

Argomento del mese

«Molti titoli azionari con elevato scarto di garanzia»

Intervista con il
Signor Philipp Leibundgut
Advisor di Valartis Swiss S&M Cap
Selection Fund per il Mercato Svizzero
redatta da Franz Schneider
della rivista svizzera "Finanz und Wirtschaft"

I titoli azionari delle piccole e medie imprese svizzere, le small e mid cap, si sono riprese dal proprio crollo delle quotazioni del 2008. Anche i fondi small & mid cap (fondi S&M) hanno rivestito una buona posizione, con in testa il Valartis Swiss Small & Mid Cap Selection Fund, che nel 2009, con una performance annuale del 50,2% si è attestato al primo posto in una graduatoria di 55 fondi. Ci sono ora davvero ancora valori complementari svizzeri promettenti e valutati a buon mercato? Philipp Leibundgut, Investment Advisor del fondo lanciato nel 2005 prende posizione in tal senso.

Signor Leibundgut, la qualità delle small e mid cap svizzere è risaputa e anche il mercato è accertabile. Si possono fare ancora delle scoperte – titoli azionari sottovalutati, tralasciati dagli altri manager di fondi?

In Svizzera abbiamo un universo di 220 titoli circa che non sono rappresentati sull'indice SMI e che rientrano, di conseguenza, nel nostro gruppo di small e mid cap. E' vero che ce ne sono alcuni che sono i preferiti e che presentano, di solito, anche una capitalizzazione di mercato relativamente elevata; essi vengono seguiti da molti operatori di mercato come i tipici rappresentanti delle small e mid cap. Su questi titoli, mi riferisco alle Sonova e Straumann dell'universo, ci sono anche molti studi elaborati da broker. Questi valori hanno una capitalizzazione di mercato nettamente superiore ai 500 milioni di franchi e vengono negoziati quotidianamente in grandi quantità. E' anche vero che c'è una serie B, ovvero titoli che presentano una capitalizzazione di mercato di 200 milioni di franchi, oppure inferiore. Poiché i broker non possono investire elevati volumi di contrattazione in questi titoli, il segmento viene coperto solo in modo limitato – l'interesse è quindi modesto. In tal senso vale la pena di parlare con il management e di tenere d'occhio attentamente l'attività – e con ciò non intendo solo il rendiconto di gestione.

Non c'è il pericolo che ora tutti i manager di fondi, e non sono pochi, diano la caccia alle stesse S&M cap svizzere considerate promettenti e che tutti i titoli attraenti siano tendenzialmente troppo costosi?

Controllando le relazioni della concorrenza questa circostanza risulta sempre più evidente. Esiste, in effetti, la tentazione di caricare i titoli preferiti menzionati in deposito e di rendersi più facile il lavoro – secondo il motto: "io ho letto lo studio redatto dal broker". Per quanto riguarda le valutazioni elevate, in Svizzera, non ci troviamo su un'isola felice. Qualora la valutazione di singole imprese salga vistosamente superando quella del peer group, anche in tal caso hanno luogo delle correzioni verso il basso. Poiché noi, con la nostra ricerca primaria, copriamo il mercato in modo indipendente in collaborazione con il co-advisor KK Research le tendenze citate quasi non ci riguardano. Ciò porta spesso a decidere, da parte nostra, per titoli che al momento nessuno vuole avere ma che, in un lungo periodo di osservazione, vengono negoziati ben al di sotto del loro valore sulla base del free cash flow atteso.

In base a quali riflessioni si limita alle S&M cap? La linea del fondo potrebbe anche essere quella di puntare sui titoli svizzeri più promettenti.

Le small e mid cap presentano, a livello storico – e giustificabile anche economicamente – una maggiore crescita degli utili rispetto alle large cap. Negli ultimi anni, e soprattutto a partire dal 2003, tutto ciò ha comportato una netta sovraperformance dell'indice SPI Extra. Il settore permette, inoltre, una diversificazione sostanzialmente più ampia. L'industria dei macchinari è, pertanto, rappresentata solo in modo marginale sull'indice SMI. Nelle small e mid cap, in questo settore, c'è invece un'ampia scelta di imprese che presentano modelli economici diversi e, talvolta, molto interessanti.

Puntiamo sui titoli svizzeri più promettenti, tralasciamo consapevolmente le large cap poiché, in tal caso, possiamo creare valore aggiunto solo in maniera limitata. Per quanto riguarda la Nestlé, quasi ogni singola capsula di Nespresso che verrà prodotta in futuro è già compresa nei modelli di valutazione.

Com'è il Vostro candidato ideale all'acquisto?

Criteri importanti sono un modello economico redditizio e un management che sappia convincere presentando efficienza. Inoltre, nelle attività, da sempre, si devono generare free cash flow significativi. Non ha senso investire in un'impresa che presenta sì un'elevata crescita degli utili, ma nella quale l'intero utile operativo viene contemporaneamente eroso dagli investimenti di sostituzione.

Quanto può durare ancora il trend positivo dei rendimenti?

