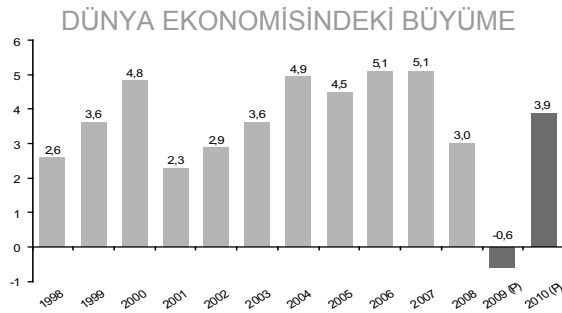


Bakış Açısı

Konjonktür: Yeni çekici güçler aranıyor

2009 Yılı dünya ekonomisine savaş sonrası en büyük küresel krizi sunmuşsa da, aynı zamanda yukarı doğru güçlü bir dönüş sağlamıştır. Sadece bu dönüşüm sanayileşmiş ülkelerin 2010 yılında yıllık ortalamada hatırı sayılır büyüme oranlarına erişeceğini göstermektedir. U-Durgunluğu veya L-Durgunluğu konusu unutulmuş olup, ikinci geriye dönüş safhası olan W şeklinde bir gidişat da bizlere göre düşük bir ihtimaldir. Orta vadeli perspektifler ise önceki dönüşümlerden daha basit kalacaktır. ABD'nin kredi ile finansmanı yapılan „iş modeli“ zamanı artık geçmiş görünmektedir. Özel sektörün borçlarından kurtulması da tüketimi yıllar boyu baskı altına alacaktır. Avrupa demografik nedenlerle yavaş büyümekte ve bazı ülkeler kendi gayrimenkul krizleri ile boğuşmaktadır. Japonya ise, yeni bir deflasyonun eşiğinde gibi görünmektedir. Yine de toplu durum programları gelecek yıla kadar etkisini gösterecek olup, bunlara ödenen bedel devletin gittikçe artan borçları olacaktır. Bunun hesabı ise er veya geç vergi ödeyenlere kesilecektir.



Motor rolü bu durumda Çin ve Asya ve Latin Amerikanın gelişmekte olan ülkelere verilmektedir. Bu ülkelerin iç ekonomileri ve bu ekonomilerin arasındaki ticaret hacmi aşırı şekilde büyümektedir.

Bu ülkelerin bankacılık sistemleri Batı ülkelerinden daha istikrarlıdır. Ödeme dengeleri de fazlalık vermektedir. Sanayileşmiş ülkelerin hisse senedi piyasaları da bunlardan kar sağlayacaktır, zira çok uluslu şirket grupları bu bölgelerde devamlı büyüyen cirolar sağlamaktadır.

Arz artıyor, Talep azalıyor

Hisse senedi borsası diğerlerine benzeyen bir piyasa değildir. Ancak burada da arz ve talep büyük bir rol oynamaktadır. Günlük alım satım işlerinde piyasada dolaşan hisse senetleri el değiştirirken, emisyonlar, senet geri alımları veya devir alım işlemleri dengeyi epey değiştirebilir. Tarafımızdan bulunan verilerin analizinin gösterdiği üzere Euro bölgesinde 2009 yılından bu yana ilk defa aşırı bir arz fazlalığı oluşmuştur. Bizim araştırmamız sadece şirketlerin elinde dağınık varlıkları kapsamaktadır. Eski veya yeni büyük hisse sahiplerinin operasyonları borsa dışında oldukları sürece dışarıda kalmışlardır.

Düşük IPO - Yılı...

Zor piyasa koşulları sonucu beklendiği üzere, 2009 emisyon yılı Euro bölgesinde epey zayıf gerçekleşmiştir. Almanya'da planlanan Hochtief ve Scan Energy gruplarının borsaya açılımı, Dubai karmaşasının yatırımcıları huzursuz etmesi sonucunda iptal edilmiştir.

2009 YILINDA BÜYÜK BORSA AÇILIMLARI (VERİLER MİLYON EURO OLARAK)

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

... ancak rekor seviyede sermaye artışları

Borsada yeni sayılanlar zor zamanlar geçirirken, eskiden kotasyonu olanlar rekor seviyelere ulaşmışlardır. DAX Endeksinden direkt olarak sadece K+S ve Infineon piyasaya çıkmışlardır. Adidas ve Salzgitter konvertibl tahviller üzerinden dolaylı olarak buna eklenebilir. Finans grupları, her şeyden önce bunlara bankalar dâhil, 24 Milyar Euro ile yüksek şekilde temsil edilmektedir. Bunlardan yaklaşık 12 Milyarı enerji temin eden kurumlardır. Emisyon boru hattı iyi bir doluluktur: Volkswagen, Unicredit ve Continental ile üç şirket grubu daha 2010 yılında Milyarlık Emisyonlar öngörmektedir.

Devralma İşlemleri için Para Az...

