



**CASSA DI RISPARMIO  
DI VOLTERRA S.p.A.**

**RELAZIONE SEMESTRALE  
AL 30.06.2009**

**del Fondo Comune di Investimento Mobiliare Aperto Non Armonizzato  
denominato “Volterra Dinamico”**

ALETTI GESTIELLE SGR S.p.A. è la Società di gestione del seguente Fondo comune d'investimento mobiliare

**VOLTERRA DINAMICO (Fondo di Fondi Non Armonizzati)**

ALETTI GESTIELLE SGR S.p.A. è inoltre la Società di gestione dei seguenti Fondi comuni d'investimento mobiliare:

**SISTEMA VOLTERRA (Fondi Comuni Armonizzati)**

VOLTERRA TOTAL RETURN OBBLIGAZIONARIO  
VOLTERRA TOTAL RETURN GLOBALE

**SISTEMA GESTIELLE (Fondi Comuni Armonizzati)**

GESTIELLE AMERICA	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE CINA	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE EAST EUROPE	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE EMERGING MARKETS	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE EUROPA	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE INDIA	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE INTERNAZIONALE	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE ITALIA	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE PACIFICO	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE GLOBAL ASSET 1	
GESTIELLE GLOBAL ASSET 2	
GESTIELLE CASH EURO	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE BOND DOLLARS	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE BT EURO	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE CEDOLA	
GESTIELLE EMERGING MARKETS BOND	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE LT EURO	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE MT EURO	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE OBBLIGAZIONARIO CORPORATE	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE OBBLIGAZIONARIO INTERNAZIONALE	("Classe A" e "Classe B")
GESTIELLE TOTAL RETURN	
GESTIELLE ETICO per AIL	("Classe A" e "Classe B")

**SISTEMA GESTIELLE GLOBAL ASSET PLUS (Fondi Comuni Non Armonizzati)**

GESTIELLE GLOBAL ASSET PLUS

**SISTEMA GESTIELLE HARMONIA (Fondi di Fondi Non Armonizzati)**

GESTIELLE HARMONIA MODERATO  
GESTIELLE HARMONIA DINAMICO  
GESTIELLE HARMONIA VIVACE

**SISTEMA LAURIN (Fondi Comuni Armonizzati)**

LAURIN MONEY  
LAURIN EUROSTOCK

Tutti i fondi sono ad accumulazione dei proventi ad eccezione del fondo Gestielle Cedola, che prevede la distribuzione dei proventi di gestione.

Il capitale sociale di Aletti Gestielle SGR S.p.A. è di euro 32.962.100,00 interamente versato; la sua sede legale è in Milano - Via Roncaglia n.12 - Tel. 02/49967.1.

I prospetti del presente rendiconto sono redatti sulla base del provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005 attuativo dell'art.6, comma 1, lett. c), n. 3 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

**Banca Depositaria dei fondi gestiti da Aletti Gestielle SGR S.p.A.**

Banco Popolare Società Cooperativa, con sede a Verona in Piazza Nogara n. 2.

Sito Internet: [www.gestielle.it](http://www.gestielle.it)

## NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2009 DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO APERTI GESTITI DA ALETTI GESTIELLE SGR S.p.A.

### Quadro Macroeconomico

Il 2009 si è aperto con un proseguimento della pesante recessione iniziata nel 2008 e che sta coinvolgendo, sia pure a livelli diversi di intensità, tutte le economie mondiali. Ma nell'ultima parte del semestre hanno cominciato ad emergere segnali migliori (chiamati "Green Shoots") che lasciano intravedere come il peggio della recessione potrebbe essere alle spalle per molte economie mondiali ed i dati di crescita per il secondo trimestre sono attesi un po' dappertutto in contrazione meno intensa rispetto a quanto registrato nel primo trimestre. Questa attesa attenuazione della contrazione può essere sostanzialmente ricondotta a tre motivazioni:

- Il ciclo delle scorte è stato più profondo di quanto atteso. Infatti, le scorte probabilmente continueranno ad essere decumulate, ma ad un ritmo meno intenso dei trimestri precedenti. Vi è anche stata una riduzione probabilmente eccessiva della produzione manifatturiera ed ora stiamo assistendo a qualche segnale di ripresa dell'attività;
- Le condizioni sui mercati finanziari si sono stabilizzate prima delle attese, con nuove massicce emissioni bancarie dopo i risultati incoraggianti dello stress test eseguito sulla capitalizzazione delle banche americane;
- Gli interventi di politica fiscale e monetaria iniziano a manifestare i propri effetti. Infatti, i "Green Shoots" sembrano più verdi nei Paesi che hanno intrapreso politiche rapide e significative (come Cina, Corea, US e UK) e meno verdi in Eurozona.

Anche la crisi finanziaria sembra meno intensa ora rispetto a quanto osservato a fine 2008, anche grazie ai massicci interventi di banche centrali e governi. Infatti, il settore bancario appare meno sotto pressione e lo stress test effettuato dal Tesoro americano per valutare la capitalizzazione delle 19 maggiori banche americane ha dato risultati complessivamente positivi, come accennato in precedenza. Tuttavia, anche se il peggio è probabilmente alle spalle, è ancora prematuro parlare di fine della recessione americana o di ripresa, che potrebbe arrivare verso fine anno nella migliore delle ipotesi. Quello che appare invece più chiaro è come le economie emergenti, ed asiatiche in particolare, mostreranno nel complesso una capacità di ripresa migliore rispetto alle economie sviluppate e la Cina sembra avviata a trainare nuovamente la crescita asiatica. Una volta archiviato lo spettro deflazione nella maggior parte dei casi, sono generalmente emerse preoccupazioni per un possibile impatto inflazionistico futuro delle varie misure di liquidità adottate dalle banche centrali. Tuttavia, riteniamo che fattori come l'elevato livello di capacità inutilizzata e gli output gap pesantemente negativi creatisi nel frattempo limiteranno il rischio di vedere emergere pressioni inflazionistiche sostenute. Nelle seguenti sezioni sono evidenziate le principali caratteristiche che hanno determinato lo scenario macroeconomico dei singoli Paesi, i punti in comune e le principali differenze.

### Area Euro

A inizio 2009 l'economia di Eurozona ha visto un'intensificazione della recessione iniziata nel secondo trimestre 2008, toccando probabilmente la fase più acuta proprio nel primo trimestre di quest'anno, quando la crescita reale del PIL ha registrato una contrazione di 2.5% qoq, con nessuna componente che abbia dato contributo positivo alla crescita. In particolare, i consumi privati sono risultati in calo per il secondo trimestre consecutivo, sfavoriti dal deterioramento del mercato del lavoro e dal contestuale aumento del tasso di risparmio. Il tasso di disoccupazione è infatti salito al 9.5% a maggio 2009 dall'8.2% di dicembre 2008, proseguendo la crescita in atto dai primi mesi del 2008. Sono risultati in forte calo anche gli investimenti (-4.2% qoq), che hanno registrato la quarta contrazione consecutiva, sfavoriti dal restringimento degli standard di credito. La produzione industriale, inoltre, ha registrato dati di crescita congiunturale non positivi ininterrottamente da maggio 2008, anche se a partire da marzo i cali sono stati meno pesanti. L'unica componente che non ha fornito contributo negativo è stata la spesa governativa, che ha registrato un risultato invariato nonostante i piani di stimoli fiscali. Come anticipato, anche il commercio

