



**Documento Programmatico Previsionale
2013**

Fondazione Cassa di Risparmio di Vignola

Documento Programmatico Previsionale 2013

<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".....	3
b. Settore "Educazione, Istruzione e Formazione".....	4
c. Settore "Ricerca Scientifica e Tecnologica".....	4
d. Residuo da impegnare.....	4
e. Riepilogo delle disponibilità.....	4
5. Scenario Macroeconomico 2012 (a settembre 2012).....	5
6. Linee guida della gestione 2012.....	7
7. Politiche di investimento per l'ultimo trimestre 2012 e per l'esercizio 2013...	9

Documento Programmatico Previsionale 2013

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 2013, 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 dall'art. 4 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.

I settori di intervento sono stati individuati dall'Organo di indirizzo 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 28 settembre 2012 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, come già avvenuto nell'esercizio 2012, mediante stanziamenti annuali, le risorse

necessarie per il progetto di Villa Trenti e 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 tale proposito ove i Sindaci dell'Unione Terre di Castelli manifestino l'intenzione di proporre la costituzione di un fondo a favore delle famiglie bisognose, si potrà aderire.

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 2013, 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 2013 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 2012 euro 830.000,00)

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 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 2012 euro 530.000,00)

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, Centro d'ascolto Momo.

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 2012 euro 170.000,00)

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 attività di ricerca, anche mediante la collaborazione con altre Fondazioni;
- dell'avvio del progetto Polo Tecnologico SIPE mediante utilizzo delle risorse già accantonate;
- 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.

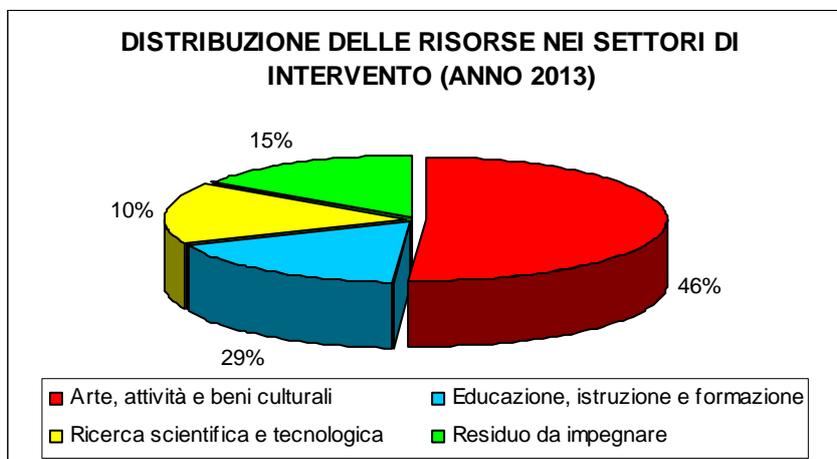
D. RESIDUO DA IMPEGNARE

Importo disponibile euro 270.000,00 (DPP 2012 euro 270.000,00)

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, ove venga 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 2012 (A SETTEMBRE 2012)

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) Il mercato azionario internazionale ha registrato nel primo trimestre del 2012 la migliore performance degli ultimi due decenni grazie, da un lato, a dati economici positivi (in particolare sul mercato americano) e a probabili soluzioni della crisi greca, dall'altro all'intervento della BCE che, inondando il mercato di liquidità, ha ridotto la percezione del rischio sistemico in Europa.
- 2) Questo rialzo ha trovato una prima interruzione nel bimestre aprile-maggio per il rallentamento del ciclo economico.
- 3) Il recupero dei mercati verificatosi a giugno è stato interrotto in luglio dall'acuirsi dei timori sulla tenuta dei paesi periferici Europei e addirittura sulla tenuta dell'Euro.
- 4) L'intervento deciso del Governatore della BCE, in luglio, a cui hanno fatto seguito, in agosto, le dichiarazioni univoche dei principali leader europei sulla conferma della moneta unica e sulla tenuta dell'Unione Europea e in settembre dal via libera della Corte Costituzionale Tedesca alla possibilità di utilizzare l'ESM (il fondo salva stati da 500 mld) hanno consentito un progressivo recupero dei mercati azionari e un netto restringimento degli *spread* dei governativi periferici europei.

