

Argomento del mese

„Se la storia fornisse tutte le risposte, la lista Forbes dei 400 „paperoni“ del mondo sarebbe composta da bibliotecari.“

Warren Buffett

L'annus horribilis del 2009

Il mondo finanziario ha deciso di cavalcare l'onda degli aiuti statali nel 2009. Si è visto che le risposte di politica monetaria, più uniche che rare nella storia, riguardanti la crisi dell'anno scorso sono state in grado di evitare una caduta in una depressione. E così oggi sembra che ci verranno risparmiati due decenni persi di modello nipponico oppure un'autentica crisi economica come negli anni Trenta del secolo scorso. Nonostante numerose critiche da parte dei tradizionalisti e delle tante voci pessimistiche provenienti dalle schiere dei fautori del monetario, che profetizzano tassi di inflazione galoppante, vista e considerata l'elevata creazione di liquidità, si può ora tranquillamente asserire, dodici mesi dopo lo scampato collasso, che il peggio è alle nostre spalle.

Olivier Blanchard, chief-economist del Fondo monetario internazionale (FMI), alla recente presentazione del „World Economic Outlook“, ha annunciato che la maggior parte dei paesi ha presentato percentuali di crescita positive nella seconda metà dell'anno e che l'FMI correggerebbe in tal modo al rialzo anche la sua previsione relativa alla primavera. La conferma da parte dell'ampio mercato era deducibile dall'andamento dei mercati finanziari. Con un investimento sui mercati azionari delle principali piazze borsistiche di questo mondo si è guadagnato quasi un venti per cento ed anche di più con un investimento potenziato nei titoli da dividendo provenienti dai cosiddetti paesi emergenti. L'argomento „crescita dei mercati emergenti“ è stato, comunque, il più importante trend dell'economia mondiale di quest'anno.

Con il programma congiunturale realizzato già nel novembre del 2008, il governo cinese ha posto le basi per una forte ripresa. Mentre i grandi paesi industrializzati annaspavano nella crisi, l'economia cinese si espandeva ad una percentuale annuale dell'11% nella prima metà del 2009. Ciò conferì impulsi positivi anche al resto della regione asiatica in pieno sviluppo, ma anche all'Europa e agli USA. Anche in Brasile, la principale potenza economica dell'America Latina, la ripresa si è innescata di nuovo velocemente. Mentre durante la crisi asiatica di oltre dieci anni fa i paesi emergenti erano ancora la causa delle distorsioni del mercato, oggi è il contrario. Il centro della crisi si trova nei paesi occidentali industrializzati, mentre i paesi emergenti fungono da stabilizzatore.

Si è stati generalmente ricompensati lautamente per il coraggio dimostrato nell'investire in categorie di asset più rischiose. Ne è una prova la performance degli investimenti cosiddetti „satellite“ che erano già stati dati per spacciati. Questi mercati di investimento si sono ripresi a regola d'arte dalla crisi finanziaria. Sui mercati delle obbligazioni aziendali, sia per i debitori con ottime credenziali, sia per quelli più deboli, si è riequilibrato l'ampliamento del differenziale dei rendimenti registrato dalla debacle della banca d'investimento statunitense Lehman Brothers. Chi, ad inizio anno, si aspettava ancora che con le obbligazioni dei migliori emittenti si potesse generare ancora un rendimento di circa quindici e con investimenti in junk bond ottenere oltre il cinquanta per cento? Ciò dimostra che molte imprese sono state in grado di migliorare la loro posizione sul fronte dei fondamentali e di dimostrare, negli ultimi due anni, grande flessibilità nel gestire la difficile situazione economica. All'investitore conveniva persino un investimento nelle obbligazioni di quegli stati che hanno dovuto rifinanziare le loro evidenti spese supplementari sul mercato di capitale, per cui la maggiore offerta avrebbe quindi dovuto di per sé ripercuotersi negativamente sui prezzi. Anche in tal caso le attese sono state vistosamente superate da una performance del 5% circa.

Il 2009 visto con il senno di poi

La buona notizia è quindi che l'economia mondiale non è tramontata. La grande interazione delle singole potenze economiche ha evidentemente comportato una maggiore stabilità, diffamata spesso, a livello mediatico, come una trappola della globalizzazione. La politica economica internazionale si trova ora, tuttavia, di fronte a nuove sfide. In seguito all'espansiva politica monetaria e fiscale i bilanci pubblici presentano montagne di debiti gigantesche. I tassi d'interesse sono ancora bassi: tassi ai quali gli stati si possono procurare denaro sui mercati finanziari. C'è quindi bisogno di un'attendibile politica da parte della banca centrale per arginare i deficit futuri. Ciò significherebbe tassi più bassi anche in futuro. E siccome i tassi d'interesse di oggi sono strettamente correlati a quelli di domani, una credibile strategia di bilancio può mantenere bassi i tassi ed evitare che il rialzo economico venga stroncato. Le banche centrali, in effetti, si impegnano a mantenere minime le distorsioni sui mercati di capitale. L'exit strategy può venire messa in pratica attraverso tre misure. I responsabili economici possono effettuare i propri acquisti di obbligazioni, ridurre la liquidità in eccesso e, infine, aumentare i tassi di interesse. L'attuazione di queste manovre ci aspetta nel corso dell'anno a venire; l'andamento della ripresa economica conferirà, in tal caso, il timing delle transazioni.

