

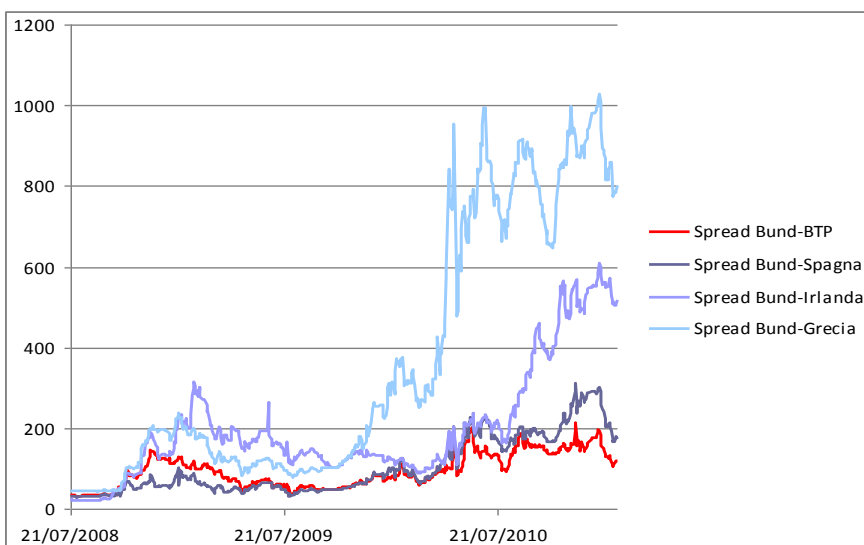
# Report sui Mercati

1. FOCUS MACRO
2. MERCATI AZIONARI
3. MERCATI OBBLIGAZIONARI
4. COMMODITIES
5. VALUTE
6. PORTAFOGLI CONSIGLIATI

## 1. FOCUS MACRO

Il 2011 è nato portando con se i vecchi timori del 2010, ma anche proiettandosi verso quegli obiettivi di crescita e di sviluppo che nell'anno precedente avevano già posto le proprie radici. Nella prima settimana dell'anno i mercati finanziari hanno continuato a mostrare le loro paure verso la tenuta del debito pubblico dei paesi europei periferici, paure poi allontanate dal successo delle aste dei titoli di Stato di Portogallo, Spagna e Italia, grazie ai massicci acquisti di BCE, Fondo Monetario Internazionale e persino di Cina e Giappone. Nello stesso Bollettino mensile della BCE, Trichet ha posto l'accento sul deterioramento dall'inizio di gennaio dei conti pubblici non più soltanto di Grecia, Irlanda e Portogallo ma anche di Spagna, Italia e Belgio, testimoniato dall'elasticità dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato a 10 anni e dal picco di volatilità raggiunto sul mercato dei *credit default swap*.

**Fig. 1.1 Spread di rendimento tra i titoli dei Paesi Europei Periferici e il Bund**



Se sul fronte dell'equilibrio finanziario dei paesi europei periferici la ferita rimane ancora aperta, su quello della crescita economica i segnali di ripresa diventano sempre più evidenti. Da mesi la Germania sta trainando l'economia europea con una crescita del PIL costantemente rivista al rialzo, grazie soprattutto al boom delle esportazioni. I recenti dati sulla produzione industriale europea hanno

mostrato poi una ripresa allargata anche ad altri paesi, specificatamente Francia e Italia.

Passando all'altra sponda dell'Atlantico, negli USA l'attività manifatturiera e quella dei servizi è tornata ai livelli pre-crisi, le imprese iniziano ad investire, i consumatori hanno ricominciato ad indebitarsi con le carte di credito per spendere di più e qualcosa comincia a muoversi anche sul mercato immobiliare. La ripresa dell'economia americana quindi prosegue, anche se a un passo ancora insufficiente per produrre un significativo miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, aspetto questo che ci fa ipotizzare una politica monetaria ancora accomodante da parte della Federal Reserve.

Un altro retaggio del 2010 che il nuovo anno ha portato con se è rappresentato dai timori inflazionistici legati all'aumento dei prezzi delle materie prime. Tali timori si sono già concretizzati nei Paesi Emergenti: la Cina, spaventata che il rincaro del costo della vita potesse innescare un'ondata di malcontento nel paese, ha deciso di stringere senza indugi i cordoni del credito. In modo assai energico nel giro di pochi mesi, la banca centrale cinese ha aumentato tre volte i tassi d'interesse e ha alzato ben quattro volte la riserva obbligatoria per le banche portandola al livello record del 19 per cento. Lo spettro dell'aumento dei prezzi è stato alimentato anche dalla crisi dell'Egitto la quale ha spinto al rialzo il costo del petrolio e di tutti i prodotti ad esso collegati. Tutto ciò ha contribuito a diffondere le preoccupazioni

inflazionistiche anche ai paesi europei e agli USA, dove si è assistito ad un aumento dei tassi di interesse nominali e conseguentemente dei rendimenti dei titoli obbligazionari. Basti pensare che i rendimenti del *Treasury Bond* decennale americano sono saliti di oltre un punto percentuale tra novembre e dicembre e di altri 30 centesimi nelle prime 2 settimane di gennaio.

In un tale contesto macroeconomico i mercati finanziari occidentali hanno messo da parte l'incedere claudicante che li aveva caratterizzati durante tutto il 2010; le borse hanno seguito più l'ottimismo derivante dai dati sulla crescita economica americana (e in minor misura, europea), piuttosto che i timori di inflazione e di aumento dei tassi provenienti dai Paesi Emergenti.