Mercati finanziari

Il mese di **Gennaio** ha visto un forte recupero dei listini azionari, obbligazionari periferici e corporate, valute e mercati emergenti. In generale i mercati e le classi d'attività più vendute nel 2011 sono state le preferite per le ricoperture molto forti di tutti i temi più legati alla ripresa del ciclo economico. La sovra performance dei comparti ciclici rispetto ai difensivi ha raggiunto nel mese un'ampiezza record, in tutti i mercati globali. Stessa sorte positiva ha coinvolto le materie prime e i titoli governativi periferici, italiani in particolare: lo *spread* verso Bund si è sensibilmente ridotto a gennaio verso i 360 punti base contro i quasi 600 toccati a novembre 2011. Le banche hanno beneficiato di questo rinnovato ottimismo, causato soprattutto dagli effetti positivi della prima operazione di rifinanziamento (nota come LTRO) operata dalla Banca Centrale Europea per circa 500 miliardi di euro. I dati macroeconomici del mese in Usa e Cina hanno confermato il miglioramento in atto dell'economia, mentre i dati dell'Eurozona, in particolare il PMI, hanno evidenziato un rallentamento nel trend di deterioramento dell'economia.

Il mese di **Febbraio** ha visto proseguire il rally. La migliorata credibilità fiscale di paesi come l'Italia e il "quantitative easing" messo in atto dalle operazioni di finanziamento della BCE, che in due mesi ha fornito crediti di durata triennale agli istituti bancari del nostro continente per circa 1 trillione di euro, hanno guidato il rialzo, che si è esteso a tutte le classi d'attività. Il fortissimo restringimento dello *spread* tra decennale italiano e tedesco sotto i 300 punti base dai 530 di inizio anno ha fornito il principale catalizzatore alla ripresa dei mercati finanziari.

Il mese di **Marzo** ha chiuso un trimestre molto positivo per i listini azionari globali (Msci World +11,1% in valuta locale, +8,8% in euro), gli obbligazionari corporate e i governativi periferici. La volatilità è andata diminuendo verso i livelli pre crisi Lehman del 2008 (Vix -33,76% a 15,5). Tra gli elementi importanti che hanno contribuito a migliorare il *sentiment* degli investitori si inserisce il miglioramento dei dati USA, in particolare occupazionali, e gli effetti positivi sulla liquidità interbancaria dovuti alle importanti iniezioni di liquidità effettuate dalla Banca Centrale Europea. Il rimbalzo è stato trainato soprattutto dai maggiori mercati sviluppati come gli Usa (+12,6% in dollari, +9,4% in euro), il Giappone (+18,5% in yen, +7,4% in euro), la Germania (+17,9%). Mista invece la performance dei mercati emergenti (+10,7% in valuta locale, +10,9% in euro), che in generale non hanno sovra performato l'indice aggregato Msci World e i maggiori mercati sviluppati. A questo proposito ha pesato lo scetticismo riguardante la situazione in cui versa l'economia cinese. Il tema di una potenziale recessione della seconda economia mondiale ha continuato a pesare anche sulla performance delle materie prime, che nel trimestre hanno particolarmente sotto performato gli indici e gli altri settori ciclici come tecnologia, finanziari, beni di consumo discrezionali e industriali.

I mesi di **Aprile** e **Maggio** hanno registrato una pronunciata correzione dei mercati. Il clima di forte tensione sui mercati non ha risparmiato le attività reali o i beni rifugio come l'oro, a testimonianza della volontà degli investitori di ridurre in maniera scomposta le proprie esposizioni. I soliti beneficiari come i titoli di stato statunitensi e tedeschi hanno registrato consistenti apprezzamenti, schiacciando i rendimenti su nuovi minimi storici. Emblematico è stato il caso del tasso a due anni tedesco che ha segnato un rendimento pari allo zero. La brutalità della correzione di maggio è stata anche aggravata dalla debolezza degli ultimi dati americani sull'occupazione, che hanno evidenziato uno stallo della crescita. In Cina il rallentamento è risultato ormai evidente e le autorità hanno iniziato in maniera selettiva ad introdurre meccanismi correttivi a sostegno della crescita, come la riduzione dei tassi di interesse o il sostegno alle piccole e medie imprese.

