

Argomento del mese

Qualsiasi cosa succederà in seguito – la buona notizia per i nostri posteri è quella che ora noi stessi dobbiamo occuparci dei nostri debiti.

David Einhorn, guru di Wall Street

Economia mondiale in positivo

Nell'economia mondiale, nel trimestre scorso, si sono accumulati i segnali di una continuazione del rialzo. Il commercio internazionale si è anch'esso rianimato. A tal riguardo, la ripresa è stata, come sempre, trainata da impulsi di politica monetaria (basso livello dei tassi) e di materia fiscale (pacchetti congiunturali statali). Gli indicatori anticipatori registrati a livello internazionale hanno fatto pensare a un ulteriore miglioramento dell'ambiente economico. L'IFO, l'indice tedesco del clima economico, è salito ancora e anche i rispettivi indici negli Usa si sono mantenuti sul sentiero d'espansione. Gli stessi indicatori del mercato del lavoro hanno fornito cauti segnali di una stabilizzazione. Considerato lo sfruttamento ancora basso delle capacità produttive dopo la recessione, la pressione inflativa era anch'essa molto moderata. Solo in alcuni paesi emergenti con crescita dinamica si è rafforzata la pressione inflativa oltre la misura desiderata, poiché si è qui assistito ad interventi da parte delle banche centrali nazionali. Dodici mesi dopo i primi deboli segnali di una guarigione economica i grandi paesi industrializzati si trovano ora nel bel mezzo della ripresa; in certi stati, come ad esempio in Cina o in Brasile, l'economia sta già avendo un boom.

SALE LA FIDUCIA TRA LE IMPRESE TEDESCHE



Mercati di capitale scettici

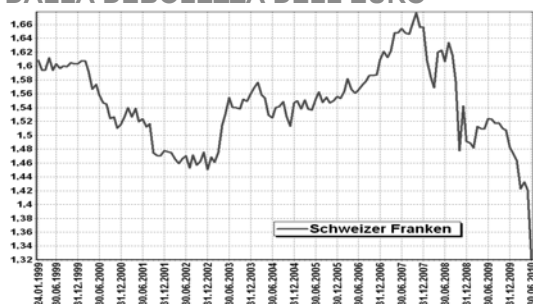
Sui mercati azionari non si è, invece, quotato il presente, bensì si è nuovamente già scontato il futuro. E così sulle tre grandi borse di New York, Francoforte e Tokio non si è, tutto sommato, assistito ad una vistosa variazione dei livelli dei listini. Nei paesi emergenti le tendenze positive hanno persino avuto la meglio. La volatilità in forte rialzo, comunque osservabile nella trimestrale, era, tuttavia, un chiaro indizio del crescente disorientamento degli investitori sull'andamento futuro. L'indice azionario mondiale MSCI World è pertanto salito in aprile di nuovo in maniera vistosa e ha continuato quindi il suo trend rialzista innescato da inizio anno per lasciare poi di nuovo sul terreno l'intero guadagno in ben due settimane. Il consolidamento urgentemente necessario dei debiti statali che hanno raggiunto, in molti paesi, un massimo storico, per gli azionisti è risultato essere un fattore negativo inevitabile per la congiuntura e celava, per la sua natura, rischi che, nel peggiore dei casi, sfocerebbero in un'ulteriore recessione.

Questo scenario ha inciso anche sul mercato obbligazionario. I rendimenti dei titoli di stato tedeschi sono pertanto crollati su nuovi minimi record per tutte le scadenze. Per gli anni a venire, ciò implicava non solo bassi tassi di inflazione, ma toglieva anche agli ottimisti, tra gli investitori, ogni illusione di maggiori percentuali di crescita per quanto riguarda i prossimi periodi. Questi bassi tassi riflettevano, tuttavia, anche il disorientamento degli investitori. La Germania rientrava tra il gruppetto, sempre più piccolo, considerato dalle cerchie finanziarie un "lender of last resort", ovvero l'ultimo finanziatore possibile per gli stati dell'Unione Europea messi a dura prova sul fronte monetario.

Le obbligazioni di tali stati (accanto alla Germania c'erano Francia, Finlandia e Paesi Bassi, talvolta Austria e Belgio) erano pertanto ancor più ricercate che mai come porti sicuri, mentre il sovrapprezzo al rischio per i titoli dell'Europa meridionale ha raggiunto quei livelli che, ultimamente, si sono potuti osservare dopo il crollo della banca sistemica Lehman Brothers nel settembre del 2008.

Il nervosismo riguardante la stabilità della zona euro ha inciso anche sul mercato valutario. La caduta dell'euro rispetto alle altre valute delle principali nazioni industrializzate è continuata nel secondo trimestre. Dal punto di vista pratico è pertanto degno di nota l'andamento nei confronti del franco svizzero. Nonostante i volumi, mai visti prima nella storia, che la Banca Centrale Svizzera ha impiegato per ostacolare un franco troppo forte, l'istituzione ha dovuto stare a guardare la sua moneta che segnava un massimo record dopo l'altro. Le valute dei paesi produttori di commodities, come Canada o Brasile, sono invece salite in modo ancora più forte, ma alla fin fine sono state persino superate dal dollaro Usa. Mentre negli Usa non si temeva niente di più di un nuovo crollo congiunturale – le spese statali sono state pertanto mantenute elevate – nel vecchio continente si è tirata di più la cinghia. La combinazione derivante da una politica fiscale restrittiva e un'allentata politica monetaria incentiva, per esperienza, un deprezzamento valutario come quello attualmente riscontrabile per l'euro. Quest'ultimo funge, nel frattempo, da barometro del timore sull'indebitamento statale in Europa. Per rafforzarlo nuovamente si debbono innanzitutto vedere i risultati di un risanamento.

