

MOBILIARE RE

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO
MOBILIARE APERTO



**Relazione semestrale
al 30 giugno 2009**

Vegagest
Sgr

RELAZIONE SEMESTRALE MOBILIARE RE

AL 30.06.2009

Considerazioni generali

Mercato Obbligazionario

Nel corso del primo semestre dell'anno i mercati obbligazionari mondiali hanno registrato andamenti molto diversi tra loro ed anche all'interno dello stesso mercato, andamenti molto diversificati tra i vari segmenti di curva.

Le maggiori cause di questo movimento sono da ricercare nella specificità di ogni area economica e sul diverso impatto che la crisi mondiale ha avuto sui vari cicli economici nazionali, sia in termini di crescita, sia di necessità di aiuti pubblici per il superamento della fase più acuta. Inoltre, gli interventi di politica monetaria adottati dalle banche centrali sono stati in buona parte diversi, sia per "timing", per gli strumenti utilizzati che per gli effetti ottenuti.

In particolar modo, il mercato che ha registrato le variazioni più consistenti, è stato sicuramente quello americano, soprattutto nelle scadenze media e lunghe della curva.

Il livello dei rendimenti registrato negli Stati Uniti all'inizio dell'anno, si è rivelato quasi immediatamente troppo basso, almeno sulle scadenze oltre i cinque anni, registrando una tendenza alla crescita già nel corso dei primi mesi, mentre la parte più breve della curva, sostenuta dal livello estremamente basso dei tassi ufficiali, è riuscita, almeno nella prima fase, a mantenere le posizioni di partenza.

La decisione di metà marzo della Federal Reserve di procedere a riacquisti di bond governativi, ha inizialmente sostenuto le quotazioni, facendo scendere i rendimenti della parte lunga della curva di circa 0.50% rispetto ai rendimenti raggiunti, ma non si è rivelata sufficiente a mantenere sotto controllo il mercato. Nel corso della primavera, i segnali di stabilizzazione del ciclo economico, le aspettative di un miglioramento per la seconda metà dell'anno e la pubblicazione dei risultati societari in molti casi meno negativi delle attese, hanno innescato un rapido recupero degli indici azionari ed una ripresa dell'appetito per il rischio da parte degli investitori. Questo ha finito per pesare in maniera sostanziale sul livello dei rendimenti che, spinti anche da rinnovate aspettative di inflazione e dalle voci riguardanti un possibile rischio di un declassamento del rating del debito americano, hanno portato il rendimento della scadenza decennale a toccare quota 4.00% nel corso del mese di giugno, livello sostanzialmente doppio rispetto all'inizio dell'anno. La forte puntata al rialzo dei rendimenti è stata parzialmente corretta sulla fine del mese ma, in ogni caso, il movimento è risultato particolarmente intenso ed ha depresso in maniera significativa i prezzi delle obbligazioni del tesoro americano. Il ritorno dall'inizio dell'anno dell'indice rappresentativo dell'intero mercato obbligazionario governativo USA è risultato essere negativo di oltre 5 punti percentuali, senza tener conto di eventuali movimenti del cambio. Particolarmente significative sono risultate le variazioni di rendimento della scadenza decennale, passata dal 2.06% di inizio anno al 3.53% di fine giugno, e della scadenza trentennale passata dal 2.55% al 4.33%.

L'andamento della parte europea del mercato obbligazionario governativo ha ricalcato soltanto in parte il movimento del mercato americano. L'acuirsi della crisi finanziaria ed economica nel vecchio continente ha spinto la Banca Centrale Europea ad effettuare due manovre di riduzione dei tassi ufficiali durante la prima parte dell'anno, portando il tasso di riferimento dal 2.00% all'1.00%, ed ad introdurre nuove operazioni di acquisto di emissioni di "covered bond" per incrementare la liquidità disponibile per il sistema bancario, allo scopo di evitare restrizioni eccessive del credito all'economia. Inoltre, sempre per aumentare la liquidità disponibile al sistema, è stata posta in essere la prima operazione di finanziamento ad 1 anno, a tasso fisso, sostanzialmente senza limite di importo, che è stato aggiudicato per un ammontare attorno ai 450 miliardi di euro.

I rendimenti dei bond governativi tedeschi, mercato maggiormente rappresentativo dell'area euro, hanno registrato delle variazioni molto diverse a seconda della loro durata: le scadenze brevi, entro due anni, sono state sostenute dalla politica monetaria molto espansiva e dalle altre mosse della banca centrale, facendo registrare un'ottima performance ed una forte discesa dei rendimenti, mentre le scadenze attorno ai tre/quattro anni hanno fatto segnare variazioni poco significative. La parte più lunga della curva, in analogia con quanto accaduto sul mercato USA, ha invece registrato un significativo incremento dei rendimenti e, conseguentemente, una performance da inizio anno con segno negativo. L'incremento dei rendimenti è andato dallo 0.20% delle scadenze 5 anni allo 0.66% delle scadenze trentennali. Il tratto decennale ha chiuso il semestre al 3.40% circa di rendimento, contro il 2.95% di fine anno 2008.

La pendenza della curva dei rendimenti, intesa come differenziale di rendimento tra le scadenze due e dieci anni è passata da circa 1.20% di fine 2008 a circa 2.10% della fine del semestre, tornando sui livelli del 2003.

