

Panoramica sui mercati

Aprile 2010

Si è attenuato l'attrito a breve termine nei confronti dei deficit sovrani, ma restano i problemi a lungo termine sull'entità del debito statale. La ripresa continuerà nel 2011, ma è probabile che il ritmo sia insignificante, anche con un notevole sostegno a livello fiscale, mentre i tassi resteranno a livelli minimi record per il prossimo futuro. Le valutazioni degli attivi di rischio restano elevate, nonostante il miglioramento degli utili societari e, i nostri portafogli restano pertanto condizionati dalle strategie con coefficiente alfa, rispetto all'ampia esposizione al coefficiente beta.

Prospettive economiche

Nel quadro macroeconomico dello scorso mese, sono stati pochi i cambiamenti verificatisi. Resta evidente un miglioramento delle dinamiche di crescita, che hanno cambiato rotta verso il settore manifatturiero e i paesi in via di sviluppo. I cicli delle rimanenze contribuiranno probabilmente in modo positivo alla crescita nella prima metà del 2010, ma l'attività dovrebbe in seguito attenuarsi.

La riduzione dell'esposizione debitoria in ambito finanziario e domestico nel mondo anglosassone, unitamente al possibile ritiro del supporto fiscale, resterà una barriera alla normale ripresa ciclica. Nel periodo del post dopoguerra, le recessioni profonde sono state generalmente seguite da riprese molto forti. Riteniamo che, in questa occasione, la necessità di porre rimedio ai bilanci impedirà la ripresa.

Il settore aziendale statunitense continua a mostrare miglioramenti. Di recente, i dati della Federal Reserve hanno mostrato che le società continuano a generare liquidità in eccesso rispetto alle loro esigenze di spesa, mentre anche le spese in conto capitale hanno iniziato a riprendersi.

Nell'Europa continentale, sono venute alla luce le pressioni in Eurolandia. Le rigidità strutturali fungono da ostacolo alla crescita e riteniamo quindi che le sorti economiche delle economie dell'Europa centrale oscilleranno, ai margini, a causa della domanda esterna.

In questo contesto, i continui indici di crescita nelle economie dell'area BRIC, che stanno mostrando chiari segni di ripresa, costituiscono una fonte di sostegno.

L'economia britannica dovrebbe seguire un percorso simile a quello del resto di Europa, benché le finanze pubbliche del Regno Unito limiteranno la misura in cui la riduzione dell'esposizione debitoria domestica potrà essere compensata dalla spesa pubblica. Le prospettive per la politica monetaria e fiscale saranno altamente incerte fino a dopo le prossime elezioni politiche.

Valore assoluto

Mentre i prezzi hanno inizialmente evitato il peggioramento dei "fondamentali" per molti attivi di rischio, la ripresa dello scorso anno ha lasciato le principali classi di attivi vicine al neutro, in termini di valutazione. Date le ampie incertezze strutturali, preferiremmo una protezione di sicurezza più ampia contro le sorprese negative.

In assenza di discrepanze di valutazione evidenti tra titoli azionari, titoli di stato e obbligazioni societarie, è probabile che gli andamenti dei mercati finiranno per dipendere maggiormente dal newsflow macroeconomico e microeconomico.

La determinazione dei prezzi di mercato nel breve termine delle curve dei mercati monetari dei paesi del G7, è coerente con la nostra opinione, secondo cui i tassi ufficiali resteranno ancorati a bassi livelli per un periodo considerevole.

Per ciò che concerne i titoli di stato, il potenziale per un aumento futuro dell'inflazione è il principale punto interrogativo sulle valutazioni.

Grafico 1: *Gap* finanziario statunitense (necessità di prestiti societari) in % del PIL



Gap finanziario in % di PIL

Fonte: Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis, Insight Investment

Il settore aziendale ha mantenuto una quota sufficientemente alta di PIL durante tutta la crisi, principalmente a spese della manodopera, ma i tassi di crescita resteranno in futuro il problema principale. Nelle prime fasi della ripresa, è stato opportuno sfruttare il coefficiente beta di mercato. Tuttavia, il restringimento della dispersione di valutazione nelle classi di attivi, ci ha spinto a spostarci verso opportunità di generazione di coefficiente alfa.

Propensione al rischio

Mentre numerose misure di avversione al rischio sono tornate ai livelli antecedenti alla crisi Lehman, l'incertezza per il più lungo periodo continua a offuscare le prospettive di investimento.