IL FRANCO SVIZZERO TRAE VANTAGGIO DALLA DEBOLEZZA DELL'EURO



Chance per il patto di stabilità

Al picco della tragedia debitoria ellenica, allorché la Grecia dovette pagare un sedici per cento di tassi in più rispetto, ad esempio all'Austria, per un titolo di stato biennale, l'Unione Europea creò il cosiddetto "meccanismo di stabilizzazione finanziaria europea". I paesi dell'eurozona misero a disposizione 500 mld. di euro per garantire la stabilità e per ostacolare gli attacchi speculativi rivolti al mercato dei titoli di stato. Inoltre, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) intervenne anch'esso mettendo a disposizione altri 250 mld. di euro. Esso controllerà, in seguito, che i relativi paesi continuino i notevoli sforzi volti al risparmio che sono stati loro imposti. La zona euro è diventata definitivamente un'unione di garanzia, cosa che rappresentava comunque l'unica via percorribile per una continuazione sensata del concetto europeo, includendo un conseguente indebitamento dei relativi paesi. Con il nuovo ombrello di sicurezza verrebbe loro permesso di attuare i programmi di stabilità sotto la guida dell'FMI e di incrementare pertanto il loro merito di credito. Grazie al rigoroso consolidamento si dovrebbe riconquistare, nel tempo, la fiducia degli operatori di mercato, nonché fornire la chance alla zona euro di poter partecipare alla nuova e riavviatasi dinamica di crescita globale.

Prospettive di gestione patrimoniale

In base agli andamenti sopra descritti sui mercati di capitale sono scaturiti anche i risultati della performance delle singole strategie di gestione patrimoniale. Nel caso delle obbligazioni emesse in euro, oltre che dagli utili delle quotazioni, generati attraverso la flessione dei tassi, il mandato obbligazionario ha tratto vantaggio soprattutto dagli investimenti nel comparto delle valute estere. Gli investimenti nei due paesi emergenti, quali Brasile e Turchia, sono stati in tal senso particolarmente redditizi. Inoltre, sia il dollaro canadese sia la corona svedese sono riusciti a continuare le loro tendenze rialziste.

La strategia azionaria ha avuto anch'essa un andamento parallelo alle condizioni del mercato. Mentre il contributo alla performance era positivo sul fronte dell'allocazione in base ai paesi, dall'altra parte, non si è stati in grado di sfruttare tutti i potenziali di rendimento attraverso una temporanea garanzia contro le perdite nelle quotazioni del dollaro Usa e dello yen. Abbiamo pertanto ridotto la nostra sottoponderazione in Giappone nel periodo in esame, reagendo, in tal modo, alle relazioni prezzo-valore contabile a buon mercato delle imprese nipponiche.

La strategia satellite ha tratto vantaggio dalla sovrapponderazione effettuata tatticamente nel segmento azionario del comparto dei mercati emergenti. La posizione prudente nei confronti del settore obbligazionario ha invece impedito un risultato migliore. Nonostante, oppure proprio perché, le due categorie patrimoniali, quali materie prime e immobili, non sono state (ancora) in grado, negli ultimi tre mesi, di generare un contributo alla performance degno di nota, per una continuazione della ripresa dell'economia mondiale, ci aspettiamo per gli investitori impulsivi positivi provenienti proprio da questo comparto.

Previsione ottimista

Nelle ultime settimane, i mercati azionari sono stati in grado di liberarsi di nuovo dai loro minimi temporanei riflettendo pertanto il nostro atteggiamento positivo per i prossimi mesi. Questo ottimismo deriva soprattutto dal fatto che gran parte degli stati industrializzati altamente indebitati ha riconosciuto la gravità della situazione. Si è annunciato un processo di cambiamento di pensiero e, siccome non dobbiamo ora confrontarci in prima linea con una crisi finanziaria classica, bensì soprattutto con una crisi della fiducia, la conseguente continuazione dei primi sforzi dimostrati è indispensabile per una sistemazione durevole dei mercati di capitale messi a dura prova.

In tal senso i parlamenti nazionali hanno fatto approvare severi programmi per una riduzione del debito. La Spagna si è impegnata a risparmiare adesso e il prossimo anno 15 mld. di euro, mentre l'Italia intende ridurre i suoi obblighi di 25 mld. di euro nello stesso orizzonte temporale; ciò è stato superato solo dai piani ambiziosi del governo tedesco e di quello britannico. E la Grecia? Qui si sono congelati gli stipendi del settore pubblico fino al 2014. Tredicesima e quattordicesima sono state, inoltre, eliminate oppure per lo meno limitate per coloro che percepiscono stipendi bassi. Le indennità sono state tagliate nel settore pubblico, si prevedono già altre manovre di risparmio. Le pensioni non verranno aumentate fino al 2012, l'età pensionabile è arrivata a 65 anni: è stata aumentata di 5 anni. Si intende combattere più aspramente l'evasione fiscale ed ostacolare l'elusione fiscale.

