



FONDAZIONE
DI VIGNOLA



DOCUMENTO PROGRAMMATICO PREVISIONALE 2014

PRESIDENTE

Prof. Valerio Massimo Manfredi

VICE PRESIDENTE

Avv. Giuseppe Pesci

COMITATO DI GESTIONE

Dott. Mauro Tabellini

Dott.ssa Barbara Vecchi

Sig.ra Gloria Vignali

COMPONENTI L'ORGANO DI INDIRIZZO

Dott. Giuseppe Baccolini

Prof.ssa Claudia Baracchi

Geom. Daniele Bartolini

Dott. Massimo Bazzani

Sig. Stefano Camatti

Prof. Cesare Giacobazzi

Dott.ssa Milena Nasi

Dott.ssa Graziella Nardini

Sig.ra Elena Salda

Sig. Luigi Scelleri

Dott. Alessandro Stefani

Prof. Mauro Zavani

Arch. Tullio Zini

PRESIDENTE DEL COLLEGIO SINDACALE

Dott. Massimo Tonioni

SINDACI EFFETTIVI

Dott.ssa Marina Bai

Dott. Giovanni Carlini

SINDACI SUPPLENTI

Dott. Vittorio Bergamini

Dott. Andrea Monari

SEGRETARIO

Rag. Moreno Grandi

DOCUMENTO PROGRAMMATICO PREVISIONALE 2014

Contenuti	Pagina
Premessa.....	3
Strategie.....	4
Settori di intervento.....	6
Bilancio previsionale di missione.....	7
Settore “Arte, Attività e Beni Culturali”.....	7
Settore “Educazione, Istruzione e Formazione”.....	7
Settore “Ricerca Scientifica e Tecnologica”.....	8
Settore “Sviluppo locale”.....	8
Residuo da impegnare.....	8
Riepilogo delle disponibilità.....	8
Scenario Macroeconomico 2013 (a settembre 2013).....	10
Linee guida della gestione 2013.....	11
Politiche di investimento per l'ultimo trimestre 2013 e per l'esercizio 2014.....	16

PREMESSA

Il **Documento Programmatico Previsionale (D.P.P)**, che ha lo scopo di identificare le linee operative attraverso le quali gestire l'attività della Fondazione nell'esercizio **2014**, 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. 8 del Regolamento delle attività istituzionali dell'Ente.

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. 8 del Regolamento delle attività istituzionali stabilisce che il Documento Programmatico Previsionale contenga la previsione delle risorse disponibili, la ripartizione delle stesse per settore, le linee generali e gli indirizzi, nell'ambito del Piano Programmatico Pluriennale.

I settori di intervento sono stati individuati dall'Organo di indirizzo nella seduta del 1 ottobre 2013 per il triennio 2014-2016.

Oltre che ai prioritari impegni per la gestione e la manutenzione ordinaria e straordinaria degli immobili facenti parte della dotazione istituzionale, la Fondazione interverrà su progetti culturali, artistici, educativi, di ricerca e di sviluppo locale, dando preferenza alle iniziative 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.

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

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.

STRATEGIE

L'organo di indirizzo ha individuato i settori di intervento ai quali destinare contributi e ha definito gli obiettivi generali, le linee di operatività e le priorità degli interventi. Tale linea guida, delineata dal Piano Programmatico Pluriennale 2014-2016, viene rispettata nel presente 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.

L'attività della Fondazione si svilupperà all'interno delle seguenti linee strategiche:

1. confermare nell'ambito della Comunità del territorio la sua funzione di strumento utile di sviluppo economico e sociale;
2. operare in permanente confronto ed in stretta collaborazione con gli Enti e le Istituzioni del territorio attivi nei settori d'intervento della Fondazione ricercando la loro collaborazione nella realizzazione dei programmi di maggior rilievo per la vita della comunità;
3. promuovere, in sinergia con le Istituzioni e Amministrazioni interessate, una pianificazione concertata degli interventi e delle iniziative al fine di evitare la loro sovrapposizione e la dispersione delle risorse;
4. assumere il ruolo di organismo permanente in grado di rivitalizzare il dibattito circa la situazione economica del territorio, attraverso lo svolgimento di un'attività mirata al monitoraggio dei bisogni socialmente rilevanti ed ai mutamenti sociali ed economici che hanno interessato o interesseranno la Comunità di riferimento;
5. operare, ove possibile, ed in via preferenziale, attraverso interventi di natura sussidiaria e non sostitutiva rispetto all'azione pubblica;
6. valutare i progetti presentati da terzi in base alla loro valenza di impatto sociale ed economico senza dimenticare l'importante contributo che le piccole iniziative possono fornire per la valorizzazione del tessuto sociale e culturale locale;
7. improntare l'attività a principi che prevedano modalità operative in grado di assicurare la verificabile trasparenza delle scelte;

