fisco.

Non ritenendo tuttavia condivisibili le motivazioni anche in ordine alle spese di lite è stato proposto un ulteriore ricorso per revocazione.

Relativamente invece al contenzioso che oppone la Fondazione ad ex amministratori inerente la legittimità della loro revoca avvenuta nel 2005, il Tribunale di Pisa – sezione staccata di Pontedera, nell'accogliere il ricorso della Fondazione ha statuito nel merito la piena legittimità della procedura, condannando i convenuti alla refusione delle spese processuali; analogo procedimento attivato invece da un altro ex – amministratore è pendente presso il Tribunale di Firenze.

Lo stesso ex-amministratore è risultato soccombente in primo grado nel giudizio incardinato contro la Fondazione per vedersi riconosciuti asseriti compensi professionali e pende ora il giudizio di appello.

Ormai definita è invece la problematica relativa alla ripartizione delle risorse destinate al volontariato ai sensi della L. 266/91, in base al quale è stato chiarito che dal 2010 le Fondazioni

possono destinare solo il 50% del totale dell'accantonamento al Fondo di gestione della propria regione (per la Toscana il CESVOT)

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

Per l'anno 2010 il conguaglio è stato destinato per intero alla Regione Toscana; per l'anno 2011 siamo ancora in attesa di conoscere le determinazioni.

Ancora di interesse per le fondazioni, è la facoltà di valutare, anche per il 2011, gli strumenti finanziari non immobilizzati, anche conferiti in gestione patrimoniale, al valore che gli stessi avevano nel bilancio chiuso al 31/12/2010; in relazione alla notevole volatilità evidenziata dai mercati e della forte ripresa dei corsi dei titoli già manifestatasi nei primi mesi del 2012, la Fondazione ha deciso di utilizzare tale facoltà per il portafoglio di proprietà in gestione diretta, mentre ha deciso di non avvalersi per i titoli conferiti in gestione patrimoniale in quanto le decisioni sul realizzo sono conferite, in base ai mandati, ai singoli gestori e non ultimo anche per le rilevanti problematiche contabili che sarebbero emerse atteso che la Fondazione, come consentito, ha optato per la contabilizzazione in base al risultato emergente dai reports contabili prodotti dai gestori.

Di notevole negativa incidenza per il 2012 sono le norme del c.d "decreto salva Italia" che hanno elevato l'aliquota sugli investimenti finanziari diversi dai titoli di stato dal 12,5% al 20%, incrementata la tassazione sugli immobili tramite l'anticipo dell'IMU e tassato con elevati importi i depositi titoli e valori.

Tutte queste norme porteranno nel 2012 minori entrate e maggiori oneri che andranno a peggiorare ulteriormente la situazione economica generale dell'anno 2012.

10

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 31/12/11 detenuti per il tramite di gestioni patrimoniali individuali.

Ad integrazione vogliamo evidenziare, prima di passare all'esame del dettaglio del bilancio 2011, alcuni indicatori sintetici sull'attività della Fondazione raffrontati con l'anno precedente:

VOCI	2011	2010
variazione delle erogazioni rispetto all'anno precedente:	-63,64%	-55,01%
incremento del patrimonio rispetto all'anno precedente:	0,15%	0,44%
% di copertura dell'attivo soggetto ad inflazione per effetto degli accantonamenti patrimoniali dell'anno:	0,26%	0,74%
redditività media dell'attivo fruttifero, al netto delle imposte sostitutive e delle ritenute alla fonte e senza considerare le partite straordinarie:	1,16%	2,57%
incidenza % costi operativi e imposte su entrate correnti:	45,68%	24,33%
incidenza % delle erogazioni sull'avanzo dell'esercizio:	75,87%	74,95%
incidenza % delle erogazioni e degli accantonamenti ai fondi per l'attività di istituto sull'avanzo dell'esercizio:	77,33%	75,71%
incidenza % degli accantonamenti patrimoniali sull'avanzo di esercizio:	20,00%	21,62%

La riduzione delle risorse determina un peggioramento complessivo degli indicatori, in particolare per quanto attiene l'incidenza dei costi operativi; a tale proposito occorre tuttavia considerare che i

costi di funzionamento sono in parte correlati a svolgimento di attività istituzionali, in particolare per i progetti diretti.

Va inoltre valutato positivamente l'incremento percentuale delle erogazioni sull'avanzo di esercizio, che testimonia dello sforzo compiuto dalla Fondazione di dare risposte al territorio pur in un anno difficile che poteva portare a politiche di maggiore restrizioni.

Il dato che deve fare riflettere, per i pesanti condizionamenti sul bilancio e quindi sull'attività della Fondazione è l'azzeramento della redditività della conferitaria, purtroppo confermato anche per il 2011, investimento che rappresenta, anche in termini numerici, la parte preponderante dell'attivo della Fondazione e che ha portato al dimezzamento della redditività media generale.

In allegato come consueto si allega l'annuale indagine comparativa sui bilanci delle fondazioni relativa al bilancio 2010 redatta dall'ACRI che vede purtroppo un forte arretramento della nostra Fondazione di Volterra rispetto ai vari aggregati di riferimento (fondazioni medio-piccole, fondazioni del centro, dati di sistema) come emerge dalle tabelle allegate alla presente relazione (cfr. allegato).

In conclusione è doveroso ricordare i soci Rubens Bozolo, Pier Giuliano Bocci e Leonardo Guerrieri scomparsi prima dell'approvazione di questo bilancio, nonché il Dr. Pierluigi Giovannini, già presidente della Fondazione e socio della stessa, cessato dalla qualifica per motivi di salute.

RELAZIONE ECONOMICA E FINANZIARIA

11

Macroeconomia e politica monetaria

I principali avvenimenti del 2011 e l'odierno quadro globale di mercato possono essere riassunti attraverso le seguenti considerazioni:

1. dopo un inizio d'anno promettente sul lato della crescita, alcuni eventi esogeni (lo tsunami in Giappone a marzo e gli eventi geopolitici in nord africa) uniti a una debolezza strutturale dell'occupazione negli USA hanno innescato il timore di un ritorno alla recessione nei paesi OCSE e di un brusco rallentamento della crescita del blocco dei paesi emergenti. La risposta istituzionale si è concentrata nel dare continuità alle Politiche Monetarie dirette principalmente al sostegno della crescita e del sistema finanziario globale, caratterizzato da un importante movimento di deleveraging, e all'appoggio del mercato del debito attraverso importanti interventi di acquisto da parte delle Banche Centrali, alimentando attese di stabilità nei tassi di riferimento nel medio/lungo periodo in un contesto di assenza di pressioni inflazionistiche; in questo quadro, spicca il comportamento della BCE che nel corso dell'anno inverte due volte il ciclo dei tassi, prima restrittivo e poi nuovamente espansivo dopo il cambio al vertice in novembre
2. il ciclo economico dei paesi OCSE si è tuttavia profilato con una sostanziale asimmetria fra gli Stati Uniti e l'Europa. Gli USA si caratterizzano per una crescita fragile ancorché positiva in un contesto occupazionale in lento miglioramento nella seconda metà dell'anno. La crescita in Europa è invece condizionata dall'aggravarsi della crisi del debito sovrano che ha imposto l'introduzione di misure straordinarie di austerità fiscale in molti paesi non solo periferici e la creazione di un'architettura di sostegno ai paesi in difficoltà espressa attraverso fondi e