Questi sforzi volti al risparmio smorzano naturalmente la previsione congiunturale per quanto concerne gli stati industrializzati. Gli ambiziosi stati asiatici e parte di quelli sudamericani rappresentano comunque ancora il nuovo motore dell'economia mondiale. I leader tra i paesi emergenti come Cina, India, Taiwan e Malesia attualmente registrano percentuali di crescita di oltre il dieci per cento. Un'ulteriore prova della robustezza di questa regione è stato l'annuncio, da parte della Banca Centrale Cinese di sganciare la propria moneta dal dollaro. Il Dragone è sempre stato in precedenza accusato di svalutare artificialmente lo yuan renminbi a favore delle proprie esportazioni. Con la svolta, si è segnalata una chiara crescita dell'economia in Cina, dalla quale, alla fin fine, tutti trarranno vantaggio. Un euro debole può persino tornare davvero utile in questo senso.

Dati economici

Eurolandia

Nel primo trimestre del 2010 i risultati economici in Eurolandia sono cresciuti dello 0,20% Q-Q e dello 0,60% Y-Y. La forte creazione di scorte di magazzino, così come le elevate percentuali delle importazioni, sono state determinanti per tutto ciò. Le ripercussioni positive della debolezza dell'euro potrebbero avere impatto positivo nel secondo trimestre. Le divergenze e i problemi strutturali sono ancora palesi negli stati della zona euro.

Un altro punto cruciale – la produzione industriale – ha anch'esso registrato, in aprile, un rialzo, salendo dello 0,90%. La percentuale di variazione annuale ammontò al 9,50%. La crescita negativa delle masse monetarie (0,10%), nonché il moderato tasso di inflazione in maggio (1,60%) attualmente non forniscono spunto alla Banca Centrale Europea per mettere in dubbio il target massimo della stabilità dei prezzi. Gli indicatori riguardanti la fiducia hanno presentato un quadro disomogeneo. Mentre l'atmosfera tra le imprese si attesta su un livello elevato, nonostante la leggera flessione, la fiducia dei consumatori è diminuita sensibilmente. La ripresa economica in Germania è da considerarsi robusta, secondo il capo dell'Ifo, sebbene le previsioni risultino essere più moderate per il prossimo semestre. Anche sul fronte della fiducia, l'industria presenta pertanto ancora un vantaggio rispetto ai consumatori.

INDICATORI ECONOMICI – EUROLANDIA

Indicatore	Periodo	Valore attuale	Periodo precedente
PIL	Q1 10	0,60% Y-Y	-2,10% Y-Y
Inflazione	Maggio 10	1,60%/anno prec.	1,50%/ anno prec.
Clima economico Ifo	Maggio 10	101,50	101,60
Produzione industriale	Aprile 10	0,90%/mese prec.	1,60%/ mese prec.
Fiducia dei consumatori	Maggio 10	-18	-15

Fonte: Datastream

USA

L'economia Usa è salita nel Q1 di un 3% rivisto. La flessione delle spese pubbliche, riconducibile alle casse vuote di singoli stati federali (come ad esempio la California), ha avuto effetto frenante. Per la prima volta dall'inizio del 2007 anche i consumatori privati hanno però di nuovo contribuito alla crescita. In aprile il carovita ammontava al 2,20%. Per la prima volta da un anno a questa parte, i prezzi al consumatore sono scesi. La percentuale core (esclusi i generi alimentari che sono in forte oscillazione) è risultata essere così bassa come non lo era dal 1966. Il numero dei nuovi posti di lavoro al di fuori dell'agricoltura era, in maggio, inferiore alle aspettative. Nell'ambito del censimento, su 431.000 posti solo 411.000 spettavano a lavori a tempo determinato. La quota dei disoccupati si è mantenuta stabile sul 9,70%. La produzione complessiva è stata in grado di salire dell'1,20% a maggio, lo sfruttamento della capacità produttiva ammontava, con un 74,70%, ad un punto percentuale in più rispetto al mese precedente. La Banca Centrale Usa si orienta, tra l'altro, allo sfruttamento della capacità produttiva per quanto riguarda le decisioni sui tassi.

I consumatori Usa sono stati nuovamente più oculati. A maggio, l'indice al quale si presta molta attenzione, è salito a 75,50 punti e ha superato pertanto anche le stime in anteprima. L'indice ISM per l'industria è sceso di poco, ma in modo meno forte di quanto atteso. L'indice dei direttori di acquisto (indice dei servizi) ha stagnato rispetto al mese precedente ed è rimasto al di sotto delle attese in modo marginale.