8. servirsi di mezzi adeguati di comunicazione al fine di rendere pubbliche e far condividere le scelte strategiche, ottenere legittimazione, sensibilizzare tutti i pubblici di riferimento, rendere conto dei risultati economici e sociali, acquisire consenso e coinvolgimento per proseguire l'attività nel modo più efficace.

Le risorse a disposizione verranno impiegate non solo come leva finanziaria ma anche cercando di interpretare correttamente il ruolo di sostenitore e di propulsore di idee e progetti tesi allo sviluppo sociale e culturale ed economico del territorio di competenza.

L'attività della Fondazione, regolata dal D.Lgs. 153/99 e successive modifiche, sarà indirizzata tenendo presente che il patrimonio è totalmente vincolato al perseguimento degli scopi statutari ed è gestito in modo coerente con la natura di ente senza scopo di lucro che opera secondo principi di trasparenza e moralità.

Inoltre, la Fondazione, nell'amministrare il proprio patrimonio, deve osservare criteri prudenziali di rischio in modo da conservarne il valore ed ottenere un'adeguata redditività.

SETTORI DI INTERVENTO

La Fondazione opererà in modo prevalente nei seguenti settori rilevanti:

Arte, attività e beni culturali

Educazione, istruzione e formazione

Ricerca scientifica e tecnologica

Sviluppo locale

Le residue disponibilità saranno assegnate in via prioritaria ad altri settori ammessi, riservando particolare attenzione al settore sociale:

Protezione e qualità ambientale

Crescita e formazione giovanile

Attività sportiva

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

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".

BILANCIO PREVISIONALE DI MISSIONE

Per il 2014 gli interventi verranno effettuati utilizzando parte delle risorse già accantonate nei precedenti esercizi nei Fondi per le attività d'istituto.

L'avanzo dell'esercizio 2014 verrà attribuito agli stessi Fondi a presidio della futura attività erogativa.

Si illustrano, di seguito, sinteticamente, le iniziative ipotizzate suddivise per settori di intervento.

SETTORE “ARTE, ATTIVITA’ E BENI CULTURALI”

Importo disponibile **euro 750.000,00**

La Fondazione finalizzerà parte delle 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 urgente dell'edificio e delle pertinenze.

- 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 ed altri oneri connessi.

- Attività artistiche, musicali e teatrali: si prevede la programmazione di tali attività principalmente presso la Rocca di Vignola, ai fini della sua valorizzazione.

Grande attenzione verrà riservata anche alla promozione delle attività teatrali con il sostegno alle attività del 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.

SETTORE “EDUCAZIONE, ISTRUZIONE E FORMAZIONE”

Importo disponibile **euro 300.000,00**

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. Proseguirà il sostegno a progetti indirizzati alle disabilità e al disagio così come si seguirà a supportare progetti finalizzati all'integrazione del mondo della scuola con quello del lavoro.

SETTORE “RICERCA SCIENTIFICA E TECNOLOGICA”

Importo disponibile **euro 150.000,00**

Il sostegno al settore proseguirà con particolare attenzione nei confronti:

- delle attività di ricerca, anche mediante la collaborazione con altre Fondazioni;
- del sostegno al progetto Polo Tecnologico SIPE mediante l'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.

SVILUPPO LOCALE

Importo disponibile **euro 150.000,00**.

L'interesse della Fondazione nella promozione dello sviluppo locale è particolarmente importante anche per agevolare la ripresa economica e per assecondare processi di ristrutturazione-riconversione produttiva delle imprese. All'interno del settore viene svolto un ruolo attivo per la promozione e il coordinamento di progetti di marketing territoriale a livello locale.