2009 yılında nakit karşılığı devralmalar ve paket alımlar da azalmıştır. 27 Milyar Euro tutarının yarısı geçen yıldan kalmadır. 15 Milyar Euro ise Porsche tarafından VW hisseleri üzerinden satın alınmış opsiyonların uygulanması veya öncelikli hisselerin piyasadan satın alınması için gerekmiştir. İkinci büyük bölüm de eski işlemlere dayanmaktadır. İlkbahar aylarında İspanyol Gas Natural firması rakibi Union Fenosa'yı satın alıvermiştir. Bundan sonra küçük çapta devir almalar gerçekleşmiştir. Bu da pek şaşılacak şey değildir. Finans yatırımcıları ne bankalardan ne de yatırımcılardan şirket satın alabilmek için para bulamamakta ve büyük şirket grupları ekonomik krizde likiditelerini garantiye almayı ve borçlarını azaltmayı düşünmektedir.

... ve Hisse Geri alımları

neredeysse yanlış sinyal demektir

Hisse geri alımları neredeyse tamamen yanlış sinyal vermişlerdir. Euro Stoxx 50 Endeksi üyeleri arasında sadece Münchener Rück (Reasürans) ve Telefonica aktif görünmektedir. Toplam hacim bir Milyar Euro'nun altında olup bir yıl önce 35 Milyar Euro olmuştur. Burada pek hızlı değişiklikler olmayacak, şirket gruplarının serbest nakit akışları 2010 yılında da büyük etkiler yaratmayacaklardır.

Talepten Arz

fazlasına doğru...

2009 yılında toplam olarak hisse senetlerinin arz ve talep dengesi tersine dönmüş bulunmaktadır. Yıllar boyu süren arz düşüklüğünden sonra, iki haneli Milyarlık bir fazlalık oluşmaktadır.

... 2010 Yılında da

Bu olumsuz tabloda önümüzdeki yıl da bir şey değişmeyecektir. İki haneli milyarlık sermaye artışları şimdiden programlanmıştır. Devlet tarafından da yüksek plasmanlar mümkün olabilir. Finans gruplarının hisse senedi paketleri kamu maliyesince şişirilmiş olsa da, bu durum sonsuza dek sürmeyecektir. Talep yönünde ise pek bir hareket yoktur. Peşin karşılığında büyük devir almalar için finans yatırımcılarının öz sermayesi eksiktir. Sanayi grupları da kendi hisseleri ile ödeme yapmayı tercih ederler. Sonuç belli görünüyor: Arz-Talep oranı hisse sendi piyasasını gelecek yılda kısıtlayacak faktörlerden birisi olacaktır.

Euro Sovereigns Ülkeler Pusulası

Arjantin	Bu ay „Holdouts“ için borç swap işlemleri hakkındaki detaylar açıklanacaktır.
Brezilya	Brezilyanın iç ekonomisi hız kazanıyor: Perakende ciroları Ekim ayında %8,4 (Y/Y) artmıştır.
Bulgaristan	Uyum durgunluğu bir sonraki dönemde giriyor: GSYH üçüncü çeyrek yılda %5,8 (Y/Y) gerilemiştir.
Çin	İç konjonktür gelişimi hızlandırmakta: Bunun işareti olarak ihracat azalmakta ve ithalat artmaktadır.
Hırvatistan	Hırvatistan'da da dış ticaret dengesizliği azalmakta ve derinleşen ekonomik gerileme hafiflemektedir.
Peru	Büyümede kesinti pek fazla olmamıştır. 2009 Yılında herhalde zarara dönük bir sıfır noktası yaşanacaktır.
Polonya	Polonya'nın büyüme hızı %1,7 (Y/Y) olup, Doğu Avrupa'nın lokomotifidir.
Romanya	Basescu Başkan seçildikten sonra yeni hükümet kurulacaktır. Bunu takiben IMF ile yeni destek kredileri hakkında pazarlıklar yapılabilir.
Rusya	Aşırı yükselen petrol fiyatları sayesinde bu ülke krizden beklendiğinden daha erken çıkabilecektir.
Güney Afrika	2009 yılının üçüncü çeyreğinde, Güney Afrika bir önceki çeyrekte -0,3 düşüşün sonrasında yıla uygulanmış %0,9 oranındaki bir büyüme ile durgunluktan çıkabilir.
Çek Cumhuriyeti	2010 Seçim yılı heyecanlı olacaktır. Hükümetin kurulmasında güçlükler beklenmektedir.
Türkiye	Türkiye önemli bir ekonomik düzelmeye adaydır. Bu ülke finans krizinde çok iyi bir performans göstermiştir.
Macaristan	Dövizle kredi alınmasını sınırlayan bir yasa ile gelecekteki kriz potansiyeli azaltılmaktadır.
Venezüela	Yüksek enflasyon oranı iç ekonominin hızlanmasını güçleştirmektedir.