**Tab 1.1 CRESCITA E INFLAZIONE**

	GDP, constant prices(%)				diff.da agosto 2010 (%)		Consumer Price Index (%)			
	2008	2009	2010E	2011E	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E
<b>Australia</b>	2,2	1,2	3,0	3,5	0,0	0,0	4,4	1,8	3,0	3,0
<b>Brazil</b>	5,1	-0,2	7,5	4,1	0,4	-0,1	5,7	4,9	5,0	4,6
<b>Canada</b>	0,5	-2,5	3,1	2,7	-0,5	-0,1	2,4	0,3	1,8	2,0
<b>China</b>	9,6	9,1	10,5	9,6	0,0	0,0	5,9	-0,7	3,5	2,7
<b>France</b>	0,1	-2,5	1,6	1,6	0,2	0,0	3,2	0,1	1,6	1,6
<b>Germany</b>	1,0	-4,7	3,3	2,0	1,9	0,4	2,8	0,2	1,3	1,4
<b>India</b>	6,4	5,7	9,7	8,4	0,3	-0,1	8,3	10,9	13,2	6,7
<b>Ireland</b>	-3,5	-7,6	-0,3	2,3			3,1	-1,7	-1,6	-0,5
<b>Italy</b>	-1,3	-5,0	1,0	1,0	0,1	-0,1	3,5	0,8	1,6	1,7
<b>Japan</b>	-1,2	-5,2	2,8	1,5	0,4	-0,3	1,4	-1,4	-1,0	-0,3
<b>Russia</b>	5,2	-7,9	4,0	4,3	-0,3	0,2	14,1	11,7	6,6	7,4
<b>Spain</b>	0,9	-3,7	-0,3	0,7	0,1	0,1	4,1	-0,2	1,5	1,1
<b>United Kingdom</b>	-0,1	-4,9	1,7	2,0	0,5	-0,1	3,6	2,1	3,1	2,5
<b>United States</b>	0,0	-2,6	2,6	2,3	-0,7	-0,6	3,8	-0,3	1,4	1,0

Fonte: IMF. Le stime sono fornite da Reuters e IMF e aggiornate a ottobre 2010

Anche le preoccupazioni legate ai paesi europei periferici sembrano per il momento accantonate. Ma il tutto è avvolto da un'atmosfera di aleatorietà! Come se a sostenere i mercati fosse più l'ottimismo della volontà, che quello della realtà. Ecco quindi che nonostante le aspettative di inflazione in crescita e i tassi di interesse in rapida salita, nelle prime sei settimane dell'anno le borse europee hanno mostrato una performance media di circa l'8% e quella americana del 5%. In questo momento l'attenzione degli operatori è attratta esclusivamente dai buoni risultati mostrati dalle trimestrali societarie, ma cosa accadrà se un ulteriore aumento dei tassi di interesse dovesse rendere ancora più insostenibile il debito pubblico dei paesi europei periferici e contestualmente dovesse rallentare la crescita economica dei Paesi Emergenti, motore della ripresa economica mondiale? Queste sono le questioni che rendono ancora incerto il contesto economico attuale e che fanno del 2011 un anno pieno di speranze, ma con tanti pericoli lungo il percorso.

**Tab 1.2 Debito Pubblico e Deficit di Bilancio**

	Government balance					Government gross debt				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>Australia</b>	-0,7	-3,9	-4,4	-2,5	n/a	11,6	17,6	21,9	23,7	24,2
<b>Brazil</b>						64,1	68,9	66,8	66,6	66,4
<b>Canada</b>	-	-3,2	-3,4	-2,0	-1,7	69,8	81,6	81,7	80,5	78,8
<b>China</b>						16,8	18,6	19,1	18,9	18,1
<b>France</b>	-3,1	-5,0	-5,0	-3,7	-3,0	67,5	78,1	84,2	87,6	89,4
<b>Germany</b>	-0,3	-0,8	-3,1	-2,9	-2,5	66,3	73,5	75,3	76,5	77,0
<b>India</b>						72,6	74,2	71,8	71,4	71,1
<b>Ireland</b>	-11,3	-9,5	-8,6	-6,8	-	44,4	65,5	93,6	101,7	104,0
<b>Italy</b>	-2,6	-3,9	-3,6	-2,8	-2,6	106,1	115,8	118,4	119,7	119,7
<b>Japan</b>	-3,6	-7,3	-7,6	-7,2	-6,9	194,7	217,6	225,9	234,1	238,7
<b>Russia</b>						7,8	10,9	11,1	12,9	14,5
<b>Spain</b>	-4,9	-9,0	-7,5	-5,3	n/a	39,7	53,1	63,5	70,2	75,1
<b>United Kingdom</b>	-5,6	-8,3	-7,9	-6,2	-4,8	52,1	68,5	76,7	81,9	85,1
<b>United States</b>	-4,9	-7,2	-8,0	-7,1	-4,9	71,1	84,3	92,7	99,3	102,9

Fonte: IMF. Le stime sono fornite da Reuters e IMF

- *Il 2011 vedrà con molta probabilità proseguire alcuni trend già visti nel 2010: una crescita che va surriscaldandosi nei Paesi Emergenti, il permanere di difficoltà nei paesi periferici, una graduale ripresa negli Stati Uniti;*
- *Il rischio maggiore per gli investitori è che la situazione in qualche paese periferico europeo possa precipitare o che la ripresa economica dei mercati occidentali possa venire ostacolata da un aumento dell'inflazione importata dai Paesi Emergenti;*
- *Continuiamo pertanto a raccomandare un atteggiamento moderatamente improntato al rialzo dei mercati azionari ma allo stesso tempo prudente e flessibile.*

## MERCATI AZIONARI

### 1.1. ANALISI GEOGRAFICA

#### DJ Estoxx 50



#### S&P 500



Il 2011 è iniziato bene per i mercati azionari occidentali: a gennaio l'indice Eurostoxx50, rappresentativo dei primi 50 titoli per capitalizzazione dell'area Euro, ha messo a segno un guadagno del 5,7%. Il rialzo è stato anomalo, poiché trainato prevalentemente da un settore: quello dei finanziari. Prova ne è che le borse migliori sono state proprio quelle dove i titoli bancari e assicurativi hanno maggior peso: quella italiana (S&Pmib40: +9,3%) e quella spagnola (Ibex35: +9,6%). L'indice azionario francese Cac40 è progredito del 5,3%, in linea con l'Eurostoxx50, mentre il tedesco Dax30 si è dovuto accontentare di un modesto +2,3%, a causa del comparto industriale, mostratosi estremamente debole dopo gli ottimi progressi dei mesi precedenti. L'exploit del settore finanziario fa seguito al calmierarsi dei timori sul fronte del debito pubblico dei paesi europei periferici e al riposizionamento degli investitori su un comparto che era stato eccessivamente sottopesato nel 2010 (Goldman Sachs ha calcolato che, per portare a neutrale il peso del settore bancario europeo nei portafogli istituzionali, gli investitori dovrebbero comperare titoli per 40 sedute).