Il mercato italiano ha registrato un andamento nettamente migliore rispetto a quello tedesco e degli altri paesi "core" dell'area euro. La forte avversione al rischio degli investitori di fine anno 2008 aveva spinto il rendimento dei bond italiani su livelli di differenziale di rendimento molto ampi rispetto ai paesi a merito di credito più elevato; ad esempio

contro la Germania si era spinto sino a toccare quota 1.60% sulla scadenza decennale. Il miglioramento del clima finanziario generale che ha caratterizzato il secondo trimestre del 2009, ha favorito una tendenza all'aumento della propensione al rischio, che ha indirizzato nuovi flussi finanziari verso le emissioni dei paesi meno "virtuosi" come l'Italia, spingendo in molti casi i rendimenti su livelli più bassi e provocando un significativo restringimento del differenziale con le emissioni tedesche, sul tratto decennale della curva, pari a circa lo 0.35%.

La discesa dei rendimenti dei titoli italiani è stata molto marcata sulle scadenze sino a 4 anni, segnando discese di circa 1.50% sui due anni, 1.25% sulle scadenze triennali e 0.75% sui quattro anni; il rialzo delle quotazioni dei titoli di questa parte della curva ha permesso agli investitori la realizzazione di buone performance. Il tratto di curva compreso tra le scadenze cinque e dieci anni ha registrato una riduzione dei rendimenti più contenuta, mentre la parte più lunga, in analogia con gli altri mercati, ha registrato un incremento dei rendimenti, anche se in misura più contenuta rispetto alla Germania.

Il mercato obbligazionario governativo della Gran Bretagna ha invece fatto registrare incrementi di rendimento, e quindi delle conseguenti discese dei prezzi, lungo tutta la curva delle scadenze. L'andamento negativo è stato causato da vari fattori: in primis dal forte deficit di bilancio causato dagli interventi pubblici messi in atto per contrastare gli effetti della crisi sul sistema finanziario ed economico, deficit che costringerà il governo ad incrementare in maniera significativa le emissioni di obbligazioni e che ha messo in discussione il mantenimento del rating "AAA" della Gran Bretagna. A questo si sono sommate delle rilevazioni del tasso di inflazione e dei prezzi degli immobili in crescita, eventi che costringeranno la Bank of England, con molta probabilità a procedere con politiche monetarie meno espansive già a partire dalla seconda metà dell'anno.

Il mercato giapponese ha registrato un andamento abbastanza simile al mercato della zona euro, con la parte a breve della curva, fino alle scadenze 4 anni, che registra diminuzioni di rendimento e la parte più lunga che invece chiude il semestre su livelli di rendimento sensibilmente più elevati di quanto visto a fine 2009. Anche in questo caso, sulla parte più lunga della curva hanno pesato le maggiori emissioni in arrivo a causa dei crescenti deficit di bilancio e le aspettative di una ripresa economica nei prossimi anni.

Per quanto riguarda le obbligazioni di emittenti societari, durante i primi mesi dell'anno, in coincidenza con il calo delle principali borse ed una generale avversione al rischio, abbiamo visto un ulteriore e significativo peggioramento di tutti i principali indici relativi al mercato del credito. L'indice di riferimento dei credit default swap (CDS) dei 125 più importanti emittenti europei si è allargato dai circa 170 bp di inizio anno, fino a toccare livelli oltre i 200 bp, mentre quello relativo agli emittenti con merito di credito più basso (c.d. Xover) è passato nello stesso periodo da circa 1000 bp a 1150 bp. I timori di ulteriori e pesanti svalutazioni da parte del settore finanziario e le aspettative di un'ampia e duratura recessione avevano minato fortemente la fiducia degli operatori di mercato.

Tuttavia, a partire dalla seconda metà del mese di marzo gradualmente l'appetito per il rischio è tornato a salire assieme alla consapevolezza che le manovre messe in atto da parte dei governi e delle autorità monetarie avevano quantomeno stabilizzato la crisi, evitando che si avvitasse su se stessa. Da questo momento è, quindi, iniziato un ampio restringimento degli spread che ha portato l'indice principale fino a circa 110 bp e il Xover a circa 700 bp alla fine di giugno, innescando un circolo virtuoso che ha permesso agli emittenti, finanziari e non, di poter accedere nuovamente dopo diversi mesi al mercato primario. Ciò ha permesso il rifinanziamento del debito in scadenza a condizioni relativamente più accettabili, riducendo la crisi di liquidità di molte grandi aziende e dando, soprattutto, l'opportunità al settore bancario di ridurre la leva finanziaria, portandola su livelli più sostenibili.

Da segnalare, inoltre, che le obbligazioni subordinate di emittenti bancari, dopo una fase di crisi acuta, in cui non c'erano sostanzialmente compratori (dato il forte timore che la facoltà di esercizio delle call da parte degli emittenti per le obbligazioni LT2 non fosse esercitata, un evento sostanzialmente non apprezzato nel passato dalla comunità finanziaria), hanno recuperato gran parte delle perdite maturate, grazie ad operazioni di riacquisto o alla scelta dei principali emittenti di esercitare comunque la facoltà di rimborso anticipato alla prima call, evitando così un danno reputazionale anche a costo uno svantaggio economico di breve periodo.