Il quesito degli investitori è ora, in prima linea, orientato alle conseguenze dell'uscita, da parte delle banche centrali, dall'attuale politica monetaria estrema con riferimento all'andamento futuro dei mercati d'investimento.

La domanda è scottante; la maggioranza degli osservatori di mercato prevede, tuttavia, che, per quanto riguarda i titoli azionari, accanto all'andamento degli utili, tutto giri attorno al momento del primo rialzo dei tassi da parte della banca centrale. Perciò gli investimenti in titoli a tasso fisso diventerebbero più attraenti e aumenterebbero quindi il rischio di investire in titoli da dividendo. Le quotazioni più basse sulle borse ne sarebbero la logica conseguenza. Possiamo in tal caso guardare, comunque, in modo ottimista al futuro. Secondo uno studio della Deutsche Bank, in passato, in sei fasi su otto, in cui la banca centrale statunitense ha aumentato i propri tassi d'interesse, non si è assistito a perdite rilevanti sul mercato azionario. In questi sei periodi considerati, l'indice S&P 500 è salito in media del 13,87% nell'orizzonte temporale da tre a sei mesi dopo la prima manovra sui tassi. Solo dopo la prima crisi petrolifera a metà degli anni Settanta in seguito al primo aumento dei tassi si è assistito a minori quotazioni sulle borse, che, tuttavia, erano giustificate dallo shock inflativo che dovette essere combattuto in modo aggressivo. Il secondo evento, in seguito al quale si assistette (anche se leggermente) a minori quotazioni, fu durante la svendita delle obbligazioni nel 1994. I due scenari possono venire esclusi dal punto di vista attuale. Da una parte, l'elevata disoccupazione e le scorte di magazzino, ancora basse, impediscono una pressione inflativa e anche la differenza, già oggi notevole, osservabile molto raramente tra tassi a breve e a lunga scadenza, non verrà più accentuata per molto ancora dal mercato.

In questo ambito, gli investitori preferiscono le azioni alle obbligazioni. La combinazione tra bassi tassi di interesse e crescita economica positiva, definita dagli anglosassoni „sweet spot“ è a favore di questa asset class. Un altro argomento a favore è rappresentato dalle elevate scorte di liquidità. La maggioranza degli investitori è ancora prettamente sottoinvestita e collocherà le proprie risorse gradualmente sulle borse, visti e considerati i bassi livelli dei tassi di interesse. Sul parkett azionario essi si imbattono in livelli moderati delle quotazioni e rendimenti da dividendi che si possono ottenere anche con i corporate bond. Su questo sfondo anche la domanda di materie prime e di azioni immobiliari rimane elevata. Gli investitori dovrebbero, tuttavia, mostrare un po' di pazienza. Il passaggio da un rialzo dettato dalla liquidità ad uno supportato dai fondamentali non avviene sempre senza attrito sulle borse.

Sarebbe naturalmente ardito aspettarsi una continuazione ininterrotta. Un proseguimento del rialzo congiunturale detterà il ritmo dell'anno borsistico 2010.

Inizio recessione	Fine recessione	Primo aumento dei tassi da parte della Fed	Performance dell'S&P 500 ¹
Agosto 57	Aprile 58	Luglio 58	26.20%
Aprile 60	Febbraio 61	Luglio 61	9.80%
Dicembre 69	Novembre 70	Marzo 72	8.30%
Novembre 73	Marzo 75	Dicembre 76	-7.00%
Gennaio 80	Luglio 80	Agosto 80	13.60%
Luglio 81	Novembre 82	Marzo 83	15,70%
Luglio 90	Marzo 91	Febbraio 94	-1.70%
Marzo 01	Novembre 01	Giugno 04	9.60%

Fonte: Deutsche Bank Research

¹ Nell'orizzonte temporale da tre a sei mesi dopo la prima manovra sui tassi.

Dati economici

Eurolandia

Lo sviluppo economico in Eurolandia è cresciuto dello 0,40% nel terzo trimestre. Il confronto con l'anno precedente è rimasto negativo (-4% Y/Y), ma, rispetto alle prime stime, è leggermente migliorato, grazie alle crescenti esportazioni. Anche la Germania, la più grande potenza economica di Eurolandia, lotta comunque con una ripresa congiunturale che procede solo in modo esitante. Il costo della vita nei 16 paesi della zona euro è salito a dicembre in modo così vistoso come non accadeva da febbraio. I prezzi al consumo sono saliti dello 0,90% rispetto all'anno precedente in scia all'aumento del prezzo del greggio. La massa monetaria M3 è scesa dello 0,20% a novembre. Per la prima volta dall'introduzione dell'euro la massa monetaria M3, che riveste un ruolo importante per la Banca Centrale Europea, ha ceduto. L'M3 saliva in media dello 0,60% negli ultimi tre mesi. La modesta concessione di prestiti rappresenta tuttora un problema, ma anche qui si possono intravedere barlumi di speranza nei sottosegmenti. In novembre, la produzione complessiva è salita dell'1%. In ottobre, ci fu un calo della produzione dello 0,30% (rivista di un -0,60). Il rialzo, risultato essere quasi il doppio di quanto atteso, ha avuto nette ripercussioni (-7,10% Y/Y, mese precedente -10,90% Y/Y) sulla percentuale di variazione annuale. Il trend al rialzo è continuato per l'indicatore tedesco dell'atmosfera di fiducia. Da agosto 2008, l'indice del clima economico Ifo ha raggiunto il valore massimo attestandosi sui 94,70: è salito per la nona volta consecutiva.