- meccanismi automatici di intervento fino ad ipotizzare una maggiore integrazione fiscale fra i paesi membri della UE, con la sola autoesclusione della Gran Bretagna
3. i principali elementi d'incertezza nell'Area OCSE permangono (i) la crisi del debito dei paesi della periferia europea, che nonostante le misure fin qui adottate, rappresenta un punto di debolezza per la crescita del vecchio continente, (ii) l'impatto delle Politiche Fiscali restrittive che i paesi con bilanci deteriorati hanno o si apprestano ad introdurre e i dubbi sulla tenuta del sistema finanziario europeo che rappresentano un freno al potenziale di crescita economica di questi paesi e di riflesso dell'intera Unione Europea e del Globo, e (iii) le difficoltà politiche dell'amministrazione USA nel contenere l'entità del debito pubblico entro i parametri di legge senza rinunciare alle politiche fiscali di sostegno all'occupazione scadute a fine anno
 4. similamente a quanto accade nei paesi OCSE, i paesi emergenti, dopo una prima fase dell'anno diretta a contenere il surriscaldamento della crescita, sono tornati progressivamente ad implementare Politiche Monetarie espansive attraverso la riduzione dei tassi di riferimento (come in Brasile, India, Cina, Sud Corea e Australia) o altre iniziative di incremento della liquidità nel sistema economico (ad esempio la riduzione degli obblighi di riserva per le banche cinesi che si traduce in un automatico aumento della disponibilità di erogazione del credito) che hanno lo scopo di accompagnare la crescita dell'economia su livelli sostenibili in un contesto di riduzione o di stabilità dell'inflazione che si è già tradotta in una sostanziale stabilità dei rendimenti nominali delle obbligazioni emesse da tali paesi

L'Area Euro ha archiviato il 2011 con una espansione dell'economia pari all'1,6% su base annua, in calo dall'1,9% del 2010. Va tuttavia sottolineato che il dato aggregato è la sintesi di andamenti molto differenziati tra i singoli Paesi. La Germania si conferma l'economia più dinamica con una crescita del 3% nel 2011, comunque in calo dal 3,6% del 2010. A sostenere l'economia tedesca è ancora una volta la voce dell'export e quella degli investimenti in beni durevoli delle imprese. Anche i consumi hanno evidenziato un recupero rispetto al 2010, sostenuti dal miglioramento del mercato del lavoro che ha registrato un tasso di disoccupazione in calo dal 7,4% di dicembre 2010 al 6,8% di dicembre 2011, il livello più basso dalla riunificazione.

12

I Paesi cosiddetti Periferici hanno evidenziato un andamento dell'economia molto più debole.

La Grecia ha chiuso il 2011 con il quarto calo consecutivo del Pil su base annua (-6% nel 2011 da -3,5% del 2010). Il Paese ha evidenziato un inasprimento della crisi economica e finanziaria: dopo l'approvazione di un nuovo piano di austerità da €28,4 mld lo scorso giugno, sono state varate varie tranches di aiuti, subordinate al coinvolgimento dei creditori privati nel consolidamento del debito pubblico e all'approvazione di manovre fiscali, che hanno determinato la caduta del Governo Papandreu e la nomina in novembre del nuovo Premier Papademos. Il Paese sta subendo gli effetti di un circolo vizioso che, partendo dalle misure di austerità fiscale, porta a maggiore debolezza economica, incapacità del Governo di rispettare i propri impegni di bilancio, esigenze di nuovi interventi di politica fiscale restrittiva che creano nuove debolezze economiche.

Le tensioni finanziarie legate alla crisi del debito dei Paesi dell'Area Euro hanno investito anche i titoli di Stato italiani a partire dai mesi estivi. Al fine di contenere le pressioni dei mercati, sono state adottate misure di politica fiscale restrittiva con l'obiettivo del pareggio di bilancio entro il 2013. La nomina a Premier di Monti è avvenuta lo scorso novembre, dopo che il differenziale tra il titolo decennale italiano e il titolo decennale tedesco (spread) aveva raggiunto il massimo storico di circa 575 punti base. Il nuovo quadro politico del Paese non si è tradotto immediatamente in un ridimensionamento dello spread, ma ha tuttavia determinato un calo apprezzabile dei rendimenti sulla parte a breve della curva, a conferma del parziale ridimensionamento delle preoccupazioni degli investitori sulla capacità dell'Italia di far fronte ai propri impegni finanziari. Sul fronte del quadro macroeconomico, anche l'Italia ha evidenziato un ridimensionamento del tasso di crescita nel 2011: secondo il FMI, l'anno appena trascorso è stato caratterizzato da un incremento del Pil pari allo 0,4% su base annua (da 1,5% del 2010), con una variazione congiunturale negativa nel terzo trimestre.

La Spagna, dopo il calo del Pil dello 0,1% nel 2010, ha evidenziato un recupero dell'attività economica nel 2011 (0,7%). Il Paese ha subito un inasprimento delle condizioni di finanziamento del settore pubblico a partire dai mesi estivi e le elezioni anticipate in novembre hanno portato alla

vittoria del Partito Popolare. Il 2011 si è concluso con il varo di una nuova manovra fiscale per confermare il processo di consolidamento dei conti pubblici: il deficit 2011, secondo le indicazioni del Governo, risulta pari all'8%, superiore all'obiettivo del 6%.

A livello politico, i tentativi di fornire una soluzione condivisa alla crisi del debito sovrano dell'Area Euro si sono concretizzati nello svolgimento di una serie di riunioni a livello comunitario che ad una prima fase di annuncio di misure di intervento importanti hanno spesso fatto seguire una situazione di stallo, riflettendo le difficoltà di implementazione degli interventi concordati. L'ultima riunione dei Capi di Stato e di Governo, svoltasi lo scorso 8-9 dicembre, merita tuttavia una attenzione particolare; essa ha infatti fatto segnare importanti passi avanti nella soluzione della crisi. Nello specifico, è stato deciso un nuovo "Fiscal Compact" tra 26 Stati membri (esclusione del Regno Unito), con la previsione di sanzioni automatiche per i Paesi membri in Procedura di Deficit Eccessivo e dell'inserimento nella Carta Costituzionale dei singoli Paesi della regola di bilancio pubblico in pareggio. E' stato inoltre previsto un maggior coordinamento delle politiche economiche europee e un maggior coinvolgimento del FMI nella gestione della crisi, oltre all'anticipo dell'entrata in vigore dell'European Stability Mechanism a luglio 2012, con l'esclusione del coinvolgimento del settore privato in eventuali operazioni di ristrutturazione del debito sovrano.

Sul fronte della politica monetaria, la Banca Centrale Europea (BCE), dopo aver deciso due rialzi del tasso ufficiale nei primi 7 mesi dell'anno (25 punti base ad aprile e 25 punti base a luglio, con tasso all'1,5%) giustificati con l'incremento delle tensioni inflazionistiche, ha successivamente modificato il proprio orientamento. A partire da agosto, ha realizzato importanti interventi di acquisti di titoli di Stato, a supporto dei Paesi periferici. Sotto la guida del nuovo Presidente Draghi, subentrato a Trichet a novembre, la BCE ha inoltre annullato i due interventi al rialzo del tasso ufficiale descritti sopra, portando il tasso di riferimento nuovamente all'1% a fine 2011. Nella riunione di politica monetaria di dicembre sono state inoltre adottate nuove decisioni di politica monetaria non convenzionale, a supporto della liquidità del sistema finanziario.

Nel Regno Unito, l'economia ha evidenziato un tasso di crescita pari allo 0,9% circa nel 2011 (da 2,1% circa del 2010). L'andamento dei consumi delle famiglie si è confermato debole, conseguenza anche del peggioramento del potere di acquisto per l'emergere delle tensioni inflazionistiche. Il rallentamento dell'economica globale ha pesato sull'export, in calo su base trimestrale a partire dal secondo trimestre. La debolezza dell'economia ha rinvigorito le attese per nuovi interventi di politica monetaria espansiva non convenzionale.