Il mese di **Giugno** è stato particolarmente ricco di eventi, specialmente in Europa. L'attesa per le elezioni greche ha condizionato il *sentiment* nella prima metà del mese (Msci World + 4% in valuta locale, +2,6% in euro). Il summit del 28-29 giugno è stato il secondo evento che ha provocato un forte rimbalzo dei listini azionari e la riduzione dei rendimenti dei titoli obbligazionari core, soprattutto nell'area Euro, con il Bund che ha corretto in maniera decisa. Evidente anche la correzione del decennale Usa e la riduzione della volatilità nella seconda metà di giugno. Tali movimenti si sono concentrati nell'ultimo giorno del mese. Il Summit europeo di fine mese ha posto le basi per l'integrazione bancaria dell'area euro oltre che importanti meccanismi come *circuit breaker*, di salvaguardia delle banche dallo stato di indebitamento del paese di appartenenza. Nonostante il mese abbia visto un deciso miglioramento del *sentiment*, i mercati sono rimasti condizionati dal *newsflow* politico, europeo in particolare.

Luglio ha rivisto acuirsi i timori della periferia europea. La tensione sui mercati obbligazionari ha riportato lo *spread* decennale Italia - Germania oltre i 500 punti. Decisivo per raffreddare le tensioni è stato il discorso tenuto a Londra da Mario Draghi, Governatore della BCE, a margine di un incontro con il premier inglese Cameron. Particolarmente densa di significato e piena di "spirito pro-Euro" è stata la frase "Believe me, it will be enough", (ossia:credetemi, sarà abbastanza) in risposta ai giornalisti in sala che chiedevano come la BCE aveva in mente di "salvare" l'Euro e stabilizzare i forti movimenti sui rendimenti dei titoli di stato dei paesi periferici (soprattutto Spagna e Italia). Lo storico intervento del Governatore ha dato una spinta immediata ai mercati azionari ed obbligazionari; nel giro di 10 minuti lo *spread* Btp-Bund è

sceso sotto i 500 punti (dai 520 al momento dell'apertura) per poi chiudere sotto i 475 punti. Anche la risposta delle Borse europee è stata immediata, in particolare quella di Milano che oscillava sulla parità, dopo le parole di Draghi è balzata a un +2% per continuare al rialzo fino a chiudere a +5,6%, superata solo dal +6% di Madrid distanziando i rialzi del 4% di Parigi, del 2,7% di Francoforte e dell'1,4% di Londra.

Nel mese di **Agosto**, abbiamo assistito ai passi avanti fatti dalla Grecia sui tagli alla spesa e alle dichiarazioni univoche di Merkel, Hollande e Monti sulla conferma della moneta unica e sulla tenuta dell'Unione Europea. Dopo un'altra importante riunione della BCE tenutasi il 6 settembre la situazione è apparsa ancora più positiva e rassicurante; Mario Draghi, ha annunciato "acquisti senza limiti di bond a difesa dell'Euro"; questa dichiarazione ha offerto ai mercati un assist importante: i titoli azionari hanno guadagnato, fra giovedì 6 e venerdì 7 settembre oltre il 5%, mentre lo *spread* Btp-Bund a 10 anni è tornato ai livelli di maggio 2012, ossia sotto i 350 punti. Ciliegina sulla torta è stato l'ok della Corte Costituzionale Tedesca alla possibilità di utilizzare l'ESM (il fondo salva stati da 500 mld). I mercati hanno in questo modo aggiunto l'ultimo tassello al cambio di rotta della politica europea.