INDICATORI ECONOMICI – EUROLANDIA

Indicatore	Periodo	Valore attuale	Valore periodo precedente
PIL	Q3 2009	0,40% Q-Q -4,00% Y-Y	-0,10% Q-Q -4,80% Y-Y
Inflazione	Dicembre 09	0,90% Percentuale annuale	0,50% Percentuale annuale
Massa monetaria M3	Novembre 09	-0,20%	0,30%
Produzione industriale	Novembre 09	1,10% rispetto al mese prec.	-0,30% rispetto al mese prec.
Indice Ifo	Dicembre 09	94,70	93,90
Fiducia dei consumatori	Dicembre 09	-16	-17

Fonte: Datastream

USA

Per la prima volta da un anno a questa parte, l'economia Usa ha registrato una crescita del PIL. La recessione è quindi, per definizione, terminata. Gli impulsi dei pacchetti statali sono stati positivi. All'inizio, si prevedeva una crescita del 3,50% e, in seguito, del 2,80%. La ripresa dappprincipio prevista è stata frenata da flessioni inaspettatamente forti negli investimenti e dalla costante riduzione delle scorte. A novembre, i prezzi al consumo sono saliti, come atteso, dell'1,80%. Rispetto al mese precedente, il rincaro crebbe dello 0,40% a causa del rialzo dei prezzi energetici. Dopo una breve ripresa a novembre, si sono tagliati nuovamente posti di lavoro, a dicembre, ad esclusione del settore agricolo. Nel 2009, 4,20 milioni di posti di lavoro sono andati in fumo negli Usa. La quota dei disoccupati è salda sul 10%. La produzione industriale è salita dello 0,60% a dicembre, esattamente come previsto. Le utilities hanno tratto vantaggio dalla stagione fredda. Questo ha avuto anche impatto positivo sullo sfruttamento delle capacità, salito al 72%. La fiducia dei consumatori è cresciuta di nuovo, a dicembre, ed ha registrato complessivamente il livello massimo da settembre 2009.

INDICATORI ECONOMICI – USA

Indicatore	Periodo	Valore attuale	Valore periodo precedente
PIL	Q3 2009	2,20% percentuale annuale	-0,70% percentuale annuale
Inflazione	Dicembre 09	2,70% percentuale annuale	1,80% percentuale annuale
Creazione nuovi posti di lavoro	Dicembre 09	-85.000	-11.000
Produzione industriale	Dicembre 09	0,60% rispetto al mese prec.	0,60% % rispetto al mese prec.
Sfruttamento capacità	Dicembre 09	72,00%	71,50%
Fiducia dei consumatori (Uni Michigan)	Dicembre 09	72,50	67,40
Indice direttori d'acquisto (ISM)	Dicembre 09	50,10	48,70

Fonte: Datastream

I consumatori hanno sì considerato migliori le previsioni riguardanti l'economia, ma non si sono aspettati miglioramenti eccezionali riguardanti la loro situazione patrimoniale. Rispetto all'anno precedente, comunque, l'indicatore è migliorato di circa 10 punti. Dopo un breve crollo registrato a novembre, a dicembre esso è comunque salito in direzione del livello di settembre. I due indici ISM si trovano nuovamente oltre la soglia di espansione. L'ISM per l'industria manifatturiera ha raggiunto il livello massimo da aprile 2006. Il service index (indice ISM dei servizi) è ritornato in zona di crescita.

Giappone

Nel terzo trimestre, il prodotto interno lordo è salito dello 0,30% (rivisto dello 0,60% e 1,20%) dopo i computi definitivi. Gli esperti avevano dapprincipio previsto una maggiore crescita. L'output gap è stato rivisto a -7% (da -6,70%), dopo aver registrato un minore sfruttamento della capacità nel terzo trimestre. L'output gap rappresenta un barometro della pressione inflativa e si è avvicinato al massimo record di -7,50% all'inizio dell'anno scorso. L'output gap misura generalmente la differenza tra prodotto interno lordo reale e probabile progresso economico in condizioni di sfruttamento totale della capacità. La percentuale di rincaro scese a -2,30%. Questo fu, complessivamente, il nono valore negativo consecutivo. La percentuale core scese dell'1,70% a novembre (con un mese di ritardo) rispetto all'anno precedente. Uno dei principali barometri nipponici che misurano l'atmosfera di fiducia – il rapporto Tankan pubblicato dalla Bank of Japan – si è ripreso, nel quarto trimestre, a -24 punti. Su 100 ottimisti c'erano pur sempre ancora 124 pessimisti. Nel trimestre precedente l'indice relativo al clima di fiducia delle grandi imprese nipponiche ammontava ancora a -33 punti. La concessione di prestiti alle imprese non è quasi migliorata ultimamente. Gli analisti prevedono una stagnazione per i prossimi trimestri e calcolano che le imprese ridurranno ancora la loro propensione agli investimenti (ci si aspetta un taglio fino al 30% delle spese per gli investimenti). Anche l'andamento atteso dell'economia domestica non sostiene il contrario.