13

Negli Stati Uniti, il 2011 si è concluso con una crescita dell'1,8% su base annua rispetto al 3% del 2010. Positivi sono risultati i dati sui consumi personali, che si sono rafforzati soprattutto nella seconda metà dell'anno, contribuendo a fugare i timori di ricaduta in recessione dell'economia Usa. Tale componente del Pil è stata sostenuta dal contenuto miglioramento del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione, ha toccato a giugno il massimo del 2011 al 9,1%, per poi scendere all'8,5% a dicembre, il valore più basso da febbraio 2009. Anche il ridimensionamento delle pressioni inflazionistiche ha favorito i consumi personali, migliorando il reddito reale. Gli investimenti fissi non residenziali hanno evidenziato un andamento molto positivo nell'anno, sia nella componente infrastrutture, più legata alle previsioni di andamento della domanda, che nella componente equipment & software. Gli investimenti residenziali hanno continuato a costituire un freno alla crescita, pur evidenziando variazioni congiunturali positive a partire dal secondo trimestre. L'export netto ha fornito un contributo positivo alla crescita nel secondo e terzo trimestre, dopo un avvio di anno negativo, a fronte di una buona dinamica dell'export e di un indebolimento dell'import. Le scorte hanno fornito un contributo negativo alla dinamica del Pil nei trimestri centrali dell'anno, con un recupero negli ultimi mesi. Il calo della spesa pubblica nel corso del 2011 è la diretta manifestazione dell'attenzione alla sostenibilità delle finanze pubbliche a livello federale, statale e locale. Essa va tuttavia compensata con la necessità di non far deragliare la crescita e peggiorare la disoccupazione: questa considerazione è coerente con gli sforzi profusi dal Congresso per prorogare gli sgravi fiscali temporanei scaduti a fine 2011. Lo scontro politico tra Repubblicani e Democratici sulla questione della politica fiscale ha ritardato il raggiungimento dell'accordo sull'incremento del tetto del debito fino all'ultimo giorno utile per evitare il default tecnico del paese (2 agosto). L'accordo è stato tuttavia giudicato non adeguato a garantire la

stabilizzazione della dinamica del debito pubblico nel medio-lungo termine dall'agenzia di rating Standard & Poor's che ha ridotto in agosto il rating del paese da AAA a AA+, confermando l'outlook negativo. Sul fronte della politica monetaria, la Federal Reserve (FED) ha confermato una politica monetaria espansiva caratterizzata da tassi di interesse ai minimi dal dicembre 2009. Ha altresì dichiarato concluso il cosiddetto Quantitative Easing 2 a giugno 2011 e in occasione della riunione di politica monetaria di settembre ha deciso di procedere all'allungamento della vita residua dei titoli di Stato in portafoglio.

In Giappone, l'economia ha risentito delle conseguenze del terremoto e dello tsunami di marzo, registrando una contrazione del Pil dello 0,9% (da +4,4% del 2010). Dall'analisi dei dati trimestrali emerge il recupero nella seconda parte dell'anno. L'ultimo report sulla fiducia delle imprese, sia manifatturiere che servizi, il Tankan, ha tuttavia evidenziato un peggioramento nel quarto trimestre.

Nel 2011, le Economie Emergenti hanno continuato a registrare tassi di crescita apprezzabili (6,2%), seppur in calo rispetto al 2010 (7,3%) per effetto anche delle politiche di contenimento della domanda tese a contrastare un aumento dell'inflazione. In Asia, la Cina è cresciuta del 9,2%: le dinamiche trimestrali hanno evidenziato un progressivo rallentamento che ha favorito il ridimensionamento dell'inflazione (4,1% a dicembre). Al fine di garantire un "atterraggio morbido" dell'economia cinese, le autorità sono intervenute prontamente con un allentamento delle condizioni monetarie. Anche in America Latina, le principali economie hanno visto segni di minore crescita. In Brasile, la Banca Centrale ha risposto al minore vigore dell'economia tagliando i tassi per tre riunioni consecutive a partire da agosto. L'assunzione di un orientamento attendista, a fronte di pressioni inflazionistiche che mostrano segni di stabilizzazione, caratterizza anche l'azione delle principali Banche Centrali dell'Europa dell'Est, area più vulnerabile alla crisi del debito sovrano dell'Area Euro.

La crisi del debito pubblico europeo

14 Nel corso del 2011, il dibattito in Europa si è centrato sulla risposta alla crisi del debito sovrano dei paesi periferici. La crisi si è estesa geograficamente dai primi paesi coinvolti, Grecia, Irlanda e Portogallo, fino a Italia, Spagna e Ungheria sfiorando anche paesi in precedenza ritenuti fuori pericolo come Belgio e Francia. I principali effetti della crisi possono essere riassunti come segue:

1. l'aumento vertiginoso degli spread fra i titoli periferici e i titoli tedeschi che di fatto ha creato un'Europa a due vie: un mondo virtuoso, guidato dalla Germania cui si sono accodati altri paesi con conti in ordine (Finlandia, Austria, Olanda) che ha visto calare sensibilmente il costo del finanziamento del proprio debito pubblico (rendimento nominale del 10 anni tedesco è passato da un massimo di 3.50% a marzo al 1.90% di fine anno), e un blocco di paesi in difficoltà, guidato dalla Grecia e dall'Italia, che ha invece visto aumentare drammaticamente il proprio costo di finanziamento fino ad arrivare in alcuni casi, come la Grecia, all'impossibilità di accedere al mercato dei capitali. Il Btp decennale ha visto il proprio spread contro il pari durata tedesco passare dai 150 punti base di marzo ai 730 di novembre per chiudere l'anno sopra i 500 punti con rendimento nominale al 7%. Proprio il comportamento della curva dei tassi del debito italiano, che a novembre vedeva un'inversione fra i tassi a breve e a medio/lungo periodo, aveva fatto temere l'imminenza di un default del paese che sarebbe stato catastrofico per tutta l'area Euro: il cambio di governo, gli interventi di sostegno della BCE e gli accordi a livello di Eurogruppo su meccanismi di salvataggio e Fiscal Compact hanno scongiurato questo rischio riportando a fine anno lo spread su livelli maggiormente sostenibili
2. l'approfondimento del deleveraging del sistema bancario europeo. Le banche, appesantite da un attivo di bilancio in deterioramento per effetto delle perdite su titoli di stato periferici e dell'aumento delle sofferenze su crediti, hanno iniziato un'azione di ricapitalizzazione e di riduzione dell'attività creditizia sul mondo imprenditoriale, contagiando interi settori dell'economia reale.
3. la necessità di introdurre pesanti politiche di austerità fiscale soprattutto nei paesi maggiormente colpiti dalla crisi, ma anche in Gran Bretagna e Francia, che hanno un impatto

diretto sul potenziale di crescita dell'Eurogruppo e indiretto sulla crescita globale. In Europa vi sono stati sviluppi di carattere politico, come localmente cambi di governo (Grecia e Italia) e globalmente nuovi accordi sull'entità del deficit di bilancio (di fatto non più possibile nella maggioranza dei paesi dell'area euro)

4. la corsa dei capitali verso investimenti ritenuti più sicuri del debito pubblico periferico, che ha avuto l'effetto citato sul rendimento dei titoli tedeschi ma anche il calo dell'Euro contro le principali divise OCSE come dollaro USA, Yen, Sterlina, Corona Norvegese e Svedese e Dollaro Australiano e Canadese

La risposta istituzionale europea alla crisi del debito, condizionata dall'approssimarsi di alcune importanti scadenze elettorali (2012 in Germania e Francia), non è stata particolarmente rapida ed efficace, contribuendo alla perdita di fiducia da parte degli investitori. Solo a dicembre si è ottenuto un ampliamento della capacità di capitale del fondo EFSF e l'anticipazione dell'entrata in funzione del meccanismo di salvataggio ESM, e si è iniziato a discutere di un'estensione dell'integrazione europea alla materia fiscale.

Robusto è invece stato l'appoggio concesso ai mercati dalla BCE che, pur senza ricorrere a misure di monetizzazione del debito come invece effettuato a più riprese dalle banche centrali di USA, Gran Bretagna e Giappone, e senza confortare i mercati sull'estensione del proprio ruolo a prestatore di ultima istanza principalmente a causa dell'opposizione tedesca, ha incrementato sensibilmente gli acquisti di titoli di stato dei paesi membri sul mercato secondario fornendo liquidità al sistema e sostenendo le quotazioni quando necessario.

