



**Documento Programmatico Previsionale
2012**

Fondazione Cassa di Risparmio di Vignola

Documento Programmatico Previsionale 2012

<u>Contenuti</u>	Pagina
1. Premessa.....	2
2. Strategie.....	2
3. Settori di intervento.....	3
4. Bilancio previsionale di missione.....	3
a. Settore "Arte, Attività e Beni Culturali".....	4
b. Settore "Educazione, Istruzione e Formazione".....	4
c. Settore "Ricerca Scientifica e Tecnologica".....	4
d. Residuo da impegnare.....	4
e. Riepilogo delle disponibilità.....	5
5. Scenario Macroeconomico 2011 (a settembre 2011).....	5
6. Linee guida della gestione 2011.....	9
7. Politiche di investimento per l'ultimo trimestre 2011 e per l'esercizio 2012...	11

Documento Programmatico Previsionale 2012

1. PREMESSA

Il Documento Programmatico Previsionale, che ha lo scopo di identificare le linee operative attraverso le quali gestire l'attività della Fondazione nell'esercizio 2012, è redatto in ottemperanza alle prescrizioni dell'Atto di indirizzo del Ministero del Tesoro emanato il 5 agosto 1999, degli artt. 19 e 25 dello Statuto della Fondazione e degli artt. 4 e 5 del Regolamento per le modalità di intervento nei settori rilevanti.

L'art. 19 dello Statuto della Fondazione prevede, tra i compiti del Comitato di gestione, quelli di proposta e impulso dell'attività dell'ente nell'ambito dei programmi, delle priorità e degli obiettivi stabiliti dal Consiglio.

L'art. 25, secondo comma, dello Statuto prevede che "entro il mese di ottobre di ogni anno il Consiglio approva il Documento Programmatico Previsionale relativo all'esercizio successivo e lo trasmette entro 15 giorni all'Autorità di Vigilanza".

L'art. 4 del "Regolamento per le modalità di intervento nei settori rilevanti" stabilisce che il Documento Programmatico Previsionale contempli il riparto delle risorse disponibili tra i settori di intervento nei quali la Fondazione determina tempo per tempo di svolgere la sua attività.

L'art. 5 dello stesso Regolamento individua i criteri di ripartizione delle risorse tra i settori identificati nel piano triennale corrente, adottato dall'Organo di indirizzo nella seduta del 21 settembre 2007, confermato nella seduta del 25 settembre 2009 per il triennio 2008-2010 e ulteriormente confermato nella seduta del 24 settembre 2010 per il triennio 2010-2013.

Oltre che ai prioritari impegni per la gestione e la manutenzione degli immobili facenti parte della dotazione istituzionale, la Fondazione continuerà ad operare su progetti culturali, artistici, educativi e di ricerca, dando preferenza alle iniziative direttamente realizzate ed a quelle ritenute di interesse prioritario sul territorio.

Proseguirà, inoltre, la modalità di attribuzione di risorse a enti senza scopo di lucro con il collaudato sistema dei bandi.

Il ruolo sarà, comunque, sussidiario e non alternativo o surrogatorio di quello riservato agli enti pubblici, secondo una logica di collaborazione con le realtà operanti sul territorio.

Una parte importante delle risorse disponibili sarà necessariamente destinata a interventi che, per loro natura, possono considerarsi pluriennali.

2. STRATEGIE

L'organo di indirizzo ha individuato i settori rilevanti di intervento ai quali destinare contributi e ha definito gli obiettivi generali, le linee di operatività e le priorità degli interventi. Tale linea guida viene rispettata nel Documento Programmatico Previsionale ai fini della pianificazione degli interventi, della definizione delle risorse disponibili e della identificazione delle iniziative che la Fondazione intende realizzare o sostenere nell'esercizio di competenza.

La Fondazione opererà esclusivamente nell'ambito dei settori ammessi ed in via prevalente in quelli definiti rilevanti a cui dovrà essere destinato almeno il 50% del reddito disponibile al netto delle spese di funzionamento, degli oneri fiscali e delle riserve obbligatorie e facoltative.

Alla luce delle indicazioni contenute nella delibera consigliare del 30 settembre 2011 si propone il mantenimento dei livelli erogativi raggiunti negli anni precedenti, sia in considerazione della necessità di continuare a supportare in modo adeguato il territorio, che delle esigenze derivanti dal nuovo progetto di ristrutturazione di Villa Trenti.

Nonostante il prevedibile calo di redditività degli investimenti nell'anno corrente e nei successivi, il ricorso a fondi capienti accantonati a fini erogativi nel corso di precedenti esercizi, consente di mantenere il livello erogativo raggiunto.

La ripartizione delle risorse tra i vari settori di intervento tiene conto della necessità di accantonare, mediante stanziamenti annuali, le risorse necessarie per il progetto di Villa Trenti, con conseguente riduzione delle risorse negli altri settori.

Tiene conto, inoltre, della particolarità del momento storico che ha messo a dura prova molte famiglie, che consiglia di contenere il più possibile la riduzione delle risorse a favore delle attività socialmente orientate.

A tal proposito i Sindaci dell'Unione Terre di castelli hanno manifestato l'intenzione di proporre la costituzione di un fondo a favore delle famiglie bisognose con figli minori, cui si ritiene di aderire.