RESIDUO DA IMPEGNARE

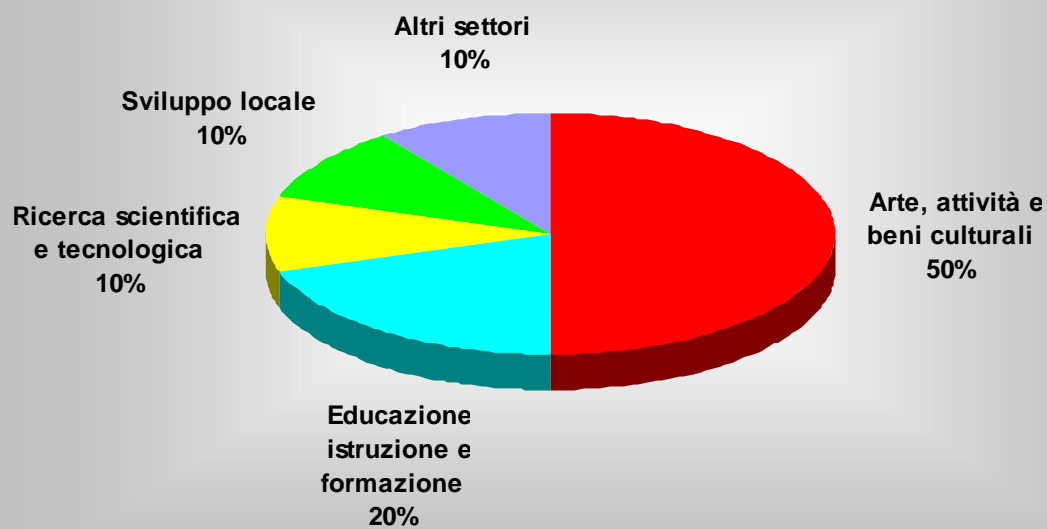
Importo disponibile **euro 150.000,00**

La residua disponibilità sarà ripartita come già anzidetto tra gli altri settori ammessi, con particolare riguardo alle attività socialmente orientate.

RIEPILOGO DELLE DISPONIBILITA'

	Totale disponibilità
- Arte, attività e beni culturali	750.000,00
- Educazione, istruzione e formazione	300.000,00
- Ricerca scientifica e tecnologica	150.000,00
- Sviluppo locale	150.000,00
- Residuo da impegnare	150.000,00
TOTALE	1.500.000,00

DISTRIBUZIONE DELLE RISORSE NEI SETTORI D'INTERVENTO (2014)



SCENARIO MACROECONOMICO 2013 (A SETTEMBRE 2013)

La crescita economica mondiale viaggia a velocità ridotta. Nel 2013 il PIL mondiale aumenterà solo del 2,9% mentre l'anno prossimo accelererà al 3,6%.

I dati recenti confermano che nell'Eurozona il punto di minimo del ciclo economico è stato raggiunto a inizio 2013; da allora è iniziata una fase di ripresa che potrebbe durare almeno due anni, ma che sarà di entità modesta.

Le previsioni per il 2013 sono per un PIL a -0,4% che nel 2014 salirà soltanto dell'1%, un freno verrà dalla debolezza del mercato del lavoro e del credito. Tra i grandi paesi della moneta unica solo l'Italia non riesce a migliorare le stime con un netto calo del Pil quest'anno (-1,8%) e una timida ripresina + 0,7% l'anno prossimo. Gli altri: Germania (+0,5 previsto nel 2013 e + 1,4 nel 2014), Francia (+0,2% e +1%), Spagna (-1,3% e +0,2%).

A meno di sorprese sul fronte delle materie prime, l'inflazione UE rimarrà stabile sui livelli attuali dell'1,5%, al di sotto dell'obiettivo a medio termine della Banca Centrale Europea (il 2%) aumentando le preoccupazioni sulle tendenze deflazionistiche in atto.

La BCE ha ribadito di volere mantenere la politica monetaria accomodante fino a quando rimarranno invariate le prospettive di dinamica bassa dei prezzi al consumo.

L'economia USA crescerà nel 2013 al 2% con inflazione all'1% e nel 2014 del 3%. Il valore dei titoli obbligazionari ha subito in tutto il mondo una fortissima correzione a partire dal 22 maggio scorso, da quando la FED per mano del suo presidente Bernanke ha parlato di una riduzione degli stimoli pari a 85 miliardi mensili di acquisto di titoli e conseguente creazione di liquidità, con l'intento di sostenere i mercati finanziari.

I mercati obbligazionari degli emittenti a maggiore affidabilità e basso rischio sono cresciuti, così un titolo a 10 anni USA è passato dall'1,55% al 2,94% (perdita di valore del 7% circa) e con il Bund tedesco che ha raggiunto il rendimento dell'1,95%. La Fed e il suo presidente hanno immediatamente smentito la dichiarazione per evitare ricadute negative sulla crescita economica ancora molto fragile e sensibile all'aumento dei tassi.