Il ruolo della BCE è stato inoltre centrale quale baluardo di sostegno del sistema bancario europeo: la banca centrale ha introdotto nuove misure straordinarie di liquidità illimitata per le banche europee, dimezzando inoltre gli obblighi di riserva degli istituti e liberando risorse finanziarie con il difficile obiettivo di contenere il deleveraging in atto nel sistema.

Ciò premesso, è possibile identificare in questo momento opportunità e rischi sui mercati obbligazionari in riferimento all'anno in corso.

Mercati Obbligazionari

L'andamento dei mercati obbligazionari nel corso del 2011 è stato contraddistinto da due fasi: una fase di rialzo dei rendimenti, durata da inizio anno fino alla conclusione del primo trimestre, seguita da una fase di ribasso dei rendimenti che si è protratta fino a fine anno.

1. Nel prima fase, il quadro macroeconomico in miglioramento nei paesi OCSE e la crescita ancora forte nel blocco dei paesi emergenti hanno creato un contesto favorevole alle attività maggiormente correlate al ciclo economico che, sui mercati obbligazionari globali, si è tradotta nella buona performance del credito HY, nel rialzo delle breakeven e nell'apprezzamento delle divise dei paesi emergenti, contro un eurodollaro in rialzo e un rialzo generalizzato delle curve dei rendimenti principali, euro e dollaro, e conseguente sofferenza degli investimenti nei mercati obbligazionari a medio / lungo termine. In questa fase, si è prodotta un'asimmetria di Politica Monetaria fra gli Stati Uniti e l'Europa: la Fed non ha toccato i tassi ed ha insistito sulle misure di espansione quantitativa con lo scopo di contenere la risalita dei rendimenti a lungo sulla curva dollaro, mentre la BCE ha aumentato il tasso di riferimento due volte portandolo, a luglio, al 1.50% con lo scopo di rallentare l'aumento dell'inflazione indotto non solo dalla fase del ciclo ma anche dall'aumento dei costi delle materie prime energetiche, sul quale ha avuto importante responsabilità anche la sequenza di eventi politici in nord africa (guerra civile in Libia).
2. Nella seconda fase dell'anno, abbiamo assistito al deterioramento del quadro di crescita globale innescato sia dall'effetto del rialzo del costo delle materie prime (il petrolio nel primo trimestre dell'anno ha segnato un aumento di circa il 27%) che dallo tsunami giapponese di marzo che ha avuto un effetto distruttivo sul ciclo produttivo mondiale. Il quadro macro dell'economia statunitense è progressivamente peggiorato fino ad innescare timori di ritorno

alla recessione che a partire da luglio hanno provocato una robusta discesa dei listini azionari e un forte rialzo degli spread sul credito High Yield. In questo contesto si è innestato il progressivo deterioramento della crisi del debito sovrano europeo che dai primi paesi coinvolti, Irlanda, Grecia e Portogallo, si è estesa a paesi di maggior peso economico come Italia e Spagna. L'effetto sui mercati è stato un progressivo "fly to quality" che ha indotto un "bond rally" sulle curve dei paesi ritenuti più sani come USA, Germania (e paesi europei affini come Francia, Finlandia, Olanda e Austria), Giappone e Gran Bretagna particolarmente profondo, tanto da far toccare nuovi minimi assoluti in termini di rendimenti nominali, spostando i rendimenti reali in territorio negativo pressoché ovunque. Contestualmente, la fuga dal rischio ha invece prodotto sostanziali allargamenti nelle curve dei paesi periferici europei, con lo spread di Italia e Spagna, e in autunno anche di Belgio e Francia, che ha toccato livelli record tanto da costringere l'Europa a intensificare una risposta istituzionale a sostegno non solo dei singoli paesi, ma dell'insieme dell'Euro, e alcuni paesi europei (Grecia e Italia) a modificare la guida dei propri governi.

La risposta istituzionale dell'Europa, contestualmente all'azione di sostegno dei mercati esercitata dalla BCE, è stata apprezzata dal mercato che si è prodotto in dicembre in una riduzione consistente degli spread di Italia e Spagna soprattutto sulla parte a breve della curve (1-3 anni), che recuperano una pendenza positiva e dunque una parvenza di normalizzazione. Alla luce di ciò, riteniamo che le curve obbligazionarie dei paesi "Core" continuino ad esprimere poco valore a questi livelli di rendimento, mentre il rischio espresso dalle curve dei paesi periferici suggeriscono cautela, mantenendo gli investimenti sulle sole curve italiana e spagnola con orizzonte temporale di breve termine (<18 mesi). Maggior valore esprimono le curve obbligazionarie corporate, per i buoni fondamentali e lo spread su livelli accettabili, tuttavia favorendo i livelli di rating "Investment Grade" rispetto all'"High Yield", comparto maggiormente correlato alla fase di ciclo economico.

Gli investimenti in titoli obbligazionari dei Paesi Emergenti, infine, appaiono ben sostenuti dalla progressiva inversione del ciclo monetario cui si è assistito nella maggior parte delle principali economie (Cina, Brasile, Russia, India, Corea del Sud, Malesia, Indonesia) attraverso tagli nei tassi di riferimento o iniziative volte ad aumentare il livello di liquidità sui mercati (ad esempio la riduzione nei livelli di riserva obbligatoria per le banche cinesi), volta a rispondere al sopravvenuto contesto di minor crescita ed inflazione, e diretta ad evitare che il rallentamento del ciclo economico non acquisisca eccessiva forza. Privilegiamo investimenti su debito denominato in valuta forte a causa del potenziale effetto depressivo che le politiche monetarie espansive in atto o in previsione nella maggior parte delle economie emergenti potranno avere sul corso delle valute locali.

16

Mercati Azionari

Dopo un anno complicato come il 2011, continua il trend di miglioramento degli indicatori macroeconomici americani (PMI, ISM, occupazione, settore immobiliare), che si aggiunge ai fattori già favorevoli al mercato azionario, e cioè la continuità nelle politiche monetarie espansive, le valutazioni assolute ai massimi e a sconto rispetto ai bond, il ciclo degli utili ancora positivo e gli indicatori tecnici favorevoli. Il quadro macro suggerisce tuttavia una sostanziale asimmetria sul potenziale di crescita fra Stati Uniti ed Europa in termini di crescita economica: ad un contesto favorevole alla crescita in America, fa da contraltare la difficoltà del vecchio continente alle prese con una fase recessiva che, seppur assume caratteristiche di moderazione a livello aggregato, mostra differenza di profondità a seconda dei paesi. La Germania mantiene un elevato vigore economico, con la disoccupazione ai minimi storici dalla riunificazione in un contesto di bassa inflazione, mentre altri paesi come Grecia, Italia, Spagna e anche Francia mostrano una debolezza la cui profondità appare direttamente collegata alla durezza delle manovre di austerità fiscale introdotte o in via di introduzione da parte dei differenti governi. Proprio l'effetto che sulla crescita potranno avere le politiche fiscali rimane per l'anno in corso il principale elemento di rischio sui listini europei, mentre la profondità che assumerà la fase recessiva europea a livello aggregato potrà determinare un effetto più o meno negativo sulla crescita globale. Tra i fattori di rischio, inoltre, è importante citare il processo politico in corso negli Stati Uniti, il 2012 è infatti anno elettorale: a fine 2011 sono scadute le misure fiscali a sostegno dell'occupazione, che il Congresso

ha tuttavia prorogato fino a marzo. La continuità in queste misure appare elemento rilevante, insieme con l'evoluzione del dibattito sui tagli al budget nazionale, per sostenere la crescita negli Stati Uniti. Alla luce di ciò manteniamo una view neutrale sul mercato azionario nel suo complesso, con una preferenza per i mercati nord americani, tuttavia guardando con estrema cautela alle evoluzioni del ciclo economico globale e della crisi del debito periferico europeo.