Prevedibile evoluzione della gestione obbligazionaria

L'andamento dei mercati obbligazionari nel prossimo periodo sarà estremamente correlato a quelli che saranno gli sviluppi della crisi economica e finanziaria internazionale. Negli ultimi mesi molti economisti hanno pubblicato le più disparate previsioni riguardo la durata della crisi e la velocità con la quale i vari sistemi economici saranno in grado di uscire dalla fase più acuta della recessione, senza sostanzialmente trovare una opinione condivisa. Lo scenario più probabile rimane quello di una leggera ripresa del ciclo americano per il prossimo autunno, legata principalmente al processo di ricostituzione delle scorte da parte di buona parte dei produttori, associata ad una stabilizzazione del mercato immobiliare. Il tasso di disoccupazione negli Usa dovrebbe raggiungere quota 10% entro fine anno, per poi iniziare una lenta discesa nel corso dei primi mesi del 2010, mentre l'inflazione non dovrebbe costituire un problema almeno per l'immediato, anche se i primi segnali di ripresa potrebbero far rapidamente crescere i timori di futuri rialzi, sia della componente "core" che dell'indice principale. In tale situazione si potrebbe ipotizzare una Federal Reserve che inizierà gradualmente a ritirare lo stimolo monetario all'economia, per non rischiare di soffocare sul nascere l'inversione del ciclo economico, seguita, anche se con una certa distanza temporale, anche dalle altre principali banche centrali. Questo scenario non si presenta particolarmente favorevole al mercato obbligazionario, rendendo probabile un movimento di appiattimento delle curve dei rendimenti, in un contesto di rendimenti che puntano tendenzialmente al rialzo. In questo caso il ritorno atteso per gli investitori nel secondo semestre non sarebbe particolarmente interessante, un po' su tutti i segmenti della curva: la parte breve scontrerebbe livelli di rendimento molto bassi già in partenza ed una probabile maggior pressione al rialzo in caso di inizio del ritiro degli stimoli monetari da parte delle banche centrali, mentre la parte più lunga potrebbe risentire dei rinnovati timori di inflazione. La gestione, in questo contesto, dovrebbe mantenere un profilo abbastanza prudente, con duration dei portafogli strategicamente posizionata su livelli inferiori ai benchmark di riferimento ed soprappeso relativo delle parti più lunghe delle curve. Nel caso, invece, meno probabile ma tutt'altro che remoto, che il ciclo economico internazionale non fornisca gli auspicati segnali di recupero, andremmo

incontro ad un periodo ancora caratterizzato da un livello piuttosto contenuto dei rendimenti, favorevole al mantenimento di livelli di duration più in linea con i benchmark e con ritorni per gli investitori più interessanti. Ovviamente le aspettative riguardo all'ampiezza e alla durata della fase recessiva saranno i principali fattori che determineranno l'evoluzione del rischio credito. Mentre i titoli senior con scadenze entro due anni e sufficientemente liquidi sembrano molto vicini al loro fair value rimane probabilmente un po' di valore sulle scadenze un po' più lunghe e sulle obbligazioni subordinate LT2, dove gli spread potrebbero comprimersi ulteriormente. Pur in una logica di graduale riduzione del rischio credito sui portafogli, a causa della loro eccessiva volatilità, ipotizziamo di aumentare nuovamente la partecipazione alle emissioni sul primario, in genere a condizioni più favorevoli di quelle sul secondario, almeno fino a quando non dovesse nuovamente emergere una nuova fase di forte avversione al rischio.

Mercato Azionario

Sorprendentemente, tenuto conto di quello che è successo, il primo semestre del 2009 chiude in tono decisamente positivo: dopo le pesanti perdite registrate nel 2008, i pesanti ribassi seguiti fino a inizio marzo, con punte medie del 30% sui principali indici, vengono recuperati in modo inatteso con rapidità e forza insospettabile riportando diversi mercati in territorio positivo. Vista così sembra una storia a lieto fine, ma vale la pena approfondire gli aspetti di quella che è ormai considerata la peggior crisi in atto dal dopoguerra.

La situazione di partenza ad inizio anno si è presentata densa di nubi: dopo lo shock di Lehman Brothers, il tracollo di non pochi fondi hedge, il crollo degli indicatori di produzione e di fiducia ad una velocità mai vista in passato, si è assistito a tutta una serie di interventi, non ben coordinati, da parte delle autorità politiche e monetarie dei vari Paesi.

Se inizialmente l'aspettativa di una qualche sorta di miracolo legata all'insediamento di Obama alla Presidenza Usa ha sorretto i mercati, nel momento in cui è stato chiaro che la nuova Amministrazione non era in grado di risolvere nell'arco di poche settimane tutti i principali problemi, come forse non era lecito attendersi, i mercati ne hanno preso atto innescando movimenti ribassisti molto violenti e caotici (in particolare in questa discesa non è stata fatta alcuna distinzione qualitativa e tutto è stato trascinato al ribasso).