Nelle ultime due settimane di **Settembre** si è però assistito ad un ritorno dei timori legati alla situazione della periferia europea. L'attenzione del mercato si è concentrata sulla Spagna (in occasione della discussione del nuovo bilancio statale), sulla Grecia (dove non si esclude un nuovo piano di ristrutturazione) nonché sul Portogallo (che rimane evidentemente in una situazione precaria). L'allargamento dello *spread* italiano verso Bund, dopo il forte restringimento conclusosi a metà mese, va inserito in tale contesto.

6. LINEE GUIDA DELLA GESTIONE 2012

Gestione Azimut

In continuità con quanto intrapreso nell'ultima parte del 2011 il gestore ha continuato ad evitare l'investimento diretto in azioni; l'esposizione all'equity derivante dal contributo della quota investita nel fondo Institutional Target è oscillata tra lo il 2% circa e il 4% circa.

Con riferimento alla componente obbligazionaria nei primi mesi dell'anno si è provveduto ad incrementare l'esposizione ai Btp con acquisti che hanno interessato scadenze a 5-10 anni. Tale strategia è stata completata a fine febbraio (quando la *duration* è arrivata ad attestarsi oltre i 30 mesi). A partire dal mese di marzo gli sviluppi della crisi della sistema bancario spagnolo hanno nuovamente acceso i riflettori sul problema del debito sovrano dei paesi periferici. In ottica di presa di profitto si sono cedute alcune posizioni sul Btp a 10 anni. Tale strategia è proseguita anche nei mesi di aprile e maggio, quando le posizioni sui titoli di stato Italiani con scadenza relativamente più lunga sono state liquidate a fronte di acquisti sullo Schatz tedesco. Contestualmente la *duration* di portafoglio scendeva sotto l'anno.

Il mese di giugno è stato caratterizzato da una grossa volatilità che ha visto prevalere un generale atteggiamento di prudenza sui mercati (*risk-off*) e dunque una prosecuzione dell'allargamento degli *spread* dei paesi periferici Europei ed un andamento erratico delle borse. La tendenza è stata invertita solo negli ultimi giorni del mese, quando l'accordo raggiunto il 29 giugno fra i leader europei ha consentito un fortissimo recupero degli *asset* rischiosi (*risk-on*). Nel mese il gestore ha costituito una piccola posizione tattica sul Btp con scadenza a 5 e 10 anni per effetto della quale la *duration* complessiva del portafoglio è ritornata poco sopra l'anno. Nel mese di luglio si sono liquidate le scadenze più brevi per posizionarsi sul tratto intermedio della curva. Mantenuta al 3% circa la piccola posizione sul decennale italiano. Questa strategia ha consentito al portafoglio di beneficiare del rientro delle tensioni sulla scorta delle dichiarazioni di Draghi secondo cui la BCE si è dichiarata pronta a fare tutto il necessario per preservare l'Euro.

Il mese di agosto ha confermato la prosecuzione della fase di recupero in atto sui listini azionari a fronte di una sostanziale stabilità sugli *spread* dei paesi periferici. Il portafoglio, continuando a confermare una sovra ponderazione ai titoli di Stato italiani, ha liquidato le scadenze sotto

l'anno a fronte di acquisti indirizzati sul Btp a 3 anni. E' stata incrementata inoltre la posizione sul decennale (portato al 5% circa). La *duration* complessiva del portafoglio è risalita a 1,7 anni circa.

A settembre, dopo una lunga fase di distensione dei mercati sulla scorta del piano di acquisti della BCE oltre che dell'annuncio del QE3 della Fed, sul finire del mese gli investitori sono tornati a focalizzarsi sull'evoluzione delle crisi in area euro sulla scia delle incertezze legate alla richiesta di aiuti della Spagna. Tali evoluzioni hanno suggerito di prendere profitto sul Btp decennale, mentre la restante parte del portafoglio rimane concentrata sui titoli di Stato italiani con focus 2-3 anni.

A titolo di diversificazione si è mantenuta, per il periodo in esame, una quota del portafoglio investita in titoli corporate *investment grade* in una percentuale compresa tra l'8% e il 10%.