Materie Prime

Il prezzo delle materie prime appare in questa fase fortemente correlato all'evoluzione delle aspettative di ciclo economico, influenzate dal quadro macro in miglioramento negli USA, ma anche dal rallentamento in atto nei paesi emergenti e dalla recessione sperimentata dall'Europa.

Valute

Per quanto riguarda le valute, appaiono ancora validi motivi strutturali di forza relativa del dollaro contro euro nel medio periodo, dovuti principalmente al differenziale di potenziale di crescita economica fra le due aree. Permangono elementi di incertezza dettati dalle aspettative di Politica Monetaria, più aggressivi negli USA in termini di misure non convenzionali, ma in evoluzione in Europa per l'atteggiamento innovativo della BCE sia sui tagli ai tassi di rifinanziamento, che il mercato ipotizza possa scendere al di sotto della soglia dell'1%, che per le azioni di supporto del settore bancario. Nel breve termine, inoltre, persistono intatte le tensioni sul debito periferico europeo che potrebbero mantenere un contesto di elevata volatilità.

La valute dei paesi emergenti potrebbero invece soffrire il contesto di riduzione dei tassi d'interesse nelle aree di riferimento.

Prospettive

Lo scenario macroeconomico globale 2012 dovrebbe essere caratterizzato dal persistere di una dinamica di crescita, sostenuta ancora dai Mercati Emergenti. Gli Usa dovrebbero registrare una crescita inferiore al potenziale, con un contributo positivo dei consumi in un contesto di lento miglioramento del mercato del lavoro. L'Area Euro dovrebbe evidenziare una maggiore debolezza economica, conseguenza delle misure di politica fiscale restrittiva non compensate, fino ad oggi, da riforme di sostegno alla crescita. I Mercati Emergenti dovrebbero continuare a beneficiare di fattori strutturali solidi. Nello specifico, la Cina dovrebbe evitare un atterraggio duro dell'economia.

In una fase di crescita economica debole, le obbligazioni di impresa dovrebbero fornire la migliore combinazione rischio rendimento. Anche le obbligazioni corporate dei Mercati Emergenti dovrebbero essere favorite, beneficiando del merito di credito che resta alto e del potenziale di apprezzamento delle valute. Per quanto riguarda i titoli di Stato, i rendimenti sul mercato americano e tedesco rimangono poco attraenti, con rendimenti reali che risultano negativi. Con riferimento ai Paesi Periferici della Zona Euro, lo sforzo della BCE di fornire la liquidità necessaria al sistema finanziario, le azioni volte al raggiungimento di un maggior coordinamento tra i governi per una soluzione positiva della crisi e gli sforzi di consolidamento dei conti pubblici portati avanti dai singoli paesi potrebbero determinare un recupero di fiducia degli investitori, generando opportunità di investimento per i rispettivi titoli di Stato. Tra i periferici, i titoli italiani sono quelli che presentano il miglior rapporto rischio/rendimento data la situazione di *deficit* sotto controllo, basso indebitamento delle famiglie, alta ricchezza finanziaria netta delle famiglie e debito pubblico detenuto prevalentemente dai risparmiatori domestici.

I mercati azionari, anche se presentano valutazioni interessanti in un'ottica storica, richiedono ancora un approccio di investimento cauto, nella consapevolezza che la crisi del debito sovrano dell'Area Euro potrebbe minare le prospettive di crescita globale per effetto di nuove esitazioni nella gestione politica. Nell'investimento azionario, conserviamo un approccio orientato alla selezione sulla base dei fondamentali per individuare i titoli maggiormente esposti alle dinamiche

di crescita delle Economie Emergenti e quelli che garantiscono flussi di cassa che consentono di distribuire dividendi.

Sul mercato valutario, si prevede che l'Euro possa mantenersi debole rispetto a Dollaro USA e Yen, conseguenza dell'orientamento estremamente accomodante della BCE a supporto del sistema finanziario europeo.

L'economia della provincia di Pisa nel 2011*

* (dati CCIAA di Pisa)

Se il commercio mondiale fa segnare solo un rallentamento, l'attività produttiva europea, per i motivi che abbiamo appena accennato, rallenta in modo deciso il proprio tasso di sviluppo passando dal +5,5% al +4,6%. Se anche la locomotiva tedesca mostra un rallentamento della propria attività produttiva (passata da un +9,7% ad un +9,4%) è però l'Italia a subire il contraccolpo più forte mostrando nel trimestre una contrazione di 0,7 punti percentuali. In Toscana, l'andamento tendenziale della produzione industriale, si è fermato al +2,1% dopo il +3,6% del periodo aprile-giugno 2011.

Andamento trimestrale della produzione industriale

I dati sulla crescita produttiva registrata in provincia di Pisa nel terzo trimestre 2011, contrariamente a quanto accade a livello nazionale e regionale, segnalano una leggera accelerazione rispetto al periodo aprile/giugno toccando il +3,1% tendenziale. Tuttavia il risultato della provincia di Pisa nasconde una fase che rimane ancora molto complessa e suscettibile di cambiamenti repentini. Il dato pisano sull'andamento della produzione relativo al terzo trimestre, è infatti fortemente influenzato dalla riattivazione di alcuni impianti nel settore dei minerali non metalliferi avvenuta nel corso dei mesi estivi. A frenare i facili ottimismo è poi da considerare il fatto che, al momento, non sono mutate in modo rilevante le questioni di fondo che attanagliano l'industria pisana come la difficoltà nell'agganciare quel minimo di ciclo positivo ancora in atto a livello internazionale e,

soprattutto, il recupero di quanto perso nel corso della precedente fase recessiva.

Andamento trimestrale della produzione manifatturiera in provincia di Pisa

Se il dato relativo alla produzione risulta influenzato dalla riattivazione di alcuni impianti, quello relativo al fatturato lo è in maniera molto meno rilevante. L'andamento del fatturato tendenziale dell'industria manifatturiera pisana mette infatti in luce una decelerazione rispetto al trimestre precedente (dal +3,5% del II trimestre 2011 al +1,6% del terzo) posizionandosi, tra l'altro, al di sotto della media regionale (+2,7%).

Si tratta di una dinamica che trova conferma osservando l'andamento degli ordinativi che, nel periodo luglio-settembre, registrano una crescita di appena 1,5 punti percentuali, proseguendo una decelerazione in atto ormai da inizio anno. Questo andamento riduce di ben 19 giorni, rispetto all'precedente rilevazione, la produzione assicurata dal portafoglio ordini in mano alle aziende pisane che passa da 64 a 45 giorni.

Anche la questione lavoro torna ad essere elemento di forte preoccupazione per l'industria pisana. La riduzione dell'occupazione manifatturiera a carattere industriale della provincia di Pisa (-2,0% nel terzo trimestre del 2011) segna infatti una decisa contrazione che la pone in controtendenza rispetto alla Toscana che, invece, segna una crescita di un punto percentuale.

La congiuntura manifatturiera in Provincia di Pisa

Il rallentamento registrato dai corsi internazionali delle materie prime non energetiche, la cui crescita tendenziale rimane comunque del 9,4%, e la crescita ancora sostenuta dei prezzi energetici (+34,1%), si ripercuote sempre meno sui prezzi di vendita delle imprese pisane.

Continua infatti, nel terzo trimestre, la decelerazione dei prezzi alla produzione praticata dall'industria pisana che, nel terzo trimestre 2011, toccano il +1,3%. La strenua difesa delle quote di mercato praticata dalle imprese pisane ha impedito un maggiore trasferimento sui prezzi alla produzione degli aggravati costi subiti incidendo, ovviamente, sui margini di profitto.

Tornando al versante lavoro, è senz'altro da segnalare la forte riduzione del numero di ore di cassa integrazione guadagni autorizzate al settore manifatturiero in provincia di Pisa (-56% tendenziale, -734 mila ore). Un risultato ottenuto grazie alla brusca frenata degli interventi straordinari (-650 mila ore) e della componente in deroga (-40,4%, -143 mila) mentre la cassa ordinaria segna un incremento del 33,3% (+58 mila ore). Si tratta di un'evoluzione, quella della cassa straordinaria, frutto della contrazione registrata nei settori degli altri mezzi di trasporto, del cuoio e dei metalli.