Ci aspettiamo che la ripresa continui fino al 2011/2012 e che poi inizi una stabilizzazione su un livello elevato. Allora ci sarà il pericolo che i fattori di influenza, quali i tassi d'interesse saliti in modo vistoso, ostacolino o persino soffochino un futuro sviluppo positivo. Nei nostri discorsi sulle imprese abbiamo inoltre stabilito che i management prestino attenzione, anche in futuro, ad una rigorosa disciplina dei costi. Questo dovrebbe supportare ulteriormente la forza dei proventi anche nei prossimi due anni.

Quale ruolo riveste per Lei il rendimento da dividendo nella scelta dei titoli?

Riveste un ruolo importante. Qualora un'impresa generi un elevato free cash flow che non può essere reinvestito in modo sensato nel core business, è giusto pagarla agli azionisti. Questi titoli sono ben garantiti verso il basso anche in caso di un Mercato orso.

Quali sono i Suoi tre top favoriti, che cosa Le piace in particolare di questi titoli?

Mi dispiace, ma non posso analizzare singoli titoli, perché talvolta operiamo su mercati davvero stretti. Potete trovare le nostre nuove idee nelle relazioni mensili. Desidero comunque fare un'eccezione: nel segmento delle banche cantonali seguiamo da parecchio tempo, e con crescente interesse, la Banque Cantonale Vaudoise. Nel 2009, essa ha compreso di voler finalmente affrontare il proprio investment banking volatile. E', inoltre, stata in grado di consolidare ulteriormente la propria posizione dominante di mercato nel Canton Vaud. I bassi costi di rifinanziamento che hanno avuto luogo contemporaneamente ad una concentrazione sull'attività ipotecaria hanno procurato un attraente margine di interesse che ha influito sostanzialmente sull'utile dell'anno scorso. Con un rendimento da dividendo di oltre il 6%, di cui 10 franchi come attraente riduzione del valore nominale a livello fiscale, verranno commisurati agli azionisti sulla base dell'utile. Inoltre, la BCV, come una delle poche banche cantonali, dall'ultimo risanamento, non ha più garanzie cantonali. Ciò ha comportato un assoggettamento del management ad una disciplina, cosa che oggi torna, alla fin fine, utile a tutti gli azionisti.

Che cos'altro Le piace ancora?

La vasta massa degli investitori, soprattutto i clienti dei reparti di private banking, non hanno ancora investito completamente. Queste risorse potrebbero rifluire sul mercato nel corso di quest'anno – anche se la politica di tasso zero della Banca Centrale dovesse avere fine. Ci sono oggi molti titoli che presentano un significativo scarto di valutazione rispetto al fair value.

Dati economici

Eurolandia

Il modesto progresso economico nel quarto trimestre è stato rivisto ad una crescita zero. Nel primo trimestre del 2010 il PIL di Eurolandia è salito, come del resto atteso, dello 0,20%. Si ripone ora una speranza nella crescita dei prestatori di servizi.

Il tasso di inflazione si attestò in aprile all'1,50%. Sullo sfondo attuale la pressione dell'inflazione è trascurabile. Sono stati soprattutto la benzina, il diesel e il gasolio da riscaldamento a trainare i prezzi. Il caro-vita è sul livello massimo da oltre un anno. Ciononostante, la stabilità dei prezzi, che ammonta al 2% circa a medio termine, non è in pericolo.

A marzo la massa monetaria M3 si è ridotta di uno 0,10% in confronto all'anno precedente. La media dei mesi da gennaio ad aprile era negativa registrando un -0,10%. La concessione di prestiti ha avuto ancora un andamento inferiore alla media; in Eurolandia la somma dei crediti è scesa di sette miliardi di euro (dati rilevati dalla Banca Centrale Europea). A febbraio si è generato uno 0,90% di output in più.

Nel confronto mensile si è prevista una stagnazione della produzione industriale. In confronto all'anno precedente ne è risultata pertanto una crescita del 4,10%, anziché del 2,70% previsto.

L'indice del clima economico Ifo è salito a 101,60 e ha raggiunto il livello massimo registrato dal maggio del 2008. Nonostante la problematica greca e la cancellazione dei voli durata molti giorni dopo l'eruzione del vulcano, i top manager si sono rivelati ottimisti.

L'atmosfera tra le imprese e i consumatori era nuovamente migliorata e ha raggiunto il livello massimo degli ultimi 25 mesi. L'indice parziale del settore dell'edilizia era stagnante, tutti gli altri sono migliorati, talvolta persino in modo vistoso. Il miglioramento dell'atmosfera tra i consumatori è incoraggiante, considerata l'importanza dei consumi per la ripresa congiunturale.

INDICATORI ECONOMICI – EUROLANDIA

Indicatore	Periodo	Valore attuale	Valore periodo precedente
PIL	Q1 2010	0,20% Q-Q 0,50% Y-Y	0,00% Q-Q -2,20% Y-Y
Inflazione	Aprile 10	1,50% percentuale annuale	1,40% percentuale annuale
Massa monetaria M3	Marzo 10	-0,10%	-0,30%
Produzione industriale	Marzo 10	0,90% rispetto al mese precedente	0,70% rispetto al mese precedente
Indice Ifo	Aprile 10	101,60	98,20
Fiducia dei consumatori	Aprile 10	-15	-17

Fonte: Datastream

USA

Il PIL statunitense è cresciuto del 3,20% (secondo i dati del Ministero del Commercio Usa) nel primo trimestre ed era pertanto leggermente inferiore alle attese. La ripresa continua quindi in modo debole. I consumi hanno rappresentato un forte supporto.