Di conseguenza, le riduzioni maggiori vanno ad incidere sui settori "Arte, attività e beni culturali" (per il quale sono previste comunque risorse sufficienti a realizzare i progetti in corso e ad assicurare il sostegno di tutte le iniziative in essere) e di "Ricerca scientifica e tecnologica" (nel quale l'accantonamento già effettuato negli esercizi precedenti per il Polo Tecnologico rende superflua una ulteriore implementazione dello stesso).

3. SETTORI DI INTERVENTO

La Fondazione ha operato ed opererà in modo prevalente nei seguenti settori rilevanti:

Arte, attività e beni culturali
Educazione, istruzione e formazione
Ricerca scientifica e tecnologica.

Le residue disponibilità saranno assegnate in via prioritaria ad altri settori ammessi:

protezione e qualità ambientale
crescita e formazione giovanile
famiglia e valori connessi
volontariato, filantropia e beneficenza
assistenza agli anziani
salute pubblica, medicina preventiva e riabilitativa
prevenzione e recupero delle tossicodipendenze
patologie e disturbi psichici e mentali
riservando particolare attenzione al settore sociale.

Ai sensi dell'art. 3 del vigente Statuto, il territorio di riferimento è identificato: "nella provincia di Modena, compreso fra la via Emilia e la dorsale appenninica, incentrando preminentemente la propria azione nel territorio dei Comuni di Vignola, Spilamberto, Marano s. Panaro e Savignano s. Panaro, nei quali ha la propria radice storica".

4. BILANCIO PREVISIONALE DI MISSIONE

Per il 2012, come per l'esercizio in corso, gli interventi verranno effettuati utilizzando parte delle risorse già accantonate nei precedenti esercizi nei Fondi per le attività d'istituto. Ciò per evitare che l'andamento dei mercati o altri eventi straordinari possano influire sulla entità delle somme destinate alle erogazioni.

L'avanzo dell'esercizio 2012 verrà attribuito agli stessi Fondi a presidio della futura attività erogativa.

Si illustrano, di seguito, sinteticamente, le iniziative ipotizzate, di cui la maggior parte a carattere ricorrente o pluriennale.

A. SETTORE “ARTE, ATTIVITA’ E BENI CULTURALI”

Importo disponibile euro 830.000,00 (DPP 2011 euro 920.000,00)

La Fondazione finalizzerà prevalentemente le proprie risorse nella conservazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare storico-monumentale e nel sostegno di iniziative di carattere culturale, musicale e teatrale con particolare riferimento a:

- Conservazione e valorizzazione Castello: proseguiranno, per stralci, i lavori di intervento, metodologici e scientifici, inerenti la manutenzione straordinaria dell’edificio e delle pertinenze ed il loro restauro con particolare riferimento alla sala delle Colombe e alla Rocchetta.
- Gestione Castello: il finanziamento riguarda essenzialmente i puri costi di gestione ordinari del Castello e delle pertinenze quali costi del personale, utenze e manutenzioni ordinarie, locazione di magazzino-deposito ed altri oneri connessi.
- Attività artistiche, musicali e teatrali: si prevede di ripetere iniziative che già hanno riscosso successo nelle precedenti edizioni, quali “Suoni entro le mura”, “Poesia Festival”, “Grandezze e Meraviglie”, anche ai fini di valorizzare la Rocca.

Grande attenzione verrà riservata anche alla promozione delle attività teatrali con il sostegno alle attività del nuovo Teatro Fabbri di Vignola.

- Eventuali altri interventi di valorizzazione e conservazione di edifici storici, o sostegno di attività culturali nell’area di intervento della Fondazione, da individuare preferibilmente in collaborazione con gli enti preposti.

B. SETTORE “EDUCAZIONE, ISTRUZIONE E FORMAZIONE”

Importo disponibile euro 530.000,00 (DPP 2011 euro 310.000,00)

Si ritiene prioritario indirizzare l’attenzione prevalentemente al sistema dell’istruzione nel suo complesso, con particolare riferimento alle scuole di ogni ordine e grado, comprese nell’ambito territoriale della Fondazione.

Pare inoltre opportuno confermare il sostegno a quelle iniziative, pluriennali e già consolidate, che hanno dato buona prova di sé: un Treno per Auschwitz, Festival del Teatro dei ragazzi di Marano sul Panaro, Intraprendere.

Per quanto concerne Villa Trenti, viene accantonata la somma di euro 300.000,00 al fine di iniziare a costituire le risorse necessarie al progetto di ristrutturazione.

C. SETTORE “RICERCA SCIENTIFICA E TECNOLOGICA”

Importo disponibile euro 170.000,00 (DPP 2011 euro 270.000,00)

Il sostegno al settore, già attivo da parecchi esercizi, proseguirà nei confronti di tutti gli enti del territorio, ma con particolare attenzione nei confronti:

- delle iniziative di ricerca applicata mediante la collaborazione col Consorzio Democenter-Sipe;
- delle altre attività di ricerca, anche mediante la collaborazione con altre Fondazioni;
- dell’avvio del progetto Polo Tecnologico SIPE mediante utilizzo delle risorse già accantonate, una volta che venga approvato dal Consiglio il relativo progetto.
- del Centro di Documentazione della Fondazione, che proseguirà l’attività di ricerca di fonti storiche, di collaborazione con le istituzioni locali, di divulgazione delle conoscenze acquisite a favore del territorio.