Anche considerando la riduzione dell'utilizzo effettivo della CIG2, il calo delle ore concesse non rappresenta necessariamente un segnale positivo dato che non è detto che la contrazione del numero di ore rappresenti l'automatico riassorbimento dei lavoratori temporaneamente estromessi dal mercato del lavoro.

I dati relativi al terzo trimestre, pur confermando la fase di crescita delle **piccole unità manifatturiere (da 10 a 49 addetti)**, segnalano comunque un rallentamento dell'attività produttiva che si ferma ad un +1,8% tendenziale. Anche il fatturato (+1,9%), grazie alla spinta proveniente dal versante estero, registra una variazione superiore alla media provinciale (+1,0%). Desti invece una certa preoccupazione rilevare come la contrazione dello 0,4% degli ordinativi abbia portato alla diminuzione dei giorni di produzione assicurata passati dai 69 del secondo trimestre ai 41 del terzo.

Accelera, invece, la produzione della **media azienda (50-249 addetti)** che, dopo la battuta d'arresto del secondo trimestre (+0,7%) segna una crescita del 5,7%. Il +2,8% segnato dal fatturato è frutto della crescita del mercato interno dato che il giro d'affari proveniente dal mercato estero registra una contrazione del 4,1%. Continua, per questa categoria, la crescita degli ordinativi (+3,2%) che, rispetto alle altre categorie dimensionali d'azienda, si riflette su di una minore contrazione dei giorni di produzione assicurata.

19

Dopo cinque trimestri di segni "meno", torna a crescere la produzione delle **grandi unità (oltre 249 addetti)** industriali. Tuttavia il +4,1% segnato dalla produzione è in buona parte attribuibile, come anticipato, al potenziamento ed al riavvio di alcune linee avvenuto nel corso dei mesi estivi. A dimostrazione di quanto appena affermato, il fatturato della grande industria segna una contrazione di 0,2 punti percentuali.

A dimostrazione del grado di incertezza che ancora caratterizza l'attuale fase congiunturale viene la diminuzione del numero di settori (dagli 8 di inizio 2011 ai 6 dell'attuale rilevazione) che fanno segnare una variazione positiva della produzione tendenziale. Tra i comparti che registrano una crescita, all'interno del sistema moda, si conferma la fase positiva attraversata dalle **calzature** (+22,0% la produzione nel periodo luglio/settembre) e del **tessile-abbigliamento** (+13,6%). Per contro, una pesante battuta d'arresto, dopo quattro trimestri di crescita, interessa il **pelluocuoio** (-6,2%).

Tra i settori in crescita spiccano, all'interno della Meccanica allargata, la **meccanica** (che con un +5,4% prosegue la sua fase positiva) ed i **metallurghi**, grazie ad un +0,7%, tornano in positivo dopo la contrazione del secondo trimestre.

Deciso exploit, per i motivi che abbiamo già evidenziato, per il settore dei **minerali non metalliferi** (+33,8% la variazione produttiva) e l'**alimentare**, con un +10,1%, segna una decisa accelerazione rispetto al trimestre precedente.

Arretrano invece, anche in modo rilevante, l'**elettronica** (-17,2%) e la **chimica-farmaceutica-gomma-plastica** (-12,0%). Da registrare, per la rilevanza che rivestono per il territorio pisano, la contrazione dei **mezzi di trasporto** (-1,6%) e quella del **legno-mobili** (-1,3%). Si tratta di due

settoriche, neppure in questa fase che rimane comunque di crescita, non sono ancora usciti dalla fase recessiva.

Il quadro generale degli investimenti della Fondazione

Nel corso del 2011 l'acuirsi della crisi economica ma soprattutto la grave crisi del debito sovrano dei paesi periferici dell'area euro, Italia compresa, hanno comportato l'impennata dei differenziali di rendimento (spreads) e portato ad un passo dal fallimento l'intero progetto della moneta unica.

Questo quadro ha comportato una generale caduta del valore di tutte le classi di attivo che ha interessato anche la nostra Fondazione, seppur in maniera non sostanziale.

Ciò ha portato ad una caduta fortissima del valore dei titoli di stato italiani, tendenza che si è interrotta verso la fine dell'anno e si è invertita parzialmente nei primi mesi del 2012.

In questo difficile contesto l'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 dall'attività istituzionale senza utilizzare se possibile i fondi di stabilizzazione.

In questa ottica gli Organi della Fondazione hanno ritenuto opportuno aderire alla proposta di vendita di parte degli immobili strumentali della CRV spa da locare alla stessa parte venditrice per un investimento complessivo di € 16.575.350 (Iva compresa) per il quale è stato pattuito il seguente regolamento:

- € 2.000.550 (pari al 12,069%) alla stipula degli atti;
- € 6.000.000 (pari al 36,198 %) al 31.01.2012
- € 5.500.800 (pari al 33,187 %) al 15.03.2012
- € 3.074.000 (pari al 18,546 %) al 31.05.2012 (versamento del saldo).

20

Con riferimento alla decorrenza del pagamento del canone di locazione degli immobili il totale pattuito in € 71.595 mensili è stato suddiviso per gli immobili non vincolati ad € 28.420, con decorrenza 01.01.2012 e per gli immobili vincolati il ad € 43.175, con decorrenza 01.03.2012

Il dettaglio degli immobili acquisiti è riportato in nota integrativa.

Gli accordi sulla locazione prevedono una durata di 14 anni senza possibilità di disdetta anticipata e l'assunzione di tutte le spese ordinarie straordinarie a carico della parte locataria, così come tutti le incombenze amministrative.

L'operazione è finalizzata a diversificare l'attivo fino a quel momento tutto investito in strumenti finanziari e a garantire una redditività adeguata e sicura per il patrimonio investito.

Tornando agli investimenti finanziari, il portafoglio a gestione diretta ha portato un buon contributo sia in termini di redditività che di tenuta dei prezzi, mentre il comparto gestito ha sotto-performato compromettendo il risultato finale di bilancio; peraltro le gestioni erano state ridotte per reperire la provvista per il pagamento degli immobili e ciò ha in parte influito sui rendimenti in quanto si è perso in parte il recupero delle quotazioni dei primi mesi dell'anno 2012.

L'esigenza poi di prevedere la provvista sia per il pagamento della seconda parte dell'aumento di capitale della conferitaria CRV SpA effettuato nel 2011 che per l'ultima quota da erogare nel 2012 ha obbligato ad investimenti di breve periodo con tassi estremamente ridotti rispetto ad allocazioni a durata maggiore, nonché ha ridotto e ridurrà nel futuro l'ammontare stesso delle risorse investite che quindi, ove non sia bilanciato da incrementi di dividendi della banca, al momento non ipotizzabili, comporta una compressione definitiva delle capacità di reddito.

Nonostante il notevole stress sulla tesoreria determinato dalle suddette operazioni, nel corso dell'anno 2011 il portafoglio a gestione diretta ha performato sia in termini assoluti che percentuali in maniera significativamente superiore all'anno precedente.

Pur consapevoli che l'aumento di capitale di cui sopra è necessario a mantenere sopra i minimi i requisiti patrimoniali richiesti dalle vigenti normative, come anche più volte evidenziato dal

Governatore della Banca d'Italia, è tuttavia essenziale che la Banca torni a remunerare la Fondazione se si vuole mantenere e consolidare la posizione della stessa a sostegno del territorio. Dall'esame del piano industriale approvato dalla conferitaria emerge che dal 2012 vi dovrebbe essere un ritorno all'utile ordinario e ad un limitato dividendo, che dovrebbe poi consolidarsi e crescere nei successivi esercizi; in questo senso è l'auspicio della Fondazione, al fine di poter pianificare un minimo di attività istituzionale.