Il tasso di inflazione è salito a marzo del 2,30%. La previsione era di un rialzo del 2,40%. In confronto al mese precedente i prezzi al consumo sono saliti solo di uno 0,10%.

In aprile sono stati creati 290.000 nuovi posti di lavoro al di fuori dell'agricoltura; dopo l'abbondante creazione a marzo, questo è già il secondo mese consecutivo nel quale si sono registrati dati di crescita sul mercato occupazionale. La quota dei disoccupati è salita di nuovo al 9,90% dopo una fase stabile.

Dopo un mese debole la produzione complessiva è salita dello 0,80% superando le aspettative. L'indice congiunturale dell'industria si è rivelato già in anteprima in miglioramento nello stato federale di New York. Lo sfruttamento della capacità produttiva è schizzato al 73,70%.

La fiducia dei consumatori Usa (Uni Michigan) si è indebolita a marzo; il peggioramento è stato minore del previsto. Questo indicatore risulta essere il barometro più importante per l'atmosfera di fiducia tra i consumatori.

Secondo l'indice ISM la ripresa nell'industria procede più velocemente che nel comparto dei servizi, e ha superato le attese. L'indicatore nel settore dei servizi è rimasto stabile rispetto al mese precedente.

INDICATORI ECONOMICI – USA

Indicatore	Periodo	Valore attuale	Valore periodo precedente
PIL	Q1 2010	3,20% percentuale annuale	5,60% percentuale annuale
Inflazione	Marzo 10	2,30% percentuale annuale	2,10% percentuale annuale
Creazione nuovi posti di lavoro	Aprile 10	290.000	162.000
Produzione industriale	Aprile 10	0,80% rispetto al mese precedente	0,20% rispetto al mese precedente
Sfruttamento capacità	Aprile 10	73,70%	73,10%
Fiducia dei consumatori (Uni Michigan)	Marzo 10	72,20	73,60
Indice direttori d'acquisto (ISM)	Aprile 10	55,40	55,40

Fonte: Datastream

Giappone

Il PIL è salito dello 0,90% nel quarto trimestre. Una domanda domestica più forte ha fornito un supporto. Per il primo trimestre del 2010 si stima una crescita dell'1,30%, ovvero di un 5,40% annualizzato. Le esportazioni trainano la dinamica in modo probabilmente più forte di quanto atteso.

Il tasso di inflazione era in aprile decrescente rispetto al mese precedente ed ammontava a un -1,50% rispetto all'anno precedente. Esso era complessivamente negativo per la 13^a volta consecutiva. La percentuale core del Giappone è scesa a marzo dell'1,20% nel confronto annuale.

La relazione Tankan per il trimestre in corso ha segnalato un'atmosfera migliore di quella precedente. Su 100 ottimisti ci sono solo 114 pessimisti. L'atmosfera tra i produttori è migliorata portandosi sul valore del settembre del 2008, quella tra i fornitori di servizi ha raggiunto il livello del dicembre del 2008.

Contrariamente alle previsioni, la crescita della produzione industriale è risultata essere più debole a marzo. Rispetto all'anno precedente il rialzo era considerevole con un 30,70%.

Anche la fiducia dei consumatori ha ritrovato il sentiero verso il trend al rialzo. Dopo che l'indicatore ha registrato una correzione a breve, l'atmosfera tra i consumatori sembra essersi nuovamente ripresa.

INDICATORI ECONOMICI – GIAPPONE

Indicatore	Periodo	Valore attuale	Valore periodo precedente
PIL	Q4 2009	0,90% Q-Q	-0,10% Q-Q
Inflazione (area di Tokio)	Aprile 10	-1,49% rispetto all'anno prec.	-1,68% rispetto all'anno prec.
Tankan	Q1 2010	-14	-24
Produzione industriale	Marzo 10	0,328% rispetto al mese prec.	-0,64% rispetto al mese prec.
Fiducia dei consumatori	Marzo 10	40,90	39,80

Fonte: Datastream

DATI ECONOMICI + PREVISIONI

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

Azioni - Core

Europa

Onde difendere la stabilità finanziaria nella zona euro e per assicurare la situazione insprita sui mercati obbligazionari, i paesi dell'Unione Europea hanno lanciato, assieme al Fondo Monetario Internazionale, uno storico pacchetto di aiuti per un ammontare di 750 miliardi di euro. L'effetto di una stabilizzazione dei mercati azionari non è durato comunque a lungo e le borse europee hanno, per il momento, abbandonato i loro massimi annuali. All'interno della zona euro spicca la forza relativa dell'indice azionario tedesco. Dopo che, per anni, non abbiamo più investito in Spagna, in Portogallo o in Grecia, vendiamo ora anche l'ultima piccola posizione nel comparto degli stati PIGS, l'Italia.