con l'estero ha fornito un contributo negativo alla crescita del primo trimestre (-0.4% qoq), a causa di una contrazione delle esportazioni più forte di quella delle importazioni. Il calo delle esportazioni, il quarto consecutivo, è in gran parte imputabile al congelamento del commercio ed alla recessione globale in corso, mentre la contrazione delle importazioni è dovuta alla debolezza della domanda domestica. Sembra comunque che il primo trimestre dell'anno dovrebbe aver rappresentato la fase più acuta della recessione. Iniziano infatti ad emergere alcuni segnali di miglioramento, soprattutto dalle survey di fiducia sia dei consumatori che delle imprese. L'indice PMI manifatturiero (survey di fiducia delle imprese manifatturiere) ha infatti toccato il minimo storico a febbraio, iniziando a migliorare da marzo nonostante sia comunque rimasto in area di contrazione anche nei mesi seguenti. In questo contesto, le pressioni inflazionistiche hanno continuato ad attenuarsi, principalmente per un effetto confronto con l'anno precedente, quando il prezzo delle materie prime era in forte accelerazione. L'inflazione ha infatti rallentato dall'1.1% yoy di gennaio allo 0.0% yoy di maggio, mantenendosi quindi per tutti i primi cinque mesi dell'anno ben al di sotto dell'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE del 2%. Il dato preliminare di giugno ha poi segnato un valore addirittura negativo (-0.1% yoy) per la prima volta dalla nascita dell'Unione Monetaria Europea. In questo contesto, la BCE ha operato quattro tagli dei tassi da inizio anno, portandoli dal 2.5% di gennaio all'1.0% a maggio, minimo di sempre. E' importante sottolineare come nel meeting di giugno la BCE abbia rivisto pesantemente al ribasso le proprie previsioni di crescita per il 2009 e, sia pure in misura inferiore, anche quelle per il 2010, mentre ha mantenuto invariate le previsioni di inflazione per il 2010 e ha rivisto moderatamente al ribasso quelle per il 2009. A giugno si sono svolte le elezioni per il rinnovo del Parlamento europeo, che hanno generalmente visto la vittoria dei partiti di centro-destra. Con riferimento ai singoli Paesi, l'economia **tedesca** è quella tra i Paesi dell'Area Euro che sta attraversando la recessione più profonda in quanto maggiormente votata all'export e, di conseguenza, maggiormente penalizzata dal congelamento del commercio globale. Nel primo trimestre il PIL in termini reali ha infatti registrato una contrazione di 3.8% qoq, minima crescita congiunturale dal 1970, ovvero da quando l'Istituto nazionale di statistica tedesco ha iniziato a pubblicare i dati di crescita. Dal dettaglio emerge come tutte le componenti abbiano dato contributo negativo ad eccezione dei consumi privati e della spesa governativa. I consumi privati dovrebbero essere stati favoriti dagli stimoli fiscali e dal calo delle pressioni inflazionistiche. In Germania, inoltre, il tasso di disoccupazione ha iniziato a salire in ritardo rispetto alla media dell'area Euro, passando dal minimo di novembre di 7.6% all'8.3% di giugno. Gli investimenti hanno invece registrato una pesantissima contrazione, -10.5% qoq, secondo calo congiunturale consecutivo. Il settore manifatturiero tedesco è stato quello che ha risentito maggiormente fra i Paesi di Eurozona, a causa dell'esposizione alle esportazioni e del forte peso del comparto auto, pesantemente colpito dalla recessione in atto. Anche il risultato del commercio netto con l'estero ha infatti fornito un contributo fortemente negativo nel primo trimestre, a causa di un crollo delle esportazioni (-9.7% qoq) e di un calo meno intenso delle importazioni (-5.4% qoq). Nonostante i primi dati rilasciati per il secondo trimestre diano segnali contrastanti, sembra che la fase più acuta della recessione sia alle spalle anche in Germania. Ad aprile, infatti, ci sono stati segnali contrastanti dai dati di economia reale, con le vendite al dettaglio totali in termini reali in rialzo e la produzione industriale in calo. Le survey di fiducia delle imprese sono comunque in miglioramento da inizio anno, prospettando quindi una futura ripresa. A gennaio è poi stato approvato il secondo pacchetto di stimoli fiscali, dell'importo di 50 miliardi di euro, che dovrebbe entrare in vigore a luglio. Questo comprende nuovi investimenti pubblici, sgravi fiscali per aziende e persone fisiche ed incentivi per l'acquisto di auto meno inquinanti. Meno pesante rispetto a quella tedesca è invece la recessione che sta attraversando l'economia **francese**. Fra i Paesi di Eurozona la Francia è infatti quello che sta attraversando la crisi meno profonda, probabilmente anche grazie ad un efficace piano di stimoli fiscali da 26 miliardi di euro che prevede, tra le altre cose, un aumento dei sus-

sidi sociali, forti investimenti in infrastrutture e bonus per la rottamazione di auto. Nel primo trimestre la crescita reale ha comunque registrato una contrazione di 1.2% qoq, in modesto miglioramento dal -1.4% qoq del quarto trimestre 2008. Dal dettaglio emerge come tutte le componenti abbiano dato un contributo negativo tranne i consumi privati, che hanno registrato la quarta crescita congiunturale consecutiva (+0.2% qoq), e che comunque in Francia hanno sempre dimostrato una performance soddisfacente. A penalizzarli potrebbero però intervenire il mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione che ha iniziato a salire già nella seconda metà del 2008, arrivando a 9.1% nel primo trimestre 2009 dal 7.6% del primo trimestre 2008, quando aveva toccato il minimo storico. Tornando alla crescita del primo trimestre, gli investimenti hanno registrato la quarta contrazione consecutiva (-2.4% qoq), diffusa a tutte le sottocomponenti: investimenti delle imprese, delle famiglie e della pubblica amministrazione. Contributi nulli alla crescita sono stati dati invece dalla spesa governativa e dal commercio con l'estero, che ha visto un forte calo delle esportazioni compensato da un altrettanto intenso calo delle importazioni. I primi dati disponibili per il secondo trimestre mostrano uno scenario incerto. Se, infatti, da un lato ad aprile sia produzione industriale che spesa dei consumatori hanno continuato a correggere, dall'altro lato le survey di fiducia dei consumatori e delle imprese continuano a migliorare. Nei primi mesi dell'anno il governo ha elaborato un piano di aiuti specifici per il settore auto, particolarmente colpito dalla crisi, dell'importo di 6 miliardi di euro, che consiste in crediti a tasso agevolato rimborsabili in cinque anni in cambio di un impegno da parte dell'impresa a non delocalizzare gli impianti e a preservare per quanto possibile i posti di lavoro in Francia. Al contrario di quella francese, l'economia italiana è stata una di quelle maggiormente colpite dall'attuale recessione, così come quella tedesca. Come la Germania, infatti, anche l'Italia ha un settore industriale molto esposto alle esportazioni, e nell'attuale crisi il settore dell'export sta risentendo pesantemente del congelamento del commercio globale. Nel primo trimestre il PIL ha registrato un calo di 2.6% qoq in termini reali, proseguendo il trend di contrazione in atto dal secondo trimestre 2008. Dal dettaglio emerge come nessuna componente abbia mostrato crescita in termini congiunturali. Quella che ha avuto la performance migliore è stata la spesa governativa, con un risultato invariato. I consumi privati hanno invece mostrato una contrazione di 1.1% qoq, sesto calo congiunturale consecutivo. In generale, i consumi privati sono sempre stati l'anello debole della crescita italiana, nonostante i passati miglioramenti registrati sul fronte disoccupazione. Sembra quindi difficile una ripresa dei consumi ora che il mercato del lavoro ha iniziato a peggiorare, con il tasso di disoccupazione salito a 7.3% nel primo trimestre dal 6.5% del primo trimestre 2008. Anche gli investimenti hanno corretto, con una contrazione di 5.0% qoq, quinto calo congiunturale consecutivo. Come anticipato, il commercio con l'estero ha dato un forte contributo negativo, a causa del crollo delle esportazioni (-11.8% qoq), solo parzialmente compensato da un forte calo delle importazioni (-9.2% qoq). I dati di aprile per il settore manifatturiero suggeriscono segnali contrastanti, con gli ordinativi industriali in continuo calo, mentre la produzione industriale si è ripresa dopo undici cali consecutivi. Segnali di cautela sono emersi anche dal lato della domanda (debolezza delle vendite al dettaglio ad aprile), mentre le survey di fiducia sia dei consumatori che delle imprese sono in continuo miglioramento dai primi mesi dell'anno. Sono poi state elaborate nuove misure di stimolo fiscale dell'importo di 2 miliardi sotto forma di incentivi auto e di detrazioni fiscali per l'acquisto di mobili ed elettrodomestici. All'inizio di luglio è stata inoltre approvata una manovra anticrisi che prevede, tra l'altro, la detasazione degli utili reinvestiti in macchinari e l'istituzione di un premio occupazionale per le aziende che utilizzano cassaintegrati in progetti di formazione o riqualificazione.

#### Stati Uniti

L'apertura del 2009 ha visto un proseguimento della profonda recessione che sta colpendo la prima economia mondiale, nonostante i numerosi sforzi della Fed e della nuova Amministrazione per risollevarla. Infatti, l'attuale recessione ha probabilmente raggiunto il punto peggiore nell'ultimo trimestre 2008 e nel primo 2009, con la crescita reale in calo 6.3% e del 5.5% annualizzato rispettivamente, quando anche i consumi sono risultati in calo per la prima volta dalla recessione del 1990/1991.