Ciò premesso si evidenziano che le strategie di investimento attuate che, quantomeno per il patrimonio gestito direttamente, hanno portato risultati accettabili visto il contesto macroeconomico generale.

In relazione alle turbolenze dei mercati sulla base 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 2011 mediante sottoscrizione di nuove emissioni di obbligazioni di primari emittenti, diversificate per settore, con una limitata spinta verso i titoli di stato italiani acquistati nel momento di massimo ribasso dei corsi.

Relativamente al patrimonio a gestione diretta nel corso dell'anno 2011 è proseguita la scelta di indirizzare gli investimenti su obbligazioni societarie a tasso fisso e maggiori rendimenti, con nel contempo un aumento della vita media residua del portafoglio in quanto si è dovuto liquidare i titoli in scadenza per le predette esigenze di liquidità; in ogni caso è emerso a consuntivo un risultato superiore alle previsioni.

Attesa comunque la complessità del momento rimane alta l'attenzione sugli andamenti ed in particolare sulla valutazione degli investimenti prospettici.

Per il dettaglio degli investimenti della Fondazione si fa rinvio alla nota integrativa nella quale è riportata la composizione, quantità e quotazioni ove disponibili.

Tra le partecipazioni non strumentali detenute il dividendo è imputabile alla quota detenuta nella Enel Green Power, limitato investimento effettuato per la presenza di importanti investimenti della società sul nostro territorio.

La redditività media dell'attivo fruttifero, al netto delle imposte sostitutive e delle ritenute alla fonte e senza considerare le partite straordinarie si è attestata al 1,16% per le motivazioni già ricordate in ordine al mancato dividendo della CRV spa.

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.

In relazione al monitoraggio ed alla variabilità dei rendimenti delle gestioni, nel corso dell'anno si è proceduto ad una riduzione selettiva delle masse gestite, in relazione ai rendimenti ritenuti non soddisfacenti e alla necessità di tesoreria.

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 rispetto agli strumenti di tesoreria limitati ad un'unica operazione finalizzata all'investimento in attesa del richiamo della quarta e ultima parte dell'aumento di capitale della CRV SpA.

In generale quindi, con riferimento al profilo di rischio estremamente prudente adottato dalla Fondazione e alle avversità di tutti i mercati finanziari, i risultati nel complesso sono soddisfacenti, e avrebbero consentito anche buoni accantonamenti se vi fosse stato un adeguato concorso del comparto del risparmio gestito e delle partecipate..

Il rendimento netto del portafoglio amministrato, (con esclusione delle partecipazioni e compresa la gestione di tesoreria) calcolato sulla giacenza media semplice tra consistenze al 31/12/2010 e 31/12/2011 si è attestato al 3,18 netto contro il 2,88% del bilancio precedente.

Le polizze di capitalizzazione hanno conseguito un rendimento lordo del 4,31% e netto da commissioni del 3,71%, al lordo dell'imposta che sarà trattenuta all'atto del rimborso e che quindi è stata oggetto di accantonamento al fondo imposte differite 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 2011 i mandati sono stati rivisti in termini ancora più prudenziali, riducendo anche il vincolo di durata delle varie classi di investimento, fermo rimanendo i limiti sulla consistenza.

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.

Purtroppo la volatilità del mercato e la pressione sui titoli di stato italiani ha portato ad una riduzione fortissima della redditività come emerge dai risultati conseguiti che non possono quindi ritenersi soddisfacenti, anche se un forte recupero si è già visto nei primi tre mesi dell'anno.

L'unico gestore tuttavia che ha prodotto un risultato negativo è Pioneer il cui mandato nel corso dell'anno è stato fortemente ridotto.

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.

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

Gestione Pioneer SGR

A livello di asset allocation, continua nei primi mesi dell'anno la preferenza per i titoli obbligazionari societari come asset rischiosi rispetto all'azionario.

Sulla componente obbligazionaria, la duration di portafoglio è rimasta pressoché invariata rispetto ai valori di fine gennaio. Leggermente incrementata l'esposizione netta e lorda alla componente obbligazionaria.

Il posizionamento sulla curva è sempre orientato sulle scadenze sotto i 3 anni e sui titoli a tasso variabile. Sull'Italia, il posizionamento rimane a favore di titoli a brevissimo termine. Nulla l'esposizione alla Spagna e agli altri periferici.

Per quanto riguarda il segmento obbligazionario corporate, l'allocation a tale asset class è incrementata e il posizionamento rimane principalmente sui finanziari (sia senior che subordinati); continuiamo ad essere molto attivi sul mercato primario, dove abbiamo partecipato a nuove emissioni, in molti casi chiuse con profitto dopo pochi giorni. Il focus rimane su titoli di elevata qualità, con scadenza a breve dove riteniamo ci sia ancora valore. In febbraio abbiamo preso parziale profitto sul segmento obbligazionario emergente.

L'esposizione alla componente azionaria è ottenuta principalmente tramite strategie di relative value, assumendo una posizione lunga sui mercati emergenti (tramite ETF e singoli titoli) e corta sui Paesi Sviluppati (tramite derivati). A fine mese, l'esposizione netta era negativa.

Le principali posizioni in derivati sono in future sugli indici DAX, FTSE100, S&P500 e EuroStoxx 50 e manteniamo le opzioni put su DAX e S&P 500 acquistate in gennaio dati i livelli inferiori di volatilità.

Su tutti i portafogli, l'allocazione al mercato azionario è rimasta pressoché invariata rispetto ai dati di fine gennaio.

Sulle valute, manteniamo il lungo sul renminbi cinese, il dollaro di Hong Kong e il dollaro US. Abbiamo incrementato il lungo sul dollaro di Singapore e il corto sullo Yen.

Sulle materie prime (investimento tramite ETF e ETC) abbiamo incrementato marginalmente la nostra esposizione. Le principali posizioni rimangono su metalli preziosi (oro principalmente) e derrate agricole

Alla data del 16 Marzo 2012 la gestione ha accumulato una performance YTD pari a 1,557%; alla stessa data il portafoglio risulta investito in Obbligazioni per il 91,50% in fondi immobiliari per 1,83% e nel fondo Optimiser per il 6,67% .

Gestione Santander SGR (exMeliorbanca SGR)

L'approccio del gestore nei confronti del portafoglio della Fondazione CR Volterra è guidato da elementi di prudenza sia sugli attivi obbligazionari che su quelli a maggior volatilità. In particolare, la componente obbligazionaria vedrà il mantenimento di una quota importante sul comparto Monetario (50% circa) concentrato su titoli del Tesoro Italiano e in misura inferiore Spagnolo, allo scopo di contribuire con spread al rendimento finale, pur non accettando rischi legati all'aumento dei rendimenti. Per la restante parte del portafoglio obbligazionario (40% circa) la scelta del gestore è caduta sull'alienazione di titoli a lunga durata e la diversificazione dei rischi, attraverso la costruzione di un portafoglio in titoli di stato area Euro e in "Corporate Bond" ad elevata qualità (fondi specializzati e titoli con rating minimo A-) con duration contenute. La duration complessiva di portafoglio verrà mantenuta in un'area tra 1 e 1.5, allo scopo di mantenere sotto controllo la volatilità di portafoglio ed ottimizzare il suo profilo rischio/rendimento. La componente azionaria, azzerata nel corso del 2011, verrà mantenuta su livelli molto contenuti (non oltre il 3%-5%) su strumenti altamente diversificati e in parte globali, ma con un'inclinazione preferenziale verso i mercati statunitensi. Dato l'attuale quadro economico, si è inoltre ritenuto di mantenere l'investimento sull'Oro, pur ridimensionandolo leggermente.

23

Gestione Duemme SGR

Nel corso del 2011 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.