Rimangono rilevanti i rischi connessi al bilancio statunitense: dai tagli lineari che resteranno in vigore anche il prossimo anno, al mancato accordo sulle leggi di spesa che sta provocando un blocco del settore pubblico. Ancora più importante il tetto del debito USA che, se non fosse elevato velocemente, potrebbe danneggiare seriamente l'economia mondiale.

La creazione di moneta da parte delle Banche Centrali e la sua iniezione con operazioni di mercato aperto ha avuto e sta avendo impatti modesti sull'aumento delle economie.

L'impatto vero è invece sui mercati finanziari, in primo luogo su quelli azionari e in maniera più ridotta su quelli obbligazionari. I mercati azionari, ovvero lo strumento finanziario da privilegiare, secondo analisti e gestori, a scapito delle troppo sicure obbligazioni, hanno raggiunto nel mondo nuovi massimi assoluti.

Gestione Azimut

In continuità con quanto intrapreso nel corso dello scorso anno, 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.

L'anno 2013 si è aperto con un tema piuttosto chiaro sui mercati: la presenza di una forte sottovalutazione relativa del comparto azionario rispetto a quello obbligazionario. A ciò occorre aggiungere il livello ormai incompressibile raggiunto dalle obbligazionari.

Con queste premesse l'asset allocation nel corso del 2013 ha cercato di giocare in chiave tattica la 'carta azionaria', mentre sul fronte delle obbligazioni, il buon rendimento espresso dalla curva dei tassi italiana ha portato il gestore a prediligere ancora una volta i titoli di stato italiani, evitando al contempo di prendere forti rischi sul versante della duration in virtù di uno scenario di normalizzazione dei tassi.

Con riferimento alla componente obbligazionaria, la gestione ad inizio anno evidenziava un orientamento positivo verso i Btp a 5 anni. Nei mesi di febbraio – marzo il barometro si è rapidamente girato verso il brutto tempo prima sulla scia delle incertezze legate all'esito elettorale in Italia poi sulle vicende Cipro che hanno fatto riaffiorare le tensioni sul debito sovrano della zona Euro e un conseguente rialzo degli spread dei paesi periferici. L'effetto *flight to quality* ha portato il tasso biennale tedesco nuovamente in territorio negativo, mentre il rendimento a 10 anni si è attestato sui min dell'anno. Negli Usa il tasso decennale si è spinto in prossimità dell'1,85%.

In ottica di contenimento della volatilità il gestore ha operato una sensibile riduzione della *duration* (da 2,8 anni a 1,7 anni) prendendo similmente esposizione al Bund tedesco. Ha, inoltre, assunto esposizione ai mercati azionari globali tramite quote di fondi AZ e all'*equity* giapponese mediante Etf per un'esposizione complessiva pari al 10% circa.

Segnali distensivi sono giunti tra marzo-aprile quando il peggioramento degli indicatori in area Euro hanno alimentato attese per un taglio dei tassi, mentre i segnali di apertura della Germania verso un allentamento delle politiche di *austerity* hanno supportato i listini azionari e l'andamento dei bond dei paesi periferici. La duration di portafoglio è stata nel frattempo riportata verso i 2,5 anni mentre le azioni pesavano il 13% circa.

Durante il mese di maggio le forti turbolenze dei mercati nipponici hanno generato una marcata volatilità sui listini azionari e impresso forti oscillazioni sui tassi a lungo termine finendo per influenzare l'andamento degli *asset* rischiosi nel loro complesso. A complicare il quadro si è poi aggiunta la possibilità che la Fed potesse rallentare il piano di QE già a partire da settembre (ipotesi poi non avvenuta). L'annuncio ha scatenato un'ondata di vendite in modo quasi indiscriminato su tutti i mercati. Da un punto di vista gestionale, è stata ridotta l'*equity* al 9% mentre sulle obbligazioni ci si è riposizionati su scadenze brevi. Il movimento ha determinato un ritorno della *duration* verso 1,5 anni. A partire da luglio si è assistito ad una fase di distensione in area Euro complice una serie di dati macro migliori delle attese che lascerebbero supporre una ripresa

dell'attività nella parte finale dell'anno. L'effetto più evidente è stato un apprezzamento dell'euro verso le principali valute e un marcato rialzo dei tassi tedeschi. Similmente negli Usa, dove resta centrale il tema del ridimensionamento del piano Fed, il rendimento del T Bond a 10 anni, si è portato al massimo degli ultimi 2 anni (2,9%). L'area emergente ha continuato ad essere oggetto di forti deflussi di capitale che si sono tradotti in un marcato deprezzamento delle valute locali.

