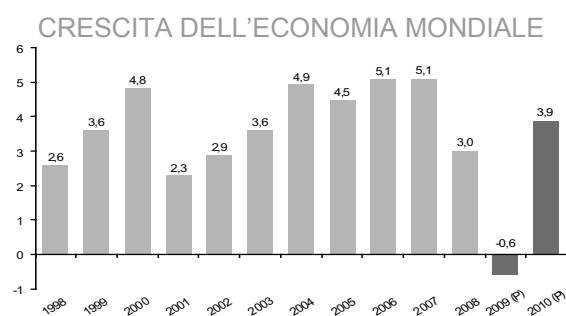


# Argomento del mese

## Congiuntura: alla ricerca di nuove “locomotive”

Il 2009 ha portato all'economia mondiale la prima contrazione globale registrata dalla fine della guerra, ma ha anche segnato, allo stesso tempo, una spiccata inversione di tendenza verso l'alto. Già solo questa svolta farà in modo che il 2010 riserverà alle nazioni industrializzate percentuali di crescita di nuovo rispettabili nella media annuale. Il tema della “recessione a U o a L” è quindi stato liquidato e, a nostro avviso, ci sono solo ancora poche probabilità di un pronunciato andamento con una “forma a W” con una seconda fase di contrazione. Le prospettive a medio termine sono, tuttavia, più modeste che nei cicli precedenti. Il “modello economico” degli Usa fondato sui consumi finanziati dal credito può essere considerato come fallito, l'incombente indebitamento del settore privato opprimerà i consumi per anni. Dal punto di vista demografico, l'Europa cresce già solo lentamente e alcuni stati combattono con crisi immobiliari endogene. Il Giappone si trova, infine, ancora una volta sull'orlo di una deflazione. I programmi congiunturali sprigioneranno la loro efficacia ancora fino all'anno prossimo: il loro prezzo consiste in un indebitamento statale che è aumentato vistosamente. Il contribuente si vedrà prima o poi presentare il conto.



Sono ancora una volta la Cina, gli ambiziosi paesi emergenti dell'Asia e dell'America Latina a fungere da locomotive. L'economia domestica cresce in tali paesi effettivamente in modo superiore alla media, così come il commercio internazionale tra queste potenze economiche.

I sistemi bancari sono più stabili in questi paesi che nel mondo occidentale, mentre i bilanci dei pagamenti presentano surplus. Anche i mercati azionari dei paesi industrializzati ne trarranno profitto, perché le multinazionali generano fatturati in continua crescita in queste regioni.

### Sale l'offerta, diminuisce la domanda

La borsa azionaria è forse un mercato a parte, ma anche qui domanda ed offerta rivestono un ruolo importante. Mentre nelle sedute giornaliere solo i titoli in circolazione cambiano di proprietario, le emissioni, i programmi di riacquisto di azioni o le acquisizioni possono completamente spostare l'equilibrio. Come dimostra l'analisi, riportata qui di seguito, ed effettuata sulla base dei dati da noi rilevati, nella zona euro si è formato, nel 2009, e per la prima volta da molto tempo, un marcato eccesso di offerta. La nostra rilevazione prende in considerazione solo il flottante delle società. Rimangono fuori le operazioni dei grandi azionisti, vecchi e nuovi, se avvengono passando dalla borsa.

### Un anno magro in termini di IPO....

Come c'era da aspettarsi dalle difficili condizioni di mercato, il 2009, considerato dal punto di vista delle emissioni, è risultato essere estremamente magro in Eurolandia. Le uniche entrate in borsa programmate in Germania, riguardanti Hochtief Concessions e Scan Energy, sono state disdette, allorché le turbolenze, che hanno sconvolto Dubai, hanno disorientato gli investitori.

### GRANDI ENTRATE IN BORSA 2009 (DATI IN MIL DI EUR)

Unternehmen	Land	Volumen
Delta Lloyd	Niederlande	985
CFAO	Frankreich	927
Yoox	Italien	105
Platziertes Volumen 2009 rund		2000

### **... ma gli aumenti di capitale sono a livelli record**

Mentre i nuovi arrivati in borsa se la passavano male, le società già quotate hanno richiesto ai propri azionisti energie da record. Dalle schiere del DAX, solo K+S e Infineon sono arrivate direttamente sul mercato, mentre Adidas e Salzgitter si sono aggiunte indirettamente tramite obbligazioni convertibili. Con un totale di 24 mld di euro, i gruppi finanziari – soprattutto le banche – erano rappresentate in modo superiore alla media. Quasi dodici miliardi spettavano inoltre alle utilities. La pipeline riguardante le emissioni è, inoltre, ben rimpinguata: con Volkswagen, UniCredit e Continental altri tre grandi gruppi hanno annunciato, per il 2010, emissioni nell'ordine di grandezza dei miliardi.

### **Il denaro per le acquisizioni è poco...**

I volumi delle acquisizioni pronta cassa e degli acquisti di pacchetti sono scesi in modo marcato nel 2009. Oltre la metà della somma emessa di 27 miliardi di euro è, inoltre, da considerarsi a tal riguardo come "supplemento" risultante dall'anno precedente. Si sono stimati necessari 15 miliardi per esercitare le opzioni di acquisto sulle azioni ordinarie della VW acquistate dalla Porche e per rastrellare sul mercato le azioni privilegiate. Il secondo boccone migliore spetta anch'esso ad attività effettuate in precedenza. In primavera è andata in porto l'acquisizione, da parte della società spagnola Gas Natural, della concorrenza Union Fenosa. Ci sono poi state ancora solo piccole acquisizioni ed arrotondamenti. Questo non sorprende: per gli acquisti di imprese, gli investitori finanziari puri non ottengono denaro né dalle banche né dagli investitori e, nella crisi economica, i grandi gruppi cercano prioritariamente di assicurarsi liquidità e di ridurre il proprio indebitamento.