Il fulcro è stato il settore bancario che, già uscito con le ossa rotte nei precedenti mesi, è stato preso d'assalto dai venditori e dai ribassisti: si è arrivati al paradosso che bastava un rumors per far fallire anche una grossa banca, nonostante le reiterate intenzioni di sostegno da parte dei rispettivi Governi. Nel momento più cupo, il pericolo che il credit crunch in atto diventasse irreversibile si è avvicinato a livelli di guardia impensabili e senza sistema bancario qualsiasi economia è senza speranza. I fallimenti sia in Europa che in America, gestiti in modo differente, sono susseguiti fintanto che si è realizzato che i Governi sarebbero stati disposti a tutto pur di salvare il proprio sistema bancario; anche se ad un certo punto si è iniziato a dubitare delle capacità dei Governi di poter sostenere le nazionalizzazioni esasperando, cioè azzerando, la valutazione degli assets bancari. Per contro le devastazioni apportate dal clima di sfiducia generalizzato hanno costretto le Autorità ad interventi non solo mai visti in passato, ma neanche precedentemente ipotizzabili. Sebbene l'entità degli interventi si sia per ora dimostrata più che sufficiente per ristabilire la fiducia, o per lo meno per scacciare definitivamente lo spettro del credit crunch, il mancato coordinamento e forse anche la sfiducia eccessiva verso la capacità di intervento, hanno favorito un atteggiamento particolarmente negativo, che ha trovato però il suo punto di svolta nel G20 di Aprile e nei risultati dello stress test sulle Banche Usa, rivelatosi molto più utile di quanto atteso inizialmente. Il mercato per contro ha dovuto ricredersi già a partire da marzo, sia pur in un clima ancora pesantemente negativo. Da lì è ripartita la ripresa dei listini prima giustificata dalle ricoperture e poi, a seguito di una ristabilita normalizzazione della fiducia, dal rifluire dell'immensa liquidità disponibile sul sistema che si è rimaterializzata alla ricerca del rischio fino a poco prima evitato a tutti i costi. A seguire anche Banche americane, come Bank of America, considerate ormai prossime al fallimento sono riuscite a ricapitalizzarsi.

Ad eccesso segue eccesso e negli ultimi due mesi si è passati ad una visione rosea di tutto ciò che prima era nero, dopo aver realizzato che la fine del mondo non era ancora arrivata e con un ribaltamento dell'approccio psicologico all'investimento.

L'ISM manifatturiero che serve per valutare lo stato di salute del settore manifatturiero statunitense e si basa su un'indagine svolta tra i direttori d'acquisto di circa 400 aziende industriali statunitensi, è risultato in continua crescita risalendo da quota 32.9 (minimo storico dal 1980) sino a quota 44.8 a fine giugno portandosi a ridosso di quota 50 (valore discriminante tra fase di crescita e di rallentamento). Analogo anche se meno violento è stato il movimento fatto registrare all'Eurozone Manufacturing Pmi survey risalito da quota 33.9 di fine 2008 a quota 42.6 a fine giugno.

Ulteriore conferma del miglioramento del sentiment in atto è arrivata anche dall'andamento dell'indice tedesco Ifo business climate. In questo caso la dinamica è stata ritardata, infatti, l'indice ha fatto registrare i minimi a fine marzo (82.7 minimo assoluto dalla costituzione dell'indice), per poi però risalire fino a quota 85.9 a fine giugno.

Quel che si può valutare ex-post è che l'eccesso di negatività riscontrato a cavallo di febbraio/marzo ha trovato sì giustificazione nella paura del credit crunch, sicuramente percepita come reale nel momento in cui le Banche hanno smesso di prestarsi denaro sul circuito interbancario, ma ha peraltro sottovalutato la potenza di fuoco della Fed (i cui interventi hanno tenuto a galla tutto, ma proprio tutto, il sistema Usa senza per ora creare alcuna delle temute conseguenze irreversibili elencate dalle solite cassandre) e delle Banche Centrali e i Governi della vecchia Europa che, sia pur non dando l'idea di coordinarsi molto tra di loro sono riuscite in vario modo a far fluire abbondantissima liquidità sul sistema e a puntellare il sistema bancario (fra i casi studio si può citare l'Irlanda piuttosto che il Belgio). Probabilmente ha influito non poco, al culmine del pessimismo, l'incapacità di valutare in modo credibile quanto dichiarato nelle intenzioni dalle Autorità monetarie, per poi ricredersi nel momento in cui ciò che era stato annunciato veniva effettivamente fatto e funzionava.

La risalita dei mercati non è stata comunque immune da scossoni, che però sono sempre stati riassorbiti con rapidità grazie all'elevatissima liquidità disponibile; fino a metà giugno i ritracciamenti sono stati sempre più limitati fino a diventare risibili, con i mercati subito ricomprati dopo appena pochi punti di ribasso. L'attività di consolidamento delle ultime settimane è poi stata possibile grazie al ristabilirsi del clima di fiducia, cui ha fatto seguito un cambio comportamentale che, dopo i precedenti eccessi di positività, è tornato a focalizzarsi sui fondamentali e sulle aspettative

societarie. Atteggiamenti emotivi, riscontrati nell'ultimo mese, legati alla paura di aver perso "il treno del rally di mercato", vengono successivamente moderati, orientando gli operatori verso atteggiamenti più ponderati. Giusto per sottolineare le stranezze che hanno colpito in questi mesi, si ricorda che il tanto atteso piano presentato dal Ministro del Tesoro Usa sui titoli tossici a marzo, ritenuto tassello fondamentale in quel momento per poter uscire dalla crisi, al momento della sua partenza in questi giorni viene ritenuto ormai superfluo.