Il rialzo delle borse europee di gennaio è stato aiutato anche da nuovi segnali di ripresa economica che lentamente sembrano interessare non solo la Germania, ma anche le altre economie; i mercati hanno accolto bene i dati sulla produzione industriale di dicembre, che è aumentata oltre le attese sia in Italia che in Francia.

L'altro fatto importante che a gennaio ha influenzato i mercati azionari è stata la crisi politica in Egitto, anche se in questo caso a risentirne non sono state tutte le borse, ma solo i settori e le singole società che mostravano maggiore esposizione verso il paese nordafricano (l'Italia, per esempio, paese geograficamente ed economicamente vicino all'Egitto, ha assistito al marcato ribasso di alcuni titoli cementieri (Italcementi, Buzzi Unicem), industriali (Pirelli) e delle costruzioni (Impregilo).

	Dividend Yield (DY)	Price Earnings Ratio (PE)	Price to Book	DY		% 1M	% 3M	% 6M	% YTD	% 1Y
				2011E	PE 11E					
<b>Eurostoxx 50</b>	4,13	16,75	1,50	4,45	10,88	5,76	3,82	7,71	5,22	6,37
<b>S&amp;P 500</b>	2,41	16,69	2,36	2,64	13,36	2,26	8,69	16,75	2,25	19,76
<b>MSCI Emerging Markets</b>						-2,81	1,21	12,88	-2,33	19,87

Fonte: Reuters su stime Reuters e Standard & Poor's del 31/01/2011

Per quanto riguarda il mercato azionario americano, a gennaio l'indice S&P500 ha archiviato un rialzo del 2,2%, inferiore ai guadagni europei, ma pur sempre rimarchevole, considerando che si tratta del sesto rialzo mensile consecutivo. I mercati statunitensi hanno trovato supporto nell'apertura della stagione degli utili; la buona intonazione delle trimestrali e la sorpresa di minori "jobless claims" hanno alimentato il rialzo dei listini. Ulteriore supporto ad inizio febbraio è arrivato dall'indice statunitense di fiducia dei consumatori calcolato dall'Università del Michigan, che si è attestato a 75,1 punti, superiore alle attese degli analisti, benché gli investitori americani siano preoccupati per l'andamento dell'inflazione.

E' proprio l'inflazione lo spauracchio delle borse da qui ai prossimi mesi: la Cina, preoccupata da un tasso d'inflazione superiore al 5% ha già aumentato i tassi di interesse per tre volte in pochi mesi e ciò non solo ha penalizzato il mercato azionario del paese, ma anche quelli di tutta l'area asiatica. La paura è che drastiche misure restrittive di politica monetaria possano causare un *hard landing* dell'economia Cinese, importante traino della crescita economica mondiale. Ecco così che a gennaio l'indice Hang Seng CEI rappresentativo dei titoli cinesi quotati ad Hong Kong ha perso l'1%, in controtendenza rispetto ai mercati occidentali, e l'indice MSCI Emerging Asia, rappresentativo dell'area asiatica, è arretrato dell'1,5%, senza contare che i ribassi sarebbero ben più marcati se si prendessero in considerazione anche le prime due settimane di febbraio.

Allargando la visuale anche agli altri principali Paesi Emergenti, a gennaio la borsa indiana è stata la peggiore in assoluto con un crollo del 13,1%, correggendo i corposi rialzi dei mesi precedenti. Anche il mercato brasiliano è arretrato sensibilmente, con un ribasso del 4,3%. L'unica borsa in netta controtendenza è stata quella russa, salita del 4%, grazie alla buona intonazione dei numerosi titoli legati alle materie prime.

Dal punto di vista tecnico l'Eurostoxx50 ha rotto l'importante resistenza citata nei precedenti report e posta a quota 2900 punti. Come avevamo predetto, l'indice europeo è subito salito fino alla successiva resistenza posta in area 3050 punti, massimo degli ultimi due anni. E' possibile che tale livello possa respingere provvisoriamente l'Eurostoxx50, ma vista l'intonazione positiva dei mercati azionari occidentali, anche area 3050 sembra destinata a cedere nel medio termine, lasciando campo aperto per una nuova corsa verso quota 3400-3450 punti.

Per quanto riguarda l'indice americano S&P500, la sua corsa, partita a luglio da 1010 punti, sembra quasi inarrestabile. Dopo aver superato a dicembre la resistenza posta a 1220 punti (massimo degli ultimi 2 anni) l'indice ha rotto con estrema facilità anche la resistenza di 1313 punti (massimo di agosto 2008, da cui è partito il ribasso causato dal fallimento *Lehman Brothers*) e sembra diretto verso il successivo target di 1440 punti.

Il nostro consiglio sull'azionario è quello di mantenere la maggior parte delle posizioni sui paesi a maggior crescita economica, come Germania, Francia e Olanda, cominciando però ad allargare i propri orizzonti di investimento aumentando il peso di Italia e Spagna (ma solo su quei aziende e settori caratterizzati da maggiori potenzialità di crescita, e con una buona diversificazione all'estero delle proprie vendite).

## 1.2. ANALISI SETTORIALE

A gennaio sui mercati azionari europei il settore con la miglior performance è stato quello dei titoli bancari (Eurostoxx Banks: +13,8%), decollato dopo il successo delle aste dei titoli di stato di Spagna, Portogallo e Italia, nei primi giorni del nuovo anno. Il venir meno dei timori legati ai titoli governativi dei paesi periferici, ha dato nuova linfa ad un settore che era stato enormemente penalizzato nel 2010, al punto da portare i titoli di primarie banche europee a quotare a multipli estremamente bassi. Stesso discorso vale per i titoli assicurativi, anche essi protagonisti di un buon rialzo (Eurostoxx Insurance + 6,11%). Banche e assicurazioni del nome di Società Generale, BNP Paribas, Axa, Aegon, Banca Intesa, Generali e Allianz, solo per citarne alcune, erano arrivate a quotare in borsa meno di 10 volte gli utili attesi per il 2011, su livelli di prezzo giustificati solo dal timore per la loro esposizione verso i titoli di stato di paesi periferici a rischio default.