USA

Anche a New York il nervosismo era all'insegna delle sedute borsistiche. Sullo sfondo di una continua insicurezza riguardante la solvibilità di diversi stati dell'Europa meridionale è bastato, a quanto si dice, solo un errore di battitura per scatenare un'ondata di vendite. E così, nonostante i buoni dati macroeconomici provenienti dal mercato del lavoro, dal comparto dei servizi e dalla trimestrale finora molto positiva, si è assistito a una flessione delle quotazioni azionarie a Wall Street.

Giappone

Il mercato azionario nipponico trae profitto dai grandi afflussi netti degli investitori istituzionali stranieri. La cerchia degli investitori reagisce pertanto sempre più alle relazioni prezzo-valore contabile a buon mercato delle imprese giapponesi che cresceranno sullo sfondo di utili in aumento, come è attualmente il caso. Riduciamo pertanto la nostra sottoponderazione in Giappone.

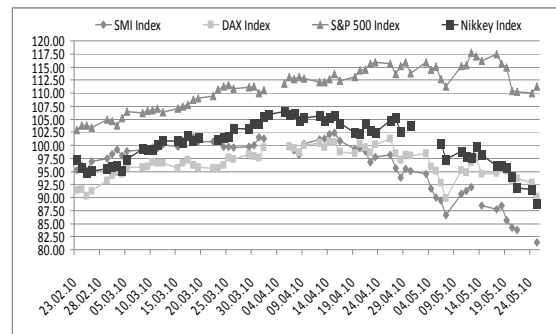
Mercati emergenti

I paesi emergenti si sono recentemente dimostrati ancora sempre molto resistenti alla crisi del deficit greco. Anche le interferenze economiche sono invece solo molto modeste. Regge la nostra tesi generale, che le borse dei mercati emergenti avranno anche in futuro un andamento migliore dei mercati azionari degli stati industrializzati e, grazie a tutto ciò, attireranno verso di sé anche maggiori afflussi di capitale.

Ponderazione delle asset class

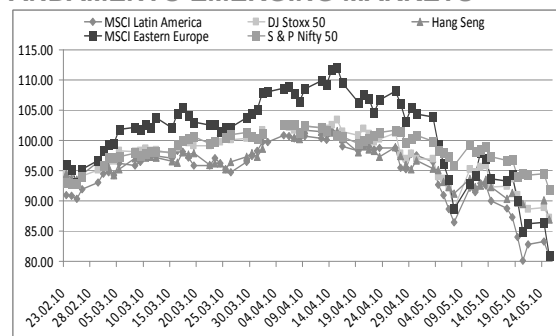
Tenuto conto del fascino relativo dei mercati azionari e dei rendimenti, pur sempre bassi, sui mercati obbligazionari, ci atteniamo alla nostra sovrapponderazione in titoli da dividendo. La quota di mercato monetario è stata recentemente incrementata ad un livello neutrale.

ANDAMENTO AZIONARIO GLOBALE



Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P.

ANDAMENTO EMERGING MARKETS



Copyright 2010 Bloomberg Finance

Obbligazioni - Core

Eurolandia

Con le misure sopra descritte si sono combattute le speculazioni riguardanti i titoli di stato dei paesi periferici di Eurolandia e, contemporaneamente, si è assicurata la sopravvivenza dell'Unione Monetaria Europea. Le delibere rappresentano comunque anche un altro passo in direzione di una responsabilità unitaria all'interno della zona euro. E con ciò i tassi sul mercato di capitale degli stati dell'eurozona convergeranno su un livello medio in quanto, alla fin fine, i paesi forti mettono a disposizione dei paesi più deboli la loro affidabilità creditizia.

Svezia

Considerate le condizioni stabili dell'economia svedese non c'era una così grande necessità di misure di politica fiscale come in molti altri paesi. I consumi privati robusti forniscono ancora tassi di inflazione di nuovo leggermente in rialzo, per cui la Banca Centrale Svedese prevede una prima manovra di aumento dei tassi di interesse già nel corso di quest'estate oppure all'inizio dell'autunno.

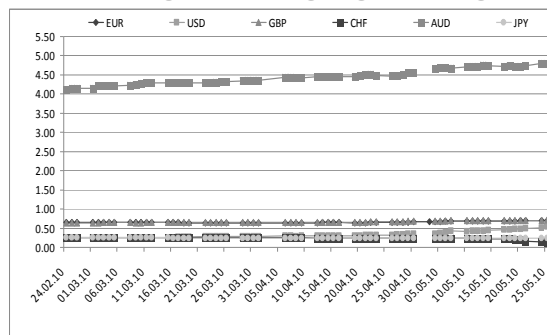
Danimarca

La Danimarca, in qualità di piccola e aperta potenza ha sofferto particolarmente della crisi finanziaria e del conseguente boom congiunturale globale. La politica fiscale e monetaria offensiva mostra, comunque, sempre più la sua efficacia.