Le volatilità implicite sono recentemente crollate, mentre i mercati azionari si sono liberati dei timori che il debito sovrano toccasse nuovi livelli record elevati. Gli

investitori nel medio termine restano scettici nei confronti dell'investimento pesante in titoli azionari e sotto esposti alle obbligazioni, che aumentano il rischio di un'inversione.

A un livello più alto, si attenuano i rischi macroeconomici. Una risposta di politica economica senza precedenti ha scongiurato uno scenario da Grande depressione, ma permane la sostenibilità della ripresa e resta il rischio di conseguenze fortuite.

Gestione dei rischi in primo piano

La combinazione di un miglioramento dell'ambiente ciclico nel breve termine con squilibri e incertezze strutturali significativi, indica che la nostra propensione a prendere vaste posizioni strategiche, è limitata. Un ambiente d'investimento che cambia rapidamente, richiede una maggiore concentrazione sull'allocatione tattica degli attivi, mentre la gestione dei rischi dovrebbe essere un elemento trainante principale della strutturazione del portafoglio. Abbiamo pertanto fatto affidamento sulla panoramica degli investimenti negli attivi liquidi, da cui possiamo uscire rapidamente, se necessario, con rigorose pause per controllare gli aspetti negativi del portafoglio.

Infine, riteniamo che sia troppo presto per preoccuparsi della pressione inflazionistica sostenuta. I bassi livelli di utilizzo della capacità e l'attenuazione dell'impatto che questo dovrebbe comportare sull'inflazione inerziale, dovrebbero restare il tema dominante per un certo arco di tempo. Poiché la spinta dall'aumento dei prezzi dell'energia farà salire l'inflazione primaria nei prossimi mesi, questa concezione sarà verificata e ci lascerà procedere a livelli di rischio relativamente bassi nella maggior parte del nostro portafoglio del settore a reddito fisso.

Fiducia e collocazione

La nostra comprensione della collocazione e della fiducia suggerisce che la maggior parte degli investitori si sta spostando verso una posizione sovrappeso negli attivi di rischio. Ma questo contrasta con l'inizio dell'anno passato, quando abbiamo percepito una mancanza di partecipazione alla ripresa del rischio. Ciò richiama almeno una certa cautela nella nostra collocazione e stiamo anche intravedendo i segni di un crollo delle correlazioni degli attivi, il che rafforza la nostra inclinazione verso la maggiore selettività nella generazione del coefficiente alfa, oltre il semplice coefficiente beta di mercato. Continuiamo a essere condizionati dalle posizioni a lungo termine procicliche, in termini di crediti, titoli azionari e valute, ma queste posizioni hanno una natura sempre più tattica. Optiamo anche per le ponderazioni elevate del coefficiente alfa, in strategie per ottenere rendimenti assoluti non direzionali.

Grafico 2: FTSE 100 ha raggiunto nuovi livelli elevati per il ciclo



Indice FTSE 100

Fonte: Insight Investment

Il presente documento è rivolto esclusivamente a investitori che risiedono nelle giurisdizioni in cui sono registrati i nostri fondi. Non si tratta di alcuna offerta, né di invito a persone esterne a quelle giurisdizioni. Insight Investment si riserva il diritto di rifiutare eventuali domande provenienti dall'esterno di tali giurisdizioni. Il valore degli investimenti e ogni utile oscilleranno (in parte a causa delle fluttuazioni dei tassi di cambio) e gli investitori non potranno avere indietro l'intero ammontare investito. Se non diversamente ascritto, le prospettive e i pareri espressi sono quelli del gestore del fondo al momento della pubblicazione e sono soggetti a modifica. Il contenuto del presente documento è valido per un mese dalla data di emissione. Emesso da Insight Investment Funds Management Limited. Sede legale, 33 Old Broad Street, Londra, EC2N 1HZ. Società registrata in Inghilterra e in Galles. Numero di iscrizione: 01835691. Autorizzazione e regolamentazione da parte di *Financial Services Authority*.



CLERICAL MEDICAL

PUBBLICATO DA: CLERICAL MEDICAL INVESTMENT GROUP LIMITED, SEDE SECONDARIA ITALIANA,

Piazza Castello 22, 20121 Milano. Telefono: 02 89096005 Fax: 02 89098120

Registrata presso il registro delle imprese di Milano con il numero 97303800151

Sede legale: 33 Old Broad Street, Londra, EC2N 1HZ. Registrata in Inghilterra e Galles con il numero di registrazione: 3196171

Regolata dalla UK Financial Services Authority [Autorità Responsabile dei Servizi Finanziari nel Regno Unito].

Capitale sociale versato £1.629.000.000 www.clericalmedical.it