Sono risultati in pesante contrazione anche gli investimenti in strutture ed in Equipment & Software, entrambi a ritmi record (-42.9% e -33.7% annualizzato rispettivamente nel primo trimestre). Continua poi ad incidere negativamente sulla crescita il settore edilizia, in recessione da inizio 2006, penalizzato da un'attività di costruzione soffocata dal livello di scorte di case in vendita ancora particolarmente elevato ed ulteriormente allentato dalle case pignorate e rimesse sul mercato in seguito alle insolvenze sui mutui. Nella maggior parte dei casi queste case sono vendute a prezzi inferiori rispetto a quelli pagati all'apice della bolla immobiliare con l'accensione del mutuo, contribuendo così alla discesa dei prezzi delle case. Infatti, questi hanno registrato mediamente da inizio anno una flessione del 18.6% yoy. Nel frattempo è continuato il restringimento degli standard creditizi, limitando la disponibilità di credito nel sistema nonostante le diverse azioni della Fed. La recessione ha allungato i propri tentacoli anche al mercato del lavoro, con una perdita complessiva di posti di lavoro da inizio recessione di quasi 6 milioni e mezzo. Anche il tasso di disoccupazione ha mostrato un trend recessivo, passando dal 7.6% di gennaio al 9.5% di giugno. La produzione industriale, dal canto suo, ha registrato dati di crescita tendenziale negativa ininterrottamente da maggio 2008, arrivando a registrare -13.4% yoy a maggio 2009 ed, in generale, registrando le performance peggiori dalla depressione degli anni Trenta. Tuttavia, negli ultimi due mesi sono apparsi segnali incoraggianti (battezzati "Green Shoots"), che starebbero ad indicare come la recessione sia in fase di attenuazione, seppure lungi dall'essere terminata. Questi segnali confortanti sono dapprima arrivati sul fronte fiducia, con le varie survey (sia business che consumer) in miglioramento. Fra queste ricordiamo l'ISM manifatturiero che, dopo aver toccato il minimo dell'attuale ciclo economico a dicembre a 32.9, è salito ininterrottamente nei primi sei mesi dell'anno arrivando a 44.8 a giugno. Questi segnali hanno poi iniziato ad arrivare anche dai dati di economia reale, con il mercato del lavoro che ultimamente sta attenuando l'entità delle perdite e le vendite al dettaglio in rialzo a maggio. I problemi che l'economia americana si trova a dover affrontare sono comunque ancora tanti e la recessione, sia pure in fase di attenuazione, non si risolverà a breve. Infatti, l'indebitamento delle famiglie rimane elevato, con un rapporto debito/reddito al 130%, mentre la ricchezza netta è scesa del 21% nell'ultimo anno e mezzo. Di conseguenza, le famiglie stanno cercando di rendere meno rischiosa la propria situazione finanziaria personale ed aumentare i risparmi (il saggio di risparmio è infatti passato dallo 0% di aprile 2008 al 6.9% di maggio 2009). Questo ha fatto sì che buona parte degli stimoli fiscali arrivati nelle tasche dei cittadini americani sia risparmiata. Contemporaneamente, il programma di sgravi sta facendo lievitare il deficit federale, previsto raggiungere i 2 trl USD nell'anno fiscale 2009 e 1.8 trl nell'anno fiscale 2010, a causa della riduzione del gettito imputabile alla recessione ed al contemporaneo aumento della spesa pubblica. Di conseguenza, il debito pubblico in rapporto al PIL raddoppierà nei prossimi anni. In questo contesto, il 2009 ha visto un proseguimento del rallentamento dell'inflazione in corso dalla seconda metà del 2008, con il CPI headline passato dallo 0% yoy di gennaio al -1.3% yoy di maggio, crescita tendenziale minima da gennaio 1950, portando alla ribalta discussioni su una possibile emersione di fenomeni deflazionistici negli Stati Uniti. Pensiamo che l'attuale evoluzione dei prezzi negli Stati Uniti non possa definirsi come deflazione (cioè dati tendenziali di inflazione negativi autoalimentanti da aspettative di ulteriori cali nei mesi seguenti), ma solamente disinflazione, in quanto la correzione è interamente attribuibile alla componente Commodities, mentre nel comparto servizi non abbiamo registrato cali congiunturali dei prezzi. Inoltre, le aspettative di inflazione (sia nelle survey dei consumatori che quelle scontate dal mercato obbligazionario) sono in risalita e difficilmente potrà instaurarsi negli Stati Uniti lo stesso tipo di spirale deflazionistica che ha caratterizzato (ed in parte continua ancora ad interessare) l'economia giapponese. Contemporaneamente, la misura di inflazione preferita dalla Fed, il deflatore del PCE core, si è mostrata meno volatile ed ha addirittura accelerato modestamente da inizio anno, passando dall'1.7% yoy di gennaio all'1.9% yoy di aprile ed all'1.8% di maggio, rimanendo ampiamente nella cosiddetta "Comfort Zone" della Fed. In questo contesto, al fine di fornire liquidità ai mercati, la Fed ha introdotto strumenti innovativi come TAF (Term Auction Facility), TSLF (Term Securities Lending Facility), TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) e swap con le

altre principali banche centrali mondiali, simili alle azioni del settembre 2001 dopo gli attentati, incrementate e prorogate più volte. Fra gli strumenti alternativi di politica monetaria utilizzati dalla Fed ricordiamo anche le cosiddette politiche di "Credit Easing" che sfruttano l'espansione del bilancio della Fed come strumento di politica monetaria. Infatti, da gennaio la Fed ha iniziato l'acquisto di Agencies MBS per un totale finora deliberato di 1.25 trl quest'anno e di Agencies Debt fino ad un totale di 200 bln. A queste misure si è aggiunto da fine marzo l'acquisto di Treasuries a lunga, per un totale finora deliberato di 300 bln nel giro di sei mesi. Queste politiche monetarie alternative erano già state introdotte dalla Fed a partire dal 2008, affiancando gli strumenti tradizionali di politica monetaria oramai arrivati al capolinea. Infatti, al meeting del 16 dicembre 2008 i tassi ufficiali erano stati portati all'intervallo 0%-0.25%, minimo di sempre, implicitamente riconoscendo l'impossibilità di fissare in maniera più precisa un target.

L'economia **giapponese** è, fra i Paesi sviluppati, quella che ha risentito maggiormente della contrazione del commercio globale, vedendo una drastica contrazione delle esportazioni, arrivate a registrare una contrazione media del 44.1% yoy da inizio anno. Questo ha avuto pesanti ripercussioni sui dati di crescita, con il PIL del primo trimestre a -3.8% qoq. In pesante contrazione anche la domanda domestica, investimenti (capex) e consumi in particolare. Infatti, gli investimenti non residenziali sono risultati in contrazione dell'8.9% qoq dopo il -6.4% del quarto trimestre 2008 ed i consumi hanno registrato una contrazione dell'1.1% qoq sempre nel primo trimestre. Comunque, anche in Giappone Q1 2009 ha probabilmente segnato il punto peggiore dell'attuale recessione, arrivata nel Paese del sol Levante al quarto trimestre consecutivo. Infatti, i dati finora diffusi per il secondo trimestre hanno alimentato le speranze che il peggio della recessione sia oramai passato, con la produzione industriale che cresce ininterrottamente da marzo (+5.9% mom ad aprile e maggio dopo il +1.6% mom di marzo). Il miglioramento si è reso evidente anche nel sentiment, con la survey Tankan per il secondo trimestre in miglioramento per la prima volta dal 2006, pur rimanendo in territorio negativo (la fiducia delle grandi imprese manifatturiere è salita a -48 da -58 del primo trimestre). Le prospettive di vendita rimangono ancora deboli, ma è migliorata la valutazione delle imprese riguardo le condizioni per l'ottenimento di credito ed è diminuita l'incertezza riguardo le prospettive future, anche grazie ai pacchetti di stimoli lanciati dal governo. Non ci sono invece ancora segnali di miglioramento sul lato consumi, che continuano a soffrire. Infatti, i total cash earnings sono stati in calo del 2.9% yoy a maggio ed il tasso di disoccupazione in rialzo al 5.2% sempre a maggio, massimo dal 2003. Contemporaneamente, lo spettro deflazione è tornato a far sentire la propria presenza in Giappone, con il CPI nazionale core (ex fresh food) in calo dell'1.1% yoy a maggio, minima crescita tendenziale di sempre. Come accennato in precedenza, il governo di Aso, in carica da settembre 2008, ha cercato di fronteggiare la costante perdita di consensi approvando diversi pacchetti di stimoli. Infatti, fra dicembre 2008 e marzo 2009 sono stati varati tre piani di stimoli per complessivi 12 trl JPY (circa il 2% del PIL), diretti a supportare le famiglie, le piccole e medie imprese e le economie regionali. Questi piani non sembrano avere avuto effetti significativi, soprattutto a causa del modesto importo. E' stato quindi varato un ulteriore piano più consistente ad aprile, su indicazione dell'IMF, per un importo di 15.4 trl JPY (circa il 3% del PIL), che prevede supporti al mercato del lavoro, aiuti e credito alle imprese, incentivi per lo sviluppo di tecnologie Energy-efficient ed ambientali in generale, sostegno al welfare e all'istruzione ed, infine, incentivi ai consumatori per l'acquisto di auto ed elettrodomestici a basso impatto ambientale. Contemporaneamente, il governo ha annunciato l'intenzione di varare stimoli per un totale di 120 trl JPY entro il 2020.