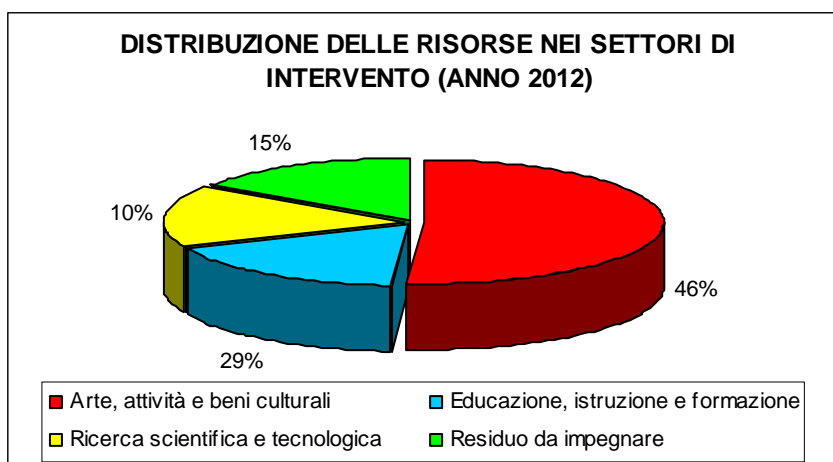
D. RESIDUO DA IMPEGNARE

Importo disponibile euro 270.000,00 (DPP 2011 euro 300.000,00)

La residua disponibilità sarà ripartita come già anzidetto tra gli altri settori ammessi, con particolare riguardo alle attività socialmente orientate e al fondo destinato al sostegno delle famiglie bisognose con figli minori, che verrà realizzato dall’Unione Terre di Castelli.

E. RIEPILOGO DELLE DISPONIBILITA'

	Totale disponibilità
- Arte, attività e beni culturali	830.000,00
- Educazione, istruzione e formazione	530.000,00
- Ricerca scientifica e tecnologica	170.000,00
- Residuo da impegnare	270.000,00
TOTALE	1.800.000,00



5. SCENARIO MACROECONOMICO 2011 (A SETTEMBRE 2011)

Coerentemente con le indicazioni fornite dai gestori patrimoniali, oltreché dai dati disponibili relativamente al portafoglio della Fondazione, si può affermare quanto segue.

I primi nove mesi del 2011 sono stati caratterizzati da quattro distinti movimenti del mercato.

1) I primi due mesi dell'anno hanno visto i mercati azionari mondiali crescere in maniera interessante, anche se con importanti differenze geografiche, aprendo l'anno sotto i migliori auspici.

2) Questo rialzo ha trovato la prima interruzione con l'inizio della guerra in Libia e soprattutto con il terremoto in Giappone quando, sulla scia dei timori nucleari, i mercati azionari hanno stornato violentemente, perdendo in alcuni casi tutto quello che avevano guadagnato in due mesi e segnando a metà Marzo il minimo (relativo) da inizio anno.

3) Superati i timori nucleari e sulla scia di dati aziendali ancora positivi, il mercato si è ripreso, registrando un rialzo sui listini durato sostanzialmente fino alla fine di Aprile.

4) Da Maggio, i timori legati ai paesi periferici dell'area euro ed allo stallo politico degli USA hanno affossato le borse mondiali, ed europee in particolare, portandole ai minimi degli ultimi due anni. Questo movimento al ribasso è ancora in atto.

Questi sono stati i "macro-movimenti" del mercato azionario, ma l'altro grande elemento di interesse e preoccupazione per il 2011 è stato l'allargamento dello spread tra il rendimento dei titoli governativi dei paesi periferici dell'area euro e le obbligazioni tedesche. Questo allargamento ha penalizzato soprattutto i titoli di stato italiani che sulle scadenze decennali hanno visto il proprio rendimento salire a 400 punti base (4%) in più dei pari scadenza tedeschi. Ad oggi le preoccupazioni sui debiti sovrani non sono ancora del tutto superate, anche se si

stanno prendendo importanti decisioni in ambito europeo per risolvere la crisi greca che potrebbero, almeno parzialmente, rassicurare i mercati.

Mercati finanziari

Il mese di **Gennaio** ha visto l'indice Msci Mondo apprezzarsi dell'1,4% in valuta locale (-0,9% in euro), con importanti differenze a livello di performance geografica. I mercati sviluppati hanno sovraperformato l'indice Msci Mondo, con gli Usa (+2,4%), l'Europa (+1,9%), il Giappone (+1,3%) e Hong Kong (+2%) tutti in territorio positivo in valuta locale. All'interno delle macro aree recuperano in maniera decisa il mercato italiano e spagnolo con rialzi tra il 9 e il 10%, su riassicurazioni del miglioramento economico e fiscale dell'Eurozona, con l'euro che ne beneficia in maniera particolare contro tutte le principali valute, dollaro e yen compresi (+2,5%, +3,5%). Nel mese degna di nota è stata la sottoperformance dei mercati emergenti, sia in valuta locale che in euro, con importanti correzioni che hanno riguardato l'India, l'Indonesia, la Thailandia e le Filippine (nell'ordine del 10-15% in euro) e mercati come il Brasile (-6,5% in euro) e la Turchia (-12% in euro). Hanno pesato le vicende egiziane con i timori di un allargamento del malcontento alle aree limitrofe. La stagione della reportistica societaria ha inoltre rassicurato sullo stato di salute delle società a livello globale. In particolare, l'Europa ha mostrato un'ottima ripresa anche a livello di fatturato e non solo di utili, grazie alla debolezza dell'euro, che ha aiutato le imprese europee durante il 2010. In generale si nota che il tema dell'inflazione è quello più attentamente indagato dagli investitori. Il violento rialzo dei rendimenti di Bund e Treasuries va appunto in questa direzione e rappresenta la sfida del 2011 per i mercati azionari.