Gestione BNP-Paribas

Il mercato azionario internazionale ha registrato nel primo bimestre del 2012 la migliore performance degli ultimi due decenni grazie, da un lato, a dati economici positivi (in particolare sul mercato americano) e a probabili soluzioni della crisi greca, dall'altro all'intervento della BCE che, fornendo ampia liquidità al mercato, ha ridotto la percezione del rischio sistemico in Europa. Si è tuttavia ritenuto che gli effetti dei programmi di "LTRO" fossero in larga misura riflessi nei prezzi e che le politiche di rigore fiscale, impostate dai governi europei per uscire dalla crisi del credito, avrebbero impattato sulla crescita della zona Euro. Per tali motivi è stato mantenuto un approccio prudente e un'esposizione al mercato azionario contenuta.

Riguardo all'esposizione geografica, sono stati privilegiati i mercati europei data la consistente sottoperformance negli ultimi 18 mesi rispetto alle altre aree geografiche, nonché alle "Valutazioni" che risultano storicamente attraenti (in particolare gli indici "*Price to Book*" e "*Dividend Yield*").

E' stata mantenuta inoltre una *view* positiva sulle emissioni corporate e sui titoli di stato italiani che, ad avviso del gestore, presentavano ancora un buon rapporto rischio-rendimento. Visto il restringimento dello *spread* Btp – Bund, nel mese di febbraio è stata ridotta l'esposizione ai titoli di debito Italiano e dato che anche le emissioni corporate avevano beneficiato dell'intervento della BCE, si è ritenuto opportuno ridurre il rischio derivante dalla componente corporate.

A marzo è stata chiusa l'esposizione al Parvest Convertible Europe che ha beneficiato del restringimento degli *spread* delle obbligazioni corporate e del recupero del mercato azionario, investendo il 2% nell'ETF che replica l'indice FTSE MIB. Il mercato italiano ha sottoperformato negli ultimi tre anni i mercati europei e presentava di conseguenza valutazioni relativamente attraenti.

Nel mese di maggio è stata venduta l'emissione Santander con scadenza marzo 2017 dato che i timori sullo stato di salute del sistema bancario spagnolo destava sempre maggiori preoccupazioni. Durante il mese di giugno sono stati acquistati due punti percentuali di un titolo governativo americano denominato in dollari con lo scopo di trarre beneficio in caso la svalutazione dell'euro fosse proseguita. Alla fine dello stesso mese, in seguito al summit del 28-29 giugno ed alla reazione decisamente positiva dei mercati, il gestore ha ritenuto opportuno dimezzare l'esposizione all'ETF sul FTSE MIB.

Dopo un'estate decisamente positiva non solo per i mercati azionari ma anche per le emissioni corporate ed i titoli governativi periferici, alla fine di agosto è stato dimezzato il peso del CCT indicizzato all'Euribor con scadenza dicembre 2015, ed in seguito all'annuncio della BCE di un impegno concreto nella difesa dell'Euro a metà settembre è stato liquidato il BTP con scadenza aprile 2013.

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 mantenuto l'equilibrio fra la quota di portafoglio detenuta direttamente e quella affidata in gestione, dall'altro si è reinvestita la liquidità derivante dal rimborso della seconda rata del prestito BPER 2015: 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 l'investimento in titoli di stato italiani a indicizzazione reale; c) sfruttando in chiave tattica i buoni rendimenti offerti da depositi bancari a tempo e da Pct.

Tenuto conto dei versamenti effettuati dalla data di sottoscrizione, l'impegno residuo nei confronti del Fondo Gradiente I ammonta a Euro 451.969,14.