Avrupa

Avrupa Hisse Senedi Piyasası

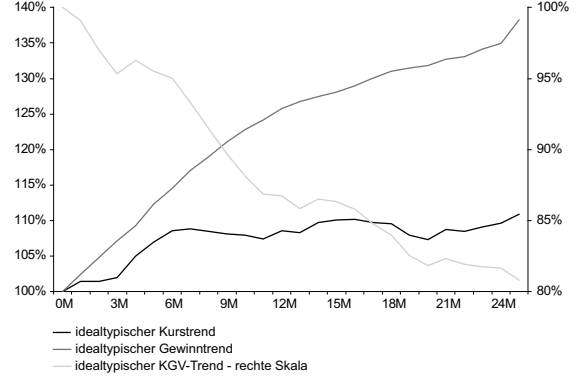
Dubai ve Atina Yatırımcıları soğuttu

Tam da yatırımcılar yılsonunda yükselen piyasalara hazırlanırken Dubai'nin ödeme zorlukları ve Atina'nın reyting haberleri ile korkutulmuşlardır. Bazı zayıf borsa günleri bu konuları tartışmak için yetmiştir. Dünyanın finans krizi sonucunda batışı senaryolarından sonra, geri dönen iyimserlik, piyasaların düşük risk algılamasının de gösterdiği üzere – o kadar kolay sarsılmayacaktır. Yine de gelecek yıl için bu durum pek emin olmayacaktır. Büyük bir güven ve umarsızlık arasındaki geçit her zaman dar olmuştur.

Yükseliş döneminde sınırlı potansiyel

Önümüzde bulunan konjonktürel yükseliş dönemi borsalarda pek olumsuz sürprizler yaptırmaz. Amerika'da hisse senedi piyasalarındaki yükseliş dönemlerini 1871 yılından bu yana analiz edecek olursak, bu dönemde hem şirket karlarının hem de borsadaki kazançların arttığını gözlemleriz. Buna karşın önceki durgunluk döneminde aşırı artan fiyat kar oranı açıkça düşmektedir. Beklenti dolu bir yükselişten, acı gerçeklerden oluşan bir dönemi izleyen yükselişe geçiş ağrısız olmaz. Bütün dönemlerin ortalamasında bu yükseliş birkaç ay içinde etkisini kaybeder ve şirket karları artmakta ise de borsa yatay bir seyre geçer.

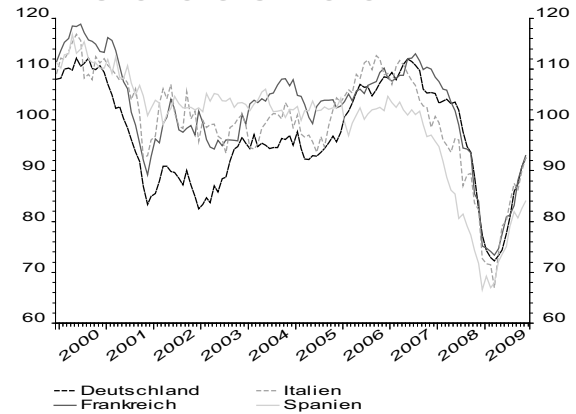
S&P 500 – IDEAL TIPIK YÜKSELİŞ DÖNEMİ



Euro Bölgesinin Ekonomik iklimi dinamik biçimde düzelmiştir

Euro bölgesindeki ekonomik iklim dinamik biçimde düzelmektedir. İtalya, Fransa ve Almanya'da 70 civarında olan en düşük noktaların yükselerek 90 puan seviyesine ulaştıkları görülmektedir. Küçülme ve büyüme arasındaki sınırı oluşturan 100 puana yine yakınlaşmıştır. Ancak ekonomik iklim düzeyi İtalya gibi düşen İspanya halen zorluklar çekmektedir. Ancak bu pek şaşırtmamalı, zira İspanya Avrupa'da İngiltere'nin yanında gayrimenkul krizi ile en çok uğraşan ülke konumundadır.

EURO BÖLGESİ EKONOMİK İKLİMİ



Avrupa Gelir Piyasası

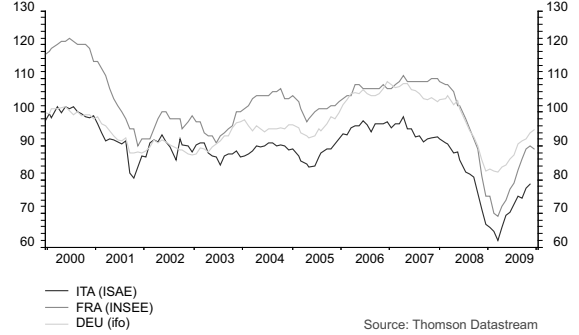
Düzelirken hafif bir gerileme

Euro Bölgesinde konjonktürün düzelmeye süreci son zamanlarda hafifçe gerilemiştir. Sanayi üretimi Ekim ayında bir önceki aya oranla, Nisan'dan bu yana ilk kez %0,6 düşmüştür. Bir önceki yılın aynı dönemindeki düşüş, eksi 10,9 olmuştur. Bu ise, Eylül ayındaki düşüşten daha azdır (-%14,0). Bir önceki yılın aynı aylarına oranla düzelmeye eğilimi Şubat aylarına kadar sürebilir – çünkü 2008 Ekim ayındaki Lehman iflasının sonucundaki aylık büyük tutardaki düşüş rakamları 2009 yılının Şubat ayına kadar etkisini göstermektedir.