Il mese di **Febbraio** ha visto in generale estendere il rally dei mercati azionari (Msci Mondo +2,3% in valuta locale), che tuttavia dai massimi raggiunti a metà mese (S&P 500 ha toccato i massimi degli ultimi 32 mesi) ha successivamente ritracciato per l'aggravarsi delle tensioni libiche e il rialzo del prezzo del petrolio. I mercati emergenti, asiatici in particolare (Msci Asia ex Japan -3,7%) hanno continuato a sottoperformare quelli sviluppati, subendo le prese di profitto degli investitori esteri dopo la performance del 2010. Gli investitori sono infatti preoccupati che la ripresa dell'inflazione, complice l'accelerazione del prezzo del petrolio a quota 100 USD al barile (97 per quello statunitense WTI e 112 per quello europeo), possa minare la crescita dei paesi in via di sviluppo. L'apprezzamento delle materie prime è stato determinato dal rafforzamento delle prospettive di crescita dell'economia a livello globale, grazie alla forza dei paesi in via di sviluppo, che sta beneficiando anche quelli sviluppati. Nel mese il rischio geopolitico è stato la fonte di turbativa più importante, per il timore che disordini si potessero estendere a paesi come l'Arabia Saudita, il principale membro dell'OPEC e quindi potessero provocare aumenti del greggio, molto superiori a quelli attuali.

Il mese di **Marzo** è stato caratterizzato da vari eventi eccezionali che hanno provocato una modesta correzione dei mercati (Msci World -0,6% in valuta, -3% in euro) e un aumento della volatilità, che però hanno avuto breve durata. La serietà del terremoto in Giappone, tra i peggiori del secolo, ha avuto come conseguenza di breve quella di scatenare le paure di un imminente disastro atomico, il che ha avuto effetti particolarmente negativi sia sulla borsa giapponese (-8% in valuta, -11% in euro) che sulle società coinvolte nel business nucleare. In questo contesto il settore delle aziende di pubblica utilità (-7%) ha particolarmente sofferto, su speculazioni di chiusure di impianti nucleari datati e maggiori costi di gestione degli stessi. Nel mese i mercati asiatici ex Giappone (+5,1%) e quelli emergenti (+4,3%) hanno sovraperformato in maniera decisa gli indici sviluppati tra cui Msci Europe (-1,9% in valuta locale, -3,6% in euro) e S&P 500 (0% in valuta, -2,8% in euro). Negli USA, dove la politica monetaria è rimasta espansiva, sono presenti voci di dissenso sulla necessità di portare avanti il quantitative easing, mentre i dati d'inflazione in Gran Bretagna segnalano rischi inflattivi in aumento.

Il mese di **Aprile** è stato caratterizzato da mercati globalmente positivi, con l'indice Msci Mondo a +2,1% in valuta locale. E' ancora molto evidente la predilezione degli investitori per i mercati sviluppati (Msci Europa +3,4%, Usa +3%) verso quelli asiatici (Msci Asia ex Giappone +2,3%) ed emergenti (Msci Globale Emergente a +0,8%). Il clima di ottimismo è stato aiutato dalla

stabilizzazione della situazione geopolitica in Medio Oriente e in Giappone. La stagione degli utili societari ha confermato la solidità della ripresa in atto. Materie prime e finanziari sono stati i settori dove i risultati sono stati maggiormente superiori al consenso, di circa un 13%. Sono però i movimenti valutari che hanno più inciso nel determinare il rendimento degli investitori: la debolezza del dollaro, che da inizio anno si è deprezzato dell'8% verso le principali valute e del 10% verso l'euro, è stato il tema dominante anche nel mese di aprile, soprattutto dopo le dichiarazioni ancora accomodanti di Bernanke, orientato a mantenere a lungo i tassi nell'intorno dello zero, e ai dati di GDP statunitense del primo trimestre leggermente sotto le attese. In Cina le paure di ripresa dell'inflazione e della moderazione della crescita continuano a pesare sul *sentiment* degli investitori e sulla performance dei principali mercati emergenti. Il rally dei metalli preziosi con l'oro che ha superato 1500 USD all'oncia e l'argento che segna il più forte rialzo mensile degli ultimi 28 anni (+57% nel 2011 in Usd) continuano a testimoniare che le paure di una accelerazione dell'inflazione anche nei paesi sviluppati, alimentata dalla politica monetaria Usa, sono molto forti tra i partecipanti al mercato, che continuano a prediligere asset reali.