	Dividend Yield (DY)	Price Earnings Ratio (PE)	Price to Book	DY		% 1M	% 3M	% 6M	% YTD	% 1Y
				2011E	PE 11E					
<b>Banks</b>	3,66	8,94	0,70	4,37	8,86	13,80	-0,74	-7,23	13,25	-8,30
<b>Basic Resources</b>	1,79	13,52	1,21	2,11	15,73	0,62	19,38	21,74	0,39	14,87
<b>Food &amp; Beverage</b>	2,30	17,33	2,66	1,96	16,38	-4,34	-1,08	2,86	-5,43	7,71
<b>Health Care</b>	3,58	12,71	1,47	3,96	9,06	3,14	9,68	9,05	1,86	-1,26
<b>Industrials</b>						1,50	9,68	19,15	1,25	31,37
<b>Insurance</b>	3,45	8,56	0,84	3,91	8,13	6,11	10,59	15,25	5,37	8,42
<b>Oil &amp; Gas</b>	4,89	10,15	1,69	5,01	9,83	3,14	0,19	9,05	1,86	-1,26
<b>Technology</b>	2,32	17,73	2,97	2,57	15,07	6,33	11,46	19,11	6,10	11,17
<b>Telecommunications</b>	7,59	7,23	2,01	7,91	9,75	4,91	-5,75	2,66	4,63	1,85
<b>Utilities</b>	5,93	9,58	1,29	5,99	10,28	6,44	3,52	8,16	6,02	-3,12

Fonte: Reuters su stime Reuters del 31/01/2011

Tra i settori che a gennaio si sono comportati meglio è doveroso citare anche quello tecnologico, il cui indice Eurostoxx Technology è salito del 6,3% e le Utilities con l'Eurostoxx Utilities in progresso del 6,4%, il primo per l'incremento della domanda internazionale di microprocessori e il secondo per le attese di aumento dei costi energetici (oltre che per l'interessante rendimento da dividendi).

Il settore peggiore è stato invece quello alimentare (Eurostoxx Food&Beverage: -4,3%) seguito da quello industriale (Eurostoxx Industrials: +1,5%), scesi più per una politica di riequilibrio dei portafogli degli investitori che per motivi legati alla congiuntura.

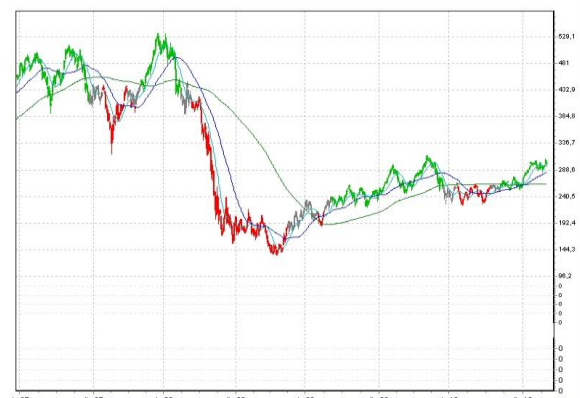
In questo scenario il nostro consiglio è quello di rimanere investiti sui titoli industriali a maggior crescita, ma riducendo il loro peso sul totale del portafoglio per poter far gradualmente spazio a titoli bancari e assicurativi che quotino a bassi multipli e mostrino forza relativa crescente. L'esposizione sui titoli finanziari a nostro avviso non dovrebbe salire immediatamente su livelli elevati, poiché il settore rimane ancora esposto ai rischi di veloci correzioni in relazione a nuove difficoltà finanziarie che potrebbero investire i paesi europei periferici. Rimaniamo positivi anche sul settore dei titoli legati alle materie prime, i cui prezzi continuano a mantenersi su livelli elevati, sostenuti da una domanda crescente. Da non trascurare neanche il settore petrolifero, che beneficia degli alti livelli di prezzo dell'Oro nero.

- *Il 2011 è iniziato bene per i mercati azionari occidentali: a gennaio l'indice Eurostoxx50 ha messo a segno un guadagno del 5,7%, trainato dalla buona intonazione dei titoli finanziari e dai dati macro positivi che hanno rafforzato le evidenze della ripresa economica europea.*
- *Negli Stati Uniti l'indice S&P500 ha archiviato gennaio con un rialzo del 2,2%. Il mercato azionario ha trovato forza dalle buone trimestrali societarie e dalla sorpresa di minori "jobless claims".*
- *A livello settoriale la miglior performance è stata fatta registrare dai titoli bancari grazie al venir meno dei timori legati ai bond governativi dei paesi periferici e alla lunga sottoperformance che aveva caratterizzato il settore nel 2010.*

Bank



Basic



Food & Beverage



Healthcare



Insurance



Media



Oil & Gas



Technology



Telecommunication

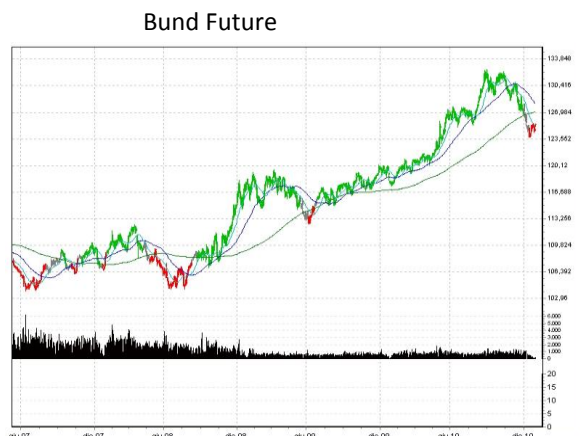


Utility



### 3. MERCATI OBBLIGAZIONARI

#### 3.1 GOVERNMENT BOND: T-BOND & BUND



Gennaio è stato un mese di nuovi ribassi per il Bund che lo ha visto arretrare di un ulteriore 1,3%: il titolo decennale tedesco è protagonista di una discesa che dura ormai da 4 mesi e dopo il rimbalzo tecnico avvenuto a dicembre la discesa è rocominciata, con il future sul Bund che dai 126,5 punti del 5 gennaio è precipitato fino al minimo di 122,2 punti del 10 febbraio. Il bund dai massimi del 31 agosto 2010 ha perso più di 11 punti, pari a circa un 8%, prima penalizzato dai problemi finanziari dell'Irlanda, dai rischi di contagio ad altri paesi periferici e dalla crisi di fiducia che ha riguardato la tenuta dell'Unione Europea, poi indebolito ulteriormente dai timori di un aumento dell'inflazione e quindi di salita dei tassi di interesse nominali.