Erken Göstergeler yükselmeye devam ediyor

Erken göstergelerdeki yükseliş devam etmektedir. Satın Alma Müdürü endeksleri gerek imalat sanayi (51,2 sonrası 51,6) ve hizmet sektörü için (%53,0 sonrası 53,7) yine artmışlardır (her birisi Aralık ayı için flaş tahminler). Ancak büyük ülkelerde de geri dönüşler olabilir. Örneğin Fransa'nın sanayi konjonktürü için göstergesi olan INSEE Endeksi Aralık ayında 90'dan 89'a düşmüştür. Almanya'daki ifo (Münih - Ekonomik Araştırma Enstitüsü) İş Atmosferi Endeksi, bu arada yine yükselmiş (93,9'dan 94,7'ye) ve İtalya son ana kadar verilerini açıklamamıştır.

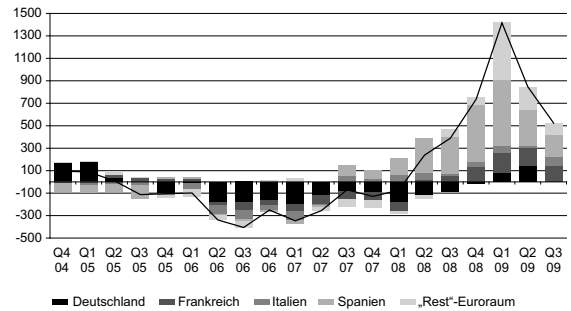
EURO BÖLGESİNİN BÜYÜK ÜLKELERİNDEKİ KONJONKTÜR GÖSTERGELERİ



İşgücü Piyasasında İstikrar mı?

Euro bölgesinin işgücü piyasası da belirli bir istikrara kavuşmuş gibidir. Ekim ayında işsizlik oranı %9,8'de kalmıştır. Ancak burada ülkelerin rakamları çok değişmektedir. Özellikle İspanya bu hususta çok etkilenmiştir. İşsizlik oranı bu arada (AB Komisyonuna göre) %19,3 gibidir. İspanya giderek işyerlerini yitirmektedir. Yine de genel olarak ilk çeyrek yıla karşın bu düşüş azalmaktadır. O zamanlar 1,4 milyon işyeri tasfiye edilirken, bu rakam son zamanlarda yarım milyona düşmüştür.

EURO BÖLGESİ: ÇEYREK YILLIK MUKAYESEDE İŞYERİ KAYIPLARININ TOPLAMI

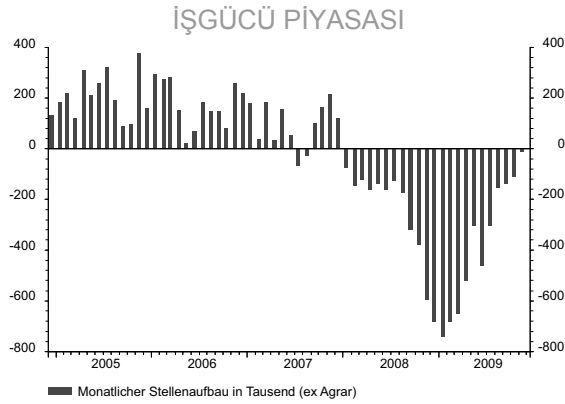


ABD

ABD Hisse Senedi Piyasası

İşgücü piyasasından ümit sinyali

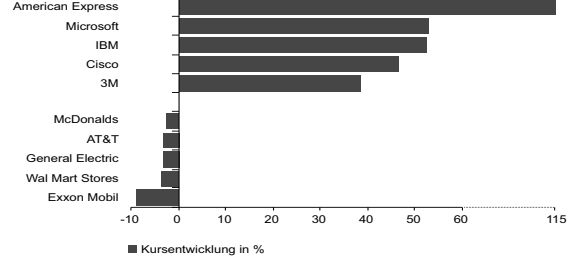
Son yayınlanan ABD işgücü piyasası raporu olumlu bir sürprize neden olmuştur. Böylece Kasım ayında sadece 11.000 işyeri tasfiye edilmiştir. Piyasadaki katılımcılar başlangıçta daha kötü rakamlar beklemekteydi. Her iki önceki ayın değerleri de görünür şekilde yukarı doğru revize edilmiştir. %10 seviyesine düşen işsizlik oranı olumlu karşılanmalıdır. Ancak uzun süreli işsizlerin oranı oradaki durumun gergin kaldığını göstermektedir. Son zamanlarda bu rakam %38 gibi rekor bir düzeye ulaşmıştır. Reel ücret ve maaş tutarlarının gerilemesi ve özel ev ekonomilerinin yüksek oranda borçlanmaları karşısında tüketim yine baskı altında kalacaktır. Tüketim ve yatırımlar kötümser bir görünüm olsa da, 2010 yılında olumlu bir istatistiksel artış ve beklenenden daha erken oluşan stoklar nedeni ile GSYH'nın %2 oranında büyümesi beklenmektedir.