Da notare inoltre che la risalita dei mercati è stata sorprendentemente accompagnata dall'altrettanto veloce ripresa delle materie prime, legate più a motivazioni speculative che non di ripresa effettiva della domanda, che comunque costituiranno un drag nella domanda finale dei consumatori.

Evoluzione prevedibile della gestione azionaria

Sebbene tantissime cose siano successe nel recente passato, con eccessi di positività seguiti ad eccessi di negatività, riteniamo che i comportamenti degli operatori possano ormai ricondursi sempre più verso canali di normalizzazione e razionalità.

Superata la fase in cui si è dovuto lottare per la sopravvivenza, con decisioni pesantemente influenzate dall'emotività, si sta entrando in una fase in cui si cercano conferme razionali su quello che potrà essere lo scenario futuro.

Proprio il fatto di conoscere approfonditamente i problemi, al di là di un loro ulteriore aggravarsi, consente di valutare con maggior serenità i possibili scenari. Le stesse cassandre nobilmente impegnate a perorare la fine del mondo fino ad alcuni mesi fa, hanno dovuto ricredersi e stanno moderando i toni per non perdere del tutto la loro credibilità; anche le critiche sui livelli raggiunti alla fine del semestre dai mercati, non contengono in sé toni eccessivi, ma solo spunti di incertezza e scetticismo.

Questo clima di "normalità" facilita sicuramente l'analisi degli elementi a disposizione per effettuare delle previsioni.

Fra le certezze su cui ragionare, tenuto conto della volubilità che caratterizza non pochi dati, sono evidenti i segnali di stabilizzazione delle principali economie dopo la drastica riduzione degli indici di produzione e di fiducia nei primi mesi dell'anno. Gli spread di tasso sono sotto controllo, il credito sta iniziando a rifluire nel sistema, sia pur non per tutti, i prezzi delle case stanno iniziando a dare qualche segno di stabilizzazione, i tassi dei mutui sono a livelli storicamente bassi, le scorte sono ai minimi e i rimborsi fiscali fluiranno fino alla fine dell'anno.

Tutti questi sono segnali positivi che stanno facendo bene all'equity. Non pochi fra i grossi player pensano che si possa avere una svolta già a cavallo d'anno, mentre maggior prudenza si registra fra le Banche Centrali e le Autorità Soprannazionali; non mancano poi soggetti che perorano una recessione a V piuttosto che a W, ma i toni sono più moderati del passato.

Sicuramente siamo in un environment e in un clima di fiducia tale che l'opera di risanamento può proseguire efficacemente.

I possibili elementi negativi sono gli stessi già noti e il fatto che lo siano limita i danni derivanti da un loro possibile ulteriore aggravamento oltre quanto preventivato: le stime sui bad loans derivanti dal ciclo recessivo non hanno ad esempio impressionato più di tanto il mercato, valutando positivamente la possibilità di assorbimento da parte del sistema bancario.

L'incertezza comunque sulla traiettoria dell'economia permane, tenuto conto dell'overcapacity che si è cumulata negli ultimi anni nella manifattura in generale, come pure sui tempi necessari all'uscita della crisi. In particolare, collegato a quest'ultimo punto, c'è da considerare un cambiamento già in atto da parte dei consumatori, soprattutto di quelli americani, che stanno riducendo in modo strutturale le spese da destinare ai consumi.

Quel che ci preme far notare è che dal punto di vista dei fondamentali, supponendo che il mercato si trovi attualmente su livelli di fair value, non ci si aspettano sorprese negative che possano incidere sui mercati come successo nei mesi precedenti, se non in modo moderato, mentre i mercati potrebbero essere suscettibili, superata una fase di scetticismo più che plausibile durante il periodo estivo, di una buona direzionalità positiva nel periodo finale dell'anno.

Perché ciò avvenga il mercato ha però bisogno di ulteriori importanti conferme: innanzitutto non necessariamente lo scenario macro deve migliorare, basta che non peggiori; fondamentale è però il riscontro della stagione degli utili in arrivo nel mese di luglio che costituisce un banco di prova fondamentale più che in altre occasioni: l'importanza deriva dalla necessità di trovare conferme che su questo fronte la svolta sta anticipando l'andamento macro. È probabile, infatti, che il mercato stia sottostimando le potenzialità di generare nuovamente utili soddisfacenti, forse perché troppo focalizzato su ricavi ancora in fase di stabilizzazione, trascurando l'efficacia del cost-cutting e il rifluire del credito, almeno a livello investment grade. E', infatti, probabile che la ristrutturazione aziendale possa dare riscontri superiori alle attese. A livello di multipli l'indice MSCI World mostra attualmente un P/E ratio di 17.9 che si confronta con una media storica di 19.6.

Se comunque incertezze permangono nel breve termine, durante il quale riteniamo plausibile un atteggiamento costruttivo che incrementi sui ribassi le posizioni di neutralità su cui siamo attualmente posizionati, si ritiene che su fine anno sia possibile che i mercati cerchino, alla luce degli elementi evidenziati, livelli superiori.

Fra le aree geografiche si ritiene che le performance delle aree emergenti possano continuare a sovraperformare, sia grazie a una maggior crescita del PIL, che da una progressiva minor dipendenza dai Paesi industrializzati, restando un tema di fondo che può valer la pena di percorrere per lungo tempo.