L'aumento del tasso di inflazione è divenuto una realtà non solo in Cina, dove ha superato nettamente il 5%, ma anche in numerosi altri Paesi Emergenti. Anche negli Stati Uniti si nota un surriscaldamento dei prezzi e se si pensa che le aspettative di inflazione ad un anno, misurate dall'Università del Michigan, sono al 3,4%, un titolo decennale americano non renderebbe nulla in termini reali. Ciò contribuisce a spiegare anche la caduta del T-bond, sceso a gennaio dell'1,2%, e arrivato a fare un minimo a 116,8 punti il 9 febbraio, sotto di circa un 14% rispetto ai massimi storici del 2010.

- *A gennaio i titoli di stato dei paesi sviluppati hanno continuato la loro discesa: il bund tedesco ha perso l'1,3%, il T-bond americano l'1,2%.*
- *La salita generalizzata dei rendimenti è dovuta ai timori di un aumento dell'inflazione a sua volta originata dall'incremento dei prezzi delle materie prime, dall'inflazione importata dai Paesi Emergenti e dalla più forte crescita economica in Germania e negli USA.*

Ritornando in Europa, ad inizio febbraio sono riemersi i timori legati ai titoli governativi dei paesi periferici: le maggiori pressioni si sono viste sul mercato portoghese, il cui decennale ha raggiunto un nuovo massimo storico del rendimento al 7,65%, sulle preoccupazioni che possa essere il prossimo paese a dover chiedere aiuti dopo Grecia e Irlanda. C'è stata attenzione anche sul rendimento del Btp decennale italiano arrivato al 4,76%, con

uno spread di rendimento Btp-Bund dell'1,57%.

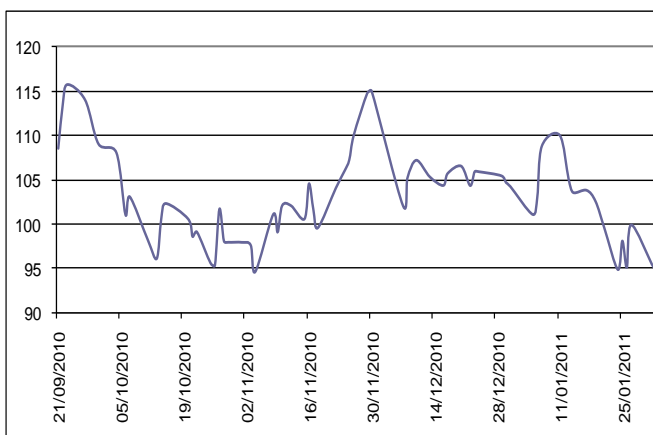
Dal punto di vista tecnico il Bund future permane sotto le medie mobili di lungo periodo, confermando la sua tendenza primaria ribassista; il livello di elevato ipervenduto rende comunque sempre più probabile un rimbalzo tecnico. Un primo segnale di inversione di tendenza di medio periodo arriverebbe sopra quota 126 punti, massimo del mese di dicembre. Simile discorso si può fare per il T-Bond future, anche esso in pieno trend ribassista. In questo caso una prima resistenza staziona a 122,4 punti dove passa anche la media mobile a 60 giorni.

Sul comparto obbligazionario governativo il nostro consiglio rimane quello di evitare i bond dei paesi europei periferici (Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna). Per quanto riguarda il Bund, gli attuali rendimenti sono ritornati interessanti, ma prima di consigliarne l'acquisto ne aspettiamo una inversione di tendenza. Riteniamo interessanti anche i rendimenti delle obbligazioni governative di alcuni Paesi Emergenti (come Cina, Sud Africa, Brasile), soprattutto su quelle emesse in dollari Usa che godono quasi tutte di meriti creditizi molto elevati. Tuttavia consigliamo di non andare su scadenze troppo lunghe a fronte delle tensioni sui tassi e inflazionistiche che stanno emergendo in alcune grosse economie.

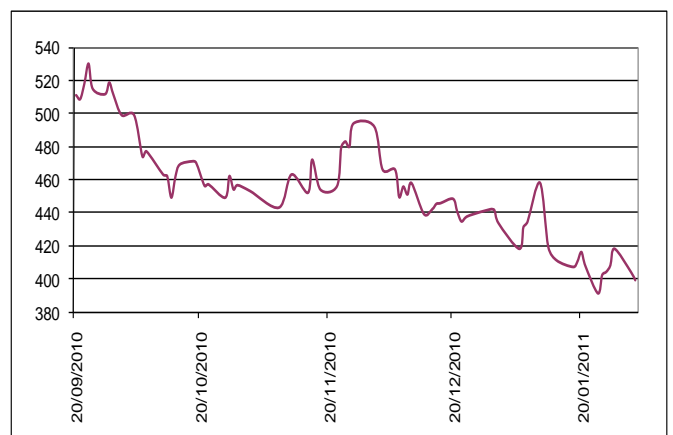
### 3.2 CORPORATE: ITRAXX EURO 5Y & ITRAXX CROSS OVER 5Y

A gennaio sul segmento *corporate bond* si è assistito ad una riduzione dell'avversione al rischio da parte degli investitori, rilevata sia per l'attività sul mercato primario che per quella sul mercato secondario. C'è stata quindi una riduzione degli spread sia sui corporate bond *investment grade* che su quelli *non investment grade*, questi ultimi arrivati ai differenziali di rendimento minimi dell'ultimo anno, grazie anche alla diminuzione a livello internazionale dei default aziendali.

ITRAXX EURO 5Y



iTraxx Cross Over 5Y



A nostro avviso i *corporate bond* rimangono ancora interessanti: il settore industriale europeo è in ripresa e sembra abbastanza solido (con l'eccezione dei paesi europei periferici). Ciò vale ancor di più per il corporate USA. La differenza di spread tra corporate e governative bond è quindi ancora allettante e degna di essere presa in considerazione ai fini dell'investimento in obbligazioni.

Anche il segmento High Yield può dare ancora rendimenti soddisfacenti. Pur essendo destinato a ridursi il differenziale di rendimento rispetto ai paesi cosiddetti "avanzati", con un conseguente aumento dei prezzi dei titoli, i bond High

Yield, corporate ed emerging markets potrebbero rappresentare anche per il 2011 una carta vincente nel settore del reddito fisso.