ABD Doları geri dönüyor

Son zamanlarda Euro'yu 1,50 sınırının ötesine taşıyan USD kurlarındaki düşüş, ABD işgücü piyasası rakamlarının açıklanması ile tam bir dönüş yapmıştır. Doların karşısında şimdiye kadar sürekli değer kazanan Euro çizilmeye başlamış olup, US-Doların dönüşü giderek imkân dâhilinde görülmektedir. Temelde Doların dönüşü için bütün yollar açıktır. Gerek beklenen üç aylık para piyasası oranlarının farkı, gerekse uzun vadeli US-Dolarlı devlet tahvillerinin getiri farklılıkları bunu göstermektedir. ABD Doları yılın içinde Euro karşısında daha da değer kazanacaktır.

SON ON İKİ AYIN KAZANANLARI VE KAYBEDENLERİ



Teknoloji Hisseleri en önde

Güçlü para ve mali politika önlemleri kombinasyonu ve yatırımcılar arasındaki aşırı kötümser atmosfer, hisse senetleri piyasasında benzersiz bir yükselişi desteklemektedir. Dow Jones Mart ayından bu yana %60 yükselmiştir. Burada American Express %100'den fazla bir hisse fiyatı artışı ortaya koymaktadır. Microsoft, IBM ve Cisco gibi teknoloji hisseleri bütün diğer hisseleri arka sıralara sürmüştür.

Şirket Karları istikrar kazanmakta

Son çeyrek yıllık raporlara bakılınca, şirketlerin durumunun istikrar kazandığı görülmektedir. 2007 yılının Sonbaharında başlayan karlardaki düşüş geride kalmıştır. Beklendiğinden daha iyi çıkan sonuçlar ise, çoğunlukla maliyetleri kısan aşırı önlemlere dayanmakta olup, bunlar da sona ermektedir. Düzelen konjonktür durumu giderek daha da artan cirolara doğru götürecektir. Bu aralar 2010 yılı için beklenen %25'lik bir kar artışı mümkün görülmektedir.

Dönüşten önce savunma önlemleri?

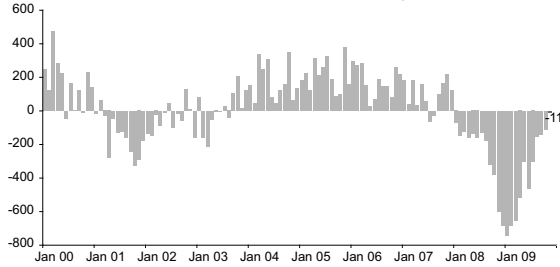
Hisseler için karmaşık, ancak toplu halde iyimser bir yıl olan 2009 sonrasında 2010 yılında da olumlu ve olumsuz sürprizler beklenebilir. Hisse senetleri toplu olarak tahvillerden daha cazip kalacaklardır. Dünya ekonomisindeki istikrar sonrası, hisse senedi yatırımcılarının dikkati makro ekonomik faktörlerden, şirketlerin özel durumlarına odaklanacaktır. Şimdiye kadar düşük performans gösteren ve savunma durumunda kalan, istikrarlı karlara sahip kaliteli değerler 2010 yılında olumlu bir geri dönüş yaşayabilirler.

ABD Gelir Piyasası

İstihdamdaki Düşüş kesin yavaşlamıştır

ABD işgücü piyasası yine kendisine dönmüştür. 2009 Kasım ayında istihdamın gerilemesi 11.000 ile neredeyse durmuştur. Bu da 2007 Aralık ayından bu yana en düşük işyeri tasfiyesidir. Ayrıca bir önceki iki aydaki tasfiyeler ilk raporlardan 159.000 daha az olmuştur. İşsizlik oranı ekim ayında %10,2'den Kasım ayında %10,0 seviyesine düşmüştür. Bu beklenenden daha iyi çıkan işgücü rakamları sonucunda FED tarafından yapılacak gösterge faizi artışları hakkındaki spekülasyonlar artmış ve bu da hazinenin uzun vadeli emisyonlarının fiyatlarını açıkça baskı altına almış görünmektedir. "Bu Kasım ayı rakamları saman alevi midir, yoksa işsizlik bundan böyle gerçekten de hızla düşecek midir" sorusu gündeme gelmektedir.

İSTİHDAM (BİR ÖNCEKİ AYA NİSPETLE KESİN DEĞİŞİM, BİNLERLE İFADE EDİLMEKTE)



İstihdamda Aralık ayında Düşüş olasılığı

İlkbahar aylarından bu yana süregelen düzelmeye büyük bir kısmının devletin konjonktür programlarının sonucu olduğunu söylemek aşırılık sayılmaz. Konjonktür programlarının bitimine kadar kendisini taşıyabilen bir düzelmeye görünmemesi durumunda konjonktürde bir düşüş de söz konusu olabilir. Bu da ABD işgücü piyasasının bir kez daha baskı altına girmesine neden olabilir. Kısa dönem çalışma yapan firmaların tutumu toplam istihdamın Kasım ayında 52.000 artması yönündedir. Bu da önümüzdeki iki veya üç ayda toplam istihdamın ayda 200.000 artması beklentisini doğuracaktır.