### **... e i programmi di riacquisto di azioni sono quasi nulli**

I programmi di riacquisto di azioni sono quasi completamente inesistenti. Tra le società quotate sull'Euro Stoxx 50 solo Münchener Rück e Telefonica erano attive. Il volume complessivo era inferiore al miliardo di euro, mentre l'anno precedente ammontava ancora a 35 miliardi. Nulla dovrebbe cambiare velocemente a tal riguardo; i free cash flow dei grandi gruppi non favoriranno grandi rimbalzi nemmeno nel 2010.

### **Dal surplus della domanda a quello dell'offerta...**

Nel 2009 la relazione tra offerta e domanda azionaria si è complessivamente ribaltata: da un deficit pluriennale dell'offerta si è passati a un surplus a due cifre nell'ordine di grandezza dei miliardi.

### **... anche nel 2010**

L'anno prossimo nulla dovrebbe cambiare in questo panorama sfavorevole. Gli aumenti di capitale a due cifre nell'ordine di grandezza dei miliardi sono già preventivati. Ci potrebbero essere, inoltre, grandi collocamenti provenienti da fonti statali: i pacchetti azionari ai gruppi finanziari, creati con le misure di supporto della mano pubblica, non sono certo per l'eternità. Sul fronte della domanda si dovrebbe fare ancora meno. Per le grandi acquisizioni pronta cassa manca il capitale agli investitori finanziari – soprattutto private equity – e i gruppi industriali pagheranno piuttosto, se proprio, con azioni proprie. La conclusione è alla portata di tutti: la relazione tra domanda ed offerta rientra tra i fattori che l'anno prossimo frenano il mercato azionario.

# News sugli emittenti di titoli sovrani in euro

<b>Argentina</b>	Questo mese si dovrebbero rendere noti i particolari riguardanti gli swap di debito per gli holdout.
<b>Brasile</b>	L'economia domestica del Brasile si riavvia. I fatturati del commercio al dettaglio sono saliti dell'8,4% (Y – Y) ad ottobre.
<b>Bulgaria</b>	La recessione che deriva da un processo di aggiustamento sarà il prossimo round. Nel terzo trimestre il PIL è sceso del 5,8% (Y-Y).
<b>Cina</b>	La congiuntura interna diventa un volano; lo si può osservare nelle esportazioni che recentemente erano in calo e nelle crescenti importazioni.
<b>Croazia</b>	Anche in Croazia si riduce lo squilibrio degli scambi con l'estero a scapito di un profondo sboom economico.
<b>Perù</b>	La contrazione della crescita risulta essere irrilevante. Nel 2009 si dovrebbe probabilmente registrare uno "zero passivo".
<b>Polonia</b>	Con una crescita del PIL dell'1,7% (Y – Y) la Polonia rimane la locomotiva di crescita in Europa orientale.
<b>Romania</b>	Dopo le elezioni di Basescu a presidente, si assisterà alla formazione del governo. Saranno poi possibili nuove trattative con l'FMI per quanto riguarda i crediti di emergenza.
<b>Russia</b>	I prezzi del petrolio, saliti vistosamente, potrebbero far uscire il paese dalla crisi prima di quanto atteso.
<b>Sudafrica</b>	Con una crescita annualizzata dello 0,9% nel terzo trimestre 2009, dopo un -3,0 nel quarto precedente, il Sudafrica è stato in grado di porre fine alla recessione.
<b>Repubblica Ceca</b>	Il 2010, anno di elezioni, si fa avvincente. Si deve però prevedere una difficile formazione di governo.
<b>Turchia</b>	In Turchia si dovrebbe assistere ad una ripresa economica considerevole. Il paese se l'è cavata estremamente bene nella crisi del mercato finanziario.
<b>Ungheria</b>	Una legge che limita l'accensione di crediti in valuta straniera dovrebbe ridurre, in futuro, il potenziale delle crisi.
<b>Venezuela</b>	L'elevato tasso di inflazione complica il riavvio dell'economia domestica.

# Europa

## Mercato azionario Europa

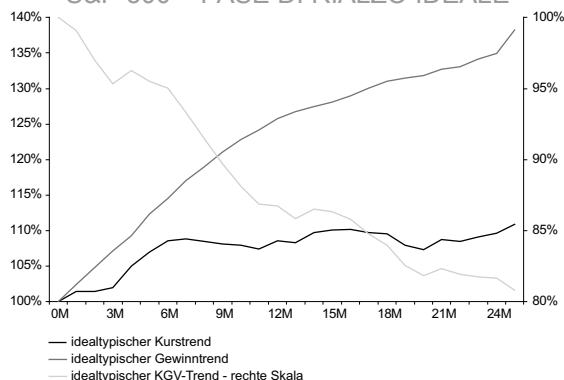
### Dubai e Atene lasciano indifferenti gli investitori

Quando gli investitori erano già pronti per il rally di fine anno, hanno ricevuto uno scossone dalle difficoltà di pagamento da parte di Dubai e dai problemi riguardanti il merito di credito della Grecia. Solo poche e deboli sedute borsistiche sono state comunque sufficienti per discutere a fondo questi argomenti. L'ottimismo ritornato a galla dopo gli scenari da fine del mondo causati dalla crisi finanziaria, non si lascia, evidentemente, scuotere così facilmente, come mostra la forte riduzione della percezione del rischio da parte dei mercati. Questo deve venire, tuttavia, valutato in modo molto critico, considerando l'anno prossimo. La differenza tra grande fiducia e leggerezza è spesso appesa ad un filo.

### Il potenziale è limitato nelle fasi rialziste

Tuttavia, la fase congiunturale rialzista dinnanzi a noi riserva altrettanto raramente sorprese negative sulle borse. Se si analizzano tutte le fasi rialziste sul mercato azionario statunitense registrate a partire dal 1871 e se si elabora una media, si nota che in questa fase sia gli utili aziendali sia le quotazioni borsistiche sono in grado di salire in maniera ideale, mentre i p/e, saliti notevolmente nella fase recessiva precedente, diminuiscono visibilmente. Il passaggio da un rialzo trainato dalle attese ad uno dettato dalla cruda realtà non avviene senza attriti. A metà di tutte le fasi, al movimento rialzista mancava dunque l'aria già dopo pochi mesi, nonostante gli utili aziendali salissero ancora e le borse svoltassero in un trend laterale.