Il mese di **Maggio** è stato caratterizzato da una generale correzione dei mercati azionari e dalla decisa sovraperformance dei mercati obbligazionari. L'indice Msci Mondo ha subito una correzione dell'1,3%, con i mercati emergenti che sottoperformano in maniera decisa sia nel mese (-1,6%) che da inizio anno (-0,2% vs +3,9% del Msci Mondo). Le paure di moderazione della crescita economica negli USA e nei mercati emergenti, come testimoniato da indici previsionali come l'Ecric e il PMI cinese, hanno aumentato l'avversione al rischio degli investitori, che hanno ridotto l'esposizione azionaria globale a favore delle obbligazioni governative, in particolare statunitensi e tedesche. Tale *sentiment* negativo ha provocato un recupero dei settori difensivi, molto penalizzati nel passato biennio, con rimbalzi superiori al 5% per beni durevoli e farmaceutici. In questo contesto hanno corretto molto le materie prime, in particolare i metalli industriali e preziosi come l'argento (-21%). Il petrolio è stato ulteriormente penalizzato dalla stabilizzazione della situazione mediorientale, con perdite nel mese del 7% per il Brent europeo e del 10% per il WTI americano. Un altro tema che ha inciso negativamente sui mercati azionari e arrestato l'apprezzamento dell'euro sul dollaro sono state le speculazioni sulla situazione greca e sulle modalità di ristrutturazione del debito.

Il mese di **Giugno** è stato caratterizzato da una globale debolezza dei mercati finanziari (Msci Mondo -1,6%), dovuta al cauto posizionamento degli investitori, preoccupati del rallentamento della crescita in Usa, con gli ultimi dati manifatturieri (ISM uscito sotto le attese a 53,5 vs 57,1 atteso) e occupazionali (nuovi occupati di maggio a 54 mila vs 165 mila attesi) deboli. La correzione si è ridimensionata nelle ultime due settimane, con un deciso rally delle borse, causato dall'approvazione del Parlamento greco di un nuovo piano di austerità per 78 miliardi di euro e dalle proposte delle banche francesi e tedesche di aderire volontariamente ad un piano di ristrutturazione del debito greco, allungando le scadenze dei titoli detenuti. Il 30 Giugno è anche terminato il programma di riacquisto dei titoli obbligazionari governativi da parte della Fed, noto come QE2, che ha provocato un deprezzamento del decennale Usa, con il rendimento che dal 3,06% di Maggio ha terminato il mese al 3,16%. Il deprezzamento del decennale è avvenuto anche in corrispondenza di dati americani più deboli, che hanno creato nel mercato attese per un nuovo programma di monetizzazione del debito noto come QE3. In Europa è atteso per il 7 luglio un rialzo dei tassi da parte della BCE di 25 punti base e gli investitori si focalizzeranno sul linguaggio utilizzato da Trichet per determinare la possibilità di ulteriori rialzi, anche in un contesto di periferia europea ancora in sofferenza (allargamento di 10 punti base sul decennale italiano). La correzione non ha risparmiato nemmeno l'oro che è sceso del 2% in dollari a 1504\$ all'oncia, molto deboli le materie prime in generale (petrolio -7,1%). Tra le valute l'euro ha recuperato quota 1,45 vs Usd (+1%).

I mesi di **Luglio, Agosto e Settembre** sono stati tutti, sostanzialmente, guidati dai timori per la questione "paesi periferici dell'area euro". I timori per il fallimento della Grecia e il conseguente allargamento degli spread di rendimento per le obbligazioni italiane e spagnole hanno enormemente penalizzato anche il mercato azionario. L'indice EuroStoxx50 da inizio Maggio ai

minimi di Settembre ha perso il 33,7% del suo valore. Nello stesso periodo lo spread sui titoli decennali italiani è passato da 150 bps a circa 380 bps.

Più in dettaglio, la tendenza ribassista di Luglio si è confermata ad inizio Agosto principalmente a causa delle preoccupazioni circa un acuirsi del rischio sovrano. Il mese è stato segnato anche da due elementi apparentemente contraddittori: il taglio del rating da parte di Standard & Poor's del debito americano il 5 agosto (da AAA a AA+, con prospettive negative) e un'importante progressione del mercato obbligazionario americano. Malgrado il deterioramento del rating, i titoli del tesoro americano restano l'investimento rifugio per antonomasia, cosa che è stata testimoniata dal comportamento degli investitori. L'impegno preso dalla Fed di mantenere i tassi bassi fino almeno a metà del 2013 e dati economici deboli hanno contribuito alla progressione del mercato obbligazionario. I tassi tedeschi e americani di lungo periodo sono scesi, il prezzo dell'oro ha fatto segnare un massimo storico a 1.910\$ l'oncia nella sessione del 23 agosto quando allo stesso tempo il comparto azionario faceva segnare un forte ribasso. La ripresa del programma della BCE di acquisto di obbligazioni sovrane, in particolare italiane e spagnole, ha permesso ai tassi a lungo termine di questi paesi di scendere. Guidati dalla scarsa fiducia nei confronti dei governi, gli investitori hanno rimesso in discussione la capacità dei membri della zona euro di portare a termine il secondo piano di salvataggio della Grecia annunciato il 21 luglio scorso. Di fronte alle problematiche dei mercati, i capi dei governi francese e tedesco si sono incontrati il 16 agosto per difendere l'idea di una tassa sulle transazioni finanziarie e inoltre di una governance economica comune per i membri della zona euro. Gli investitori non si sono peraltro convinti di queste proposte e le paure di una riduzione del rating della Francia e della Germania si sono amplificate mentre l'insieme del settore bancario era sotto pressione a causa delle indiscrezioni su un'eventuale mancanza di liquidità di alcuni istituti finanziari.