Canada

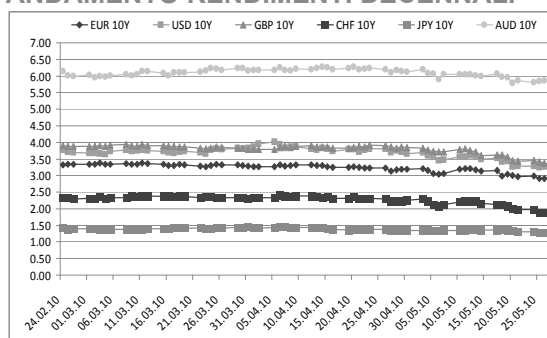
Con un atteso 3,10% per il 2010 e un 3,20% per il 2011 la crescita dell'economia canadese dovrebbe essere la maggiore degli stati del G7. Anche la Bank of Canada è quindi occupata nei primi rialzi dei tassi di riferimento che potrebbero già avere luogo all'inizio di giugno. Il dollaro canadese ha tratto particolarmente vantaggio dalla debolezza dell'euro e si trova sul livello massimo registrato negli ultimi dieci anni.

ANDAMENTO MERCATO MONETARIO



Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P.

ANDAMENTO RENDIMENTI DECENNALI



Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P.

Brasile

La maggior parte degli economisti ha dato, ultimamente, un giro di vite verso l'alto alle proprie aspettative di crescita per l'economia brasiliana. Si ritiene particolarmente positiva la creazione di 660.000 nuovi posti di lavoro nel primo trimestre di quest'anno. Onde evitare un surriscaldamento, la Banca Centrale Brasiliana ha aumentato di 75 punti base i tassi guida che hanno ora raggiunto il 9,50%. Il real brasiliano rimane ancora interessante.

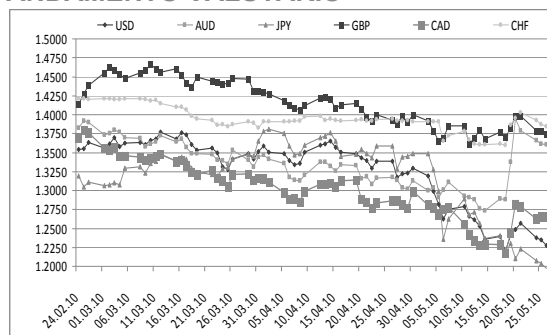
Turchia

Dopo il massiccio crollo della crescita nel 2009 la potenza economica turca dovrebbe, nell'anno in corso, svoltare su un chiaro sentiero di ripresa. L'attuale andamento del PIL fornisce quindi ancora spazio per un lira più forte che si è recentemente rivelata molto robusta nonostante le turbolenze della vicina Grecia ed è stata persino in grado di aumentare nei confronti dell'euro.

Conclusioni

Ci aspettiamo, anche per il 2010, un anno positivo dal punto di vista azionario. Ci uniamo alla corrente opinione di consensus sul mercato riguardante un movimento rialzista che dovrebbe tenere soprattutto nei primi sei mesi; il range di oscillazione, tuttavia, aumenterà leggermente rispetto all'anno precedente. In seguito, si assisterà a un aumento della moderazione sulle borse in relazione ai probabili e discussi aumenti dei tassi di riferimento. Con l'attesa di tassi più elevati anche sulla parte lunga, la curva dei tassi si sposterà parallelamente verso l'alto entro fine anno.

ANDAMENTO VALUTARIO



Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P.

PREVISIONI MERCATO MONETARIO + RENDIMENTI DECENNALI

	Mercato monetario		Rendimento decennale		Cambio	
	06/10	03/11	06/10	03/11	06/10	03/11
EUR	0,85	1,50	3,40	4,10		
USD	0,40	1,50	3,90	4,40	1,40	1,28
JPY	0,40	0,55	1,60	1,85	122	130
CHF	0,25	1,00	2,10	2,80	1,40	1,37
GBP	0,70	1,20	4,00	4,40	0,90	0,90

Fonte: Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank

Categorie di investimento alternative

Materie prime

Per la prima volta dal 1980, nel 2009 gli investitori hanno acquistato più oro di quanto abbiano fatto i gioiellieri. Ne deriva un potenziale di insicurezza per gli investitori. L'oro è comunque per molti di essi ancora sempre attraente, considerato il dibattito sui debiti e i timori latenti riguardanti l'inflazione. Il prezzo dell'oro è, e rimane, una valuta nei periodi di crisi. Il prezzo dell'oro ha raggiunto a maggio un nuovo massimo record in seguito alla crisi debitoria in Europa. Per lo stesso motivo alcune materie prime hanno dovuto subire sensibili punti al ribasso, come ad esempio lo zucchero, il nickel o l'argento. Ciononostante, i dati fondamentali non lasciano presupporre una fine prematura del rally delle materie prime che continua dal 2009. Le previsioni del Fondo Monetario Internazionale (FMI) per la crescita dell'economia mondiale si aggirano sul 4%. Cina e India, in particolare, contribuiranno anche quest'anno in modo vistoso alla crescita economica globale e pertanto sproneranno ancora la domanda di materie prime.