Fra le altre aree le preferenze sono su quelle dove le Autorità si sono dimostrate più reattive nell'implementare misure di sostegno, quindi quella americana a quella giapponese e quella inglese alle altre europee.

A livello settoriale riteniamo eccessivamente penalizzati i farmaceutici e le utilities, mentre riteniamo che i bancari abbiano già corso molto scontando scenari troppo ottimistici. Riteniamo più opportuno ottenere beta nei portafogli attraverso titoli industriali (in particolare quegli legati alle infrastrutture) e consumer discretionary invece di sovrappesare i finanziari.

Mercato dei Cambi

Inizio d'anno caratterizzato da consistenti movimenti valutari: in particolare la volatilità rimane elevatissima anche a gennaio con il dollaro ancora protagonista soprattutto contro euro.

E' proprio sulla valuta europea che si registrano le variazioni più consistenti, alimentate da una serie di considerazioni e congetture che testimoniano gli eccessi in atto. Se da un lato in America l'effetto Obama e gli aiuti in fase di preparazione migliorano la fiducia sul futuro andamento dell'economia Usa, dall'altra parte la rigidità della BCE, che taglia i tassi con una lentezza surreale e non sembra avere la minima intenzione di accogliere quelle che sono le aspettative dei mercati, contribuiscono ad invertire il movimento che nel mese di dicembre aveva rafforzato in modo repentino e violentissimo la valuta unica europea, riportandola sui livelli di partenza a 1.25 nel primo trimestre. Contestualmente si registra un considerevole indebolimento nei confronti del franco svizzero, a causa dell'elevatissima percezione del rischio. Tema dominante dell'anno è comunque la correlazione strettissima fra il dollaro e l'avversione/appetito per il rischio, cui fanno da corollario gli altri temi quali l'andamento delle materie prime, la riduzione dei differenziali di tasso fra Usa ed Europa, aspettative di crescita, implementazione del QE, mentre viene gradualmente meno il principale tema degli ultimi mesi dell'anno dei rimpatri di fondi delle aziende Usa dall'estero. Su questi temi il mercato si muove nel secondo trimestre con il dollaro che si fa guidare principalmente dal rinato appetito per il rischio riportandosi, verso giugno, a livelli prossimi a quelli visti nello scorso dicembre, sia pur precedentemente colpito nel corso del mese di marzo, con un 5% registrato in una singola seduta, dall'implementazione effettiva del QE da parte della Fed. Tale movimento è anche accompagnato da una maggior forza dell'euro derivante da un miglior coordinamento delle politiche di stimolo e salvataggio fra i vari Paesi Europei, solo temporaneamente incrinato ad aprile da possibili turbolenze in arrivo dai Paesi dell'Est Europeo, però rapidamente rientrate grazie ai promessi finanziamenti del FMI. Scarsi gli effetti derivanti invece dall'annuncio da parte della BCE di interventi non convenzionali. Sempre ad inizio del secondo semestre si propone in modo evidente un tema precedentemente proposto in sordina: la Banca Centrale Svizzera dichiara, sia pur con i dovuti toni diplomatici, di non gradire nel modo più assoluto una divisa forte. Dalle dichiarazioni si passa ai fatti e nel corso dei mesi successivi gli interventi sul franco creano una barriera invalicabile stabilizzandolo a 1.51 e 1.09 rispettivamente contro euro e contro dollaro.

Spettacolare il movimento della sterlina sin dai primi mesi dell'anno quando, ritenuta a torto ormai senza speranza, pone le basi per un recupero clamoroso che la porta a recuperare circa il 15% nel semestre sull'aspettativa che i massicci interventi di sostegno consentiranno una ripresa anticipata rispetto all'Europa.

Senza particolari sussulti la divisa nipponica che, dopo l'indebolimento di inizio anno, dettato principalmente da aspettative di crescita devastanti, non trova particolari spunti per sviluppare un trend e si rafforza gradualmente nei mesi successivi sull'onda del maggior appetito per il rischio.

Stabili invece contro Euro, dopo i movimenti disordinati seguiti a cavallo d'anno, sia la corona norvegese che quella svedese, anche se quest'ultima maggiormente toccata dalle tensioni provenienti dai Paesi Baltici e dai problemi di crescita interna.

Sul finire del semestre un nuovo tema viene introdotto dai BRIC, capitanati dalla Cina, che a più riprese mettono in dubbio la sostenibilità del dollaro come divisa di riferimento e di riserva mondiale; in tal modo frenano un parziale movimento di rafforzamento che la divisa statunitense stava avviando in coincidenza con l'indebolimento dei mercati azionari.

Evoluzione prevedibile della gestione dei cambi

Gli andamenti laterali delle principali divise registrati nella fase finale del primo semestre, con movimenti talvolta repentini, ma pur sempre erratici, esprimono una mancanza di fondo di idee sulla possibile direzione futura; questo legato non alla mancanza di per sé di idee o spunti, ma al fatto che nessun tema appare per il momento trainante, preannunciando pertanto un'estate senza particolare brio, soprattutto qualora l'andamento delle principali economie non si discosti molto l'una dall'altra. Per contro le ultime estati ci hanno abituato a ben altro, sia pur favorite da volumi sottili, pertanto non è da escludere che una direzionalità possa essere presa già nei prossimi mesi.