Insieme al Giappone, la **Gran Bretagna** sta conoscendo una delle recessioni più pesanti fra i Paesi sviluppati. Ha infatti visto un'intensificazione della contrazione fra fine 2008 ed inizio 2009, con il primo trimestre 2009 che ha addirittura registrato una contrazione del 2.4% qoq, calo congiunturale più forte dal 1958. In termini tendenziali la crescita si è assestata a -4.9%, minimo dall'introduzione della rilevazione nel 1948. Le componenti che hanno frenato maggiormente la crescita sono state gli investimenti ed

i consumi. Gli investimenti hanno infatti subito una contrazione in tutti gli ultimi cinque trimestri, arrivando addirittura a registrare una contrazione del 7.5% nel primo trimestre 2009. Anche i consumi hanno accelerato l'entità della contrazione negli ultimi due trimestri, con un calo dell'1.2% qoq in Q1, massima contrazione da marzo 2007. Il net trade ha invece dato un contributo negativo alla crescita in Q1, a causa di una contrazione delle esportazioni (-6.1% qoq) più marcata di quella registrata dalle importazioni (-5.9% qoq). L'unica componente finora sempre in crescita è stata la spesa governativa, cresciuta dello 0.2% qoq in Q1 e addirittura dell'1.1% qoq in Q4 2008. Rispetto alle altre economie europee, quella britannica dipende in maniera preponderante dal settore dei servizi, in particolare quelli finanziari, colpito pesantemente dalla crisi del credito e minato dalle turbolenze nei mercati. Anche per l'economia d'oltremare il primo trimestre dell'anno ha probabilmente rappresentato il punto peggiore dell'attuale recessione e cominciano ad emergere segnali più confortanti, tanto che si parla di una crescita per il secondo trimestre che potrebbe addirittura registrare un valore positivo. Infatti, sia il PMI manifatturiero che quello dei servizi sono in ripresa dopo aver toccato il minimo dell'attuale ciclo economico a novembre 2008. In particolare, quello dei servizi ha registrato addirittura un valore al di sopra della soglia del 50 a maggio (51.7), lasciando quindi pensare all'inizio di un'espansione nel settore dei servizi. In questo contesto il Governo inglese ha varato un piano di stimoli fiscali a fine 2008 comprendente il taglio dell'IVA per 13 mesi a partire da dicembre 2008 dal 17.5% al 15.0% per stimolare i consumi, l'anticipo di 3 anni di spesa pubblica per infrastrutture per 3 miliardi complessivi e aiuti alle imprese per 7 miliardi. E' stato inoltre deciso di aumentare al 45% l'aliquota fiscale per i redditi superiori a 150mila sterline. A gennaio 2009 è stato deciso un nuovo piano di stimoli, in base al quale il governo si impegna a garantire i prestiti delle società di medie e piccole dimensioni per 20 miliardi di sterline. Se gli effetti di questi piani potrebbero essere in via di materializzazione sui consumi (vendite al dettaglio in rialzo a marzo ed aprile in termini congiunturali), dall'altra parte il budget deficit ha raggiunto il massimo livello di sempre a maggio (19.9 bln GBP) a causa della forte riduzione del gettito, imputabile sia alla riduzione dell'attività economica causata dalla recessione che al taglio dell'IVA citato. Nel complesso, il gettito è sceso del 10.8% yoy a maggio a fronte di un aumento della spesa del 7.4% yoy. Di conseguenza, il budget deficit è salito a 17.5 bln GBP da 10.6 GBP di aprile. L'indice dei prezzi al consumo ha risentito del taglio dell'IVA citato in precedenza e delle pressioni all'ingiù portate dalla recessione. Infatti, ha rallentato dal 3.0% yoy di gennaio al 2.2% yoy di maggio. Nel frattempo la Bank of England ha proseguito il sentiero di tagli iniziato a dicembre 2007 a causa dei rischi al ribasso per la crescita e dei rischi deflazione, decidendo altri due tagli da inizio anno per complessivi 100 bp, portando i tassi allo 0.50%, minimo livello di sempre. Una volta esauriti gli strumenti tradizionali della politica monetaria, la Bank of England ha ottenuto l'autorizzazione dal Tesoro ad imbarcarsi in un programma di Quantitative Easing, cioè di acquisti di asset per complessivi 125 bln GBP finanziato tramite le riserve della banca centrale. Lo scopo è quello di aumentare l'offerta di moneta e di credito e, di conseguenza, permettere all'inflazione di tornare a target nel medio termine. L'attuale recessione sembra essere stata il colpo definitivo per la già bassa popolarità del governo laburista di Gordon Brown, colpito da diversi scandali che hanno interessato i propri ministri e culminato con la sonora sconfitta alle elezioni europee di giugno. A questo punto sembra molto improbabile una rielezione laburista alle politiche di luglio 2010, con concrete possibilità di elezioni anticipate.

I Paesi emergenti dell'**America Latina** non sono stati immuni dal contagio della recessione globale e hanno mostrato gli effetti della ancora elevata dipendenza dai mercati di sbocco dei Paesi sviluppati, e dagli Stati Uniti in particolare. Si illustrano qui due casi peculiari, sia pure per diverse motivazioni, della crisi che sta attraversando l'America Latina.

**Argentina:** nonostante gli sforzi del Presidente Kristina Fernandez de Kirchner e del marito ex Presidente Nestor (attualmente alla guida del partito peronista al potere) nel negare il contagio della recessione globale all'Argentina, la prima metà 2009 ha visto un proseguimento della contrazione iniziata nella seconda metà 2008 anche nel Paese sudamericano. Infatti, il governo, dopo aver deciso nel 2008 il cambio di metodologia per

il calcolo dell'inflazione allo scopo di limitarne la crescita ufficiale, ha proseguito le proprie ingerenze nel lavoro dell'ufficio nazionale di statistica decidendo il cambio di metodologia anche per il calcolo del PIL. Nonostante questo, i dati ufficiali mostrano un netto rallentamento della crescita del PIL reale, a 2% yoy in Q1 2009, minima crescita dal 2002, mentre le stime disponibili da fonti private sono addirittura per una contrazione in termini tendenziali. Infatti, la produzione agricola ha visto un forte ridimensionamento a causa di una severa siccità (i raccolti di cereali sono risultati inferiori del 34% rispetto a quelli del 2008) e gli altri settori hanno patito l'impatto della debolezza della domanda sia domestica che estera. Contemporaneamente, la relativamente sostenuta spesa pubblica non è riuscita a compensare pienamente il calo nella parte privata della domanda domestica. Tuttavia, i dati più recenti mostrano un tentativo di stabilizzazione dell'attività economica. Ad esempio, la produzione industriale ha registrato due rialzi congiunturali consecutivi a marzo ed aprile, salendo del 9.2% mom e del 3.3% mom rispettivamente e portando così il calo tendenziale della produzione a -1.2% ad aprile dal -4.4% yoy di gennaio. In particolare, la produzione di auto sta salendo grazie al miglioramento visto nelle vendite di auto. In questo contesto, le attese sono per una contrazione dell'economia argentina nel 2009 nel suo complesso intorno al -2.5%, anche se con ogni probabilità i dati ufficiali mostreranno risultati meno deboli. Tuttavia, l'elevato interventismo del governo nell'economia del Paese (intensificatosi recentemente con la nomina di direttori scelti dal governo in imprese private e con il divieto posto dal governo al pagamento dei dividendi per alcune imprese) potrebbe scoraggiare gli investimenti privati e, di conseguenza, la ripresa dell'economia argentina nella seconda metà 2009 e nel 2010 potrebbe essere meno vivace rispetto a quanto previsto per altri Paesi dell'America Latina. Il saldo delle partite con l'estero è finora riuscito a mantenersi in surplus, grazie alla debolezza della domanda domestica che ha portato ad un calo delle importazioni più che compensando la contrazione dell'export. Infatti, le esportazioni sono in calo in termini tendenziali ininterrottamente da novembre 2008, toccando il minimo di -36% yoy a gennaio 2009. Anche le importazioni hanno rallentato, in maniera addirittura più pronunciata, passando dal -38% yoy di gennaio al -43% yoy di aprile, riflettendo la passata correzione dei prezzi delle materie prime, l'indebolimento dell'attività economica e le restrizioni all'import decise dal governo nel tentativo di proteggere l'industria domestica. Tuttavia, la principale fonte di tensione sui conti esteri dell'Argentina è rappresentata dai flussi di capitale: infatti, la banca centrale stima i flussi di capitali privati in uscita verso l'estero in 5.7 bln in totale in Q1 2009, riflettendo una mancanza di fiducia da parte degli operatori privati nella politica economica del governo e nella sostenibilità dell'attuale politica fiscale. Contemporaneamente, è proseguita la lenta, ma costante svalutazione del peso iniziata a metà 2008 e probabilmente la banca centrale continuerà a cercare di limitarne l'entità anche nei prossimi mesi. Il 28 giugno hanno avuto luogo le elezioni per il rinnovo di un terzo dei seggi al senato e per metà dei seggi alla camera bassa. Le elezioni, inizialmente programmate per ottobre, sono state anticipate dal Presidente Kristina Fernandez de Kirchner nel tentativo di porre un rimedio al costante declino di popolarità proprio e del marito ex presidente. Questo non è bastato ad evitare la sconfitta elettorale: infatti, dai risultati preliminari delle elezioni provenienti dalla provincia di Buenos Aires, nelle elezioni per il rinnovo della camera bassa la coalizione Union-PRO guidata da Francisco de Narvaez ha ottenuto il 35% dei consensi, mentre la coalizione al governo (Front for Victory) guidata da Kirchner solamente il 32%. Lo stesso Mr. Kirchner ha ammesso la sconfitta e, sia pure difficilmente le dinamiche a breve di politica economica cambieranno (i nuovi parlamentari eletti si insedieranno solamente il 10 dicembre), questa sconfitta potrebbe essere il preludio affinché il partito peronista presenti un unico candidato alle presidenziali del 2011, probabilmente non una persona vicina ai Kirchner a questo punto. Infatti, in seguito al risultato elettorale, Mr. Kirchner si è dimesso da capo nazionale del partito peronista ed ha indicato il governatore di Buenos Aires Daniel Scioli come proprio successore alla guida del partito. Una delle chiavi nel capire la sconfitta elettorale dei Kirchner è rappresentato dalla situazione del mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione salito in alcuni suburbs di Buenos Aires fino al 17% e con il 40% della popolazione al di sotto della soglia di povertà. Menzione a parte merita la situazione dell'inflazione nel Paese sudamericano, con