L'aumento dei rischi di una recessione negli Usa dopo la pubblicazione dei dati economici deludenti, hanno ulteriormente fomentato le paure degli investitori. I sondaggi presso le imprese effettuati dalla Fed di Filadelfia sono usciti molto in ribasso: a -30.7 in Agosto (contro un consenso di +2), il livello raggiunto dall'indice corrisponde a un'economia in recessione. Il taglio del rating americano in seguito al dibattito estenuante circa l'aumento del plafond del debito ha, allo stesso modo, fatto scendere gli indicatori di fiducia delle famiglie. Il moltiplicarsi degli indicatori che andavano nello stesso senso negativo ha accresciuto il pessimismo degli investitori e ha condotto il comitato di politica monetaria della Riserva Federale (FOMC) a mantenere i tassi dei fondi federali invariati fino al 2013. Gli indicatori macroeconomici europei sono stati essi stessi deludenti. La crescita del PIL del secondo trimestre è stata molto debole, dello 0.2% nella zona euro con una stagnazione in Francia e un aumento anemico in Germania (+0.1%) in ragione di una discesa dei consumi. Le misure di austerità messe in piedi nella maggior parte dei paesi membri pesano sulla fiducia delle famiglie e sull'attività mentre il mercato del lavoro migliora solo marginalmente. Di fronte a questo clima congiunturale debole su entrambe le sponde dell'Atlantico, gli analisti privati e pubblici hanno rivisto al ribasso la crescita per il 2011 e il 2012, incrementando ulteriormente lo smarrimento degli investitori.

Di fronte a questo flusso continuo di notizie negative, e malgrado il divieto di vendite allo scoperto su alcuni istituti finanziari, la maggioranza delle principali borse hanno fatto segnare in Agosto il ribasso mensile più importante da inizio anno. L'indice S&P 500 ha subito una correzione mensile del 5.7%; tutti i settori scendono e spiccano in negativo il settore dell'energia (-7.2% per il WTI) e dei titoli finanziari. In Europa, l'Eurostoxx 50 ha conosciuto un mese di Agosto particolarmente nero, visto che segna una contrazione del 13.8% a causa delle difficoltà del settore bancario. In Italia l'indice Il Ftse Italia All Share è sceso del 15.3%. I comparti che hanno segnato il calo più consistente sono stati quello dei consumi ciclici con un ribasso del settore auto e componenti e il bancario con Intesa San Paolo a -29.8% e Unicredito a -26.6%). Il settore telefonico (-4.8%) e alimentare (-5.5%) sono stati al contrario tra i settori meno penalizzati dal forte calo degli indici. Questi diversi elementi, hanno allo stesso modo pesato sul CAC 40 che termina in discesa dell'11.3% mentre il DAX tedesco corregge del 19.2% penalizzato dal carattere ciclico della sua composizione nel momento in cui emergono alcune paure sulla crescita dell'economia tedesca. La borsa di Tokyo chiude in ribasso dell'8.9%; la

forza dello yen non permette all'indice Nikkei 225 di approfittare della ripresa della produzione in Giappone dopo le difficoltà di approvvigionamento seguite allo tsunami. I mercati emergenti scendono del 9.2% segnando il peggior mese dall'ottobre del 2008 e causando la rottura della banda di oscillazione stretta che era in vigore dall'ottobre scorso. La prima causa di questa discesa è da ricercare nei dati economici deludenti dei paesi sviluppati e della conseguente "flight to quality". D'altra parte, grazie a utili già rivisti in modo significativo e già prezzati nei prezzi, gli indici hanno fatto segnare una forte ripresa a partire dal 22 Agosto, con l'indice dei mercati emergenti in rialzo del 6.2%. I mercati emergenti chiudono comunque il mese sottoperformando i mercati sviluppati di 190 punti base. A livello di area geografica, l'America Latina fa segnare la performance migliore a -5.9%. L'area emergente scende dell'8.5% mentre l'Asia segna un -10.6%. A livello settoriale, i settori più difensivi si comportano meglio (settore telefonico -1.4%, e i consumi durevoli -2.4%) mentre i settori ciclici segnano le performance peggiori (consumi ciclici -7.3%, industriali -12.2%, energia -11.5%, tecnologia -11.2%).