Fare previsioni su quale sarà la direzione del dollaro risulta comunque particolarmente complesso a causa della dinamica temporale con cui i vari temi possano entrare in campo.

Se in linea di massima si può convergere su un'idea di ulteriore indebolimento del dollaro, a breve ci sono comunque diversi temi che potrebbero spingerlo in direzione opposta. Riteniamo che nel corso del semestre possa aumentare l'attenzione sul tema sollevato dai Bric, della sostenibilità del dollaro come divisa di riserva, collegato alle paure che gli assets detenuti da questi Paesi possano perdere di valore a seguito della manovra di QE in atto; però proprio queste paure dovrebbero frenare le critiche anche perché non ci sono in vista alternative praticabili nel breve termine. Per contro il tema stesso del QE in Gran Bretagna sta producendo invece effetti opposti alimentando aspettative di crescita e conseguente rafforzamento della divisa. Pertanto a breve potrebbero avere maggior presa, a favore di un rafforzamento della divisa Usa, un incremento della risk aversion, anche se non c'è un consensus unanime su questo tema, l'andamento delle materie prime ed elementi possibili di disturbo derivanti da temi già noti, come problemi dai Paesi dell'Est, piuttosto che divergenze negli andamenti macroeconomici attesi.

Resta quindi pienamente aperta la battaglia direzionale del dollaro fra dati macro, aspettative e variazione nei livelli di propensione al rischio, anche se si può individuare nella risk aversion il tema che maggiormente caratterizzerà l'andamento del dollaro e in conseguenza delle altre divise, non trascurando il fatto che nessuno, in modo più o meno esplicito, gradisce in questa fase particolarmente delicata una divisa forte e che pertanto, tornato a quanto esposto inizialmente, si potrebbe avere una fase di relativa stabilità dovuta a forze contrapposte che si annullano, attenuando eventuali spinte propulsive. Pertanto in assenza di eventi specifici è probabile che l'estate prosegua in modo tranquillo.

Per quanto riguarda la sterlina le motivazioni di base che rendono sostenibile il suo apprezzamento, riconducono al miglioramento delle condizioni di credito nel Paese e all'approccio aggressivo delle autorità monetarie nell'affrontare la crisi, creando così l'aspettativa di una ripresa anticipata rispetto alle altre aree economiche occidentali. Tenuto conto

dell'entità del movimento sviluppatosi negli ultimi mesi riteniamo probabile un periodo di alcuni mesi di consolidamento in attesa di ulteriori conferme sul fronte macroeconomico.

Probabile che lo Yen mantenga un atteggiamento più statico, nonostante buoni motivi macroeconomici per iniziare una fase di indebolimento, a causa della forza contrapposta derivante dalla risk aversion che comunque lo tiene inchiodato su range di prezzo strettissimi. Stabili anche le attese sulle valute scandinave, con qualche discriminata sulla corona svedese qualora i Paesi Baltici non fossero in grado di mantenere i livelli attuali di cambio.

VEGAGEST MOBILIARE RE

Il fondo Vegagest Mobiliare Re registra nel primo semestre 2009 una performance netta, comprensiva di tutti gli oneri di gestione e fiscali che gravano sullo stesso, pari a 4.14%. Tale risultato si confronta con quello pari a 6.63% registrato dall'indice di riferimento.

Il benchmark di riferimento è: 80% FTSE EPRA NAREIT GLOBAL REAL ESTATE EUR; 20% MTS EX BANKIT BOT.

Il Fondo è stato gestito in modo molto attivo verso il benchmark di riferimento. In termini di performance attribution relativa rispetto al benchmark il Fondo è stato caratterizzato da una minore esposizione ai mercati azionari (in media circa 15-20%) che da un lato ha penalizzato in termini di rendimento nella fase di recupero dei mercati e dall'altro ha comunque comportato una minore volatilità rispetto all'indice di riferimento. Positiva la scelta valutaria di sottopesare la componente non espressa in euro.

Nella prima parte del semestre è proseguita la debolezza del ciclo economico con dati macro negativi e con notizie ancora non positive provenienti dal mercato immobiliare. In USA, epicentro della crisi immobiliare, sono proseguiti nel periodo i fallimenti di banche, i pignoramenti di immobili nei confronti di soggetti non più in grado di onorare il pagamento dei mutui. L'apertura di nuovi cantieri ha registrato nuovi minimi storici che hanno riguardato sia le case unifamiliari sia quelle multi-familiari. I prezzi delle abitazioni hanno registrato una ulteriore flessione. Nell'ultima parte del semestre si sono registrati alcuni segnali positivi nel comparto immobiliare americano legati alla crescita di vendite di case esistenti che includono anche quelle oggetto di pignoramento da parte delle banche in quanto molti investitori sono stati attratti dalle valutazioni contenute. Il processo di recupero è atteso graduale in quanto un ciclo immobiliare si protrae per più anni e non aiuta in questa fase di recessione la crescita della disoccupazione che in alcune aree del mondo sta raggiungendo livelli superiori/ uguali al 10%.