En Son İşsizlik Oranı %10

ABD İşsizlik oranından ölçüldüğünde işaretler yumuşamayı göstermektedir. ABD işsizlik oranı eskiden on iki ay üzerindeki kümülâtif ilk işsizlik yardımı başvurularının sayısındaki (aylık ortalama değerler) gelişimi biraz ardından izlemekteydi. 2007 yılındaki 4 Milyonun hemen altındaki kümülâtif ilk işsizlik yardımı başvuruları ile birlikte işsizlik oranı da 2007 Mayıs ayında %4,5'den, 2009 Ekim ayında %10,2'ye yükselmiştir. Kasım ayında ise bu oran, önce de belirtildiği gibi %10,0 seviyesine düşmüş bulunmaktadır.

Japonya

Japonya Hisse Senedi Piyasası

Tsunami Alarmı

2009 Yılı'nın daha ilk çeyreğinde bu ada ülkesi uluslararası finans ve ekonomi krizinin dalgaları arasında boğulmakta gibiydi. Japonya İkinci Dünya Savaşı sonundan beri en kötü bir ekonomik krize düşmüştü. Ekonomiden devamlı korkunç haberler gelmekteydi. Şubat ayına kadar ihracat bir önceki yıla oranla neredeyse %50 ve sanayi üretimi %38 azalmıştı. Sony ve Hitachi gibi dev şirket grupları büyük zarar rakamları bildirmekteydi. Toyota tarihinde ilk defa zarar ettiğini açıklamıştı. İhracat ülkesi Japonya diğer sanayi ülkeleri gibi Almanya'ya benzer şekilde küresel finansal ve ekonomik krizden daha çok yara almış bir durumdaydı.

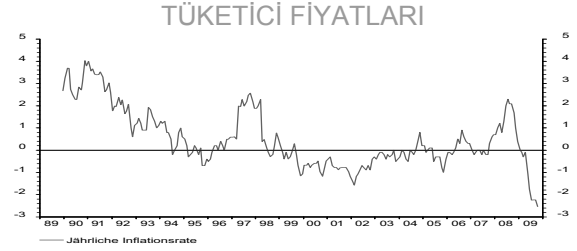
Güçbirliği ile

Dünyanın ikinci büyük ekonomisi üç ayrı önlem paketi ile durgunluğa karşı koymuştur. Dünya çapındaki milyarlık programlar da kendi etkilerini yaratmıştır. Her şeyden önce Çin eski büyüme rotasına nispeten erken geri dönüş yapmıştır. Bütün Asya ekonomik bölgesi bundan yararlanmış. Japonya'nın GSYH'sı 2009 yılının üçüncü çeyreğinde çeyrek yıl bazında %1,2 reel bir büyüme ile beklendiğinden daha güçlü çıkmıştır.

Para Biriminde iniş-çıkışlar

Yatırımcılar durgunluğa karşı başarılı bu mücadeleyi önceleri açıkça fiyat artışları ile olumlu karşıladılar. 2009 Eylül ayından sonra ise Nikkei Endeksi Dünya hisse senedi piyasalarındaki yükseliş eğilimini izleyemedi. Japon para biriminin tutulamayan yükselişi önceleri ABD Dolarına karşı son 14 yılın en yüksek seviyelerini görmüş olup, yatırımcıları korkutmuştur. İhracatın aşırı baskısıyla ve sanayideki aşırı kapasitelerle ülkede sürekli bir deflasyona düşüş endişesi yaşanmaya başladı. Yeni hükümetteki siyasi uyuşmazlıklar hisse senedi piyasasına bir darbe daha vurdu. Ancak Merkez Bankası ile hükümetin yoğun ve müşterek çabaları ile Aralık ayı başlarında doğan güneş ülkesinin düşüş helezonuna bir son verilmiştir. Merkez Bankası para musluklarını yine açmış ve Ağustos ayından beri iktidarda bulunan yeni hükümet, ilk konjonktür paketini hazırlamıştır.

Deflasyon helezonuna aykırı sinyaller ve artan faizlerle Yen'in değeri aşağı çekilmiş ve hisse senedi piyasası canlanmıştır.



D-Faktörü baskı altında

2010 yılı için konjonktürün biraz düzelmesi beklenmektedir. Japonya ihracat ve sanayi ülkesi olarak dünya çapındaki düzelden payını alacaktır. Yen'deki gelişmeler artık buna pek engel olmamalıdır. Yeni hükümetin özel tüketimi canlandıracağı ise, pek ümit edilememektedir. Hükümetin hareket alanı yüksek borçlanma nedeniyle nispeten daralmıştır. Bu arada Japonya'nın borçları GSYH'sının %190'ına kadar yükselmiştir. Bu oran bütün sanayi ülkelerinden daha yüksektir. Tüketimde bir dönüşüm oluşmasına Japon toplumunun demografik yapısı da engeldir. Japon ev ekonomilerinin varlıkları çok yüksek değerlerdedir. Sadece finansal yatırımlar 11 Trilyon Euro tutmaktadır. Ancak sayısı gittikçe artan emekliler bunları harcamak istememektedir.