7. POLITICHE DI INVESTIMENTO PER L'ULTIMO TRIMESTRE 2012 E L'ESERCIZIO 2013

Gestione Azimut

Relativamente alle prospettive di investimento per l'ultimo trimestre 2012, se lo scenario politico ed economico non subirà particolari variazioni, il gestore ritiene che il portafoglio potrà rimanere, in linea di massima, investito ai livelli attuali fino a fine anno. La componente obbligazionaria continuerà a privilegiare l'investimento in titoli di Stato italiani: nonostante la sensibile chiusura degli *spread*, si ritiene che i livelli attuali dei tassi, sia in termini relativi che assoluti siano ancora interessanti. L'aumento graduale della rischiosità di portafoglio dipenderà dallo sviluppo delle vicende politiche europee e italiane. Allo stato attuale, la discreta ripidità della curva italiana potrebbe creare interessanti opportunità di arbitraggio liquidando le scadenze più corte a favore di quelle più lunghe aumentando così lo *yield* di portafoglio (*carry trade*). Non si prevede di prendere un'esposizione diretta ai titoli azionari, privilegiando invece l'utilizzo tattico di Etf, più efficienti e adeguati per cogliere eventuali fasi di rialzo dei listini.

Per il 2013 sarà importante monitorare l'evoluzione del quadro macro: oltre al peggioramento delle prospettive per le principali economie europee (per via dei piani di austerità), all'ormai conclamata contrazione dell'attività in Cina e in diversi paesi emergenti, più recentemente sono giunti segnali di rallentamento anche dal Giappone. In particolare negli Usa desta preoccupazione il protrarsi della debolezza del mercato del lavoro tanto che la Fed ha ribadito l'impegno a mantenere condizioni espansive anche dopo i primi segnali di recupero dell'economia, ben consapevole del fatto che un rallentamento/recessione nei prossimi mesi sarebbe letale per le finanze pubbliche. Come noto, il 2013 è l'anno del *fiscal cliff* e anche ipotizzando che repubblicani e democratici si accordino sulla riduzione del deficit, si tratterà di implementare manovre fiscali restrittive. Altrettanto importante sarà valutare l'evoluzione della crisi del debito pubblico, nonché l'implementazione da parte dei paesi dell'Eurozona delle riforme fiscali richieste da Bruxelles per centrare gli obiettivi di riduzione del deficit. L'andamento dei mercati azionari nel corso dei prossimi mesi sarà principalmente influenzato dal flusso di notizie economiche. Il crescente coinvolgimento della BCE e della Fed e l'adozione di misure non convenzionali ha scongiurato "il peggio", ma il ritorno alla crescita rischia di richiedere ancora tempo dal momento che la catena di trasmissione fra iniezioni di liquidità e impatto sulla ripresa congiunturale non funziona sempre in maniera ottimale.

Gestione BNP-Paribas

Il contesto di mercato rimane ancora incerto, lo scenario economico non sta migliorando, la crisi europea è maggiormente sotto controllo ma lontana dall'essere risolta ed il recente rialzo delle azioni è stato guidato dalle aspettative elevate sulle nuove misure piuttosto che da convinzioni reali. Il recente rally ha portato inoltre le valutazioni ad un livello meno attraente di quanto non fossero in precedenza; tutto ciò suggerisce ulteriore prudenza. La zona Euro sarà interessata da un aumento delle misure di austerità: la Spagna, ad esempio, ha approvato nuove riforme che porteranno ad un taglio della spesa pubblica e un aumento delle tasse. Tali misure sono senz'altro positive, da un lato, ma avranno un impatto negativo sulla crescita futura. Di fronte a questo scenario, i mercati azionari si potrebbero muovere senza un trend preciso nei mesi a venire, soprattutto perché i fattori microeconomici non sono di supporto (margini, utili).

Il gestore preferisce mantenere, al momento, un atteggiamento strategico prudente cercando di sfruttare le opportunità che potranno presentarsi. Ciò significa una esposizione azionaria molto

contenuta. Le emissioni corporate continuano ad essere considerate una buona classe di attivo per diversificare perché con *spread* ad un livello ancora attraente. Riguardo la componente governativa nei portafogli si preferisce evitare emissioni spagnole a vantaggio di quelle italiane con scadenza breve.

Portafoglio diretto

Non sono previste sostanziali movimentazioni del portafoglio diretto da qui a fine anno anche in virtù della sua prevalente natura di investimento a medio-lungo termine. Anche nel 2013 il portafoglio genererà 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, anche considerando la prossima scadenza degli attuali organi.