l'attendibilità dei dati ufficiali diminuita in maniera consistente dopo che nel 2008 l'amministrazione Kirchner ha avviato una pesante ingerenza sugli indici relativi ai prezzi al consumo pubblicati dall'INDEC, l'istituto nazionale di statistica (sono infatti state sostituite delle persone all'interno dell'INDEC con altre gradite ai Kirchner). Viene quindi stimato da fonte private un indice "vero" di inflazione, parallelo a quello ufficiale, che ha raggiunto il picco a fine 2008 intorno al 30% e che dovrebbe rallentare fino al 15%-20% a maggio 2009, restando comunque ben al di sopra dei dati ufficiali, che vedono il CPI al 5.5% a maggio contro un 6.8% yoy di gennaio.

Un caso peculiare all'interno della regione è rappresentato dall'economia messicana, per la quale il 2009 si è aperto sotto una luce particolarmente negativa, con la crescita reale sprofondata in territorio negativo nel primo trimestre, a -8.2% yoy, risentendo dell'effetto combinato di impatto della recessione americana (con conseguente calo dell'attività della Maquilladora e delle rimesse degli emigranti), di correzione delle materie prime (le esportazioni di petrolio contano per circa il 14% di tutte le esportazioni) e di contrazione del trade globale. I problemi si sono intensificati ulteriormente nel corso del secondo trimestre, con l'emergenza della Swine flu e le conseguenti chiusure stabilite dal governo per evitare il contagio di massa (a Città del Messico è stata decisa la chiusura prolungata di tutti i luoghi pubblici con l'eccezione di limitati servizi di prima necessità). Infatti, gli indicatori di occupazione degli hotel ed il traffico passeggeri nei principali aeroporti hanno mostrato significative battute d'arresto sia ad aprile che a maggio. Questi controlli da parte del governo hanno iniziato ad essere attenuati nel corso del mese di maggio, una volta che il pericolo di pandemia è apparso evitato, ma la crescita del secondo trimestre nel suo complesso dovrebbe risultare peggiore di quanto visto nel primo ed il 2009 nel suo complesso si avvia a registrare la peggiore performance di crescita dal 1932, anche se la seconda metà dell'anno dovrebbe iniziare a mostrare segnali di miglioramento. Nonostante l'attuale recessione si stia rivelando meno gravosa per l'economia messicana rispetto ad altre passate (in quanto non accompagnata da crisi finanziarie o fiammate inflazionistiche specifiche nel Paese), ha messo in luce l'elevata dipendenza dell'economia messicana dagli US ed i suoi limiti nel perseguire politiche fiscali anticicliche. Al momento l'attenzione si sta spostando verso le elezioni del 5 luglio, quando sarà rinnovata parte dei seggi del Congresso insieme ai governatori di sei Stati. Gli ultimi poll danno in testa il partito di centro-sinistra PRI, attualmente all'opposizione, che pare trarre vantaggio dall'attuale crisi economica. Se il PAN (partito di destra al governo) dovesse invece riportare risultati migliori delle attese, il governo potrebbe avere maggiore potere contrattuale nella negoziazione del budget e nell'adozione di misure per alleviare il deficit di bilancio per quest'anno. Questo risulta particolarmente importante nell'attuale situazione in quanto vi è il rischio di downgrade del rating per il debito sovrano del Messico se il governo non riuscirà a ridurre la dipendenza del proprio budget dalle entrate correlate alle esportazioni di petrolio. Buone notizie arrivano invece sul fronte dei conti con l'estero, grazie alla debolezza della domanda domestica e, soprattutto, alla ripresa dei prezzi delle materie prime, e del petrolio in particolare, rispetto a fine 2008. Infatti, dopo aver rallentato fino a toccare una crescita di -35.6% yoy ad aprile, a maggio le esportazioni hanno iniziato a contenere le perdite rialzando leggermente la testa a -32.8% yoy e questo trend dovrebbe continuare in maniera più accentuata nei prossimi mesi. Più preoccupante, invece, la situazione del mercato del lavoro, con il numero di disoccupati registrati presso l'IMSS (Istituto di Sicurezza Sociale) che ha superato i 15 milioni ed il tasso di disoccupazione al 6.1% a maggio, massimo dall'introduzione della rilevazione. Contemporaneamente, la crescita dei salari nominali ha rallentato notevolmente e si è posta in territorio negativo a gennaio e febbraio, registrando addirittura una crescita di -2.2% yoy a febbraio. Comunque, si è stabilmente assestata al di sotto dell'inflazione, che ha registrato una media di 6.1% da inizio anno. L'unico elemento positivo in questo contesto è il rallentamento dell'inflazione nel settore servizi, scesa dal 4.8% yoy di gennaio al 4.2% yoy di maggio. Un'altra fonte di reddito in rallentamento, sia pure minore delle attese, è costituita dalle rimesse dei lavoratori messicani all'estero, soprattutto dagli US. Infatti, nel 2008 nel suo complesso, queste sono scese del 3.6% yoy medio contro il +9.8% yoy del 2007. Nei primi quattro mesi del 2009 le rimesse sono in calo più pesante, dell'8.7% rispetto allo

stesso periodo del 2008. In questo contesto, la banca centrale ha tagliato i tassi ininterrottamente da inizio anno, portandoli dall'8.25% del 1 gennaio al 4.75% di fine semestre, nel tentativo di supportare la crescita, anche se gli effetti di questi tagli sono stati finora controversi. Infatti, i tassi applicati dalle banche sulle carte di credito e sui mutui restano più elevati di quelli applicati a fine 2008.

Anche nell'**Area Pacifico** si è assistito a pesanti ripercussioni della recessione globale, esasperate dalla natura prevalentemente export-oriented delle economie dell'area, con anche i Paesi a crescita più rapida dell'area che hanno mostrato scricchiolii. Questi i casi più significativi.

**India:** la crescita indiana è risultata sopra le attese nel primo trimestre 2009 (ultimo trimestre dell'anno fiscale 2008, iniziato ad aprile 2008 e terminato a marzo 2009), registrando una crescita del 5.8% yoy, stesso risultato dell'ultimo trimestre 2008. Questo dato ha beneficiato di una forte spesa governativa, che ha compensato, almeno parzialmente, la correzione del settore manifatturiero (-1.4% yoy). Hanno invece mostrato una buona performance il settore agricolo (2.7% yoy), grazie ad un raccolto molto ricco, il settore costruzioni (6.8% yoy) e quello dei servizi (6.3% yoy). Si tratta del secondo trimestre consecutivo di crescita inferiore al 6% ed in netto rallentamento rispetto all'8.6% del primo trimestre 2008. In ogni caso la crescita è riuscita ad assestarsi ad un rispettabile 6.7% per l'anno fiscale 2008 nel suo complesso, pur in netto rallentamento rispetto al 9% dell'anno fiscale 2007. Sembra comunque che la fase più acuta del rallentamento economico sia alle spalle e che si stia preparando il terreno per una ripresa, come emerge dall'indicatore di fiducia del comparto manifatturiero (PMI), tornato in area di espansione ad aprile dopo essere rimasto in area di contrazione per cinque mesi consecutivi. Tale indicatore si è poi mantenuto in territorio di espansione anche a maggio e giugno. A conferma del miglioramento in atto, la produzione industriale e la produzione di infrastrutture hanno registrato una buona performance ad aprile, accelerando rispetto al mese precedente. Rimangono però sacche di debolezza in alcuni settori dell'economia, come il continuo calo sia nelle importazioni che nelle esportazioni (del 28% yoy e del 26% yoy in media nei primi quattro mesi dell'anno), causato dal rallentamento globale e dal conseguente congelamento del commercio globale. Nel frattempo, le pressioni inflazionistiche si sono attenuate rispetto all'anno precedente, grazie alla correzione dei prezzi dei beni energetici ed alimentari, favorendo il rallentamento dell'indice dei prezzi all'ingrosso dal 5.3% yoy della prima settimana di gennaio a -1.6% yoy nella prima settimana di giugno. In questo contesto, nei primi mesi dell'anno la Reserve Bank of India ha rivisto al ribasso le aspettative di crescita per il Paese, tagliando di conseguenza i tassi di interesse per stimolare l'economia. La banca centrale indiana ha infatti tagliato i tassi di interesse di complessivi 175 bp da dicembre 2008, portandoli ad aprile al 4.75% ed ha deciso anche un taglio del coefficiente di riserva obbligatoria, portandolo da 5.5% di fine 2008 a 5.0% a gennaio 2009. Contemporaneamente, il partito al governo (The India National Congress Party) ed i suoi alleati hanno messo a segno una vittoria convincente nelle elezioni di giugno, preparando quindi il terreno per un piano di riforme. Il nuovo governo sembra infatti favorevole al varo di una legge che dovrebbe rendere l'istruzione obbligatoria per i ragazzi di età compresa tra 6 e 14 anni, vista come passo importante verso la formazione di manodopera locale specializzata.