La produzione industriale nipponica è cresciuta del 2,20% (rivista del 2,60%) a novembre. Lo sfruttamento della capacità si è ripreso attestandosi sull'83,10% a novembre. La produzione è stata incentivata soprattutto dalla crescente domanda di automobili e di elettronica all'interno del paese e all'estero. Le previsioni per dicembre e gennaio sono ottimiste. La fiducia dei consumatori è scesa nuovamente. Dopo che il trend di ripresa era durato qualche mese, l'indicatore ammontava a dicembre a 37,60 ed era decrescente per il secondo mese consecutivo.

INDICATORI ECONOMICI – GIAPPONE

Indicatore	Periodo	Valore attuale	Valore periodo precedente
PIL	Q3 2009	0,30% Q-Q	0,70% Q-Q
Inflazione (area di Tokio)	Dicembre 09	-2,27% rispetto all'anno prec.	-2,17% rispetto all'anno prec.
Tankan	Q4 2009	-24	-33
Produzione industriale	Novembre 09	2,21% rispetto al mese prec.	0,47% rispetto al mese prec.
Fiducia dei consumatori	Dicembre 09	37,60	39,50

Fonte: Datastream

DATI ECONOMICI E PREVISIONI

	BIP			Inflation			Arbeitslosenrate		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Euroland	0,60	-3,90	1,00	3,30	0,30	1,30	7,50	9,40	9,80
USA	0,40	-2,60	2,00	3,80	-0,40	2,30	5,80	9,30	9,50
Japan	-1,20	-5,30	1,10	0,40	-1,20	0,20	4,30	5,40	5,50
GB	0,50	-4,50	1,20	3,60	2,10	2,00	5,70	7,70	8,70
Schweiz	1,80	-1,60	1,50	2,40	-0,50	0,60	2,60	3,70	4,50

Fonte: LBBW

Azioni - core

Europa

Il mercato azionario tedesco ha inaugurato il nuovo anno soltanto in modo moderato. Durante le prime sedute borsistiche del 2010 il DAX è stato in grado di sfiorare ancora un nuovo massimo di poco inferiore ai 6.000 punti. Evidentemente la maggioranza degli operatori di mercato improntati all'ottimismo si erano riforniti già nel corso di dicembre di materiale sufficiente cosicché sono venuti a mancare gli ordini successivi necessari per un futuro e veloce movimento rialzista. Anche le notizie provenienti dall'Estremo Oriente hanno avuto effetto frenante. La Banca centrale cinese ha aumentato i tassi d'interesse dei titoli di stato ed intende, in tal modo, opporsi in anticipo ad un inizio di surriscaldamento dell'economia.

USA

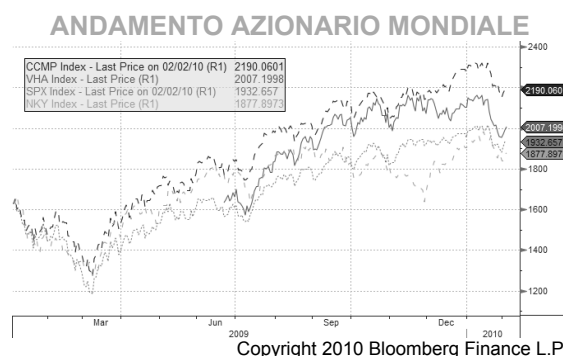
Nelle prossime settimane gli sguardi dei borsisti si rivolgeranno in prima linea ai risultati economici. Le imprese comunicheranno i propri dati per il quarto trimestre e forniranno un'idea riguardante la propria pianificazione annuale. Di solito, gli statunitensi sono un po' più veloci in tal senso: le prime imprese hanno già iniziato la pubblicazione dei dati.

Giappone

Il mercato azionario giapponese ha registrato un inizio anno di gran lunga migliore di quanto molti investitori lo avessero ritenuto capace. La buona atmosfera nel comparto tecnologico globale e i prezzi elevati dei chip per computer hanno comportato una piccola caccia all'inseguimento della borsa domestica. Poiché il Giappone si deve confrontare ancora con le conseguenze di una profonda deflazione, per mezzo della quale i tassi sul mercato monetario rimarranno ancora più a lungo sul livello attuale e dato che il nuovo ministro delle finanze ha espresso il desiderio di indebolire lo yen, effettuiamo investimenti in Giappone con copertura valutaria.

	3 mesi*		12 mesi*	
DAX	6.000	0.90%	6.500	9.37%
EuroStoxx 50	3.000	0.80%	3.200	7.53%
Dow Jones	10.500	-1.19%	11.500	8.21%
Nikkei 225	10.500	-2.19%	11.000	2.46%

Fonte: Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank



Mercati emergenti

L'anno scorso le borse dei cosiddetti mercati emergenti erano seguite da un punto esclamativo. Ora molto lascia presupporre che i punti di forza siano cambiati stabilmente. Se prima i paesi di questa regione traevano vantaggio soprattutto dalla ripresa economica globale, l'andamento positivo dei paesi emergenti è sempre più trainato anche dalla crescita dei consumi interni. E' soprattutto in Cina e Brasile che il mercato domestico si rivela un importante pilastro di sostegno.

Obbligazioni – core

Eurolandia

Per quanto riguarda il mercato obbligazionario in euro prevediamo che i deficit statali lievitati, ed ancora in aumento anche l'anno prossimo, comporteranno un sensibile aumento dei premi delle scadenze. Tutto ciò, accompagnato dalla graduale scadenza della politica monetaria estremamente espansiva, farà sì che i rendimenti dei titoli di stato decennali punteranno ancora verso l'alto. Rimaniamo quindi sulla difensiva per quanto riguarda la nostra politica sulla duration.