INDICATORI ECONOMICI – USA

Indicatore	Periodo	Valore attuale	Periodo precedente
PIL	Q1 10	3,00% Y-Y	5,60% Y-Y
Inflazione	Maggio 10	2,00%/anno prec.	2,20%/ anno prec.
Nuovi posti di lavoro	Maggio 10	431.000	290.000
Produzione industriale	Maggio 10	1,20%/mese prec.	0,70%/ mese prec.
Fiducia dei consumatori	Maggio 10	75,50	73,60

Fonte: Datastream

Giappone

Nel primo trimestre il prodotto interno lordo nipponico è salito dell'1,20%, in modo più spiccato di quanto atteso. Questo è stato riconducibile in modo particolare alle esportazioni, ma anche ai pacchetti di stimolo, comprese le sovvenzioni per l'acquisto di elettrodomestici a risparmio energetico oppure di auto. Il tasso di inflazione era, a maggio, decrescente in confronto al mese precedente ed ammontava a -1,40% rispetto all'anno precedente. Era in territorio negativo complessivamente per la 14^a volta consecutiva. La percentuale core del Giappone scese dell'1,50% in aprile nel confronto annuale. Per quanto riguarda il rapporto Tankan non erano presenti ancora dati.

Nel primo trimestre, su 100 ottimisti c'erano 114 pessimisti. Questo rappresenta un netto miglioramento rispetto al trimestre precedente. L'atmosfera tra i produttori è migliorata portandosi sul valore del settembre del 2008. Le esportazioni verso l'Asia fungevano da supporto alla produzione industriale del Giappone. I dati sono stati rivisti e si trovavano pertanto leggermente al di sopra del valore del mese precedente. Lo sfruttamento della capacità è rimasto, con un 90,60%, uguale al mese precedente.

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	Precedente
PIL	Q1 10	1,20% Q-Q	1,10% Q-Q
Inflazione (area di Tokio)	Maggio 10	-1,40%/anno prec.	-1,49/ anno prec.
Nuovi posti di lavoro	Q1 10	-14	-24
Produzione industriale	Aprile 10	1,27%/mese prec.	1,17%/mese prec.
Fiducia dei consumatori	Maggio 10	42,80	42,00

Fonte: Datastream

Azioni - Core

Europa

Una grande parte delle imprese ha redatto un rapporto riguardante sia i maggiori fatturati sia gli utili in aumento. A Francoforte, per esempio, oltre la metà delle multinazionali quotate sul DAX ha sorpreso presentando dati migliori del previsto. Le turbolenze riguardanti la crisi debitoria di alcuni stati europei ha tuttavia inciso sul sentiment, così che gli aspetti positivi dell'economia reale hanno rivestito solo un ruolo subordinato. Dopo la flessione delle quotazioni, registrata a maggio, questo mese si è, tuttavia, assistito, di nuovo, a un trend positivo.

USA

Anche Corporate America si è presentata al suo top: il 77% di tutte le imprese hanno superato le attese sugli utili. Anche a livello macroeconomico le condizioni riguardanti i dati si sono rischiarate. I consumi privati si sono dimostrati di nuovo un supporto dell'economia e hanno, in tal senso, tratto anche vantaggio dalla costante creazione di posti di lavoro. Sul mercato azionario ha comunque inciso il netto ampliamento del differenziale tra i tassi a 3 mesi e di quelli call money. Questo corrispondeva a un irrigidimento delle condizioni monetarie ed ha minato, in parte, la politica dei bassi tassi della Banca Centrale Statunitense.

Giappone

Il grande asso nella manica dell'economia nipponica è rappresentato dal settore delle esportazioni. Esso ha tratto vantaggio in misura crescente, in generale, dalla ripresa della congiuntura globale e, in particolare, dall'economia asiatica. La Bank of Japan ha quindi corretto al rialzo, dallo 0,50% all'1,80%, anche le proprie previsioni di crescita per l'anno fiscale in vigore da aprile. Sull'industria domestica ha inciso, tuttavia, ancora lo yen forte.

Mercati emergenti

Con un p/e di circa 12 – basato sulla stima sugli utili per i prossimi quattro trimestri – i mercati emergenti erano valutati secondo la media storica. Il rapporto prezzo-valore contabile ammontava a circa 1,90; il rendimento da dividendo, considerato sulla base di tutti i paesi dei mercati emergenti, ha raggiunto il 2,20%. Tutto questo non indicava un livello particolarmente basso, ma nemmeno una valutazione eccessiva. Considerato il potenziale di crescita e le finanze statali per lo più solide, i mercati azionari dei paesi emergenti si sono meritati un premio di valutazione.

Ponderazione delle asset class

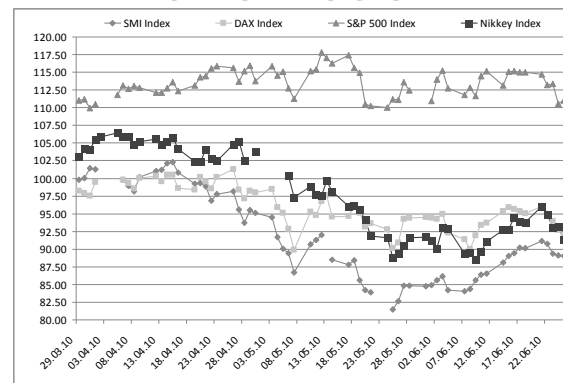
Tenuto conto del fascino relativo dei mercati azionari e dei rendimenti, pur sempre bassi, sui mercati obbligazionari, ci atteniamo alla nostra sovrapponderazione in titoli da dividendo. La quota di mercato monetario è stata recentemente incrementata ad un livello neutrale.