Contemporaneamente, l'economia **cinese** sembra essere direzionata verso una ripresa dopo che nel primo trimestre 2009 ha proseguito il trend di rallentamento iniziato nella seconda metà del 2007, registrando un'espansione del 6.1% yoy, minima crescita tendenziale dal quarto trimestre 1999. I primi dati mensili diffusi per aprile e maggio indicano infatti che la domanda domestica si è mantenuta piuttosto robusta. Hanno registrato una buona performance non solo gli investimenti in infrastrutture finanziati dal Governo (gli investimenti in infrastrutture urbane sono cresciuti a maggio del 32.9% yoy, in costante accelerazione dai primi due mesi dell'anno, quando erano in crescita del 26.5% yoy), ma anche il settore immobiliare privato. Sono inoltre cresciute le vendite al dettaglio, in forte accelerazione dall'11.6% yoy di febbraio al 15.2% yoy di maggio, spinte in particolare dai forti acquisti di auto favoriti dagli stimoli governativi. Il miglioramento delle condizioni della domanda domestica è stato confermato anche dalla produzione industriale, che, dopo il rallentamento re-

gistrato a marzo ed aprile, a maggio è tornata ad accelerare (8.9% yoy), anche se non ai livelli di febbraio (11% yoy). La survey di fiducia delle imprese manifatturiere (PMI manifatturiero) si è inoltre confermata a maggio al di sopra della soglia del 50 per il terzo mese consecutivo, indicando quindi un'espansione del comparto manifatturiero. Al contrario degli altri principali Paesi dell'area, in Cina c'è stata una forte ripresa dell'attività di prestiti bancari, che ha contribuito a favorire la ripresa delle attività industriali. Nei primi cinque mesi del 2009 sono infatti stati concessi prestiti bancari per 5800 miliardi RMB, dopo che in tutto il 2008 erano stati concessi prestiti per 4900 miliardi RMB. Cattive notizie vengono invece dal mercato del lavoro e dalle esportazioni. Il tasso di disoccupazione sta infatti salendo dal quarto trimestre 2008, arrivando a 4.3% nel primo trimestre 2009 dal 4.0% del terzo trimestre 2008. Come anticipato, le esportazioni hanno continuato a registrare una performance disastrosa nei primi cinque mesi dell'anno, segnando una contrazione di -26.4% yoy a maggio, il calo più forte degli ultimi 30 anni. Il forte rialzo del sottoindice dei nuovi ordinativi di esportazioni della survey manifatturiera (PMI) mostra comunque segnali incoraggianti per le esportazioni nei prossimi mesi, che dovrebbero essere favorite anche dalla riduzione dei dazi sulle esportazioni in vigore dal 1 giugno. In questo contesto, l'indice dei prezzi al consumo è entrato in territorio negativo a febbraio, spinto dal calo del prezzo delle materie prime e da un effetto confronto negativo con febbraio 2008, quando era stata registrata un'impennata dei prezzi al consumo a causa delle tempeste di neve e del Capodanno cinese (caduto invece in gennaio nel 2009). L'inflazione si è mantenuta in territorio negativo anche nei mesi seguenti, arrivando a registrare -1.4% yoy a maggio, in modesta accelerazione dal -1.5% yoy di aprile. Le pressioni al ribasso sui prezzi dovrebbero comunque attenuarsi nei prossimi mesi. Il prezzo dei beni alimentari, ad eccezione di quello della carne di maiale, ha infatti ripreso a salire e pressioni al rialzo vengono anche dall'aumento del prezzo delle commodities. La PBoC (People Bank of China) ha mantenuto i tassi invariati da inizio anno, concludendo il ciclo di easing intrapreso nella seconda metà del 2008 per combattere il rallentamento economico.

Grazie agli stimoli fiscali, il PIL della **Corea del Sud** ha registrato una crescita reale dello 0.1% qoq nel primo trimestre 2009, dopo una contrazione del 5.1% qoq nell'ultimo trimestre 2008, evitando così di entrare in recessione tecnica. In termini tendenziali, però, la crescita ha registrato un peggioramento consistente, passando dal -3.4% yoy del quarto trimestre 2008 al -4.3% yoy nel primo trimestre 2009. Dal dettaglio emerge come abbiano registrato una contrazione in termini tendenziali i consumi privati, gli investimenti fissi, le esportazioni e le importazioni. Dopo la debole performance dei primi tre mesi dell'anno, l'economia della Corea del Sud sembra aver dato segnali piuttosto positivi all'inizio del secondo trimestre. Ad esempio, la survey di fiducia delle imprese ha continuato a migliorare ad aprile e segnali di ripresa vengono anche dai primi dati di economia reale per il mese. Ad aprile, infatti, la produzione industriale ha continuato a registrare una crescita positiva, anche se in modesto rallentamento dal mese precedente, ed il settore dei servizi ha segnato una buona performance dopo un calo a marzo. L'attività industriale è stata trainata principalmente da un miglioramento delle consegne di semiconduttori e di beni high-tech che hanno aiutato a fare diminuire i livelli di scorte. Anche per i consumi ci sono stati segnali positivi nei primi mesi del secondo trimestre: le vendite nei department store hanno infatti registrato tassi di crescita positivi sia ad aprile (+2.8% yoy) che a maggio (+5.4% yoy). La survey di fiducia dei consumatori è inoltre migliorata a maggio, salendo sopra 100 per la prima volta dall'introduzione della rilevazione a luglio 2008. Sul fronte del commercio con l'estero, le esportazioni sono crollate del 24.4% yoy in media nei primi quattro mesi dell'anno, riflettendo l'indebolimento della domanda globale. Anche le importazioni, comunque, hanno corretto, scendendo del 34.9% yoy nei primi quattro mesi del 2009, rallentando costantemente dal -31.5% yoy di gennaio al -40.4% yoy di maggio. Il risultato della bilancia commerciale è quindi passato da un deficit a gennaio (-3,63 miliardi USD) ad un surplus a maggio (+5,15 miliardi USD). In particolare, il crollo delle esportazioni è stato in parte arginato all'inizio dell'anno dall'indebolimento del won coreano (KRW), che ha registrato un deprezzamento del 25% dall'inizio di gennaio alla fine di febbraio, proseguendo la tendenza iniziata nel 2008 quando si era svalutato del 34%. Il KRW ha iniziato a riapprezzarsi da marzo, registrando un rafforzamento

del 18% da marzo alla fine di giugno. Nel tentativo di proteggere la valuta domestica, nel 2008 le autorità del Paese avevano usato le riserve di valuta straniera, causando una loro notevole riduzione. Tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009, però, tale tendenza si è invertita. A fine dicembre 2008 è stato infatti registrato il primo aumento di riserve di valuta straniera dopo otto cali consecutivi, e la tendenza al rialzo è continuata anche nei mesi seguenti fino a maggio. Nel frattempo, le pressioni inflazionistiche hanno continuato il rallentamento iniziato nella seconda metà 2008, passando da 3.4% yoy a gennaio a 2.7% yoy a maggio, principalmente grazie alla diminuzione dei prezzi energetici ed al rafforzamento del KRW negli ultimi mesi. In questo contesto, la Bank of Korea ha effettuato due tagli dei tassi di interesse di 50 bp l'uno nei primi due mesi del 2009, portandoli a 2.0% da 3.0%, nel tentativo di stimolare l'attività economica.