Borsa arkadan yetişiyor

Özel ev ekonomilerinin yanında Japon şirketleri de nispeten sağlam finanse edilmiştir. Nikkei Endeksi Merkez Bankasının ve hükümetin deflasyonist güçlere müşterek darbesini bir süre daha kutlayacak ve geleneksel mali yılsonu olan 31. Mart tarihi itibarıyla olağanüstü bir performans göstermiş olacaktır. Yen'in ABD Dolarına karşı dönüşümü şirket karlarına yeni bir itki kazandıracak ve nispete yüksek fiyat-kar oranını daha düşürecektir. Fiyat-defter değeri oranı ve fiyat-ciro ilişkisi ile ilgili olarak Tokyo Borsası örneğin Frankfurt DAX veya New York Dow Jones Endeksinden açıkça daha müsait bir konumdadır.

Japonya Gelir Piyasası

Tankan Endeksi 4cü Çeyrekte hafifçe düzelmiştir

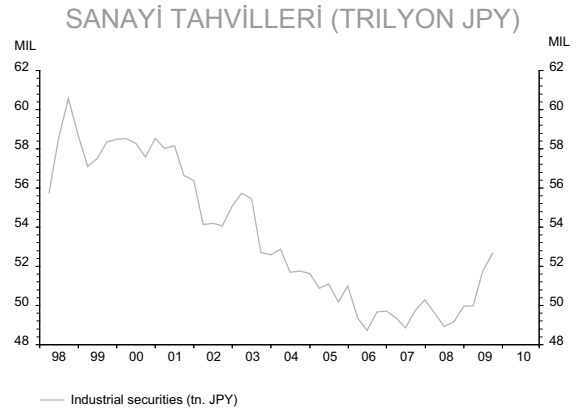
Japon Merkez Bankasının Tankan Endeksi 2008 Yılı sonunda/2009 başındaki tarihinin en düşük değerlerinden sonra, 2009 yılının en son çeyreğinde başarılı seyrini sürdürmekte olup, imalat sanayinin büyük firmalarında -33'den -24 seviyesine kadar yükselmiştir. Bu durumda 124 kötümserle karşı 100 iyimser durmaktadır. Bu nedenle Japon ekonomisindeki atmosfer halen gerilimli görülmektedir.

İşgücü Piyasası dip noktayı aşmıştır

İşgücü piyasasındaki durum da ancak biraz düzelmiştir. Personel tasfiye etmek isteyen şirketlerin sayısı, Tankan anketine göre personel almak isteyenlerin sayısını aşmaktadır. Gidişatın dip noktası yine de aşılmıştır. „Tankan İstihdam Endeksi“ de „Açık işyerleri/Başvuranlar“ oranı gibi yukarıya dönmüştür.

Kredi Darlığı görünmüyor

Finansman koşulları da Tankan anketine göre daha tarafsız değerlendirilmektedir. Büyük şirketlerin küçük bir çoğunluğu son zamanlarda finansman ilişkilerini “iyi” olarak belirtmiştir. Orta ölçekli şirketlerde bu durum “iyi” veya “sıkı” olarak birbirini dengelemekte olup, pek sorun yaratmayacaktır. Küçük ölçekli şirketler ise dışarıdan sermaye kabulünde belirli sınırlamalarla karşılaşmaktadırlar. Ancak Japonya’da bir kredi darlığından bahsedilmemektedir. Bunun bir ispatı da sanayi tahvillerindeki emisyon hacmidir. Şirketler tahvil piyasasına direkt giriş olanağını daha fazla kullanmaktadır.



Forecast

Equity markets and interest environments

Country	05.01.2010	Money Market 3 Month	Yield 10 Years	EUR Cross Rates	Equity Markets
Euroland	05.01.2010	0,72	3,40		Euro Stoxx50 3.012
	31.03.2010	0,85	3,50		3.000
	31.12.2010	1,70	4,10		3.300
					DAX 6.031
					6.000
					6.800
USA	05.01.2010	0,25	3,80	1,45	Dow Jones 10.572
	31.03.2010	0,35	3,60	1,42	10.500
	31.12.2010	1,00	4,30	1,37	11.500
Japan	05.01.2010	0,27	1,33	133	Nikkei225 10.681
	31.03.2010	0,60	1,50	137	10.500
	31.12.2010	0,65	1,85	145	11.000
UK	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	
Switzerland	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	
Denmark	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	
Sweden	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	
Norway	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	

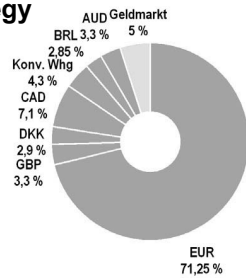
Traditional Asset Management

Our five traditional strategies at a glance

"Interest Income" strategy

Asset allocation:
100% bonds

Bandwidths:
Money market 0-20%
Bonds 80-100%
Equities 0%



The fund is invested exclusively in fixed-interest bearing instruments with a very broad diversification.