L'attività sul portafoglio è stata piuttosto modesta. La componente azionaria è mantenuta al 10% mentre sulle obbligazioni il gestore conferma un sovrappeso sui Btp a 2-3 anni. La *duration* si conferma intorno a 1,6 anni.

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

Gestione BNP-Paribas

Nel dicembre 2012 il *fiscal cliff* è stato evitato con un accordo dell'ultimo minuto che ha permesso di limitare l'impatto sul reddito disponibile del ceto medio, ma il mancato accordo in febbraio ha attivato il cosiddetto "*sequestration*" con tagli alla spesa per un ulteriore 0,50%.

I mercati sembravano ottimisti rispetto all'impatto degli incrementi delle tasse negli Stati Uniti sulla crescita nella prima metà del 2013, ma anche rispetto alla crescita attesa dell'economia cinese. Elevate erano anche le aspettative riguardo le azioni poste in essere dal nuovo governo Giapponese.

Sul fronte gestionale si è ritenuto opportuno mantenere un atteggiamento prudente dato che la pubblicazione dei risultati trimestrali è avvenuta in una fase di "ipercomprato", in un contesto di margini aziendali elevati e con valutazioni azionarie che prezzavano gli stimoli monetari in atto. Il portafoglio, ad inizio 2013, presentava un'esposizione azionaria di poco inferiore al 4% ed una *duration* inferiore all'anno. Riguardo all'esposizione geografica, sono stati privilegiati i mercati europei date le "Valutazioni" che risultano storicamente attraenti.

In febbraio sono arrivati alcuni segnali negativi sull'economia europea che mostravano una crescita negativa nella maggior parte dei paesi dell'area, Germania compresa. Inoltre le elezioni italiane rappresentavano un altro elemento di potenziale instabilità che avrebbe potuto portare volatilità sui mercati e allargamento dello *spread* delle obbligazioni italiane. L'8 marzo si è quindi deciso di ridurre dell'1% l'esposizione azionaria, azzerando l'Etf che replica il FTSE MIB, dato che il mercato italiano era in balia di una situazione politica estremamente confusa.

Il 2 aprile è stato preso profitto sull'obbligazione ING LT2 Floater, al fine di azzerare l'esposizione al settore bancario olandese, e nell'ottica di incrementare il rendimento a scadenza del portafoglio (approfittando della correzione degli *spread* delle emissioni italiane avvenuta nel mese di marzo) è stato acquistato lo stesso ammontare di un'emissione Senior Mediobanca 2015, che offriva un rendimento superiore al 3%. Si è inoltre approfittato dell'irripidimento della curva di Intesa San Paolo vendendo l'emissione a tasso variabile con scadenza 2014 per acquistare un'emissione a tasso fisso con scadenza 2016.

Il giorno 8 aprile è stato ri-acquistato l'1% dell'ETF sul mercato italiano venduto in data 8 marzo, ad un prezzo inferiore di circa il 6% rispetto a quello di vendita. Il listino italiano pur essendo particolarmente volatile rimaneva comunque attraente sotto il profilo delle valutazioni aziendali.

Il 10 maggio è stata incrementata l'esposizione azionaria ai mercati europei tramite l'acquisto del 3% dell'ETF che replica l'EuroStoxx50. Il quadro macroeconomico si presentava molto delicato e suggeriva un atteggiamento prudente, tuttavia l'eccezionale liquidità in circolazione continuava a riversarsi sugli attivi più rischiosi e gli investitori sembravano non preoccuparsi dei dati economici ma rimanevano fiduciosi nel supporto offerto dalle Banche Centrali attraverso politiche monetarie estremamente accomodanti.

Al fine di proteggere (almeno in parte) il portafoglio da una eventuale correzione, il 10 maggio è stata acquistata anche un'opzione Put sull' EuroStoxx50 con scadenza dicembre '13 e strike 2500.

Il 10 giugno, approfittando della leggera risalita dei tassi e allargamento degli spread, si è provveduto ad acquistare il 5% del BTP maggio '16 e il 5,3% del Bot novembre'13. Gli acquisti sono stati finanziati dal rimborso del Btp giugno '13 giunto a scadenza.