I mercati azionari europei ed asiatici hanno continuato il movimento di correzione anche ad inizio Settembre, principalmente a causa delle preoccupazioni fiscali della zona euro. Anche il cambio Euro/Dollaro è stato influenzato da queste notizie e, dopo essersi mosso in un intervallo ampio (1.40-1.45) in Agosto, è passato sotto 1.36 il 12 settembre. Una volta diventato chiaro, la prima settimana del mese, che il governo greco stava ancora una volta (e di molto) mancando i propri obiettivi di riduzione del deficit, un default della Grecia è apparso una possibilità imminente. Come di consueto, l'interdipendenza fra il rischio sovrano ed il settore bancario significa che le banche europee continuano a essere sotto una pressione particolarmente forte. Un esempio di ciò è il focus attuale sulle banche francesi, con la riduzione del merito di credito da parte di Moody's su Société Generale e l'outlook negativo su Credit Agricole e BNP. I mercati azionari hanno fatto registrare un altro forte movimento al ribasso mercoledì 21 e giovedì 22 settembre dopo che la FED ha annunciato la cosiddetta "Operation Twist", nel tentativo di abbassare i tassi a lungo termine per sostenere l'economia. Gli investitori si sono focalizzati sulle prospettive economiche peggiori, e sono apparsi scettici di fronte alla possibilità che le nuove misure possano migliorarle. La FED non ha più citato i fattori temporanei come causa di rallentamento e ha messo l'accento sui rischi significativi di recessione. Questo non dovrebbe essere una novità, poiché le previsioni del consensus sono cambiate nella stessa direzione ma la notizia è arrivata insieme alla pubblicazione del World Economic Outlook e del Financial Stability Report del FMI, allo stesso modo non rassicuranti.

6. LINEE GUIDA DELLA GESTIONE 2011

Gestione Azimut

Il gestore ha iniziato l'anno con un'esposizione azionaria del 13% e un portafoglio obbligazionario principalmente posizionato su CCT corti, BOT e BTP a 1-3 anni. Presente anche una diversificazione in Bund tedeschi e una piccola diversificazione in *corporate* di buona qualità, con una *duration* complessiva del portafoglio di circa 1 anno.

A Febbraio, la componente azionaria è stata abbassata al 10%, mentre è stata sostanzialmente mantenuta quella obbligazionaria, sebbene con un leggero rialzo della *duration* (16 mesi).

A Marzo il portafoglio non ha subito variazioni di rilievo, se non con una piccola esposizione verso i paesi emergenti.

Ad Aprile la componente azionaria si attestava ancora attorno all'11%, mentre la parte obbligazionaria vedeva incrementare la posizione in Bund tedeschi (circa il 20% del portafoglio), con un ulteriore incremento della *duration* complessiva (circa 20 mesi).

A Maggio, con l'aumento dei timori relativi alla crisi dei paesi periferici dell'area euro è stata fortemente ridotta la componente azionaria, scesa al 3,5%, e incrementato il peso delle obbligazioni tedesche in portafoglio. La *duration* è stata portata a circa 34 mesi.

A Giugno si è aumentata la posizione azionaria (circa 11% del portafoglio) e bilanciato le posizioni Btp-Bund in portafoglio, con una *duration* di circa 30 mesi.

Una nuova diminuzione della componente azionaria è stata operata a Luglio, portandone il peso al 5,5%. Sul fronte obbligazionario è stata venduta la parte lunga del portafoglio (Btp e Bund) a favore della componente Bund a breve scadenza, portando la *duration* a circa 16 mesi. Nello stesso periodo si è aumentata all'11% la componente *corporate*.

Ad Agosto il gestore si è soprattutto focalizzato sulla difesa del portafoglio, quasi azzerando a inizio mese il peso delle azioni (1,5%). Sul fronte obbligazionario è stata mantenuta la diversificazione tra Btp e Bund con *duration* a circa 15 mesi.

A Settembre viene aumentata la componente di Btp in portafoglio, cercando di cogliere i buoni rendimenti che i titoli di stato italiani offrono sul fronte delle cedole annuali.

Gestione BNP-Paribas

La costruzione del portafoglio ha tenuto conto delle particolari condizioni di mercato di fine Luglio 2011 (avvio del mandato). I dati deludenti sulla crescita economica e l'aumento dell'avversione al rischio legati ai problemi di debito sovrano della zona euro, hanno portato il gestore a essere più prudente di quanto inizialmente previsto. Il Portafoglio è stato così costruito:

- il 3% in azioni europee, rispetto al 5% suggerito nella proposta iniziale e al 15% massimo raggiungibile;
- il 5% in obbligazioni convertibili;
- il 58% in obbligazioni governative a tasso sia fisso che variabile;
- il 5% in un *covered bond*;
- il 29% circa in obbligazioni *corporate*.

Nella costruzione del portafoglio *corporate* sono stati privilegiati emissioni di grandi aziende che offrono un'elevata affidabilità del merito di credito e dei livelli interessanti di rendimento. L'esposizione al comparto finanziario è significativa, visti i livelli di spread estremamente attraenti; in particolare sono state privilegiate emissioni subordinate LT2 con call option molto breve giudicate dal gestione particolarmente sottovalutate. Per quanto concerne il comparto industriale sono state scelte emissioni a tasso fisso su scadenza a 2/3 anni di emittenti che offrono spread elevati rispetto al resto del mercato, con fondamentali in miglioramento a seguito di interventi di ristrutturazione.

Il portafoglio ha sofferto la grande volatilità e debolezza dei mercati azionari, che in Europa hanno perso, nel solo mese di Agosto, circa il 14%. L'investimento in obbligazioni convertibili ha sofferto nel mese di Agosto l'allargamento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni *corporate* (*investment grade* e *high yield*) e dei ribassi del mercato azionario. Sul lato obbligazionario, soprattutto gli strumenti a tasso variabile (Cct) sono stati particolarmente penalizzati nelle fasi di maggior avversione al rischio, vista la loro assenza dai principali *benchmark* di riferimento e la loro minore liquidità.