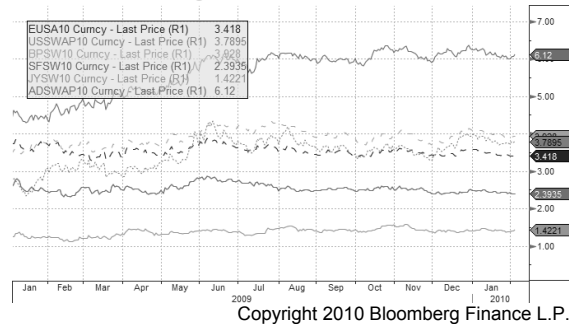
ANDAMENTO MERCATO MONETARIO



Gran Bretagna

L'anno nuovo è iniziato bene per la sterlina britannica. Proprio negli ultimi giorni essa è stata in grado di apprezzarsi nei confronti dell'euro e ha quindi presumibilmente tratto vantaggio sia dai problemi del bilancio statale della Grecia, ritornato al centro dell'attenzione, sia dalle speranze di rialzi dei tassi da parte della Bank of England scatenate da percentuali di inflazione inaspettatamente elevate.

ANDAMENTO RENDIMENTI DECENNALI



Danimarca

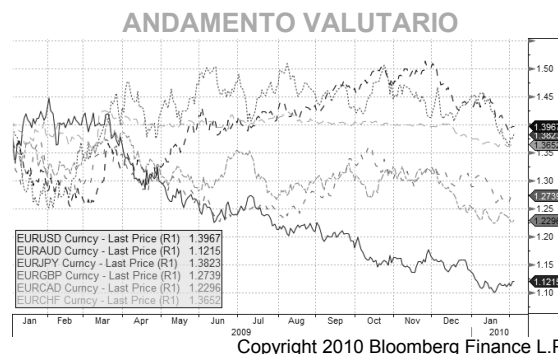
Nell'ultimo trimestre, in Danimarca si è assistito al primo rialzo dei prezzi immobiliari registrato da due anni a questa parte. Le buone notizie provenienti da questo segmento assumono un'importanza significativa per la domanda delle famiglie. Di conseguenza, anche la fiducia dei consumatori, recentemente, è risultata essere positiva. La combinazione tra politica fiscale e monetaria espansiva ha prodotto il suo effetto.

Canada

Tenuto conto dell'andamento congiunturale ancora incerto, la Bank of Canada ha lasciato inalterati i propri tassi di riferimento sul livello record dello 0,25%. I mercati prevedono, per i prossimi mesi, un'ulteriore, seppure lenta, ripresa dell'economia domestica. La continua forza del dollaro canadese potrà opprimere anche in futuro la domanda riguardante le esportazioni, cosa che potrebbe di nuovo mettere sotto pressione il mercato del lavoro.

Australia

L'Australia rientra sempre tra quelle potenze economiche meglio posizionate dal punto di vista di una ripresa congiunturale. Ne è una motivazione la situazione positiva del bilancio statale australiano. Attualmente solo l'Australia, tra i paesi industrializzati, può affermare di potere effettivamente rispettare il tetto limite di un indebitamento statale di un 60% massimo del PIL, stabilito per i paesi della UE in base ai criteri di Maastricht.



Brasile

Per il Brasile gli economisti si aspettano ancora una crescita dell'economia oltremodo forte. Quest'ultima dovrebbe venire trainata soprattutto dalle misure di supporto da parte del governo domestico intese a dare una mano ai consumi della popolazione brasiliana. Questo aumenta la pressione sulle finanze pubbliche, esattamente come il restringimento della capacità sul livello del tasso d'inflazione.

Conclusioni

Anche quest'anno ci aspettiamo un anno positivo dal punto di vista azionario. Ci uniamo, in tal modo, all'opinione di consenso corrente sul mercato che il movimento rialzista dovrebbe continuare soprattutto nei primi sei mesi; il range di oscillazione, tuttavia, aumenterà leggermente rispetto all'anno precedente. Si giungerà poi a un aumento della moderazione sulle borse in relazione ad un probabile dibattito riguardante i rialzi del tasso di riferimento. La curva dei tassi si sposterà parallelamente verso l'alto fino a fine anno, grazie all'attesa di tassi più elevati anche sulla parte lunga.

PREVISIONI MERCATO MONETARIO + RENDIMENTI DECENNALI

	Mercato monetario		Rendimenti 10 anni		Cambio	
	03/10	12/10	03/10	12/10	03/10	12/10
EUR	0.85*	1.70*	3.50*	4.10*		
	0.85	1.70	3.50	4.10		
USD	0.35*	1.00*	3.60*	4.30*	1.42*	1.37*
	0.35	1.00	3.60	4.30	1.42	1.37
JPY	0.60*	0.65*	1.50*	1.85*	137*	140*
	0.60	0.65	1.50	1.85	137	145
CHF	0.30*	0.75*	2.20*	2.80*	1.50*	1.49*
	0.25	0.75	2.20	2.80	1.48	1.49
GBP	0.70*	1.00*	3.80*	4.20*	0.87*	0.85*
	0.70	1.20	3.80	4.20	0.87	0.85