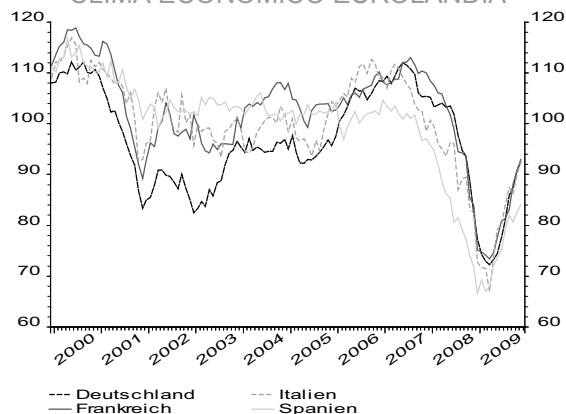
S&P 500 – FASE DI RIALZO IDEALE



### Migliora in modo dinamico il clima economico di Eurolandia

Il barometro dell'economia nella zona euro è migliorato dappertutto in modo dinamico. In Italia, in Francia e in Germania i valori riguardanti gli indicatori sono ritornati sui livelli superiori ai 90 punti, dopo aver registrato minimi di poco oltre i 70 punti e, nel caso dell'Italia, addirittura leggermente inferiori ai 70. I 100 punti che rappresentano la soglia tra contrazione ed espansione sono quindi ritornati a portata di mano. Solo la Spagna, il cui clima economico è sceso così in basso come il minimo raggiunto dall'Italia, se la passa peggio. Ciò, comunque, sorprende poco. La Spagna, accanto alla Gran Bretagna, è, infatti, il paese europeo che ha dovuto lottare maggiormente con la crisi immobiliare.

CLIMA ECONOMICO EUROLANDIA



## Mercato obbligazionario Europa

### Leggere contrazioni nella ripresa

La ripresa congiunturale in Eurolandia ha subito recentemente una leggera flessione. La produzione industriale è, infatti, scesa di nuovo dello 0,6% in ottobre rispetto al mese precedente, ovvero per la prima volta da aprile. Rispetto al periodo dell'anno precedente la contrazione ammontava al 10,9%. Era comunque nettamente inferiore rispetto a settembre (-14,0%). La ripresa tendenziale della variazione rispetto ai mesi dell'anno precedente dovrebbe ripercuotersi ancora fino ai dati di febbraio, poiché, dall'ottobre 2008 al febbraio 2009, si sono dovute registrare le grosse percentuali mensili di flessione causate in seguito alla debacle della Lehman.

### Gli indicatori anticipatori salgono ancora

Gli indicatori anticipatori erano ancora al rialzo. Gli indici dei direttori d'acquisto sono stati in grado di salire ancora (rispettivamente flash estimate per dicembre) sia per quanto riguarda l'industria manifatturiera (un 51,6 dopo un 51,2) sia per il settore dei servizi (un 53,7 dopo un 53,0). Nei principali paesi si sono, tuttavia, anche registrate flessioni. L'indicatore francese della congiuntura industriale, l'indice INSEE, è sceso da 90 a 89, a dicembre. Il barometro del clima economico Ifo è invece salito ancora in Germania (da 93,9 a 94,7), mentre l'Italia non aveva ancora comunicato i suoi dati per dicembre prima della chiusura della redazione.

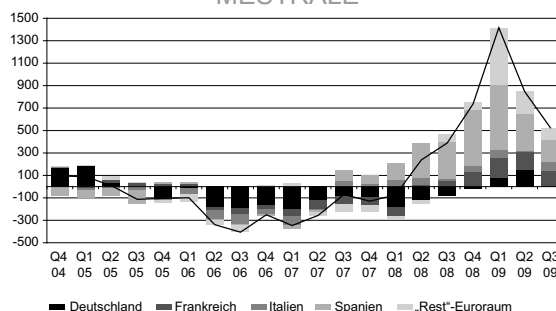
### INDICATORI CONGIUNTURALI NEI PRINCIPALI PAESI DELLA ZONA EURO



### Stabilizzazione sul mercato del lavoro?

Sul mercato del lavoro di Eurolandia sembra avere fatto capolino almeno una certa stabilizzazione. In ottobre, la quota dei disoccupati era salda sul 9,8%. I dati sono, tuttavia, molto diversi da paese a paese. La Spagna ne è ancora colpita in modo particolarmente drammatico. La quota dei disoccupati ammonta ora al 19,3% (secondo i dati diffusi dalla Commissione Europea). La Spagna è il paese dove vanno sempre in fumo più posti di lavoro. Rispetto al primo trimestre del 2009, c'è stata, complessivamente, una vistosa riduzione dei tagli. Mentre allora si sono tagliati circa 1,4 milioni di posti di lavoro, recentemente ne è andato perso solo mezzo milione circa.