PREVISIONI MERCATO AZIONARIO

	3 mesi*		12 mesi*	
DAX	6.000	-2.97%	6.500	5.11%
EuroStoxx 50	2.700	-0.80%	3.000	10.21%
Dow Jones	10.500	0.92%	11.500	10.53%
Nikkei 25	10.500	4.30%	11.500	14.23%

Fonte: Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank

ANDAMENTO AZIONARIO GLOBALE



Obbligazioni - Core

Eurolandia

Malgrado i bassi livelli da record dei tassi, i titoli di stato tedeschi erano ancora molto ricercati. E' interessante notare come siano ora saliti anche gli spreads dei rendimenti dei bond dei paesi core (o quasi), come ad esempio Austria, Belgio e, in parte, anche Francia e Paesi Bassi. Non era certamente incoraggiante il fatto che il differenziale di rendimento tra un bond di Eurolandia (Germania esclusa) e i bund tedeschi fosse superiore di ben 35 punti base rispetto a prima della decisione del governo ombrello della Ue.

Svezia

Si sono registrati indicatori anticipatori convincenti provenienti dalla Svezia. L'indice dei direttori d'acquisto per l'industria manifatturiera è quasi giunto ad un nuovo massimo record. Ci si aspetta una normalizzazione dei tassi sul mercato monetario per l'estate o per l'inizio dell'autunno.

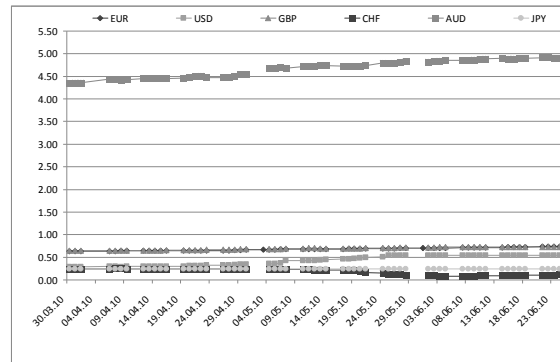
Danimarca

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

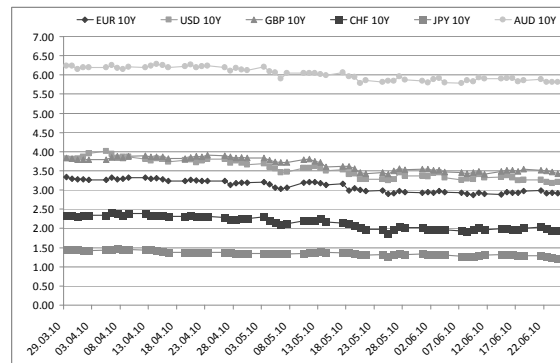
Canada

In Canada si è recentemente assistito ad un primo e piccolo rialzo di 25 punti base del tasso di riferimento, cosa che non dovrebbe comunque avere ripercussioni sulla crescita economica. Il grande punto a favore dell'economia canadese consiste nel basso grado di indebitamento dello Stato così come dell'economia privata. Il trend rialzista del dollaro canadese continua inalterato.

ANDAMENTO MERCATO MONETARIO



ANDAMENTO RENDIMENTI DECENNALI



Brasile

In Brasile il mercato del lavoro ha registrato di nuovo un boom; i consumi si sono rivelati essere il supporto alla crescita e ciò ha avuto un impatto positivo sui fatturati del commercio al dettaglio. Il mese scorso si è assistito ad un altro rialzo di 75 punti base del tasso di riferimento. Le esperienze traumatiche delle fasi precedenti con un'iperinflazione hanno comportato, in tal senso, un processo di cambiamento di pensiero. Il paese presenta oggi uno dei maggiori livelli di tasso reale a livello mondiale.

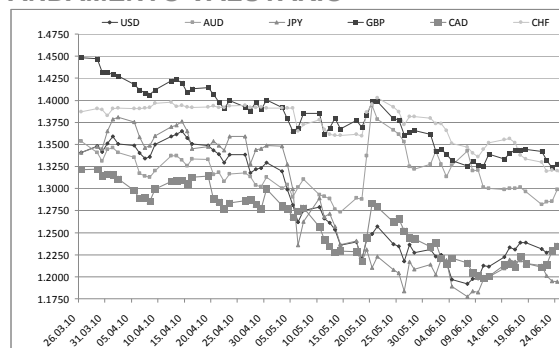
Turchia

La ripresa dell'economia turca ha recentemente avuto un andamento sorprendentemente positivo e non è nemmeno stata influenzata dalla crisi debitoria del paese confinante, la Grecia. Si può spiegare il forte rialzo inflativo attraverso gli effetti base; l'inflazione oscillerà comunque nel range tra il 7% e il 7,50% e quindi al di sopra della soglia target della Banca Centrale Turca.