Il 19 giugno, in seguito al repentino indebolimento del dollaro americano, è stato deciso di incrementare del 2% l'esposizione alla divisa americana tramite l'acquisto del "US Treasury 0,125% 30ST2013". Il differenziale dei tassi ed il differenziale di crescita dovrebbero sostenere le valutazioni del Dollaro rispetto all'Euro. Data la possibilità di riduzione degli acquisti di Treasury da parte delle Fed (Tapering) si è preferito acquistare una scadenza breve per non essere penalizzati dalla risalita dei tassi.

Il 24 giugno dopo che l'indice EuroStoxx50 aveva realizzato una perdita del 7% in quattro giorni, è stato incrementato del 2% il peso dell' "iShares DJ Euro Stoxx 50".

Il 2 agosto, è stato acquistato il CCT con scadenza marzo 2017. I titoli italiani con scadenza intorno ai 4 anni rappresentano una combinazione di rischio-rendimento interessante data l'inclinazione della curva dei rendimenti.

Il 3 settembre i *rumors* su un possibile ed imminente attacco alla Siria si facevano insistenti, consigliando una riduzione degli attivi rischiosi. Si è ritenuto opportuno ridurre l'esposizione azionaria del 2% attraverso la vendita parziale dell'ETF "iShares DJ Euro Stoxx 50".

Nel corso dell'anno la gestione attiva dei titoli azionari presenti in portafoglio (per un peso medio complessivo pari a circa il 3%) ha dato un contributo positivo. Le performance media realizzata dai singoli titoli è stata leggermente superiore a quella fatta registrare dai mercati azionari area EMU.

Per il momento, il gestore mantiene l'esposizione azionaria al livello attuale, pari a circa il 7%, continuando a privilegiare i mercati europei dato che le "Valutazioni" rimangono storicamente attraenti e appaiono più interessanti rispetto a quelle relative al mercato americano. Tuttavia il quadro macroeconomico è migliorato, la recessione dell'Eurozona è terminata nel secondo trimestre, in particolare l'economia tedesca e quella francese sono cresciute nel secondo trimestre rispettivamente dello 0,7% e dello 0,5%. Si ritiene dunque probabile un miglioramento della crescita e degli utili nell'ultima parte dell'anno

e di conseguenza si ritiene di incrementare nuovamente il peso azionario del portafoglio nel caso si realizzasse una correzione dei listini.

Dato il contesto politico italiano poco "stabile", il gestore ha preferito mantenere un atteggiamento molto cauto sulla parte obbligazionaria dei portafogli, (duration inferiore ad un anno) in modo da non essere eccessivamente penalizzati in caso di crisi di governo. Una *duration* così contenuta non è però coerente con l'obiettivo di rendimento, di conseguenza incrementeremo progressivamente le scadenze al fine di avere un rendimento atteso più elevato. Gli acquisti privilegeranno presumibilmente i titoli italiani con scadenza compresa tra i 3 ed i 4 anni in modo da beneficiare da un lato dei rendimenti offerti particolarmente attraenti se paragonati a quelli delle scadenze brevi, dall'altro di un intervento da parte della BCE nel caso si verificassero attacchi speculativi in seguito a eventuale crisi di governo. Si preferisce per il momento evitare l'investimento in obbligazioni spagnole dato che offrono rendimenti contenuti rispetto ai titoli italiani e presentano una rischiosità simile.

Il gestore intende mantenere le emissioni *corporate* presenti in portafoglio, considerandole una buona classe di attivo per diversificare perché con *spread* ad un livello ancora attraente. Tuttavia per il momento, non ritiene opportuno incrementarne l'esposizione.

Le scelte gestionali continueranno comunque a valutare le opportunità di investimento non solo sotto il profilo finanziario ma anche sotto quello della normativa civilistica sulla redazione del bilancio, al fine di rispettarne i vincoli e sfruttarne le possibilità.

Portafoglio diretto

Gli investitori che hanno vocazione prudente e di ritorno del capitale devono per forza di cose privilegiare le obbligazioni e la liquidità nelle loro scelte di investimento. Il motivo è che sono gli unici strumenti che garantiscono il capitale. Ad esempio tutte le istituzioni (fondi pensione ed assicurazioni) e Fondazioni di origine bancaria come la nostra, hanno bisogno di attivi sicuri, per coprire nel lungo periodo le prestazioni da erogare.