Il nostro consiglio, al fine di ottenere la migliore combinazione rischio/rendimento, è quello di continuare a sovrappesare i *corporate bond*, rimanendo su scadenze di 3-5 anni, dove si possono ancora ottenere discreti spread rispetto ai *governative bond*.

- *A gennaio c'è stata una riduzione degli spread sia sui corporate bond investment grade che su quelli non investment grade.*
- *La differenza di spread tra corporate e governative bond è comunque ancora allettante e degna di essere presa in considerazione ai fini dell'investimento in obbligazioni.*

## 4. COMMODITIES

DJ Agriculture



DJ Industrial Metals



Nymex Crudeoil



Cmx Gold



Dopo i massimi fatti registrare a dicembre, gennaio è stato un mese di storno per i metalli preziosi: sul mercato di New York il contratto future sull'Oro (scadenza aprile) è arretrato del 6%, quello sull'Argento addirittura del 9%.

I metalli industriali, al contrario, spinti dalla buona domanda dei Paesi Emergenti, hanno continuato la loro corsa, con il rame che è riuscito a far registrare un corposo aumento dei prezzi del 10,5%.

Il Petrolio WTI ha chiuso il mese di gennaio con un rialzo marginale dello 0,9%, ma nei primi giorni di febbraio è arrivato a sfiorare i 95 \$/barile, spinto dalla crisi politica in Egitto e dai timori di una chiusura del canale di Suez. Solo in seguito allo stabilizzarsi della situazione nel paese nordafricano, conclusasi con le dimissioni di Mubarak, si è assistito ad un ritorno del prezzo del petrolio a quota 89 \$/barile.

Sul fronte delle merci agricole sono continuati i rialzi dei prezzi, nella fattispecie quello del frumento è salito del 5,8%, mentre quello del mais del 4,8%. Tali continui rialzi sono dovuti al rilevante aumento della domanda dei Paesi Emergenti, e contestualmente ad una riduzione dei raccolti causata dalle temperature polari nel Midwest degli Stati

Uniti. Per fare un esempio, nel 2010 in Cina le importazioni di mais sono salite di 18 volte sul 2009, quelle di grano del 36%, quelle di soia del 29%, quelle di cotone sono quasi raddoppiate, mentre quelle di zucchero sono aumentate del 66%.

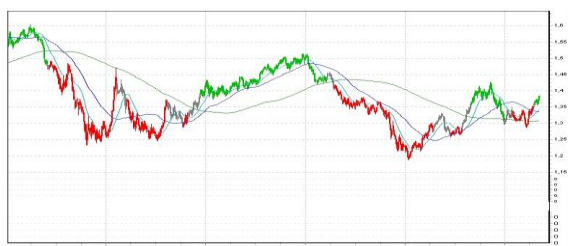
## VALUTE

Dopo il ribasso che ha interessato il cambio Euro/Dollaro nei primi giorni del nuovo anno, conclusosi con il minimo fatto registrare a 1,287, l'Euro ha ricominciato ad apprezzarsi nei confronti della valuta statunitense chiudendo il mese con un guadagno del 2,3%. Nella seconda seduta di febbraio l'Euro si è spinto addirittura fino a 1,385 con un rialzo del 7,6% dal minimo del mese precedente. Il movimento della moneta unica europea è avvenuto parallelamente al rialzo dei mercati azionari del vecchio continente e a quello dei tassi di interesse interbancari, denotando una accresciuta fiducia verso la ripresa economica europea.

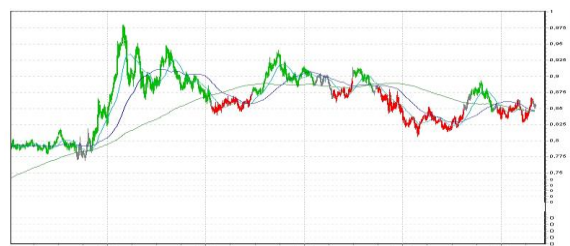
Dal punto di vista tecnico il cambio Euro/Dollaro ha rotto la resistenza posta a 1,35, massimo di dicembre, ritornando sopra le medie mobili di lungo periodo. Un consolidamento sopra la stessa soglia di 1,35 e una successiva rottura del livello di 1,385 proietterebbe l'Euro verso il massimo di novembre a 1,425.

Il recupero dell'Euro di gennaio non è avvenuto solo contro le valute più importanti come Dollaro USA e Yen giapponese (+3,4%), ma anche nei confronti delle valute del *carry trade*, come il Dollaro Australiano (+5%) e il Rand Sudafricano (+11%).

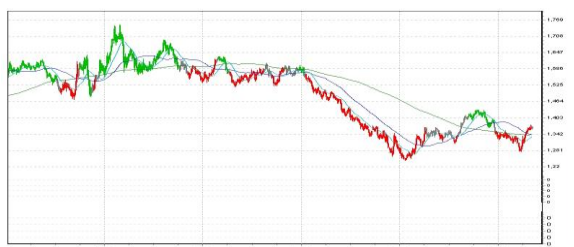
### EURO/DOLLARO



### EURO/STERLINA



### EURO/DOLLARO CANADESE



### EURO/YEN



Nonostante il buon rialzo di gennaio a nostro avviso l'attuale forza dell'Euro desta alcune perplessità: da un lato la crescita economica europea è ancora debole e sicuramente non al passo con quella americana, dall'altro il pericolo di un riacutizzarsi della crisi del debito pubblico dei paesi europei periferici è sempre alle porte (come dimostra il recente aumento degli spread sui titoli governativi portoghesi).

## 6. PORTAFOGLI CONSIGLIATI

### PORTAFOGLIO LARGE CAP

Facciamo uscire dal portafoglio:

- **Saipem (ITA)**: il titolo ha raggiunto multipli superiori alla media di settore. Diminuzione di forza relativa.
- **Siemens (GER)**: diminuzione delle stime di utile.

Inseriamo nel portafoglio:

- **Atos Origin (FRA)**: Ottimi fondamentali e utili stimati in crescita. Rottura della resistenza a 40,7 euro.
- **ING Groep (OLA)**: Stime di utili in crescita. Aumento di forza relativa, dopo la rottura della resistenza a 8,3.