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



PREVISIONI MERCATO MONETARIO/ RENDIMENTI DECENNALI

	Mercato monetario		Rendimento decennale		Cambio	
	09/10	06/11	09/10	09/10	06/11	09/10
EUR	0.85	1.10	2.90	0.85	1.10	2.90
USD	0.40	1.80	3.50	0.40	1.80	3.50
JPY	0.50	0.55	1.70	0.50	0.55	1.70
CHF	0.25	1.00	1.70	0.25	1.00	1.70
GBP	0.70	1.20	3.60	0.70	1.20	3.60

Strategia d'investimento „Satellite“

Materie prime

Il metallo prezioso “oro” subisce un boom nei periodi di crisi. Questo è confermato anche dopo l'insolvenza della banca d'investimento statunitense, la Lehman Brothers. Il trend rialzista si presenta, da allora, quasi inalterato. Il prezzo dell'oro, supportato dai dubbi riguardanti l'approvazione di un pacchetto di salvataggio dell'euro, segnò un nuovo massimo record superato di nuovo, un mese dopo, da un nuovo record di 1.256 USD. L'“oro nero” ha registrato anch'esso, nelle scorse settimane, una netta rivalutazione e recentemente veniva quotato ben 10 dollari Usa in più rispetto al minimo annuale. Le elevate scorte negli Usa non lasciano attualmente presupporre una crescente domanda di petrolio. Ci si aspetta ancora una domanda crescente da parte dei mercati emergenti; l'OPEC, in qualità di principale fornitore di petrolio a livello mondiale, mantiene, inoltre, scarsa la quantità offerta. Sulla scia della catastrofe petrolifera avanzano ancora gli eco-carburanti, come ad esempio il bioetanolo, adatto come combustibile per i motori a scoppio.

Immobili

In Cina l'andamento dei prezzi immobiliari è nel mirino. Una stabilizzazione dei prezzi farebbe apparire fruttuose le misure del governo dopo che quest'ultimo ha voluto combattere un surriscaldamento dei prezzi immobiliari intensificando le vendite di terra. Negli Usa l'indice del clima NAHB (National Association of Home Builders) ha deluso dopo aver marciato sui 22 nel mese scorso e, dopo una drastica flessione, aver registrato attualmente 17 punti, ovvero la contrazione maggiore dal novembre del 2008. La flessione è stata scatenata dalla scadenza delle agevolazioni fiscali per gli acquisti di abitazioni. In Europa, i titoli azionari immobiliari – in base all'indice EPRA – si sono riavviati e sono saliti di quasi un 7% da fine maggio.

Azioni

Con gli attuali dati congiunturali, in maggio, la Cina ha segnalato in modo grandioso all'economia mondiale che l'economia cinese va bene, nonostante le turbolenze sul mercato di capitale. Gli investimenti e la produzione industriale hanno registrato un surplus abbondante. Ma anche i consumatori hanno fornito il loro contributo e hanno spronato in modo spiccato i consumi interni. Tuttavia, nonostante i timori di surriscaldamento, anche in Cina la crisi debitoria in Europa ha rappresentato un serio fattore negativo. A metà giugno la People's Bank of China ha annunciato che la tanto attesa flessibilizzazione del renminbi è stata attuata. Lo sganciamento dal dollaro Usa (ancoraggio avvenuto durante la crisi del 2008) implica solo che si intraprenderà di nuovo la politica dei cambi esistente in precedenza. Questa flessibilità viene interpretata positivamente a livello internazionale. La rivalutazione della moneta da ciò derivante riduce i costi delle importazioni e smorza l'inflazione in Cina.

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. Nel primo semestre si è riavviato il mercato primario, in particolare il segmento non bancario. Ci si aspetta un'intensa attività riguardante le emissioni per l'intero anno. 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.

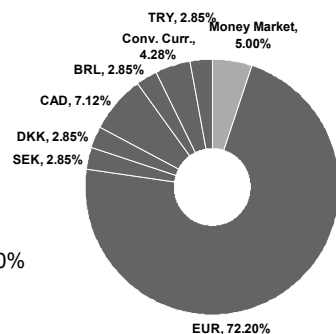
Gestione patrimoniale tradizionale

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 31.05.2010

Dall' 01.01.2010	3.89 %
Dall' 31.05.2009	7.96 %
Da 5 anni p.a.	2.37 %

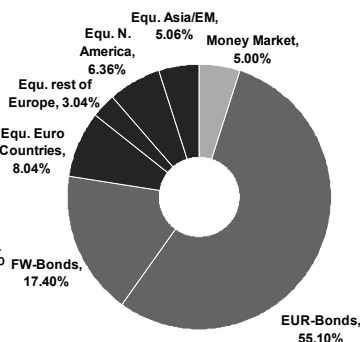
Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	21.90 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0.06
Deviazione standard	2.49 %	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 31.05.2010

Dall' 01.01.2010	3.10 %
Dall' 31.05.2009	11.07 %
Da 5 anni p.a.	2.65 %

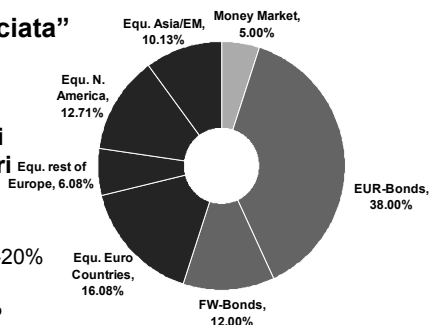
Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	28.38 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0.21
Deviazione standard	4.15 %	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 31.05.2010