### EUROLANDIA: SALDO DELLE PERDITE DI POSTI DI LAVORO NEL CONFRONTO TRIMESTRALE

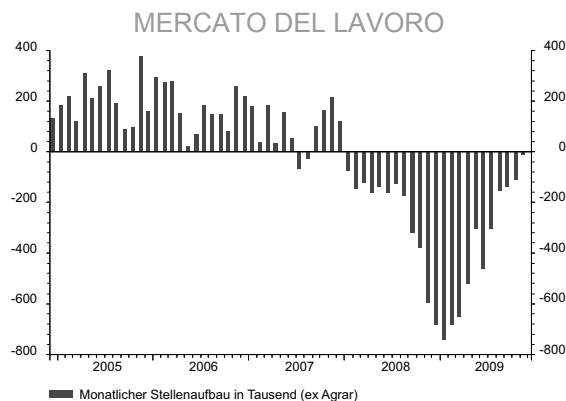


# USA

## Mercato azionario USA

### Segnale di speranza dal mercato del lavoro

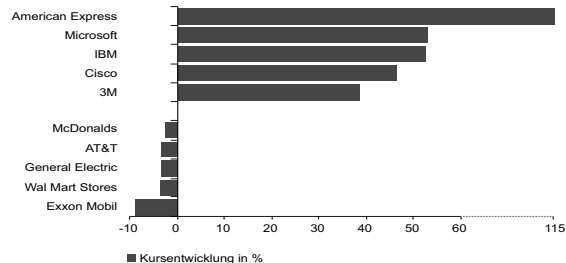
La relazione recentemente pubblicata e riguardante il mercato dell'occupazione Usa ha fornito una sorpresa positiva. In novembre si è assistito ad un taglio di soli 11.000 posti di lavoro. Gli operatori di mercato avevano calcolato dati nettamente peggiori. La quota dei disoccupati, scesa al 10%, è da valutarsi positivamente. Il rialzo della quota dei disoccupati a lungo termine mostra, tuttavia, che le condizioni rimangono ancora tese. L'indicatore è recentemente salito su un livello record del 38% circa. Considerata la netta diminuzione del monte reale dei salari e delle retribuzioni e l'indebitamento, sempre elevato, delle famiglie, i consumi dovrebbero quindi rimanere ancora sotto pressione. Anche se l'attività riguardante i consumi e gli investimenti è da considerarsi in modo piuttosto scettico, nel 2010 si dovrebbe prevedere una crescita del PIL del 2% considerato il surplus statistico positivo e una creazione delle scorte di magazzino che ha luogo prima di quanto finora previsto.



### Il dollaro Usa annuncia il suo ritorno

La diminuzione della quotazione del dollaro Usa che ha recentemente favorito il superamento, da parte dell'euro, della soglia di 1,50, ha subito una repentina inversione quando si sono annunciati i dati riguardanti il mercato del lavoro Usa. Il trend rialzista dell'euro finora intatto nei confronti del dollaro statunitense ha mostrato le prime crepe e rende sempre più probabile un comeback del dollaro Usa. Sul fronte dei fondamentali c'è ancora semaforo verde per quanto riguarda una rivalutazione del dollaro. Lo lasciano presupporre sia la forchetta dei tassi attesi sul mercato monetario a tre mesi sia il differenziale dei rendimenti dei titoli di stato a lunga scadenza per il dollaro. Nel 2010, quest'ultimo aumenterà il suo valore nei confronti dell'euro.

### VINCITORI E VINTI DEGLI ULTIMI DODICI MESI



### Titoli tecnologici in pole position

Il mix tra forti misure di politica monetaria e fiscale e l'atmosfera di fiducia estremamente pessimista tra gli investitori si sono rivelati un terreno fertile e fruttuoso per un rally senza precedenti sul mercato azionario. Da marzo, il Dow Jones ha guadagnato circa il 60%. Con un aumento dei corsi di oltre il 100%, American Express, la società che offre carte di credito, spicca nello scenario. Titoli tecnologici come Microsoft, IBM e Cisco hanno relegato tutti gli altri comparti agli ultimi posti.

### Gli utili aziendali si stabilizzano

Uno sguardo alle ultime trimestrali mostra che la situazione si è stabilizzata per quanto riguarda le imprese. Il trend degli utili al ribasso iniziato già nell'autunno del 2007 appartiene al passato. I risultati che sono stati migliori di quanto atteso, comunque, sono riconducibili, in gran parte, alle aggressive attività di taglio dei costi che dovrebbero essersi già assestate. La situazione congiunturale migliorata dovrebbe comunque fornire sempre più fatturati in rialzo. L'aumento degli utili del 25% già anticipato per il 2010 sembra essere quindi raggiungibile.

### Comeback dei titoli difensivi?

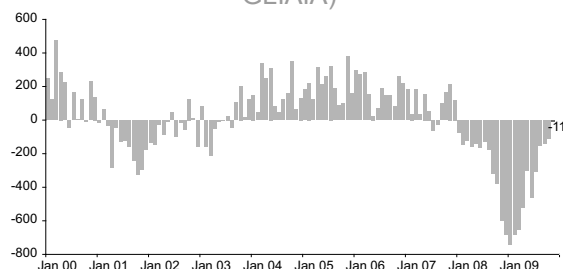
Dopo il 2009, anno turbolento, ma complessivamente piacevole, anche quello borsistico del 2010 dovrebbe sorprendere positivamente, ma anche negativamente. I titoli azionari sono ancora più attraenti di quelli obbligazionari. Dopo una riuscita stabilizzazione dell'economia mondiale, il focus degli investitori azionari dovrebbe tendenzialmente spaziare dai fattori macroeconomici a quelli che riguardano le imprese. I titoli di qualità provenienti dalla cerchia dei difensivi, che finora rientravano tra quelli con un'underperformance, e che presentano un andamento stabile degli utili, potrebbero vantare un comeback nel 2010.

## Mercato obbligazionario USA

### Rallenta vistosamente la riduzione dell'occupazione

La relazione sul mercato del lavoro Usa è di nuovo forte. A novembre 2009, la contrazione dell'occupazione era quasi al palo e ha registrato un taglio di soli 11.000 posti di lavoro: il più basso da dicembre 2007. La riduzione dei posti di lavoro nei due mesi precedenti è, inoltre, risultata essere complessivamente inferiore di 159.000 unità rispetto a quanto registrato precedentemente. La quota dei disoccupati è scesa dal 10,2%, ad ottobre, al 10,0%, a novembre. In seguito a questa relazione del mercato del lavoro, migliore del previsto, le speculazioni sugli aumenti del tasso di riferimento da parte della Federal Reserve hanno subito una nuova spinta e ciò ha messo, a sua volta, vistosamente sotto pressione le quotazioni delle emissioni a lunga scadenza del Tesoro Usa. Ci si pone ora la domanda se la relazione di novembre è stata solo un fuoco di paglia o se la disoccupazione scenderà, d'ora in poi, di nuovo vistosamente.