Portafoglio diretto

Con la consulenza di Prometeia Advisor Sim Spa e nell'ambito delle linee guida deliberate dal Consiglio della Fondazione nella seduta del 24 settembre 2010, da un lato, si è giunti a un equilibrio fra la quota di portafoglio detenuta direttamente e quella affidata in gestione, riducendo il peso di quest'ultima rispetto ai valori di inizio anno, dall'altro si sono effettuati interventi sulla composizione del portafoglio diretto: a) incrementando la posizione di lungo periodo in un pacchetto di titoli azionari italiani caratterizzati da buoni fondamentali e alti *dividend yield* correnti e prospettici; b) incrementando la componente obbligazionaria tramite *corporate* italiani del settore *utility* e titoli di stato italiani; c) inserendo due fondi a bassa volatilità e strategie decorrelate; d) approntando in chiave tattica una componente di liquidità (Pct). Sul fronte degli investimenti volti anche al sostegno dell'economia locale si è reinvestita la liquidità derivante dal rimborso della prima rata del prestito BPER 2015 in un'altra obbligazione senior a tasso fisso della stessa banca con scadenza 2016 e si sono sottoscritte quote di Gradiente I, fondo di *private equity* a cui hanno aderito altre fondazioni bancarie.

Nel mese di Luglio è stata avviata una nuova gestione patrimoniale mobiliare con BNP-Paribas Investment Partners SGR Spa avente le stesse caratteristiche di quella già in essere con Azimut SGR Spa. Il nuovo gestore è stato selezionato in base a una procedura strutturata condotta con la consulenza di Prometeia Advisor Sim Spa. I fondi affidati al nuovo gestore sono stati ottenuti dallo smobilizzo parziale della gestione Azimut.

7. POLITICHE DI INVESTIMENTO PER L'ULTIMO TRIMESTRE 2011 E L'ESERCIZIO 2012

Gestione Azimut

Relativamente alle prospettive di investimento per l'ultimo trimestre 2011, sarà importante verificare se alcuni importanti nodi strutturali verranno risolti, in particolare se a livello dei governi europei si riuscirà a trovare una soluzione al problema del debito dei paesi periferici. Gli eventi degli ultimi giorni lascerebbero intendere che si stia lavorando alacremente per trovare una soluzione e questa è la ragione che ci ha indotti ad aumentare, nel mese di settembre, il peso dei titoli di stato italiani che oggi forniscono rendimenti nominali e reali particolarmente interessanti. Se lo scenario politico ed economico non subirà particolari variazioni, il portafoglio potrà rimanere, in linea di massima, investito ai livelli attuali fino a fine anno: con una componente obbligazionaria che predilige i titoli di stato italiano ed un'esposizione azionaria quasi assente dal punto di vista strategico, che potrà essere aumentata solo tatticamente per cogliere eventuali rimbalzi tecnici.

Per il 2012 il principale driver da monitorare sarà il tema della recessione mondiale. Una volta superato (positivamente) il problema del debito pubblico europeo, l'attenzione si concentrerà nuovamente sulla crescita americana, europea e mondiale nel suo complesso; sarà quindi importante analizzare i dati macro di queste aree per gestire all'interno del portafoglio la componente azionaria (i prezzi attuali scontano uno scenario recessivo, un miglioramento delle aspettative potrebbe portare a rialzi importanti nei listini). Per le strategie dell'asset class obbligazionaria, sarà importante valutare in che modo il problema della crisi del debito pubblico sarà risolta dalla comunità europea.

Gestione BNP-Paribas

Lo scenario macroeconomico rimane per il momento poco incoraggiante e le difficoltà nella realizzazione di un intervento politico congiunto tra i paesi dell'area euro suggeriscono di mantenere un atteggiamento prudente. Non si ritiene molto probabile un apprezzamento degli attivi rischiosi nel breve periodo e questo induce a mantenere il peso della componente azionaria al livello attuale (di poco superiore al 2%). Il gestore ritiene tuttavia che un intervento congiunto tra i vari paesi arriverà e le istituzioni riusciranno a ristabilire un clima di fiducia tra gli investitori.

In sintesi nel 2012 ad avviso del gestore gli investitori dovrebbero tornare a concentrarsi di più sulle valutazioni fondamentali e questo dovrebbe comportare una ripresa delle quotazioni dei titoli azionari e delle emissioni corporate. Si rimane in attesa di segnali incoraggianti per incrementare il peso degli attivi rischiosi, in particolare della componente azionaria. Viene confermata la preferenza per i titoli governativi italiani e per le obbligazioni societarie di emittenti con solidi bilanci, che trarrebbero beneficio da questo scenario.

Portafoglio diretto

Non sono previste movimentazioni del portafoglio diretto da qui a fine anno anche in virtù della sua prevalente natura di investimento a medio-lungo termine. Nel 2012 il portafoglio genererà comunque importanti flussi di liquidità per il giungere a scadenza di alcuni titoli obbligazionari e delle operazioni di pronti contro termine. Le scelte di reinvestimento saranno valutate con il supporto di Prometeia Advisor Sim Spa nel rispetto delle linee guida deliberate dal Consiglio della Fondazione.