Worldportfolio „Satellite“

Materie prime

Ad inizio gennaio, due importanti benchmark riguardanti le materie prime (S&P GSCI, Dow Jones UBS) sono stati nuovamente adeguati. Il che significa che le ponderazioni sono state rimesse sui livelli di partenza. Per quanto riguarda l'S&P GSCI, esse sono orientate alla quota di produzione mondiale, mentre per il DJUBS sono rivolte all'attività commerciale. In scia all'adeguamento degli indici, i reinvestimenti all'interno del settore delle commodities sono avvenuti in prodotti di investimento che riproducono i rispettivi indici e che dovevano equilibrare le sottoponderazioni e le sovrapponderazioni. Il segmento delle materie prime ha registrato un anno complessivamente redditizio. Singole materie prime hanno segnato nuovi record e massimi (greggio, rame, ecc.). Il dollaro statunitense più forte si è dapprima opposto ad una continuazione dell'andamento e ha fatto sì che il trend rialzista terminasse repentinamente. Nell'ultima seduta non sono state apportate modifiche all'attuale ponderazione neutrale.

Immobiliare

L'indice NAHB (National Association of Home Builders), che riveste un ruolo importante come indicatore dell'atmosfera di fiducia del mercato immobiliare statunitense, è nuovamente sceso, a sorpresa, in gennaio. Dopo il valore di 16 registrato nel mese precedente, l'atmosfera era leggermente migliorata (secondo le stime 17) per poi peggiorare a 15. Da giugno, l'indicatore si era mantenuto sul livello attuale e aveva già lasciato sperare in una formazione di terreno. In Gran Bretagna, l'FTSE 350 Real Estate Index ha perso quasi il 4% nell'ultimo trimestre, mentre il mese scorso la perdita ammontava all'1%. Ci atteniamo alla ponderazione neutrale.

Azioni

Il trend rialzista del 2009 è continuato anche quest'anno. E' riconoscibile la performance annuale del 2009.

L' MSCI Brasile, l'anno scorso, ha realizzato un sorprendente aumento di valore del 120,86% (su base euro). Gli indici MSCI America Latina, India e Turchia hanno occupato i posti dal 2° al 4° e hanno registrato una performance di oltre il 90%. Le speranze nella zona asiatica puntano però anche quest'anno sulla Cina e sull'India. In Cina, gli indicatori congiunturali per l'anno corrente sono positivi. L'indice del clima economico per il quarto trimestre ha confermato la ripresa e l'indice stesso è ritornato di nuovo sul livello precedente alla crisi. In India, in novembre, si è registrato un incremento della produzione industriale di quasi il 12% rispetto all'anno precedente e ha quindi sorpreso in modo positivo. La maggior parte spettava alla produzione di beni durevoli. I buoni dati influiscono, di conseguenza, positivamente anche sul mercato azionario. Nel frattempo c'è già la possibilità di un aumento dei tassi d'interesse a fine gennaio per smorzare i timori inflativi. L'attuale ponderazione rimane invariata.

Obbligazioni

L'imminente pericolo per i mercati obbligazionari non consiste, evidentemente, in una veloce inversione di tendenza a livello congiunturale, bensì, piuttosto, in un crescente indebitamento pubblico e in un conseguente affaticamento massiccio dei mercati attraverso il rifinanziamento degli stati. Un investimento obbligazionario si è ciononostante rivelato, nel corso dell'anno, un completamento ai diversi asset class e ha dimostrato un contributo alla performance. I titoli high-yield e i corporate bond, in particolare, hanno avuto un andamento estremamente positivo nel 2009. Nel segmento degli high-yield, in dicembre, le percentuali globali di inadempienza secondo l'agenzia di rating Moody's ammontavano al 12,50% per le imprese high-yield ed erano quindi decrescenti per la prima volta dal gennaio del 2008. Sono state emesse molte obbligazioni aziendali. La ponderazione rimane costante.

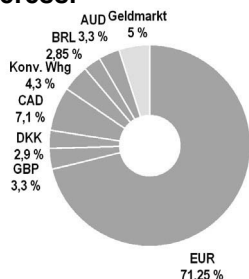
Gestione patrimoniale tradizionale

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 31.12.2009

Dall' 01.01.2009	5,47 %
Dall' 31.12.2008	5,47 %
Da 5 anni p.a.	2,97 %

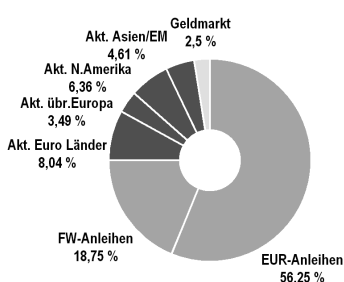
Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	22,63 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0,11
Deviazione standard	2,41 %	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 31.12.2009

Dall' 01.01.2009	12,60 %
Dall' 31.12.2008	12,60 %
Da 5 anni p.a.	3,61 %

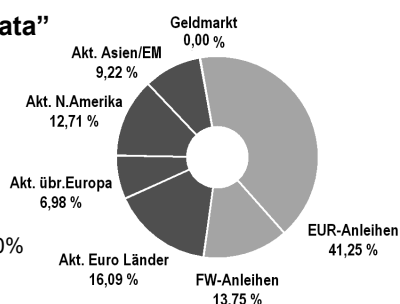
Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	30,92 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0,30
Deviazione standard	4,12 %	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 31.12.2009