Tale obiettivo è risultato particolarmente sfidante, e nella pratica quasi impossibile da raggiungere, durante un anno caratterizzato da un lato dalla performance pesantemente negativa di tutte le assetclass di investimento "rischiose" (azioni, obbligazioni governative e crediti) e dall'altro dalla oggettiva scomparsa di opportunità di investimento prive di rischio (i tradizionali beni rifugio quali l'oro, le valute forti e soprattutto i bonds degli emittenti governativi ritenuti privi di rischio, hanno attratto investimenti di capitali in fuga dalle assetclass più o meno rischiose, tra le quali per la prima volta dobbiamo inserire anche i Titoli di Stato domestici, in misura tale da risultare progressivamente sempre più "costosi", rappresentativi di rendimenti reali negativi e pertanto inefficienti in un'ottica di diversificazione e protezione del valore del portafoglio).

In tale contesto l'investimento effettivo sui mercati azionari è stato progressivamente ridotto, dopo la buona performance dei primi sei mesi dell'anno, dal 10% circa del patrimonio gestito fino ad essere azzerato durante l'estate al fine di minimizzare le probabilità di non raggiungere l'obiettivo di preservazione del capitale sull'orizzonte temporale annuale a fronte della anomala ed imprevedibile volatilità che ha colpito la componente monetaria/obbligazionaria del portafoglio normalmente destinata a fornire stabilità e protezione al capitale investito.

Il portafoglio obbligazionario infatti, seppure improntato alla massima prudenza sia in termini di rischio tasso che di esposizione al rischio di credito, essendo rimasto costantemente investito in titoli di Stato Italiani a brevissima scadenza e in obbligazioni bancarie di altissima qualità, è stato soggetto nella seconda parte dell'anno ad oscillazioni di valore determinate dall'allargamento degli spread di credito che ha travolto l'Area Euro a seguito del contagio della crisi Greca a tutti i Paesi indebitati dell'Eurozona.

L'estrema prudenza dell'allocazione complessiva del portafoglio ha consentito di raggiungere comunque a fine anno un risultato complessivo per il mandato positivo, seppure lontano dagli obiettivi della Fondazione, e rispetto al parametro monetario di riferimento:

Rendim. lordo +0.905 %

Benchmark +1.754 %

Nei primi tre mesi del 2012 grazie al "normalizzarsi" delle condizioni del mercato monetario e obbligazionario governativo Euro rispetto alle tensioni che avevano in parte condizionato la performance del 2011, il portafoglio, che rimane improntato ad una quasi totale assenza di rischi, ha fatto segnare una performance positiva (+3.10% al 29 marzo 2012) che riporta il rendimento assoluto del mandato in linea con i target di medio periodo accettabili per la Fondazione.

Le Prospettive dei mercati per il 2012

Mercato obbligazionario

La fase di rallentamento della crescita globale, in atto dalla primavera scorsa è destinata a protrarsi nella prima parte del 2012 nonostante gli incoraggianti segnali sulla ripresa ciclica negli US e nelle Aree Emergenti, a causa dell'intensificarsi, nell'Area Euro, della fase recessiva innescata dalle aggressive politiche fiscali restrittive intraprese al fine di stabilizzare la crisi di fiducia sul Debito Pubblico dei Paesi Periferici.

24

Le politiche monetarie rimarranno eccezionalmente accomodanti in tutte le maggiori aree economiche: la ECB si sta muovendo aggressivamente per fornire liquidità e supporto al sistema finanziario, i tassi ufficiali scenderanno probabilmente di altri 25bp nel primo trimestre dell'anno e continuerà l'attività di supporto al mercato del debito pubblico attraverso un mix di operatività sul mercato aperto e finanziamenti diretti (EFSF/ESM/IMF) ; nonostante i segnali di miglioramento del ciclo economico la politica monetaria della FED continuerà a compensare una politica fiscale che necessiterà di importanti aggiustamenti: i tassi negli US rimarranno prossimi allo zero fino alla seconda metà del 2014.

Tali fattori, in presenza di moderate spinte inflazionistiche favoriranno la prosecuzione del movimento di steepening delle curve in atto.

Cruciale nel 2012 sarà la risoluzione definitiva ed ormai non più procrastinabile del problema della sostenibilità del debito dei paesi periferici dell'area Euro dopo l'efficace ma "provvisorio" supporto fornito attraverso la massiccia iniezione di liquidità a basso costo (LTRO): forme di aumento della unificazione fiscale dell'Area e un ruolo più "ufficiale" della BCE quale garante di ultima istanza, appaiono una come l'unica alternativa ad una progressiva disgregazione dell'Unione monetaria che avrebbe conseguenze al momento difficilmente valutabili.

Continueremo a mantenere un atteggiamento di estrema prudenza sulle emissioni dei Paesi che dimostreranno di dipendere totalmente dai programmi di sostegno Comunitario avendo perso la facoltà di accedere direttamente al mercato (Portogallo, Grecia,) mentre confermiamo l'atteggiamento molto costruttivo nei confronti delle emissioni italiane sul tratto fino a cinque anni e sulle curve degli emittenti sovranazionali e delle agenzie governative.

Differenziali di rendimento

Nel corso del 2011, nonostante il miglioramento dei ricavi, il controllo dei costi occupazionali, e il contenimento delle spese in conto capitale abbia consentito a molte società di migliorare ulteriormente le condizioni di cassa e di ridurre il livello del debito, gli spread dei titoli corporate hanno sofferto, a partire dall'estate, del "contagio" proveniente dalla crisi di fiducia sugli emittenti Governativi e dei conseguenti timori sul futuro del ciclo economico.

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 comunque contenuto l'effettivo "repricing" dell'assetclass.

Il settore finanziario, che rappresenta gran parte dell'universo investibile, ha seguito in modo più diretto la crisi dei Governativi; dopo il decisivo intervento di Dicembre 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 rappresenta probabilmente oggi la migliore opportunità di rendimento aggiustato per il rischio nello spazio del credito.

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 crudescenza della negatività del ciclo si potrebbe assistere ad una nuova fase di allargamento degli spread con conseguente perdita di liquidità del mercato secondario.

Mercato azionario

Considerando, come sempre, i tre pilastri dell'investimento nei mercati azionari (prospettive economiche, valutazioni di mercato, sentiment degli investitori) quali driver del posizionamento nel 2012 possiamo affermare che l'anno appare caratterizzato da una rara combinazione piuttosto positiva: la combinazione di valutazioni estremamente convenienti (sia in termini assoluti che relativi), e un sentiment ancora molto prudente soprattutto per quanto attiene al mercato Europeo rimarranno infatti sicuramente un elemento di sostegno anche in un'eventuale fase di volatilità determinata da un eventuale ulteriore rallentamento del ciclo economico. alle exit strategies di politica economica.

Il principale rischio per questo scenario rimane legato a "rischi di coda" tra i quali il maggiore continua ad essere quello di un completo "deragliamento" del processo di consolidamento fiscale dell'Area Euro che sfoci in una possibile forma di breakup. Tale rischio, pur ritenuto non probabile, è accentuato dalle frequenti scadenze elettorali in Europa (e non solo) previste nel 2012.

Dopo un anno 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 (più frequenti) fasi nelle quali la crescente avversione al rischio ha determinato una esplosione della correlazione al ribasso, ci aspettiamo che l'attesa fase di "normalizzazione" possa restituire valore all'attività di stock picking. E' probabile che le azioni high quality possano risultare più performanti di quelle lowquality.

Valute

La crisi intrinseca dell'Euro, minato dalle note problematiche di crescita, debito e squilibri interni potrebbe favorire il perdurare di fasi, anche prolungate, di sovraperformance del Dollaro e di altre valute "rifugio" rappresentative di economie caratterizzate da basso debito e bilancia commerciale positiva, viste come unica reale possibilità di diversificazione in un contesto nel quale i tradizionali "investimenti rifugio" (oro, Titoli di Stato e Monetari dei Paesi Core etc..) sono diventati progressivamente tanto "costosi" da rappresentare a loro volta una fonte di rischio potenziale per i portafogli.