### PORTAFOGLIO SMALL/MID CAP

Non apportiamo variazioni al precedente portafoglio

Azioni									
	Sector	Paese	Isin	Var % 1 mese	P/E 10E	P/E 11E	Div.Yield 2010	Rating Finlabo NEW	Rating Finlabo OLD
<b>Large Cap</b>									
<b>ALLIANZ</b>	Financials	Germania	DE0008404005	19,1	9,5	8,8	4,2%	17	17
<b>ATOS ORIGIN</b>	Financials	Francia	FR0000051732	2,9	14,3	12,3	-	19	-
<b>BMW VZO</b>	Industrials	Germania	DE0005190037	7,3	7,4	9,4	2,9%	18	18
<b>CHRISTIAN DIOR</b>	Cyclical Consumer Goods & Services	Francia	FR0000130403	1,6	19,0	16,1	1,8%	18	17
<b>HAL TRUST</b>	Financials	Netherlands	BMG45584102C	0,3	13,9	11,6	3,6%	19	19
<b>ING GROEP</b>	Financials	Netherlands	NL0000303600	21,5	9,1	6,4	-	17	-
<b>METRO</b>	Non Cyclical Consumer Goods & Services	Germania	DE0007257503	4,8	17,7	14,3	2,3%	17	17
<b>REXEL</b>	Industrials	Francia	FR0010451203	5,7	16,8	11,1	1,7%	18	18
<b>RENAULT</b>	Industrials	Francia	FR0000131906	-5,6	8,0	6,8	1,0%	18	19
<b>REPSOL</b>	Energy	Spagna	ES0173516115	13,1	13,5	11,1	4,5%	18	18
<i>Media</i>					<b>13</b>	<b>11</b>	<b>2,7%</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
<b>Small/Mid Cap</b>									
<b>ALTEN</b>	Technology	Francia	FR0000071946	3,39	15,7	13,5	2,8%	18	18
<b>ASSYSTEM</b>	Technology	Francia	FR0000074148	6,36	14,5	11,8	1,9%	18	19
<b>AXEL SPRINGER</b>	Cyclical Consumer Goods & Services	Germania	DE0005501357	0,29	12,9	11,8	3,8%	18	18
<b>BANCA GENERALI</b>	Financials	Italia	IT0001031084	11,22	15,4	13,4	5,1%	16	16
<b>CIE AUTOMOTIVE</b>	Cyclical Consumer Goods & Services	Spagna	ES0105630315	10,88	12,6	10,2	0,0%	18	18
<b>GERRY WEBER</b>	Cyclical Consumer Goods & Services	Germania	DE0003304101	10,28	15,1	13,2	2,8%	17	17
<b>INTERPUMP</b>	Cyclical Consumer Goods & Services	Italia	IT0001078911	-3,01	20,0	14,7	1,7%	17	16
<b>NYRSTAR</b>	Basic Materials	Belgio	BE0003876936	2,19	14,1	6,9	1,7%	19	19
<b>PESCANOVA</b>	Non Cyclical Consumer Goods & Services	Spagna	ES0169350016	5,31	11,1	9,1	1,7%	17	18
<b>REPLY</b>	Technology	Italia	IT0001499679	2,75	9,8	8,8	2,0%	20	20
<i>Media</i>					<b>14,1</b>	<b>11,3</b>	<b>2,4%</b>	<b>18</b>	<b>18</b>

Fonte: Elaborazioni Finlabo Research su stime Reuters 14/02/2011

#### PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONI GOVERNATIVE

Non apportiamo variazioni al precedente portafoglio

#### PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONI CORPORATE

Non apportiamo variazioni al precedente portafoglio

### Obbligazioni

ISIN	Titolo	Valuta	Coupon	Maturity	Rating S&P	Rischio Credito	Yield %	Duration
<b>Obbligazioni governative</b>								
IT0003618383	Btp ago 2014 4,25%	EUR	4,250	Ago 2014	AA-	Basso	3,47	3,14
CA135087XM17	Canada Giu 2013 5,25%	CAD	5,250	Giu 2013	AAA	Basso	1,94	2,15
FR0000189151	France Oat apr 2019 4,25%	EUR	4,250	Apr 2019	AAA	Basso	3,41	6,67
DE0001135358	Germany Bund lug 2018 4,25	EUR	4,250	Lug 2018	AAA	Basso	3,00	6,19
XS0250007498	South Africa, Republic Of apr 2016 4,5%	EUR	4,500	Apr 2016	BBB+	Medio-alto	4,00	4,36
XS0211229637	Brasil Federative Republic feb 2015 7,375%	EUR	7,375	42036,00	BBB-	Medio-alto	3,29	3,49
<b>Media</b>							<b>3,18</b>	<b>4,33</b>
<b>Obbligazioni societarie</b>								
FR0010753459	Accor Sa mag 2013 6,5%	EUR	6,500	Mag 2013	BBB-	Medio-alto	3,21	1,98
XS0428417900	Compagnie De Saint Gobain Sa mag 2013 6%	EUR	6,000	Mag 2013	BBB+	Medio-alto	2,88	2,04
XS0241946630	Telefonica Emisiones Sau feb 2016 4,375%	EUR	4,375	Feb 2016	A-	Medio	4,25	4,37
XS0372358902	British Telecommunications Plc lug 2015 6,5%	EUR	6,500	Lug 2015	BBB	Medio-alto	3,63	3,72
XS0196630270	Lafarge Sa lug 2014 5%	EUR	5,000	Lug 2014	BBB-	Medio-alto	4,21	3,01
XS0177573937	Merrill Lynch & Co Inc ott 2013 4,625%	EUR	4,625	Ott 2013	A+	Medio	3,75	2,41
XS0299486745	Obrascon Huarte Lain Sa mag 2012 5%	EUR	5,000	Mag 2012	BB-	Alta	4,33	1,14
XS0326896718	Prologis International Funding Sa ott 2014 5,875%	EUR	5,875	Ott 2014	Ba1(*)	Alta	6,09	3,10
XS0214238239	Thyssenkrupp Ag mar 2015 4,375%	EUR	4,375	Mar 2015	BBB-	Medio	3,86	3,55
XS0345983638	Unicredit Spa feb 2013 4,875%	EUR	4,875	Feb 2013	A	Medio	3,37	1,88
FR0010369629	Vivendi ott 2013 4,5%	EUR	4,500	Ott 2013	BBB	Medio-alto	2,80	2,43
XS0365663961	Wachovia Bank Na mag 2013 6%	EUR	6,000	Mag 2013	AA-	Medio	2,76	2,05
<b>Media</b>							<b>3,76</b>	<b>2,64</b>
<b>(*) Rating Moody's</b>								
Fonte: Elaborazioni Finlabo Research su stime Reuters 14/02/2011								