Immobiliare

In Cina non si è solo raggiunta una crescita economica che ha superato le aspettative, bensì anche i tassi di inflazione si trovano in trend rialzista. Accanto al rialzo dell'indice dei prezzi al consumo e di quelli alla produzione, i prezzi immobiliari sono schizzati, salendo nuovamente a due cifre (si è registrato quasi un 13%). Il governo di Pechino ha reagito tempestivamente e ha intensificato gli acquisti di terra per prevenire un surriscaldamento. L'introduzione di una tassa immobiliare potrebbe comportare un possibile inasprimento. In Europa il segmento immobiliare ha subito sensibili perdite nelle ultime settimane. L'indice dei titoli azionari immobiliari europei (EPRA) ha registrato un -9% nel periodo tra metà aprile e metà maggio. Il mese scorso l'FTSE 350 Real Estate Index è caduto del 5% circa.

L'indice NAHB che riveste un ruolo importante come indicatore delle condizioni USA ha scalato, a maggio, con 22 punti, il massimo livello registrato negli ultimi due anni e mezzo. L'andamento è stato supportato da sgravi fiscali per gli acquirenti di case e dalla ripresa congiunturale.

Azioni

La ripresa in Asia e in America Latina continua ancora; anche l'Europa centrale e quella orientale crescono. Gli elevati dati di crescita della Cina, ad esempio, comprendono anche effetti base relativi alla contrazione dei dati di crescita dell'anno precedente. Tuttavia, la dinamica prevista dovrebbe per lo meno mantenersi sul livello attuale. Nel frattempo in India, Malesia o anche in Brasile si sono già effettuati rialzi dei tassi di riferimento – le banche centrali prevenivano pertanto i pericoli di inflazione o reagiscono all'inflazione già esistente. Ci si aspettano aumenti dei tassi di riferimento negli altri paesi asiatici (come ad esempio in Cina). I paesi dell'Europa centrale e orientale crescono meno, ma si trovano di fronte a rischi inflativi solo minori a causa dello sfruttamento ancora spiccatamente inferiore delle capacità produttive.

Obbligazioni

I cosiddetti corporate bond (obbligazioni aziendali) offrono alle società la possibilità di reperire capitale tramite il mercato di capitale. Sempre più imprese sfruttano questa possibilità e fungono da emittenti. Anche per il 2010 ci si aspetta un'intensa attività riguardante le emissioni. Tra gli emittenti rientreranno non solo imprese con rating (rating inteso come classificazione del merito di credito); gli emittenti privi di rating rappresenteranno circa il 15% dell'attività complessiva di emissione delle obbligazioni aziendali. L'attrattiva ha perso smalto a causa del restringimento della forchetta dei sovrapprezzi di rendimento. La sfida consiste pertanto nella selezione.

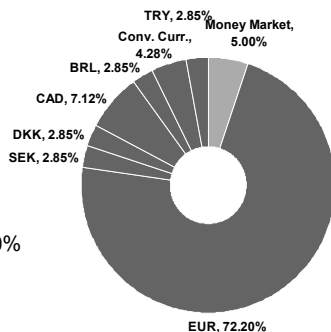
Gestione patrimoniale tradizionale

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 30.04.2010

Dall' 01.01.2010	2.46 %
Dall' 30.04.2009	6.01 %
Da 5 anni p.a.	2.29 %

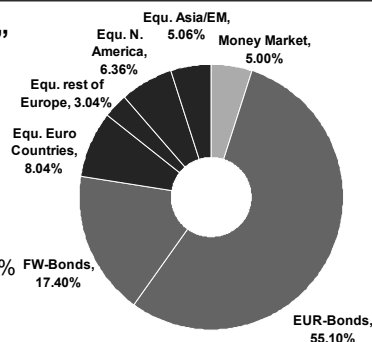
Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	20.23 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	-0.01
Deviazione standard	2.47 %	Correlazione	0.81

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 30.04.2010

Dall' 01.01.2010	3.57 %
Dall' 30.04.2009	13.18 %
Da 5 anni p.a.	3.11 %

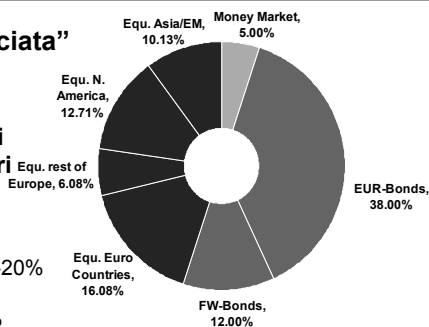
Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	28.97 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0.23
Deviazione standard	4.17 %	Correlazione	0.79

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 30.04.2010

Dall' 01.01.2010	5.08 %
Dall' 30.04.2009	19.72 %
Da 5 anni p.a.	3.21 %

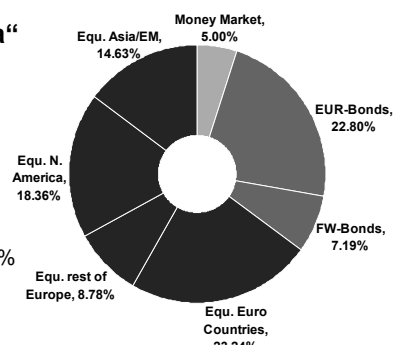
Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	32.77 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0.19
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 30.04.2010