Dall' 01.01.2009	18,00 %
Dall' 31.12.2008	18,00 %
Da 5 anni p.a.	3,58 %

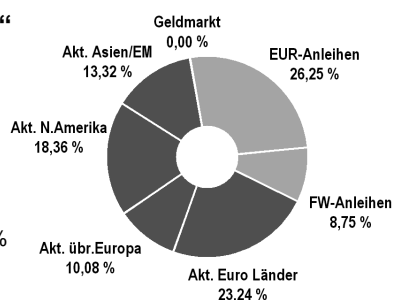
Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	34,10 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0,22
Deviazione standard	7,14 %	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 31.12.2009

Dall' 01.01.2009	23,66 %
Dall' 31.12.2008	23,66 %
Da 5 anni p.a.	3,68 %

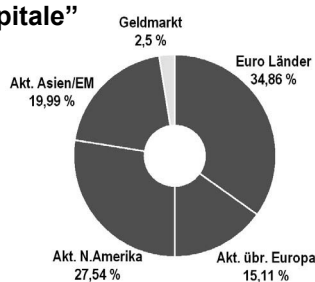
Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	38,02 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0,20
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 31.12.2009

Dall' 01.01.2009	36,52 %
Dall' 31.12.2008	36,52 %
Da 5 anni p.a.	2,95 %

Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	40,40 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0,14
Deviazione standard	16,52 %	Correlazione	0,90