OCCUPAZIONE (VARIAZIONE ASSOLUTA RISPETTO AL MESE PRECEDENTE, IN MILIAIA)



### Probabile creazione di posti di lavoro a dicembre

Probabilmente non è un'ipotesi azzardata quella che una parte relativamente rilevante della ripresa innescatasi dalla primavera sia riconducibile ai programmi congiunturali statali. A tal riguardo si deve prevedere una contrazione congiunturale qualora non si sia manifestato nessun rialzo endogeno alla scadenza dei programmi congiunturali. A medio termine, ciò avrebbe ancora una volta conseguenze sul mercato del lavoro Usa, opprimendolo. L'occupazione nelle società di lavoro temporaneo indica, allo stesso tempo, che l'occupazione complessiva dovrebbe risollevarsi per lo meno nei prossimi mesi. L'occupazione nelle società di lavoro temporaneo è salita di 52.000 unità a novembre. Ciò farebbe in modo, di per sé, che, nei prossimi 2 - 3 mesi, ci si aspetti un rialzo dell'occupazione complessiva di oltre 200.000 posti di lavoro al mese.

### La quota dei disoccupati ultimamente era sul 10%

Per il momento ci sono segnali di allentamento anche sulla base della quota dei disoccupati Usa. Quest'ultima seguiva, in passato, l'andamento delle domande iniziali cumulative (rispettive medie mensili) di sussidi di disoccupazione nei dodici mesi. Con un rialzo delle domande iniziali cumulative di sussidi di disoccupazione, che erano inferiori ai 4 milioni nel 2007, e che recentemente hanno raggiunto i 7 milioni, anche la quota dei disoccupati era salita dal 4,5% nel maggio del 2007 al 10,2% nell'ottobre del 2009. A novembre la quota è, invece, scesa al 10,0%, come già accennato qui sopra.

# Giappone

## Mercato azionario Giappone

### Allarme tsunami

Nel primo trimestre del 2009 il regno del Sol Levante sembrava andare a fondo trascinato nel vortice della crisi finanziaria ed economica. Il Giappone arrancava nella peggiore crisi economica registrata dalla fine della seconda guerra mondiale. Le esportazioni crollarono di quasi il 50% fino a febbraio rispetto all'anno precedente e la produzione industriale scese del 38%. Grandi multinazionali, come la Sony e Hitachi, erano in rosso. La Toyota registrò la prima perdita della sua storia. Il Giappone, nazione esportatrice, così come la Germania, fu colpita dalla crisi mondiale economica e finanziaria in modo molto più forte di altri paesi industrializzati.

### L'unione fa la forza

La seconda potenza economica del mondo si è opposta energicamente alla recessione con tre pacchetti congiunturali. E' stata soprattutto la Cina a ritornare relativamente presto sul suo vecchio sentiero di crescita. Ne ha, alla fine, tratto vantaggio l'intero spazio economico asiatico. Con un rialzo reale dell'1,20% su base trimestrale il PIL nipponico è caduto nel terzo quarto del 2009 in modo sostanzialmente più forte di quanto atteso.

### Capriole valutarie

Gli investitori hanno per il momento ricompensato la fruttuosa lotta contro la recessione con chiari aumenti delle quotazioni. Dal settembre del 2009 il Nikkei, tuttavia, non è più stato in grado di seguire il rialzo dei mercati azionari mondiali. La volata pressoché irrefrenabile della valuta nipponica, che ha recentemente segnato un massimo annuale negli ultimi 14 anni nei confronti del dollaro Usa, ha spaventato gli investitori. A causa del gravoso peso delle esportazioni e delle elevate capacità industriali, superiori alla media, nel paese del Sol Levante è salito il timore di uno scivolone in una caparbia deflazione. Le divergenze politiche all'interno del nuovo governo hanno assestato un colpo ulteriore al mercato azionario. Solo un'azione concertata tra la Banca Centrale e il governo ad inizio dicembre hanno posto fine alla spirale discendente nel paese del Sol Levante. La Banca Centrale ha riaperto nuovamente i rubinetti monetari e il nuovo governo in carica da agosto ha inaugurato il suo primo pacchetto congiunturale.

I segnali contrari a una spirale deflativa e i tassi in rialzo hanno fatto cedere lo yen e messo le ali al mercato azionario.



### Il "fattore D" mette sotto pressione

Nel 2010, la moderata ripresa congiunturale dovrebbe continuare. Grazie all'elevato orientamento industriale ed esportatore, il Giappone dovrebbe trarre vantaggio dalla domanda mondiale in aumento. L'andamento dello yen non dovrebbe più rappresentare un ostacolo in tal senso. C'è meno speranza che il nuovo governo eletto recentemente riesca a stimolare vistosamente i consumi privati. I margini di manovra del governo sono relativamente esigui, considerato l'elevato indebitamento statale. Il monte dei debiti del Giappone è ora salito a circa 190% del PIL. Questo rappresenta il livello più alto di tutti gli stati industrializzati. Anche la struttura demografica della società nipponica non lascia presupporre un'inversione di tendenza. Le famiglie in Giappone vantano valori patrimoniali enormi. Già solo gli investimenti finanziari ammontano a circa 11 bilioni di euro. Il crescente numero di pensionati non accenna, tuttavia, a spendere.

### Borsa ad effetto ritardato

Accanto ai nuclei familiari, anche le imprese nipponiche sono relativamente solide per quanto riguarda il lato finanziario. L'indice Nikkei dovrebbe festeggiare anche prossimamente, ad intervalli, l'azione concertata tra Banca Centrale e governo contro le forze deflative, tanto più che l'ultimo trimestre dell'anno fiscale (31 marzo) presenta, di solito, una performance superiore alla media. Un'inversione di tendenza per quanto riguarda lo yen nei confronti del dollaro Usa dovrebbe conferire ulteriore slancio agli utili aziendali e spingere al ribasso la valutazione relativamente elevata del p/e. Per quanto riguarda il multiplo prezzo/valore contabile e quello prezzo/fatturato, la borsa di Tokyo è nettamente più a buon mercato rispetto, ad esempio, a Dow e DAX.

## Mercato obbligazionario Giappone

### Nel Q4 il Tankan migliora leggermente

Dopo il crollo su valori minimi storici registrati a fine 2008 / inizio 2009, l'indice Tankan rilevato dalla Banca Centrale del Giappone ha continuato il suo trend di ripresa anche nell'ultimo trimestre del 2009 ed è migliorato da -33 a -24 punti presso le grandi imprese dell'industria manifatturiera. 124 pessimisti si contrappongono quindi a 100 ottimisti. Ciononostante, l'atmosfera di fiducia è, tutto sommato, ugualmente tesa nell'economia giapponese.