Dall' 01.01.2010	2.85 %
Dall' 31.05.2009	13.65 %
Da 5 anni p.a.	2.25 %

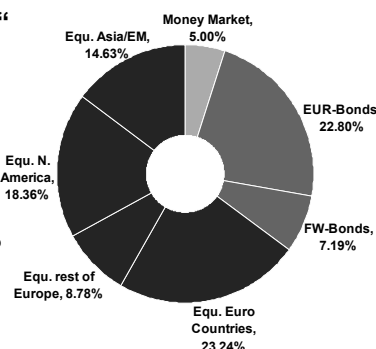
Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	29.96 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0.15
Deviazione standard	7.16 %	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 31.05.2010

Dall' 01.01.2010	2.11 %
Dall' 31.05.2009	15.52 %
Da 5 anni p.a.	1.93 %

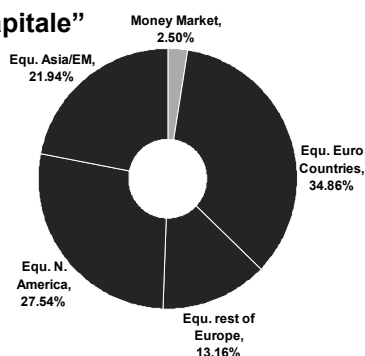
Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	31.10 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0.12
Deviazione standard	9.94 %	Correlazione	0.89