Dall' 01.01.2010	5.53 %
Dall' 30.04.2009	24.64 %
Da 5 anni p.a.	3.29 %

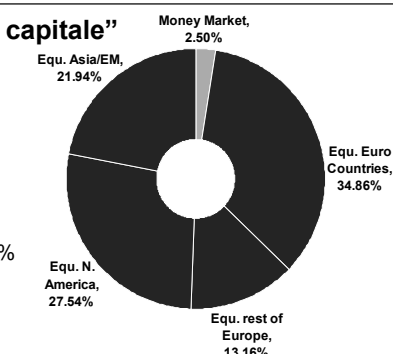
Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	35.50 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0.17
Deviazione standard	9.90 %	Correlazione	0.81

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 30.04.2010

Dall' 01.01.2010	7.94 %
Dall' 30.04.2009	38.96 %
Da 5 anni p.a.	2.93 %

Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	39.54 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0.13
Deviazione standard	16.40 %	Correlazione	0.91

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	100.879	0.26	0.20	1'000	*
XS0110245130	5.6250%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	25.10.2010	102.003	0.57	0.40	1'000	*
XS0376607015	4.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2011	103.420	0.71	0.87	1'000	
DE0007243495	4.0000%	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK	AAA	28.04.2011	102.650	1.04	0.91	1'000	
FR0010101824	4.0000%	CIE FINANCEMENT FONCIER	AAA	21.07.2011	103.136	1.16	1.10	1'000	
XS0369461305	5.2500%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	12.12.2011	105.793	1.31	1.49	1'000	
XS0411606246	5.2500%	TOYOTA MOTOR CREDIT CORP	AA	03.02.2012	105.758	1.66	1.63	1'000	
XS0412968793	3.3750%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	09.02.2012	103.276	1.29	1.66	1'000	
FR0010734244	2.3750%	SFEF	AAA	10.03.2012	102.393	0.98	1.75	1'000	
DE0001141505	4.0000%	BUNDESobligation	AAA	13.04.2012	106.770	0.35	1.83	1'000	
FI0001006165	4.2500%	FINNISH GOVERNMENT	AAA	15.09.2012	108.330	0.56	2.18	1'000	
DE0001141513	4.2500%	BUNDESobligation	AAA	12.10.2012	108.780	0.50	2.25	1'000	
XS0413810806	4.1250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	20.02.2013	106.033	1.81	2.61	1'000	
XS0415624393	4.6250%	ROCHE HLDGS INC	AA-	04.03.2013	106.791	1.98	2.63	1'000	
DE0001141521	3.5000%	BUNDESobligation	AAA	12.04.2013	108.160	0.61	2.77	1'000	
XS0327177134	4.3750%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2013	108.515	1.28	2.76	1'000	
XS0428037666	3.5000%	SANOFI-AVENTIS	AA-	17.05.2013	104.882	1.75	2.86	1'000	
NL0000102689	4.2500%	NETHERLANDS GOVERNMENT	AAA	15.07.2013	110.050	0.94	2.90	1'000	
XS0403964116	3.6250%	OEKB OEST. KONTROLLBANK	AAA	10.12.2013	106.678	1.61	3.33	1'000	
XS0414313691	3.5000%	TOTAL CAPITAL SA	AA	27.02.2014	106.012	1.80	3.55	1'000	
DE0002760931	4.2500%	KFW	AAA	04.07.2014	109.698	1.75	3.73	1'000	
AT0000386073	4.3000%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	15.07.2014	110.890	1.44	3.76	1'000	
DE000A0TKB0M	5.0000%	BASF FINANCE EUROPE NV	A+	26.09.2014	110.511	2.36	3.90	1'000	
AT0000A0CL73	3.4000%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	20.10.2014	107.320	1.54	4.09	1'000	
FR0010112052	4.0000%	FRANCE (GOVT OF)	AAA	25.10.2014	110.570	1.49	4.06	1'000	
ES0000012916	4.4000%	BONOS Y OBLIG DEL ESTADO	AA	31.01.2015	105.940	3.00	4.29	1'000	
FI0001005704	4.2500%	FINNISH GOVERNMENT	AAA	04.07.2015	112.650	1.63	4.56	1'000	
DE0001381911	3.5000%	LAND HESSEN	AA	04.01.2016	106.597	2.23	5.13	1'000	
XS0412968876	4.5000%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	09.02.2016	110.444	2.49	5.12	1'000	
XS0413806596	5.1250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	20.02.2017	112.776	2.96	5.85	1'000	
DE000A0MFJX5	4.1250%	KFW	AAA	04.07.2017	109.937	2.56	6.13	1'000	
XS0308505055	4.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.10.2017	113.675	2.65	6.30	1'000	
AT0000385745	4.6500%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	15.01.2018	114.290	2.50	6.58	1'000	
XS0196448129	4.6250%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2020	113.240	3.03	8.23	1'000	
Titoli a reddito fisso - USD									