**IL REPORT MENSILE È PUBBLICATO DA FINLABO RESEARCH, LA DIVISIONE RICERCA DI FINLABO SIM SPA**

**QUESTA PUBBLICAZIONE VIENE DISTRIBUITA AL SOLO FINE INFORMATIVO E NON RAPPRESENTA NÉ UN'OFFERTA NÉ UNA SOLLECITAZIONE DI OFFERTA DIRETTA ALLA COMPRAVENDITA DI PRODOTTI DI INVESTIMENTO O DI ALTRI PRODOTTI SPECIFICI. ALCUNI PRODOTTI E SERVIZI SONO SOGGETTI A RESTRIZIONI LEGALI E NON POSSONO ESSERE OFFERTI IN TUTTO IL MONDO IN MODO INCONDIZIONATO E/O POTREBBERO NON ESSERE IDONEI ALLA VENDITA A TUTTI GLI INVESTITORI. TUTTE LE INFORMAZIONI E LE OPINIONI ESPRESSE IN QUESTO DOCUMENTO SONO STATE OTTENUTE DA FONTI RITENUTE ATTENDIBILI ED IN BUONA FEDE, TUTTAVIA SI DECLINA QUALSIASI RESPONSABILITÀ, CONTRATTUALE O TACITA PER MANCANZA DI ACCURATEZZA O COMPLETEZZA. TUTTE LE INFORMAZIONI E LE OPINIONI COSÌ COME I PREZZI INDICATI SI RIFERISCONO UNICAMENTE ALLA DATA DELLA PRESENTE PUBBLICAZIONE E SONO SOGGETTI A CAMBIAMENTI SENZA PREAVVISO DA PARTE NOSTRA. L'ANALISI CONTENUTA NELLA PRESENTE PUBBLICAZIONE SI BASA SU NUMEROSI PRESUPPOSTI. PRESUPPOSTI DIVERSI POTREBBERO DARE RISULTATI SOSTANZIALMENTE DIVERSI. LE OPINIONI QUI ESPRESSE POSSONO DISCOSTARSI O ESSERE CONTRARIE ALLE OPINIONI ESPRESSE DA ALTRE AREE DI ATTIVITÀ DI FINLABO SIM SPA A SEGUITO DELL'UTILIZZO DI PRESUPPOSTI E/O CRITERI DIVERSI. IN OGNI MOMENTO FINLABO SIM SPA (O DIPENDENTI DI QUESTE SOCIETÀ) POSSONO AVERE POSIZIONI LUNGHE O CORTE IN QUESTI STRUMENTI FINANZIARI O EFFETTUARE OPERAZIONI IN CONTO PROPRIO O IN CONTO TERZI. ALCUNI INVESTIMENTI POSSONO NON ESSERE IMMEDIATAMENTE REALIZZABILI, DAL MOMENTO CHE LO SPECIFICO MERCATO PUÒ ESSERE ILLIQUIDO, E DI CONSEGUENZA LA VALUTAZIONE DELL'INVESTIMENTO E LA DETERMINAZIONE DEL RISCHIO POSSONO ESSERE DIFFICILI DA QUANTIFICARE.**

**IL RISULTATO PASSATO DI UN INVESTIMENTO NON RAPPRESENTA ALCUNA GARANZIA DELLA SUA FUTURA EVOLUZIONE. ULTERIORI INFORMAZIONI VERRANNO FORNITE SU RICHIESTA. ALCUNI INVESTIMENTI POSSONO ESSERE SOGGETTI AD IMPROVVISE E GROSSE PERDITE DI VALORE E ALLO SMOBILIZZO DELL'INVESTIMENTO È ANCHE POSSIBILE RICEVERE UNA SOMMA INFERIORE A QUELLA INIZIALMENTE INVESTITA O DOVER EFFETTUARE UN VERSAMENTO INTEGRATIVO. LE VARIAZIONI DEI CORSI DI CAMBIO POSSONO AVERE UN EFFETTO NEGATIVO SUL PREZZO, SUL VALORE O SUL REDDITO DI UN INVESTIMENTO.**

**CONSIDERATA LA NOSTRA IMPOSSIBILITÀ DI TENERE CONTO DEGLI OBIETTIVI D'INVESTIMENTO, DELLA SITUAZIONE FINANZIARIA E DELLE ESIGENZE PARTICOLARI DI OGNI SINGOLO CLIENTE, VI RACCOMANDIAMO DI RIVOLGERVI A UN CONSULENTE FINANZIARIO E/O FISCALE PER DISCUTERE LE IMPLICAZIONI, COMPRESSE QUELLE FISCALI, DELL'INVESTIMENTO IN UNO QUALUNQUE DEI PRODOTTI MENZIONATI NEL PRESENTE DOCUMENTO. PER GLI STRUMENTI FINANZIARI STRUTTURATI ED I FONDI IL PROSPETTO DI VENDITA È LEGALMENTE VINCOLANTE.**

**QUESTO DOCUMENTO NON PUÒ ESSERE RIPRODOTTO E COPIE DI QUESTO DOCUMENTO NON POSSONO ESSERE DISTRIBUITE SENZA LA PREVENTIVA AUTORIZZAZIONE DI FINLABO SIM SPA. FINLABO SIM SPA PROIBISCE ESPRESSAMENTE LA DISTRIBUZIONE ED IL TRASFERIMENTO PER QUALSIASI RAGIONE DI QUESTO DOCUMENTO A PARTI TERZE. FINLABO SIM SPA NON SI RITERRÀ PERTANTO RESPONSABILE PER RECLAMI O AZIONI LEGALI DI PARTI TERZE DERIVANTI DALL'USO O LA DISTRIBUZIONE DI QUESTO DOCUMENTO. QUESTO DOCUMENTO È DESTINATO ALLA DISTRIBUZIONE SOLO SECONDO LE CIRCOSTANZE PERMESSE DALLA LEGGE APPLICABILE.**

**© FINLABO SIM SPA 2010. TUTTI I DIRITTI RISERVATI.**