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	
Titoli a reddito fisso - EURO									
DE0002760808	4.7500%	KFW	AAA	11.08.2010	102.091	0.54	0.50	1'000	*
XS0110245130	5.6250%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	25.10.2010	103.396	0.73	0.71	1'000	*
XS0376607015	4.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2011	104.391	0.96	1.13	1'000	
DE0007243495	4.0000%	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK	AAA /-	28.04.2011	103.330	1.21	1.18	1'000	
FR0010101824	4.0000%	CIE FINANCEMENT FONCIER	AAA	21.07.2011	103.582	1.40	1.41	1'000	
XS0369461305	5.2500%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	12.12.2011	106.317	1.67	1.79	1'000	
XS0411606246	5.2500%	TOYOTA MOTOR CREDIT CORP	AA	03.02.2012	105.925	2.15	1.94	1'000	
XS0412968793	3.3750%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	09.02.2012	103.205	1.69	1.97	1'000	
FR0010734244	2.3750%	SFEF	AAA	10.03.2012	101.833	1.46	2.01	1'000	
DE0001141505	4.0000%	BUNDESobligation	AAA	13.04.2012	105.890	1.23	2.06	1'000	
FI0001006165	4.2500%	FINNISH GOVERNMENT	AAA	15.09.2012	106.957	1.48	2.48	1'000	
DE0001141513	4.2500%	BUNDESobligation	AAA	12.10.2012	107.380	1.41	2.56	1'000	
XS0413810606	4.1250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	20.02.2013	105.068	2.35	2.81	1'000	
XS0415624393	4.6250%	ROCHE HLDGS INC	AA-	04.03.2013	106.828	2.28	2.82	1'000	
DE0001141521	3.5000%	BUNDESobligation	AAA	12.04.2013	105.680	1.64	2.98	1'000	
XS0327177134	4.3750%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2013	107.263	1.98	2.95	1'000	
XS0428037666	3.5000%	SANOFI-AVENTIS	AA-	17.05.2013	103.798	2.27	3.07	1'000	
NL0000102689	4.2500%	NETHERLANDS GOVERNMENT	AAA	15.07.2013	107.933	1.82	3.20	1'000	
XS0403964116	3.6250%	OEKB OEST. KONTROLLBANK	AAA	10.12.2013	104.485	2.35	3.63	1'000	
XS0414313691	3.5000%	TOTAL CAPITAL SA	AA	27.02.2014	104.154	2.39	3.73	1'000	
DE0002760931	4.2500%	KFW	AAA	04.07.2014	107.575	2.39	4.02	1'000	
AT0000386073	4.3000%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	15.07.2014	107.956	2.32	4.05	1'000	
DE000A0TKBM0	5.0000%	BASF FINANCE EUROPE NV	A+	26.09.2014	109.004	2.85	4.20	1'000	
AT0000A0CL73	3.4000%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	20.10.2014	104.032	2.41	4.38	1'000	
FR0010112052	4.0000%	FRANCE (GOVT OF)	AAA	25.10.2014	107.200	2.35	4.35	1'000	
ES0000012916	4.4000%	BONOS Y OBLIG DEL ESTADO	AA+	31.01.2015	105.765	3.12	4.59	1'000	
FI0001005704	4.2500%	FINNISH GOVERNMENT	AAA	04.07.2015	108.487	2.52	4.85	1'000	
DE0001381911	3.5000%	LAND HESSEN	AA	04.01.2016	103.416	2.86	5.43	1'000	
XS0412968876	4.5000%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	09.02.2016	107.044	3.16	5.41	1'000	
XS0413806596	5.1250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	20.02.2017	109.915	3.50	5.86	1'000	
DE000A0MFJX5	4.1250%	KFW	AAA	04.07.2017	106.113	3.17	6.41	1'000	
XS0308505055	4.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.10.2017	109.932	3.26	6.58	1'000	
AT0000385745	4.6500%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	15.01.2018	109.104	3.28	6.85	1'000	
XS0196448129	4.6250%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2020	108.428	3.61	8.15	1'000	
Titoli a reddito fisso - USD									
US514890AF97	4.2500%	L-BANK BW FOERDERBANK	AA+	15.09.2010	102.274	0.42	0.59	1'000	
XS0172289604	3.5000%	KFW	AAA	15.12.2011	104.540	0.91	1.82	1'000	
XS0414059377	2.7500%	BP CAPITAL MARKETS PLC	AA	27.02.2012	102.890	1.13	1.97	1'000	
US171081CZ40	4.4500%	Pfizer INC	AA	15.03.2012	106.509	1.30	2.00	1'000	
US676167AZ21	1.8750%	OEKB OEST. KONTROLLBANK	AAA	21.03.2012	101.288	1.22	2.07	1'000	
XS0172157876	3.7500%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	15.07.2013	105.284	2.11	3.23	1'000	
BE0934531337	4.2500%	BELGIUM KINGDOM	AA+	03.09.2013	106.993	2.17	3.34	1'000	
US459056HM24	3.5000%	INTL BK RECON & DEVELOP	AAA	08.10.2013	105.169	1.99	3.44	1'000	
US1713448BK37	3.7500%	PEPSICO INC	A+	01.03.2014	104.761	2.51	3.75	2'000	
US822582AF97	4.0000%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	21.03.2014	105.165	2.67	3.79	2'000	
XS0183637635	4.5000%	COUNCIL OF EUROPE	AAA	30.06.2014	108.108	2.48	4.00	1'000	
US045167BJ10	4.2500%	ASIAN DEVELOPMENT BANK	AAA	20.10.2014	107.414	2.51	4.27	1'000	
XS0347750365	3.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2015	104.700	2.72	4.68	1'000	
US000769BH67	4.3750%	KFW	AAA	21.07.2015	107.348	2.87	4.92	1'000	
XS0270250136	5.1250%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	05.10.2016	108.603	3.61	5.76	1'000	
XS0247659542	5.6250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	16.03.2016	109.441	3.81	5.14	2'000	
US500769BY90	4.8750%	KFW	AAA	17.01.2017	109.044	3.36	6.00	1'000	
US515110AV64	5.1250%	LANDWIRTSCH. RENTENBANK	AAA	01.02.2017	109.701	3.52	6.00	1'000	
Titoli a reddito fisso - CAD									
XS0190051945	4.0000%	TOTAL CAPITAL SA	AA	08.12.2010	102.721	0.65	0.83	1'000	
XS0197361305	4.7500%	ONTARIO (PROVINCE OF)	AA-	27.07.2011	105.245	1.06	1.42	1'000	
XS0414401801	2.5000%	RABOBANK NEDERLAND	AAA	02.03.2012	102.016	1.46	1.99	1'000	
XS0211709844	4.3750%	QUEBEC PROVINCE	A+	04.02.2013	106.216	2.16	2.87	1'000	
XS0219274908	4.3750%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	13.05.2015	106.826	2.93	4.69	1'000	
Titoli a reddito fisso - GBP									
XS0122271082	5.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	07.12.2011	107.203	1.43	1.77	1'000	
XS0276045951	5.1250%	TOYOTA CREDIT CANADA INC	AA	17.01.2012	105.513	2.03	1.89	1'000	
XS0160908249	4.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	14.01.2013	106.148	2.28	2.81	1'000	
XS0414238898	3.2500%	KFW	AAA	24.02.2014	101.380	2.81	3.74	1'000	
XS0423205524	3.3750%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	08.09.2014	102.139	2.85	4.27	1'000	
XS0415625283	5.5000%	ROCHE HLDGS INC	AA-	04.03.2015	107.116	3.81	4.37	5'000	
GB0033280339	4.7500%	TSY 4 3/4% 2015	AAA	07.09.2015	108.835	3.01	4.91	1'000	
Titoli a reddito fisso - AUD									
XS0243977260	5.6250%	RABOBANK NEDERLAND	AAA	01.03.2011	100.778	4.72	1.00	1'000	
XS0412228917	4.5000%	RABOBANK NEDERLAND(AUST)	AAA	17.02.2012	98.894	5.02	1.89	1'000	
XS0139486079	5.5000%	COUNCIL OF EUROPE	AAA	18.01.2012	101.457	4.56	1.89	1'000	
XS0411046351	4.6250%	AUST & NZ BANKING GROUP	AAA	11.02.2013	98.246	5.25	2.74	1'000	
AU300EB26033	6.0000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	14.08.2013	101.770	5.41	3.23	1'000	
XS0412694647	4.3750%	COMMONWEALTH BANK AUST	AAA	17.02.2014	96.289	5.41	3.61	5'000	
AU300LNDR042	5.7500%	LANDWIRTSCH. RENTENBANK	AAA	21.01.2015	98.853	6.00	4.36	1'000	
Titoli a reddito fisso - ZAR									
XS0332031284	10.0000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	28.01.2011	102.020	7.62	0.97	10'000	
XS0225458412	7.2500%	KFW	AAA	03.08.2012	97.293	8.38	2.28	5'000	
XS0339249921	10.0000%	KFW	AAA	17.01.2013	103.542	8.53	2.68	5'000	
XS0203909485	8.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	04.11.2014	98.653	8.81	4.00	5'000	

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