Per quanto riguarda le azioni, pur riconoscendo la validità di lungo periodo nel detenere una quota di titoli di capitale in portafoglio perché è sempre importante diversificare, si ritiene abbiano al momento poco valore da esprimere dovendo attualizzare ad oggi il ritorno (utili) atteso futuro delle società che rappresentano.

Con la consulenza di Prometei Advisor Sim Spa, seguendo le indicazioni delle linee guida del Consiglio della Fondazione, si è mantenuta invariata la quota di portafoglio gestita direttamente e quella affidata a terzi gestori, BNP Paribas e Azimut.

Nel rispetto del limite massimo di rischio assumibile, pari ad un VAR del 5%, l'operatività dei primi nove mesi dell'anno è stata la seguente:

rimborsati 5 milioni di euro di un prestito BPER scadenza 2015 come da piano di ammortamento e venduti sul mercato due *corporate*, Hera e Acea per circa 500.000 euro di nominale. Acquistati poi 2 milioni di BTP italia 2017 e 1,250 milioni di BTP 2,10% scadenza 2021. Sottoscritto un fondo obbligazionario internazionale a distribuzione, PIMCO diversified income, per 2 milioni di Euro.

L'abbondante liquidità, circa 11 milioni è stata gestita con *time deposit* a tassi ritenuti corretti e molto vicini ai rendimenti offerti dai BTP triennali.

Le considerazioni espresse in precedenza, che prevedono tassi bassi sui mercati obbligazionari e mercati azionari vicini ai massimi assoluti, consigliano prudenza nella gestione dell'abbondante liquidità. Saranno, per il prossimo trimestre, privilegiate operazioni a basso rischio e di breve durata.

POLITICHE DI INVESTIMENTO PER L'ULTIMO TRIMESTRE 2013 E PER L'ESERCIZIO 2014

Gestione Azimut

Relativamente alle prospettive di investimento per l'ultimo trimestre 2013 e guardando al nuovo anno, se non si verificheranno grossi scossoni nel momento in cui la Fed opererà l'annunciato calo dell'allentamento quantitativo (atteso ora entro fine anno) e se l'Europa confermerà l'uscita dalla fase recessiva, si ritiene che il portafoglio potrà rimanere, in linea di massima, investito ai livelli attuali. Sul fronte obbligazionario, l'attuale fase di normalizzazione dei tassi consiglia un approccio al reddito fisso più flessibile e selettivo. La componente obbligazionaria continuerà a privilegiare l'investimento in titoli di Stato italiani: nonostante la sensibile chiusura degli spread, crediamo che i livelli attuali dei tassi, sia in termini relativi che assoluti siano ancora interessanti. L'evoluzione delle vicende politiche di casa nostra sarà ovviamente una variabile da tenere in considerazione.

Non si prevede di prendere esposizione diretta ai titoli azionari: si privilegerà invece l'utilizzo tattico di Etf, più efficienti e adeguati per cogliere eventuali fasi di rialzo dei listini.

Gestione BNP-Paribas

La recessione dell'Eurozona è terminata nel secondo trimestre quando l'economia è cresciuta dello 0,3% trimestrale, mentre su base annualizzata la crescita dell'1,1% è rimasta comunque inferiore alla crescita annualizzata degli USA rivista al rialzo al 2,5%. L'economia tedesca è cresciuta di un buon 0,7%, mentre la Francia ha sorpreso con un'espansione dello 0,5%. Il risultato migliore, tuttavia, è stato registrato dal Portogallo: con una crescita dell'1,1%, il paese è risultato il migliore tra gli Stati membri dell'OCSE nel secondo trimestre. È incoraggiante che gli indicatori prospettici della zona euro abbiano continuato a migliorare. Ad esempio, il PMI manifatturiero della Spagna, in agosto ha segnalato una crescita per la prima volta in oltre due anni.

Tuttavia, sono numerosi i fattori che ancora frenano sulla ripresa dell'Eurozona. Con l'eccezione del mese di marzo, i prestiti bancari sono in calo da oltre un anno. In agosto gli ordinativi all'industria manifatturiera sono rimasti saldamente in territorio negativo. I Paesi Bassi vareranno ulteriori misure di austerità e forse anche la Francia dovrà fare altrettanto. La Grecia ha bisogno di altri aiuti, che probabilmente otterrà, ma il tema scottante è quello di un'ulteriore ristrutturazione del debito. Forse anche al Portogallo occorrerà nuova liquidità. In Francia la crescita è stata trainata da consumi e scorte, mentre gli investimenti sono diminuiti. Nel complesso gli indici PMI e le esportazioni dei mercati emergenti hanno mostrato segni di miglioramento. Tuttavia, le azioni, le obbligazioni e le valute dei paesi emergenti sono peggiorate per il timore che potessero risentire di un eventuale ridimensionamento degli acquisti di titoli ad opera della Federal Reserve statunitense.