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 31.05.2010

Dall' 01.01.2010	1.70 %
Dall' 31.05.2009	21.57 %
Da 5 anni p.a.	0.66 %

Indicatori dall' 01.01.2003

Risultato complessivo	31.48 %	Sharpe ratio (indice di Sharpe)	0.07
Deviazione standard	16.47 %	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	100.414	0.36	0.10	1'000	*
XS0110245130	5.6250%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	25.10.2010	101.488	0.59	0.30	1'000	*
XS0376607015	4.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2011	102.983	0.76	0.77	1'000	
DE0007243495	4.0000%	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK	AAA	28.04.2011	102.340	1.06	0.81	1'000	
FR0010101824	4.0000%	CIE FINANCEMENT FONCIER	AAA	21.07.2011	102.804	1.21	1.00	1'000	
XS0369461305	5.2500%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	12.12.2011	105.139	1.49	1.38	1'000	
XS0411606246	5.2500%	TOYOTA MOTOR CREDIT CORP	AA	03.02.2012	105.211	1.82	1.53	1'000	
XS0412968793	3.3750%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	09.02.2012	102.677	1.63	1.56	1'000	
FR0010734244	2.3750%	SFEF	AAA	10.03.2012	102.084	1.09	1.65	1'000	
DE0001141505	4.0000%	BUNDESobligation	AAA	13.04.2012	106.070	0.53	1.73	1'000	
FI0001006165	4.2500%	FINNISH GOVERNMENT	AAA	15.09.2012	107.493	0.77	2.08	1'000	
DE0001141513	4.2500%	BUNDESobligation	AAA	12.10.2012	108.050	0.65	2.15	1'000	
XS0413810606	4.1250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	20.02.2013	105.661	1.85	2.51	1'000	
XS0415624393	4.6250%	ROCHE HLDGS INC	AA-	04.03.2013	106.939	1.89	2.53	1'000	
DE0001141521	3.5000%	BUNDESobligation	AAA	12.04.2013	107.480	0.75	2.67	1'000	
XS0327177134	4.3750%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2013	108.147	1.29	2.65	1'000	
XS0428037666	3.5000%	SANOFI-AVENTIS	AA-	17.05.2013	104.314	1.86	2.76	1'000	
NL0000102689	4.2500%	NETHERLANDS GOVERNMENT	AAA	15.07.2013	109.443	1.04	2.80	1'000	
XS0403964116	3.6250%	OEBK OEST. KONTROLLBANK	AAA	10.12.2013	105.702	1.82	3.23	1'000	
XS0414313691	3.5000%	TOTAL CAPITAL SA	AA	27.02.2014	104.772	2.10	3.45	1'000	
DE0002760931	4.2500%	KFW	AAA	04.07.2014	109.796	1.67	3.77	1'000	
AT0000386073	4.3000%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	15.07.2014	110.029	1.63	3.65	1'000	
DE000A0TKBMO	5.0000%	BASF FINANCE EUROPE NV	A	26.09.2014	110.943	2.20	3.80	1'000	
AT0000A0CL73	3.4000%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	20.10.2014	106.382	1.72	3.98	1'000	
FR0010112052	4.0000%	FRANCE (GOVT OF)	AAA	25.10.2014	109.460	1.69	3.95	1'000	
ES0000012916	4.4000%	BONOS Y OBLIG DEL ESTADO	AA	31.01.2015	102.865	3.69	4.18	1'000	
FI0001005704	4.2500%	FINNISH GOVERNMENT	AAA	04.07.2015	112.229	1.67	4.63	1'000	
DE0001381911	3.5000%	LAND HESSEN	AA	04.01.2016	106.539	2.22	5.03	1'000	
XS0412968876	4.5000%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	09.02.2016	109.313	2.65	5.02	1'000	
XS0413806596	5.1250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	20.02.2017	112.942	2.90	5.75	1'000	
DE000A0MFJX5	4.1250%	KFW	AAA	04.07.2017	110.319	2.49	6.26	1'000	
XS0308505055	4.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.10.2017	113.802	2.61	6.20	1'000	
AT0000385745	4.6500%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	15.01.2018	112.640	2.70	6.47	1'000	
XS0196448129	4.6250%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2020	113.561	2.99	8.13	1'000	
Titoli a reddito fisso - USD									
US514890AF97	4.2500%	L-BANK BW FOERDERBANK	AA+	15.09.2010	100.650	0.68	0.19	1'000	
XS0172289604	3.5000%	KFW	AAA	15.12.2011	103.530	0.99	1.40	1'000	
US717081CZ40	4.4500%	PFIZER INC	AA	15.03.2012	105.706	1.03	1.62	1'000	
US676167AZ21	1.8750%	OEBK OEST. KONTROLLBANK	AAA	21.03.2012	101.282	1.06	1.68	1'000	
XS0172157876	3.7500%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	15.07.2013	105.944	1.70	2.82	1'000	
BE0934531337	4.2500%	BELGIUM KINGDOM	AA+	03.09.2013	106.130	2.16	2.92	1'000	
US459056HM24	3.5000%	INTL BK RECON & DEVELOP	AAA	08.10.2013	106.615	1.37	3.08	1'000	
US713448BK37	3.7500%	PEPSICO INC	A-	01.03.2014	106.608	1.87	3.41	2'000	
US822582AF97	4.0000%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	21.03.2014	105.678	2.39	3.45	2'000	
XS0183637635	4.5000%	COUNCIL OF EUROPE	AAA	30.06.2014	109.740	1.90	3.74	1'000	
US045167BJ10	4.2500%	ASIAN DEVELOPMENT BANK	AAA	20.10.2014	109.877	1.79	3.95	1'000	
XS0347750365	3.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2015	106.360	2.26	4.43	1'000	
US500769BH67	4.3750%	KFW	AAA	21.07.2015	109.486	2.33	4.52	1'000	
XS0270250136	5.1250%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	05.10.2016	112.610	2.84	5.37	1'000	
XS0247659542	5.6250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	16.03.2016	112.577	3.13	5.00	2'000	
US500769BY90	4.8750%	KFW	AAA	17.01.2017	111.963	2.83	5.61	1'000	
US515110AV64	5.1250%	LANDWIRTSCH. RENTENBANK	AAA	01.02.2017	113.824	2.77	5.61	1'000	
Titoli a reddito fisso - CAD									
XS0190051945	4.0000%	TOTAL CAPITAL SA	AA	08.12.2010	101.207	1.05	0.42	1'000	
XS0197361305	4.7500%	ONTARIO (PROVINCE OF)	AA-	27.07.2011	103.641	1.21	1.01	1'000	
XS0414401801	2.5000%	RABOBANK NEDERLAND	AAA	02.03.2012	101.894	1.26	1.63	1'000	
XS0211709844	4.3750%	QUEBEC PROVINCE	A+	04.02.2013	105.523	2.10	2.46	1'000	
XS0219274908	4.3750%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	13.05.2015	107.965	2.58	4.47	1'000	
Titoli a reddito fisso - GBP									
XS0122271082	5.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	07.12.2011	106.262	0.97	1.37	1'000	
XS0276045951	5.1250%	TOYOTA CREDIT CANADA INC	AA	17.01.2012	104.826	1.79	1.48	1'000	
XS0160908249	4.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	14.01.2013	107.378	1.48	2.40	1'000	
XS0414238898	3.2500%	KFW	AAA	24.02.2014	103.914	1.96	3.46	1'000	
XS0423205524	3.3750%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	08.09.2014	104.705	2.17	3.87	1'000	
XS0415625263	5.5000%	ROCHE HLDGS INC	AA-	04.03.2015	110.792	2.87	4.19	5'000	
GB0033280339	4.7500%	TSY 4 3/4% 2015	AAA	07.09.2015	112.520	2.17	4.62	1'000	
Titoli a reddito fisso - AUD									
XS0243977260	5.6250%	RABOBANK NEDERLAND	AAA	01.03.2011	100.229	5.04	0.65	1'000	
XS0412228917	4.5000%	RABOBANK NEDERLAND(AUST)	AAA	17.02.2012	99.674	4.55	1.57	1'000	
XS0139486079	5.5000%	COUNCIL OF EUROPE	AAA	18.01.2012	101.149	4.55	1.48	1'000	
XS0411046351	4.6250%	AUST & NZ BANKING GROUP	AAA	11.02.2013	99.639	4.75	2.47	1'000	
AU300EB26033	6.0000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	14.08.2013	102.110	5.19	2.82	1'000	
XS0412694647	4.3750%	COMMONWEALTH BANK AUST	AAA	17.02.2014	98.139	4.92	3.37	5'000	
AU300LNDR042	5.7500%	LANDWIRTSCH. RENTENBANK	AAA	21.01.2015	100.240	5.66	3.96	1'000	
Titoli a reddito fisso - ZAR									
XS0332031284	10.0000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	28.01.2011	101.400	6.97	0.56	10'000	
XS0225458412	7.2500%	KFW	AAA	03.08.2012	99.338	7.53	1.87	5'000	
XS0339249921	10.0000%	KFW	AAA	17.01.2013	105.443	7.41	2.28	5'000	
XS0203909485	8.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	04.11.2014	101.287	8.09	3.61	5'000	

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