### Il mercato del lavoro ha toccato il fondo

Anche la situazione sul mercato dell'occupazione è migliorata solo di poco. Il numero delle imprese che intendono tagliare l'organico supera, secondo il sondaggio Tankan, ancora vistosamente quelle che prevedono di rimpinguarlo. Il fondo è pur sempre stato superato. Il Tankan riguardante l'occupazione ha anch'esso preso la strada verso l'alto, così come il rapporto "posti vacanti vs. aspiranti agli impieghi".

### Nessun credit crunch all'orizzonte

Secondo il sondaggio Tankan, le condizioni finanziarie vengono, invece, classificate come piuttosto neutrali. Un'esigua maggioranza delle grandi imprese ha recentemente definito "buone" ("easy") le condizioni di finanziamento. Per quanto riguarda le imprese di medie dimensioni, la valutazione "easy" o „tight“ significa più o meno "equilibrato" e quindi privo di problemi. Solo le imprese di piccole dimensioni si vedono confrontate con determinate restrizioni nel reperimento di capitale di terzi. Tutto sommato, non si può, tuttavia, parlare di una contrazione del credito in Giappone. Lo dimostra anche il crescente volume di emissioni di obbligazioni industriali. Le imprese sfruttano, in modo rafforzato, l'entrata diretta sul mercato obbligazionario.



# Previsioni

## Mercati azionari e panorama degli interessi

Paesi	05.01.2010	Tasso monetario a 3 mesi	Rendimento a 10 anni	Corso del cambio vs. EUR	Mercati azionari	
Eurolandia	05.01.2010	0,72	3,40		<b>Euro Stoxx50</b>	3.012
	31.03.2010	0,85	3,50			3.000
	31.12.2010	1,70	4,10			3.300
					<b>DAX</b>	6.031
						6.000
						6.800
USA	05.01.2010	0,25	3,80	1,45	<b>Dow Jones</b>	10.572
	31.03.2010	0,35	3,60	1,42		10.500
	31.12.2010	1,00	4,30	1,37		11.500
Giappone	05.01.2010	0,27	1,33	133	<b>Nikkei225</b>	10.681
	31.03.2010	0,60	1,50	137		10.500
	31.12.2010	0,65	1,85	145		11.000
Gran Bretagna	05.01.2010	0,61	3,96	0,90		
	31.03.2010	0,70	3,80	0,87		
	31.12.2010	1,20	4,20	0,85		
Svizzera	05.01.2010	0,25	2,05	1,49		
	31.03.2010	0,25	2,20	1,48		
	31.12.2010	0,75	2,80	1,49		
Danimarca	05.01.2010	1,55	3,64	7,44		
	31.03.2010	1,45	3,90	7,46		
	31.12.2010	1,95	4,50	7,46		
Svezia	05.01.2010	0,50	3,46	10,16		
	31.03.2010	1,00	3,90	9,40		
	31.12.2010	1,80	4,30	9,20		
Norvegia	05.01.2010	2,20	4,18	8,23		
	31.03.2010	2,40	4,40	8,05		
	31.12.2010	2,80	4,80	7,90		
Canada	05.01.2010	0,47	3,60	1,50		
	31.03.2010	0,55	3,60	1,59		
	31.12.2010	1,00	3,80	1,53		
Australia	05.01.2010	4,12	5,70	1,58		
	31.03.2010	4,40	5,60	1,78		
	31.12.2010	5,25	5,75	1,90		

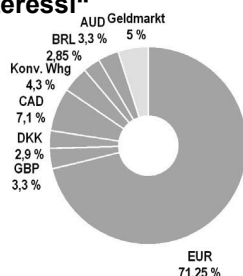
# Gestione Patrimoniale Tradizionale

## Sintesi delle nostre cinque strategie tradizionali

### Strategia "reddito da interessi"

**Asset allocation:**  
100% obbligazioni

Margine fluttuazione:  
Mercato monetario 0 -20%  
Obbligazioni 80-100%  
Titoli azionari 0%



L'investimento avviene esclusivamente in strumenti a reddito fisso che vengono ampiamente differenziati.

#### Andamento di valore al 30.11.2009

Dall' 01.01.2009	5,40 %
Dall' 30.11.2008	5,64 %
Da 5 anni p.a.	2,96 %

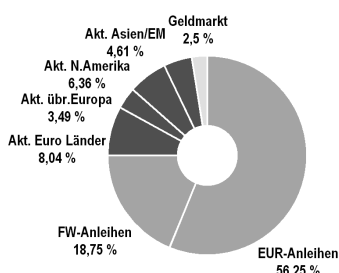
#### Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	22,72 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0,12
Deviazione standard	2,45 %	Correlazione	0,82

### Strategia "reddito"

**Asset allocation:**  
80 % obbligazioni  
20 % titoli azionari

Margine fluttuazione:  
Mercato monetario 0-20%  
Obbligazioni 60-80%  
Titoli azionari 15-25%



Si tende primariamente a perseguire il mantenimento del capitale e un reddito costante.

#### Andamento di valore al 30.11.2009

Dall' 01.01.2009	10,92 %
Dall' 30.11.2008	10,07 %
Da 5 anni p.a.	3,33 %

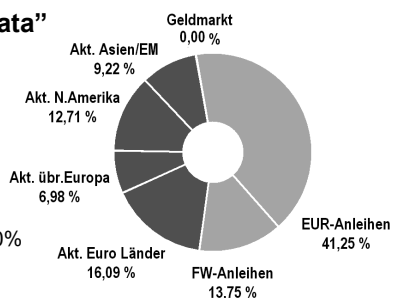
#### Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	29,23 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0,26
Deviazione standard	4,11 %	Correlazione	0,78

### Strategia "bilanciata"

**Asset allocation:**  
60 % obbligazioni  
40 % titoli azionari

Margine fluttuazione:  
Mercato monetario 0-20%  
Obbligazioni 40-60%  
Titoli azionari 30-50%



Obiettivo di questa strategia è quello di ottenere un reddito costante ed un incremento di valore attraverso gli utili delle quotazioni.