La prospettiva che la Fed ridimensioni, già a partire da settembre, i suoi acquisti di titoli dagli attuali USD 85 miliardi al mese, è stato il tema dominante per i mercati azionari globali. La crescita degli utili delle imprese si è dimostrata

modesta nel secondo trimestre, e alcuni dati economici negli USA hanno deluso. In generale, i dati non segnalano un'accelerazione della crescita nel secondo semestre dopo il ritmo modesto del primo. Alla fine del mese, la possibilità di un'escalation della guerra in Siria ha fatto impennare i prezzi del petrolio, spingendo di converso al ribasso le azioni globali.

I rendimenti dei titoli di Stato di americani e tedeschi sono aumentati fino a raggiungere rispettivamente il 2,75%, (massimi da luglio 2011) e l'1,85% (massimi da novembre 2011). Dal momento che il segmento breve della curva dei rendimenti è rimasto ancorato dal livello basso dei tassi d'intervento, la curva è ora estremamente inclinata, soprattutto negli USA. Le banche centrali non hanno modificato la loro politica monetaria. Negli USA, il deflatore dei consumi personali, uno degli indicatori preferiti dalla Fed per misurare l'inflazione, è rimasto all'1,2% a/a per il quarto mese consecutivo in luglio. Nell'Eurozona, l'inflazione headline è diminuita all'1,3%. Di conseguenza, l'inflazione non dovrebbe essere un ostacolo ad una politica monetaria ancora estremamente espansiva.

Le speranze di un miglioramento di crescita ed utili nel secondo semestre restano accese. Questo ottimismo è giustificato nel caso dell'area dell'euro, che nel secondo trimestre è uscita dalla recessione. Il drenaggio fiscale e la grave debolezza del credito bancario peseranno ancora sulla crescita, ma gli indicatori prospettici stanno segnalando una ripresa. Tuttavia, negli USA le attese potrebbero rivelarsi eccessive: gli effetti dell'aumento della pressione fiscale di inizio anno dovrebbero attenuarsi, ma è probabile che le conseguenze dei tagli automatici alla spesa pubblica continuino a farsi sentire. Inoltre, il mercato del lavoro non è stato abbastanza vivace da generare una forte crescita dei redditi. L'aumento dei tassi ipotecari ha offuscato il mercato dell'edilizia residenziale, ma si prevede che la ripresa registrerà solo una frenata e non un arresto. Infine, gli ordinativi dei beni strumentali sono risultati deboli in luglio, segnalando la modestia della spesa per investimenti. Nel complesso, pare che l'economia USA continuerà a crescere moderatamente, in linea con l'andamento registrato nel primo trimestre (1,8% su base annua). Il problema principale per i mercati finanziari rimane la tempistica della riduzione degli acquisti di attivi da parte della Federal Reserve. Si dovrebbe verificare un peggioramento dei dati sull'occupazione in settembre per indurre la banca centrale USA a rinviare il ridimensionamento del QE3 (o almeno ad annunciare con maggior precisione quando inizierà). Probabilmente, la reazione dei mercati dipenderà dalla decisione della Fed di ridurre l'acquisto di Treasury o di titoli garantiti da ipoteca oppure di entrambe queste tipologie e dalle indicazioni prospettiche fornite. Attualmente, la banca centrale intende mantenere invariati i tassi sino a che la disoccupazione risulterà superiore al 6,5%: ciò impedisce ai rendimenti obbligazionari di salire, ma questa soglia potrebbe essere abbassata al 6%.

In un contesto caratterizzato da un lieve miglioramento della crescita - ma in cui gli utili societari potrebbero deludere in un clima di incertezza sulla politica monetaria - si preferisce mantenere un'esposizione azionaria ad un livello medio rispetto all'intervallo previsto contrattualmente.

Non si prevede che i rendimenti obbligazionari aumentino ancora molto, in un contesto di tassi bassi, di crescita moderata e d'inflazione contenuta, pertanto questo induce ad incrementare progressivamente la duration del portafoglio.

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. Le scelte di reinvestimento saranno valutate con il supporto di Prometeia Advisor Sim Spa nel rispetto delle linee guida deliberate dal Consiglio della Fondazione.