La **Tailandia** è stata fra i Paesi asiatici maggiormente colpiti dall'attuale recessione. Infatti, il PIL ha mostrato una contrazione dell'1.9% qoq in Q1 dopo il -6.1% qoq di Q4 2008, con gli investimenti ed i consumi privati in contrazione del 15.8% yoy e del 2.6% yoy rispettivamente nel primo trimestre dell'anno, risultato peggiore dal 1999. La Thailandia è anche stato il Paese asiatico che ha visto il maggiore decumulo di scorte nel primo trimestre. Le evidenze già disponibili per il secondo trimestre mostrano un output in stabilizzazione, anche se il PIL reale si riprenderà probabilmente in maniera soltanto graduale. Ad esempio, le vendite di auto sono rimbaltate di quasi il 10% mom ad aprile e sono risultate flat in termini congiunturali a maggio dopo il -15% qoq del primo trimestre, tenendo conto degli aggiustamenti per le stagionalità. Anche il gettito della VAT ha rimbaltato quasi del 10% a marzo ed aprile dopo il -17% mom di febbraio. Sul fronte del commercio con l'estero le notizie non sono altrettanto incoraggianti, con sia le esportazioni che le importazioni che ad aprile registrano sostanzialmente la stessa crescita di gennaio (-25.2% yoy contro il -25.25% yoy di gennaio per le esportazioni e -36.4% yoy contro il -36.5% yoy di gennaio per le importazioni). Rimane comunque l'attesa di risultati migliori nei prossimi mesi, grazie alla concentrazione delle esportazioni nei comparti auto, elettronica e turismo. Fra le notizie meno incoraggianti si segnala anche la continua contrazione dei prestiti bancari, con la domanda di credito ancora debole. Infatti, l'ultimo report della banca centrale riguardo le condizioni di credito mostra attese di ulteriore restringimento degli standard creditizi, di domanda di prestiti al consumo invariata e solo in modesto aumento nel secondo trimestre per i prestiti alle imprese. Ancora in sensibile peggioramento il budget deficit, che dovrebbe raggiungere il 7% nell'anno fiscale 2009 (iniziato il 1 ottobre 2008 e che si concluderà il 30 settembre). La maggior parte di questo deficit è stata accumulata nei primi sei mesi dell'anno fiscale in corso, quindi le speranze sono per risultati non altrettanto disastrosi nei prossimi mesi. Nonostante l'entità del budget deficit, il governo ha ottenuto dal parlamento l'autorizzazione per un piano di spese in infrastrutture per un valore complessivo di 1.4 trl THB (16% del PIL) da attuarsi fra settembre 2009 e dicembre 2011 nel tentativo di sostenere la domanda domestica. In questo contesto, l'inflazione è scesa in territorio negativo in termini tendenziali da gennaio, fino ad arrivare a toccare -3.3% yoy a maggio, beneficiando di effetti confronto favorevoli e di alcune decisioni governative, come l'eliminazione delle rette scolastiche per tutte le scuole pubbliche e per alcune scuole private. La banca centrale, dal canto suo, ha tagliato i tassi dal 2.75% di inizio anno fino all'attuale 1.25%, minimo di sempre. Sul fronte politico i rischi di instabilità stanno gradualmente diminuendo, grazie all'accordo fra governo ed opposizione su argomenti chiave ed al contemporaneo calo del seguito di Thaksin dopo le proteste di aprile. Nel frattempo, si stanno avviando riforme costituzionali per ridurre l'influenza militare in politica, in modo che il governo possa avere la stabilità necessaria per implementare il proprio programma di investimenti in infrastrutture.

L'**Europa dell'Est** è salita alla ribalta delle cronache nei primi mesi del 2009 a causa dell'esposizione delle banche dell'Europa occidentale, fra cui quelle italiane, verso i Paesi dell'area, in gravi difficoltà a causa della recessione e della crisi finanziaria globali. In alcuni casi si è arrivati all'ottenimento di prestiti dall'IMF e comunque il rischio default per i Paesi di quest'area sembra per il momento essere scongiurato. Esempio fra questo gruppo di Paesi la situazione della **Russia**, dove l'attività economica ha mostrato un fortissimo rallentamento nel primo trimestre 2009, regi-

strando un calo del 9.8% yoy, che rappresenta la contrazione tendenziale più forte dall'ultimo trimestre 1998 ed il primo dato negativo dal 1999. I settori maggiormente colpiti sono stati il manifatturiero e le costruzioni, mentre uno dei comparti che ha registrato una correzione meno pesante è stato quello dell'attività estrattiva. L'aumento del prezzo del petrolio da circa 40 dollari al barile di inizio anno a circa 70 dollari al barile a giugno dovrebbe infatti aver favorito le società petrolifere. La correzione della produzione industriale è comunque continuata anche ad aprile e maggio, quando il tasso di crescita tendenziale ha registrato il minimo di sempre (-17.1% yoy), ma potrebbe essere vicina ad una stabilizzazione in quanto la survey sulla fiducia delle imprese manifatturiere (PMI) sta manifestando un miglioramento già dall'inizio dell'anno. Una delle conseguenze dell'attuale fase di brusco rallentamento economico è stata una forte crescita del tasso di disoccupazione, salito ad aprile al 10.2%, massimo dal 2000. Questo, unito alla riduzione dei salari reali dei primi mesi del 2009, ha causato un calo dei consumi. Le vendite al dettaglio reali hanno infatti mostrato tre cali tendenziali consecutivi da febbraio ad aprile (-3.9% yoy in media in questi tre mesi), registrando i primi dati di crescita negativi dal 1999. Sembra quindi che le misure di stimolo fiscale non siano riuscite finora ad arginare la contrazione della domanda domestica. In questo contesto è stata registrata una contrazione del surplus della bilancia commerciale nei primi mesi del 2009 rispetto al 2008. Sono infatti crollate sia le importazioni che le esportazioni nei primi quattro mesi dell'anno (del 38% yoy e del 47% yoy rispettivamente in media) a causa del congelamento del commercio globale. Nel contempo, l'indice dei prezzi al consumo ha iniziato a rallentare ad aprile e maggio, mantenendosi comunque ad un tasso di crescita a doppia cifra (12.3% yoy a maggio). L'attenuazione delle pressioni inflazionistiche, favorita dalla diminuzione dei prezzi dei beni alimentari, ha permesso alla banca centrale di effettuare tre tagli dei tassi di interesse di 50 bp ciascuno a partire da febbraio. I tassi sono così passati da 13.0% di inizio anno a 11.5% a giugno. A inizio anno è stato inoltre allargato il margine di fluttuazione ammesso per il rublo contro il paniere di riferimento dollaro-euro, in modo da ammettere un ulteriore deprezzamento del 10% del rublo. Dopo un forte deprezzamento della valuta nei primi due mesi dell'anno, comunque, il rublo ha registrato un apprezzamento significativo che l'ha quasi riportato ai valori di inizio anno.

**Relazione degli Amministratori sulla gestione del Fondo**

Per quanto riguarda il commento sui mercati si rimanda alla Relazione degli Amministratori.

**Il Fondo**

Il primo semestre 2009 ha avuto un andamento dei mercati azionari dicotomico: fino alla seconda metà di marzo una caduta senza freni a causa delle negative previsioni sulla crescita economica e, in particolare, per quanto riguarda l'Europa il rischio di un'implosione dei paesi dell'Europa dell'Est.

Gli Stati e le Banche Centrali hanno proseguito nella politica di interventi massicci a sostegno delle economie e del settore finanziario.

Il pessimismo che aveva raggiunto livelli eccessivi è stato la molla per il rialzo che si è sviluppato successivamente; dai minimi i mercati hanno recuperato fra il 40% e il 50% con una intensità particolarmente elevata nel corso dei mesi di marzo e aprile. Successivamente, gli eccessi sono stati riassorbiti sia a livello geografico che settoriale.

Le materie prime hanno visto un recupero consistente dai minimi che erano stati toccati verso la fine del 2008 a causa delle liquidazioni forzate da parte degli investitori più speculativi. Un sostegno è venuto anche dalla Cina che ha approfittato dei prezzi contenuti per riaccumulare scorte di materie prime, anche alla luce di una crescita economica superiore alle attese.

Il petrolio dai minimi di gennaio intorno ai 34\$ si è riportato alla fine del primo semestre sopra i 70\$, nonostante la negativa congiuntura macroeconomica a livello globale.

Non vi sono grandi differenze di rendimento a livello geografico al termine del semestre, se non per i mercati emergenti +40,43% in Euro (MSCI Emerging Markets) che, dopo essere stati i peggiori nel corso del 2008, hanno generato la miglior performance fra i mercati azionari nella prima metà dell'anno; l'MSCI World Index ha guadagnato il 10,24% in Euro; il Giappone è salito del 4,08% in Euro (MSCI Japan), l'Europa dell' 8,75% in Euro (MSCI Europe) e gli Stati Uniti dell'8,36% in Euro (S&P500).

A livello settoriale si riflette la dinamica descritta sopra: i peggiori settori sono stati quelli che si erano dimostrati difensivi nel corso del 2008, ovvero utilities, telecomunicazioni, farmaceutici e consumi non discrezionali. Tra i migliori settori si segnalano invece le materie prime, seguite dall'infotech e dai consumi discrezionali.