#### Andamento di valore al 30.11.2009

Dall' 01.01.2009	14,96 %
Dall' 30.11.2008	13,04 %
Da 5 anni p.a.	3,08 %

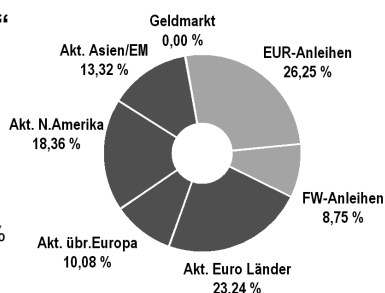
#### Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	30,86 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0,17
Deviazione standard	7,12 %	Correlazione	0,86

### Strategia „crescita“

**Asset allocation:**  
40 % obbligazioni  
60 % titoli azionari

Margine fluttuazione:  
Mercato monetario 0-20%  
Obbligazioni 20-40%  
Titoli azionari 50-70%



Con la strategia d'investimento "crescita" l'obiettivo principale consiste nell' incremento del valore attraverso gli utili delle quotazioni.

#### Andamento di valore al 30.11.2009

Dall' 01.01.2009	19,45 %
Dall' 30.11.2008	16,28 %
Da 5 anni p.a.	3,03 %

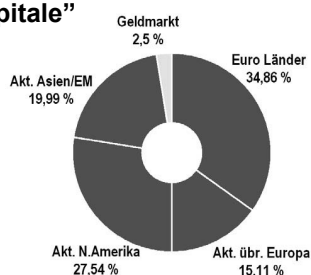
#### Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	33,49 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0,16
Deviazione standard	9,93 %	Correlazione	0,88

### Strategia "utile da capitale"

**Asset allocation:**  
100 % titoli azionari

Margine fluttuazione:  
Mercato monetario 0-20%  
Obbligazioni 0%  
Titoli azionari 80-100%



Con la strategia d'investimento "utile da capitale", nel lungo periodo si mira ad un maggiore incremento di valore attraverso gli utili delle quotazioni.

#### Andamento di valore al 30.11.2009

Dall' 01.01.2009	29,19 %
Dall' 30.11.2008	23,29 %
Da 5 anni p.a.	1,96 %

#### Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	32,92 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0,09
Deviazione standard	16,51 %	Correlazione	0,84