Capital appreciation as of 30.11.2009

since 01.01.2009 5,40 %
since 30.11.2008 5,64 %
since 5 years p.a. 2,96 %

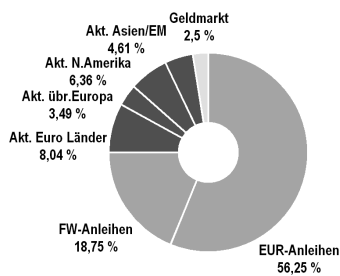
Key figures since 01.01.2003

Overall return	22,72 %	Sharpe ratio	0,12
Standarddeviation	2,45 %	Correlation	0,82

"Income" strategy

Asset Allocation:
80 % bonds
20 % equities

Bandwidths:
Money market 0-20%
Bonds 60-80%
Equities 15-25%



Our primary objective is to preserve the capital and generate a regular income.

Capital appreciation as of 30.11.2009

since 01.01.2009 10,92 %
since 31.10.2008 10,07 %
since 5 years p.a. 3,33 %

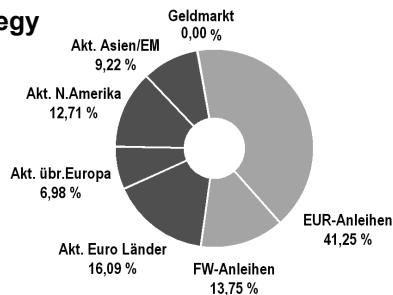
Key figures since 01.01.2003

Overall return	29,23 %	Sharpe ratio	0,26
Standarddeviation	4,11 %	Correlation	0,78

"Balanced" strategy

Asset Allocation:
60 % bonds
40 % equities

Bandwidths:
Money market 0-20%
Bonds 40-60%
Equities 30-50%



The aim of this strategy is to generate a regular income and achieve capital appreciation through price gains.

Capital appreciation as of 30.11.2009

since 01.01.2009 14,96 %
since 31.10.2008 13,04 %
since 5 years p.a. 3,08 %

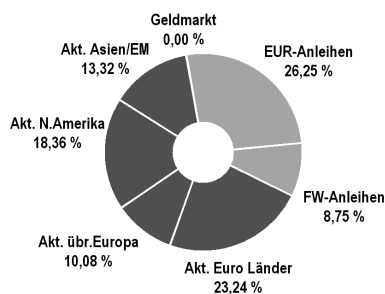
Key figures since 01.01.2003

Overall return	30,86 %	Sharpe ratio	0,17
Standarddeviation	7,12 %	Correlation	0,86

"Growth" strategy

Asset Allocation:
40 % bonds
60 % equities

Bandwidths:
Money market 0-20%
Bonds 20-40%
Equities 50-70%



The focus of the "growth" strategy is on capital appreciation through price gains.

Capital appreciation as of 30.11.2009

since 01.01.2009 19,45 %
since 31.10.2008 16,28 %
since 5 years p.a. 3,03 %

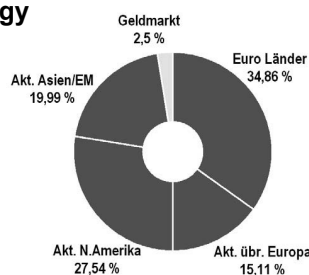
Key figures since 01.01.2003

Overall return	33,49 %	Sharpe ratio	0,16
Standarddeviation	9,93 %	Correlation	0,88

"Capital Gain" strategy

Asset Allocation:
100 % equities

Bandwidths:
Money market 0-20%
Bonds 0%
Equities 80-100%



The aim of the "capital gain" investment strategy is to achieve high capital appreciation over the longer term through price gains.

Capital appreciation as of 30.11.2009

since 01.01.2009 29,19 %
since 31.10.2008 23,29 %
since 5 years p.a. 1,96 %

Key figures since 01.01.2003

Overall return	32,92 %	Sharpe ratio	0,09
Standarddeviation	16,51 %	Correlation	0,84

Bonds

Bonds EURO. USD. CAD. GBP. AUD. ZAR

ISIN	Coupon	Titel	Rating	Maturity	Price	Yield	Duration	Minimum Piece	
Bonds EUR									
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	
DE0007243496	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	
NL0000102689	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	
DE000A0TKBMO	5.0000%	BASF FINANCE EUROPE NV	A+	26.09.2014	108.276	3.03	4.27	1'000	
AT000A0CL73	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	AA	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	
DE000A0MFJX5	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	
Bonds USD									
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	
US717081C240	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	
US713448BK37	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	
US007699BH67	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	
US007699BY90	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	
Bonds CAD									
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	
XS0211709844	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	
Bonds GBP									
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	
XS0160908249	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	
Bonds AUD									
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	
AU300LNDR042	5.7500%	LANDWIRTSCH. RENTENBANK	AAA	21.01.2015	97.671	6.27	4.43	1'000	
Bonds ZAR									
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	
XS039249921	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	

* Under certain circumstances no tax is withheld on interest payments of bonds emitted before 01 March 2001.