Nel breve arco di 6 mesi i mercati obbligazionari sembrano aver vissuto 2 differenti epoche: una dai connotati recessivi e deflativi ed una dai connotati tipici dei periodi pre-ripresa economica e vigilia inflativa. I rendimenti, soprattutto sulle scadenze più lunghe hanno fatto registrare oscillazioni in alcuni casi fortissime (in Usa in titolo decennale ha visto salire il proprio rendimento dal 2,10% al 3,60%, passando per un picco del 4%) ed in altri casi notevoli movimenti (sulla scadenza decennale il rendimento è passato in Eurozona dal 2,95% di inizio anno al 3,45% di fine semestre, passando però per un picco del 3,70%, e in Uk dal 3% al 3,70%, passando per un picco al 4%).

Le ragioni di questa volatilità sono molteplici: innanzitutto i timori che potesse aprirsi una stagione di ripresa inflazionistica come conseguenza della liquidità immessa sul mercato; in secondo luogo il completamente mutato giudizio, in positivo, circa l'efficacia delle azioni di politica monetaria e fiscale sulle economie mondiali; infine i crescenti timori sull'andamento dell'ammontare dei debiti pubblici, conseguenza delle enormi manovre fiscali pro-cicliche. La prima motivazione è quella di gran lunga preponderante, prova ne è il fatto che l'inflazione media attesa per i prossimi 10 anni è passata in Usa dallo 0,10% all'1,80% ed in Eurozona dall'1,65% all'1,80% (in questo caso, dopo che a febbraio si era arrivati a stimare un valore di 1,20%).

Queste evoluzioni dei mercati obbligazionari e, in prima battuta, delle aspettative che li hanno guidati non ha ovviamente mancato di produrre effetti sul mercato dei cambi. Ad una prima fase caratterizzata dall'avversione al rischio – che ha favorito dollaro e yen – è seguita una seconda fase di aumento della propensione al rischio che ha favorito le divise emergenti e, indebolendo il dollaro, ha finito per premiare contro quest'ultimo anche l'euro. Il cambio euro/dollaro, spinto prima al ribasso dalla prima forza (avversione al rischio) è passato da 1,41 a 1,26 e poi

spinto al rialzo dalla seconda (propensione al rischio) ha riconquistato a fine semestre lo stesso 1,41 di inizio anno. Opposto è stato l'andamento di yen e sterlina contro euro: nel semestre il primo ha perso circa il 6%, la seconda ha invece guadagnato circa il 12%.

La forte volatilità sia sui tassi di interesse che sui cambi si è ovviamente tradotta in forte volatilità sulle performance dei fondi: in particolare, vista la direzionalità dei rendimenti, l'impatto è stato generalmente negativo sulla parte obbligazionaria mentre è stato più contrastato sul versante dell'esposizione valutaria.

Il fondo è partito in data 16 febbraio 2009 con un profilo estremamente cauto, quasi esclusivamente investito in strumenti del mercato monetario e obbligazionario in euro e in dollari americani, la cui esposizione sul tratto più lungo della curva dei rendimenti ha causato un rendimento negativo. Nel corso del periodo si è gradualmente azzerata l'esposizione al dollaro americano e ridotta notevolmente l'esposizione al rischio di tasso di interesse a beneficio dell'incremento della quota in investimenti azionari, sui mercati giapponese, europeo, americano e mercati emergenti in genere. Questa scelta è stata dettata dal miglioramento dei dati macroeconomici e dagli utili aziendali che causavano un irripedito della curva, che causava un calo dei prezzi obbligazionari, infatti si riteneva che la parte più acuta della crisi fosse passata e che i mercati potessero cominciare a premiare l'investimento in attività più rischiose.

Dopo la forte volatilità che ha caratterizzato i mercati azionari nel semestre appena trascorso, con correzioni e altrettanti recuperi, il mercato sta vivendo oggi una fase interlocutoria in quanto, anche se i dati macroeconomici per le componenti aspettative sono in miglioramento, quelli di economia reale non hanno ancora espresso tale ottimismo. Tuttavia è probabile che, prendendo come base di riferimento i pessimi risultati societari del 2008, nel secondo semestre potrebbero essere diffusi dati macroeconomici e finanziari relativamente forti, che potrebbero avere l'effetto di innescare improvvisi recuperi dei corsi azionari, ma tali recuperi potranno essere mantenuti solo in presenza di una crescita economica sostenibile. La politica di investimento sarà quindi caratterizzata da un approccio difensivo monitorando attentamente sia i dati macroeconomici che quelli societari.

In relazione al mercato obbligazionario, la divergenza tra attese da parte del mercato e dati reali, che è stata molto importante nel primo semestre, sarà altrettanto determinante nella seconda metà dell'anno. Il mercato del lavoro non sta migliorando e la disoccupazione in salita avrà un effetto diretto negativo sui consumi. Con una prevedibile domanda debole nemmeno l'inflazione può considerarsi un problema per il futuro immediato. Di conseguenza, non sono attesi rialzi dei tassi d'interesse ufficiali nel corso del secondo semestre ed il prevedibile rientro delle aspettative di rialzo dei tassi d'interesse dovrebbe comportare una riduzione dell'inclinazione delle curve dei rendimenti ed una discesa dei tassi reali.

**Dati di Patrimonio Netto, Raccolta e Performances**

	Patrimonio Netto (mln €)		Raccolta Netta al 30.06.2009 (mln €)	Performances al 30.06.2009
	30/12/2008	30/06/2009		
Fondo	n.p. (*)	6	6	-0.10%
(*) Fondo operativo dal 16 febbraio 2009				

**SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2009		Situazione a fine esercizio precedente (*)		PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2009	Situazione a fine esercizio precedente (*)
	Valore complessivo	In % del totale attività	Valore complessivo	In % del totale attività		Valore complessivo	Valore complessivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>					<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
A1. Titoli di debito					<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
A1.1 Titoli di Stato					<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
A1.2 Altri					L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
A2. Titoli di capitale					L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
A3. Parti di O.I.C.R.					<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>		
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>6.059.014</b>	<b>95,361</b>			M1. Rimborsi richiesti e non regolati		
B1. Titoli di debito					M2. Proventi da distribuire		
B2. Titoli di capitale					M3. Altri		
B3. Parti di O.I.C.R.	6.059.014	95,361			<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>12.267</b>	
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>					N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	11.922	
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia					N2. Debiti di imposta	345	
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati					N3. Altre		
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati					<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>12.267</b>	
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>					<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>6.341.529</b>	
D1. A vista					<b>Numero delle quote in circolazione</b>	1.269.535,563	
D2. Altri					<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>4,995</b>	
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>							
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>285.876</b>	<b>4,499</b>					
F1. Liquidità disponibile	285.876	4,499					
F1.1 in Euro	285.876	4,499					
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare							
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare							
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>8.906</b>	<b>0,140</b>					
G1. Ratei attivi	1.278	0,020					
G1.1 Interessi attivi su disponibilità liquide	1.278	0,020					
G2. Risparmio d'imposta	1.696	0,027					
G2.1 Risparmio d'imposta d'esercizio	1.696	0,027					
G3. Altre	5.932	0,093					
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>6.353.796</b>	<b>100,000</b>					

  

Movimenti delle quote nel semestre	
Quote emesse	1.269.711,176
Quote rimborsate	175,613

(\*) Fondo non operativo il 30/12/2008

(\*) Fondo non operativo il 30/12/2008

L'elenco analitico degli strumenti finanziari detenuti dal Fondo risulta essere il seguente:

Denominazione	Divisa	Controvalore	Percentuale sul totale attività
GESTIELLE CED/85-31-12-50/DIS	EUR	1.019.163	16,040
GESTIELLE MT EURO-31.12.50/CAP	EUR	858.532	13,512
GESTIELLE BT EUR/-31.12.50/CAP	EUR	858.500	13,512
GESTIELLE EUR.A/PAR.97-2050/ACC	EUR	676.661	10,650
GESTIELLE LT EURO/-ACCUM.-	EUR	575.601	9,059
GESTIELLE PACIFICO/-ACCUM.	EUR	469.450	7,389
GESTIELLE ITALIA -31.12.50/CAP	EUR	286.933	4,516
GESTIELLE CASH EURO 2050 / CAP	EUR	280.149	4,409
GESTIELLE OBBLIG CORP A/-ACC-	EUR	243.282	3,829
GESTIELLE TOTAL RET/2050/-ACC-	EUR	178.297	2,806
GESTIELLE AM.A/QDP96-2050 ACC	EUR	140.522	2,212
GESTIELLE BD.DOL/-31.12.50/CAP	EUR	124.982	1,967
GESTIELLE INTERN.A/90-2050/CAP	EUR	117.312	1,846
GESTIELLE CINA/-ACCUM.	EUR	116.079	1,827
GESTIELLE EM.MARK./95-2050/CAP	EUR	110.881	1,745
GESTIELLE OBBL.INT.A/97-50-ACC	EUR	2.670	0,042