# Raccomandazione titoli a reddito fisso

## Titoli a reddito fisso EURO, USD, CAD, GBP, AUD, ZAR

Codice ISIN	Ced.	Titolo	Rating	Durata	Quotazione	Rendimento	Duration	Taglio minimo	
<b>Titoli a reddito fisso - EURO</b>									
DE0002760808	4.7500%	KFW	AAA	11.08.2010	102.355	0.60	0.57	1'000	*
XS0110245130	5.6250%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	25.10.2010	103.687	0.80	0.78	1'000	*
XS0376607015	4.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2011	104.462	1.01	1.21	1'000	
DE0007243495	4.0000%	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK	AAA /-	28.04.2011	103.360	1.33	1.25	1'000	
FR0010101824	4.0000%	CIE FINANCEMENT FONCIER	AAA /-	21.07.2011	103.590	1.51	1.48	1'000	
XS0369461305	5.2500%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	12.12.2011	106.348	1.80	1.86	1'000	
XS0411606246	5.2500%	TOYOTA MOTOR CREDIT CORP	AA	03.02.2012	106.035	2.15	1.91	1'000	
XS0412968793	3.3750%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	09.02.2012	103.102	1.79	1.98	1'000	
FR0010734244	2.3750%	SFEF	AAA	10.03.2012	101.559	1.61	2.08	1'000	
DE0001141505	4.0000%	BUNDESobligation	AAA	13.04.2012	105.780	1.36	2.13	1'000	
FI0001006165	4.2500%	FINNISH GOVERNMENT	AAA	15.09.2012	106.706	1.63	2.55	1'000	
DE0001141513	4.2500%	BUNDESobligation	AAA	12.10.2012	107.180	1.55	2.63	1'000	
XS0413810606	4.1250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	20.02.2013	104.716	2.47	2.88	1'000	
XS0415624393	4.6250%	ROCHE HLDGS INC	AA-	04.03.2013	106.243	2.51	2.89	1'000	
DE0001141521	3.5000%	BUNDESobligation	AAA	12.04.2013	105.230	1.82	3.05	1'000	
XS0327177134	4.3750%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2013	106.757	2.13	3.02	1'000	
XS0428037666	3.5000%	SANOFI-AVENTIS	AA-	17.05.2013	103.414	2.39	3.14	1'000	
NL0001026899	4.2500%	NETHERLANDS GOVERNMENT	AAA	15.07.2013	107.464	2.00	3.27	1'000	
XS0403964116	3.6250%	OEKB OEST. KONTROLLBANK	AAA	10.12.2013	103.890	2.53	3.70	1'000	
XS0414313691	3.5000%	TOTAL CAPITAL SA	AA	27.02.2014	103.278	2.62	3.80	1'000	
SI0002102935	4.3750%	REPUBLIKA SLOVENIJA	AA	02.04.2014	106.131	2.77	3.83	1'000	
DE0002760931	4.2500%	KFW	AAA	04.07.2014	106.886	2.57	4.09	1'000	
AT0000386073	4.3000%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	15.07.2014	107.152	2.53	4.12	1'000	
DE000A0TKBM0	5.0000%	BASF FINANCE EUROPE NV	A+	26.09.2014	108.276	3.03	4.27	1'000	
AT000A0ACL73	3.4000%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	20.10.2014	103.047	2.64	4.45	1'000	
FR0010112052	4.0000%	FRANCE (GOVT OF)	AAA	25.10.2014	106.560	2.51	4.42	1'000	
ES0000012916	4.4000%	BONOS Y OBLIG DEL ESTADO	AAA	31.01.2015	106.888	2.89	4.48	1'000	
FI0001005704	4.2500%	FINNISH GOVERNMENT	AAA	04.07.2015	107.609	2.71	4.92	1'000	
DE0001381911	3.5000%	LAND HESSEN	AA	04.01.2016	102.692	3.00	5.50	1'000	
XS0412968876	4.5000%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	09.02.2016	105.873	3.39	5.26	1'000	
XS0413806996	5.1250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	20.02.2017	108.458	3.72	5.92	1'000	
DE000A0MFXJ5	4.1250%	KFW	AAA	04.07.2017	105.275	3.30	6.48	1'000	
XS0308505055	4.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.10.2017	109.051	3.38	6.65	1'000	
AT0000385745	4.6500%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	15.01.2018	108.138	3.42	6.63	1'000	
XS0196448129	4.6250%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2020	107.368	3.72	8.21	1'000	
<b>Titoli a reddito fisso - USD</b>									
US514890AF97	4.2500%	L-BANK BW FOERDERBANK	AA+	15.09.2010	102.462	0.53	0.66	1'000	
XS0172289604	3.5000%	KFW	AAA	15.12.2011	104.390	1.07	1.89	1'000	
XS0414059377	2.7500%	BP CAPITAL MARKETS PLC	AA	27.02.2012	102.600	1.31	2.04	1'000	
US171081C240	4.4500%	PFIZER INC	AA	15.03.2012	106.433	1.43	2.07	1'000	
US676167A221	1.8750%	OEKB OEST. KONTROLLBANK	AAA	21.03.2012	101.016	1.34	2.14	1'000	
XS0172157876	3.7500%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	15.07.2013	104.591	2.35	3.30	1'000	
BE0934531337	4.2500%	BELGIUM KINGDOM	AA+	03.09.2013	106.398	2.37	3.41	1'000	
US459056HM24	3.5000%	INTL BK RECON & DEVELOP	AAA	08.10.2013	104.604	2.16	3.51	1'000	
US1713448BK37	3.7500%	PEPSICO INC	A+	01.03.2014	104.163	2.68	3.82	2'000	
US822582AF97	4.0000%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	21.03.2014	105.323	2.65	3.86	2'000	
XS0183637635	4.5000%	COUNCIL OF EUROPE	AAA	30.06.2014	107.315	2.69	4.07	1'000	
US045167BJ10	4.2500%	ASIAN DEVELOPMENT BANK	AAA	20.10.2014	106.509	2.74	4.34	1'000	
XS0347750365	3.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2015	103.740	2.92	4.75	1'000	
US000769BH67	4.3750%	KFW	AAA	21.07.2015	106.302	3.08	4.89	1'000	
XS0270250136	5.1250%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	05.10.2016	107.193	3.85	5.82	1'000	
XS0247659542	5.6250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	16.03.2016	108.064	4.07	5.20	2'000	
US000769BY90	4.8750%	KFW	AAA	17.01.2017	107.865	3.56	5.93	1'000	
US515110AV64	5.1250%	LANDWIRTSCH. RENTENBANK	AAA	01.02.2017	108.313	3.73	5.93	1'000	
<b>Titoli a reddito fisso - CAD</b>									
XS0190051945	4.0000%	TOTAL CAPITAL SA	AA	08.12.2010	102.742	0.86	0.90	1'000	
XS0197361305	4.7500%	ONTARIO (PROVINCE OF)	AA-	27.07.2011	105.232	1.23	1.49	1'000	
XS0414401801	2.5000%	RABOBANK NEDERLAND	AAA	02.03.2012	101.691	1.64	2.06	1'000	
XS0217109844	4.3750%	QUEBEC PROVINCE	A+	04.02.2013	105.941	2.30	2.82	1'000	
XS0219274908	4.3750%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	13.05.2015	105.721	3.17	4.75	1'000	
<b>Titoli a reddito fisso - GBP</b>									
XS0122271082	5.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	07.12.2011	107.353	1.49	1.85	1'000	
XS0276045951	5.1250%	TOYOTA CREDIT CANADA INC	AA	17.01.2012	105.403	2.14	1.87	1'000	
XS016908249	4.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	14.01.2013	105.807	2.45	2.88	1'000	
XS0414238898	3.2500%	KFW	AAA	24.02.2014	100.700	2.98	3.81	1'000	
XS0423205524	3.3750%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	08.09.2014	101.602	2.98	4.34	1'000	
XS0415625283	5.5000%	ROCHE HLDGS INC	AA-	04.03.2015	107.071	3.83	4.44	5'000	
GB0033280339	4.7500%	TSY 4 3/4% 2015	AAA	07.09.2015	108.129	3.16	4.97	1'000	
<b>Titoli a reddito fisso - AUD</b>									
XS0243977260	5.6250%	RABOBANK NEDERLAND	AAA	01.03.2011	100.443	5.09	1.07	1'000	
XS0412228917	4.5000%	RABOBANK NEDERLAND(AUST)	AAA	17.02.2012	98.207	5.38	1.96	1'000	
XS0139486079	5.5000%	COUNCIL OF EUROPE	AAA	18.01.2012	100.580	5.08	1.86	1'000	
XS0411046351	4.6250%	AUST & NZ BANKING GROUP	AAA	11.02.2013	97.071	5.67	2.81	1'000	
AU300EB26033	6.0000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	14.08.2013	100.320	5.70	3.20	1'000	
XS0412694647	4.3750%	COMMONWEALTH BANK AUST	AAA	17.02.2014	94.775	5.82	3.68	5'000	
AU300LNDRO42	5.7500%	LANDWIRTSCH. RENTENBANK	AAA	21.01.2015	97.671	6.27	4.43	1'000	
<b>Titoli a reddito fisso - ZAR</b>									
XS0332031284	10.0000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	28.01.2011	102.068	7.73	0.95	10'000	
XS0225458412	7.2500%	KFW	AAA	03.08.2012	96.668	8.64	2.35	5'000	
XS0339249921	10.0000%	KFW	AAA	17.01.2013	103.285	8.66	2.51	5'000	
XS0203909485	8.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	04.11.2014	98.068	8.96	4.07	5'000	

\* Per le obbligazioni con una data d'emissione prima dell'01.03.2001 sotto certe circostanze non viene applicata l'imposta UE.