US514890AF97	4.2500%	L-BANK BW FOERDERBANK	AA+	15.09.2010	100.988	0.75	0.29	1'000	
XS0172289604	3.5000%	KFW	AAA	15.12.2011	103.400	1.23	1.51	1'000	
XS0414059377	2.7500%	BP CAPITAL MARKETS PLC	AA	27.02.2012	100.650	2.19	1.72	1'000	
US717081CZ40	4.4500%	PFIZER INC	AA	15.03.2012	105.517	1.32	1.73	1'000	
US676167AZ21	1.8750%	OEKB OEST. KONTROLLBANK	AAA	21.03.2012	101.203	1.13	1.78	1'000	
XS0172157876	3.7500%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	15.07.2013	105.312	1.96	2.92	1'000	
BE0934531337	4.2500%	BELGIUM KINGDOM	AA+	03.09.2013	106.460	2.11	3.03	1'000	
US459056HM24	3.5000%	INTL BK RECON & DEVELOP	AA	08.10.2013	105.756	1.70	3.18	1'000	
US713448BK37	3.7500%	PEPSICO INC	A-	01.03.2014	106.027	2.07	3.51	2'000	
US822582AF97	4.0000%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	21.03.2014	106.047	2.33	3.55	2'000	
XS0183637635	4.5000%	COUNCIL OF EUROPE	AAA	30.06.2014	108.836	2.16	3.69	1'000	
US045167BJ10	4.2500%	ASIAN DEVELOPMENT BANK	AAA	20.10.2014	108.655	2.13	4.05	1'000	
XS0347750365	3.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2015	105.630	2.44	4.54	1'000	
US500769BH67	4.3750%	KFW	AAA	21.07.2015	108.558	2.56	4.61	1'000	
XS0270250136	5.1250%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	05.10.2016	111.049	3.13	5.46	1'000	
XS0247659542	5.6250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	16.03.2016	111.712	3.32	5.09	2'000	
US500769BY90	4.8750%	KFW	AAA	17.01.2017	111.166	2.97	5.71	1'000	
US515110AV64	5.1250%	LANDWIRTSCH. RENTENBANK	AAA	01.02.2017	112.437	3.01	5.71	1'000	
Titoli a reddito fisso - CAD									
XS0190051945	4.0000%	TOTAL CAPITAL SA	AA	08.12.2010	101.557	0.94	0.52	1'000	
XS0197361305	4.7500%	ONTARIO (PROVINCE OF)	AA-	27.07.2011	103.794	1.37	1.11	1'000	
XS0414401801	2.5000%	RABOBANK NEDERLAND	AAA	02.03.2012	101.464	1.57	1.73	1'000	
XS0211709844	4.3750%	QUEBEC PROVINCE	A+	04.02.2013	105.976	2.01	2.56	1'000	
XS0219274908	4.3750%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	13.05.2015	107.043	2.80	4.56	1'000	
Titoli a reddito fisso - GBP									
XS0122271082	5.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	07.12.2011	106.549	1.07	1.47	1'000	
XS0276045951	5.1250%	TOYOTA CREDIT CANADA INC	AA	17.01.2012	105.088	1.82	1.58	1'000	
XS0160908249	4.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	14.01.2013	107.445	1.56	2.50	1'000	
XS0414238898	3.2500%	KFW	AAA	24.02.2014	103.952	2.04	3.55	1'000	
XS0423205524	3.3750%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	08.09.2014	104.658	2.20	3.96	1'000	
XS0415625283	5.5000%	ROCHE HLDGS INC	AA-	04.03.2015	110.381	3.00	4.29	5'000	
GB0033280339	4.7500%	TSY 4 3/4% 2015	AAA	07.09.2015	112.250	2.26	4.73	1'000	
Titoli a reddito fisso - AUD									
XS0243977260	5.6250%	RABOBANK NEDERLAND	AAA	01.03.2011	100.347	4.97	0.75	1'000	
XS0412228917	4.5000%	RABOBANK NEDERLAND(AUST)	AAA	17.02.2012	99.190	4.85	1.67	1'000	
XS0139486079	5.5000%	COUNCIL OF EUROPE	AAA	18.01.2012	101.219	4.61	1.58	1'000	
XS0411046351	4.6250%	AUST & NZ BANKING GROUP	AAA	11.02.2013	99.237	4.90	2.57	1'000	
AU300EB26033	6.0000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	14.08.2013	101.510	5.37	2.92	1'000	
XS0412694647	4.3750%	COMMONWEALTH BANK AUST	AAA	17.02.2014	97.575	5.08	3.47	5'000	
AU300LNDR042	5.7500%	LANDWIRTSCH. RENTENBANK	AAA	21.01.2015	99.190	5.89	4.05	1'000	
Titoli a reddito fisso - ZAR									
XS0332031284	10.0000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	28.01.2011	101.624	7.04	0.66	10'000	
XS0225458412	7.2500%	KFW	AAA	03.08.2012	98.660	7.88	1.98	5'000	
XS0339249921	10.0000%	KFW	AAA	17.01.2013	104.848	7.75	2.38	5'000	
XS0203909485	8.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	04.11.2014	99.780	8.49	3.71	5'000	

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