Nel semestre sono stati positivi i dati rilasciati a fine marzo sulle vendite di case esistenti in Usa relative al mese di febbraio in crescita del 5.1% a quota 472.000 unità. Questo dato unitamente alla leggera crescita dell'indice di fiducia dei consumatori e al dato definitivo sul PIL USA del IV trimestre 2008 che ha evidenziato una variazione negativa del 6.3% inferiore al calo atteso dal mercato, hanno favorito un ritorno di positività sull'azionario e sul comparto finanziario in particolare sui titoli ciclici e dell'immobiliare. Sulla parte finale del semestre si è assistito ad un miglioramento dell'indagine di fiducia dei costruttori edili USA NAHB e dell'indice di accessibilità degli immobili ("affordability index"), fattore ritenuto in America fondamentale per il miglioramento del clima di fiducia. L'andamento recente dell'indicatore è ritenuto un segnale di stabilizzazione del mercato immobiliare.

Nel semestre è stato mantenuto un profilo prudente con un'esposizione azionaria inferiore al benchmark (60-75% l'esposizione effettiva rispetto all'80% del benchmark). Per quanto attiene le scelte di portafoglio è stato ulteriormente incrementato il peso dei titoli legati alle infrastrutture nella convinzione che il processo di uscita dall'attuale crisi economica possa avvenire anche attraverso ingenti piani di spesa da parte dei governi. Tale incremento è avvenuto sia con acquisto di singoli titoli che mediante investimento in ETF e fondi terzi globali specializzati nel settore al fine di contenere il rischio specifico.

In termini di stock picking il Fondo è riuscito ad evitare di essere coinvolto in società che sono entrate in stato fallimentare quali ad esempio in USA la seconda catena distributiva oppure in Germania Arcandor per citare solo alcuni casi più recenti ed eclatanti. Per contro, laddove è stato presentato un progetto di risanamento di alcune realtà attraverso accordi di ristrutturazione del debito o incremento del capitale con ingresso di un nuovo socio / management il Fondo ha valutato di intervenire per trarre vantaggio dal ritorno alla normalità (es Aedes e Pirelli Re in Italia).

Da segnalare il mantenimento all'interno del portafoglio di una quota pari al 23% circa investita in fondi immobiliari chiusi quotati. Tra i fondi immobiliari le posizioni preferite restano quelle sul Caam Sviluppo Immobiliare Italia e Unicredit Immobiliare Uno che registrano una gestione positiva e presentano rispettivamente una buona qualità degli attivi ed una sostenibilità dei flussi cedolari particolarmente alta il primo mentre quello di Unicredit dispone di una consistente quota investita in titoli a reddito fisso ed un significativo sconto di quotazione.

Il fondo Bnl Portfolio Immobiliare Crescita presente a fine dicembre in misura pari al 3,6% circa è stato successivamente sospeso dalle negoziazioni in quanto soggetto a liquidazione degli asset da parte della sgr di gestione. Il Nav ufficiale relativo a fine dicembre 2008 (3.530,835 euro) era superiore al valore di carico della partecipazione di Mobiliare Re. Con il processo di liquidazione il ricavato è stato inferiore alla valutazione di fine 2008 ma comunque superiore al valore di carico del titolo con un impatto positivo sulla performance.

In attesa di segnali di conferma della ripresa del ciclo economico in quanto dopo la forte fase di contrazione si è assistito ad una stabilizzazione dei dati macro si prevede di gestire il Fondo con la consueta prudenza. Il Fondo cercherà di diversificare il rischio connesso all'investimento nel settore immobiliare investendo sempre in titoli o altri strumenti (ad es ETF o OICR terzi) che permettono un'esposizione al comparto delle infrastrutture (utilities – trasporti - costruzioni) che potrebbero trarre vantaggio dai consistenti piani di stimolo varati dai governi.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO VEGAGEST MOBILIARE RE

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/2009

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2009		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	1.779.107	89,374	2.389.559	91,368
A1. Titoli di debito	454.708	22,842	729.024	27,875
A1.1 titoli di Stato	454.708	22,842	729.024	27,875
A1.2 altri				
A2. Titoli di capitale	520.108	26,128	550.533	21,050
A3. Parti di O.I.C.R.	804.291	40,404	1.110.002	42,443
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di O.I.C.R.				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	109.843	5,518	107.822	4,123
F1. Liquidità disponibile	148.454	7,457	104.860	4,009
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	32.110	1,613	272.604	10,423
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-70.721	-3,552	-269.642	-10,310
G. ALTRE ATTIVITA'	101.687	5,108	117.918	4,509
G1. Ratei attivi	6.448	0,323	14.801	0,566
G2. Risparmio di imposta	92.426	4,643	92.426	3,534
G3. Altre	2.813	0,142	10.691	0,409
TOTALE ATTIVITA'	1.990.637	100,000	2.615.299	100,000

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2009	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE		
L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI		-13.049
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		-13.049
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	-18.996	-9.977
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	-3.950	-7.300
N2. Debiti di imposta	-15.033	
N3. Altre	-13	-2.677
TOTALE PASSIVITA'	-18.996	-23.026
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CI A	1.971.641	2.592.273
Numero delle quote in circolazione CI A	540.387,617	739.700,939
Valore unitario delle quote CI A	3,649	3,504
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CI B	-	
Numero delle quote in circolazione CI B	-	
Valore unitario delle quote CI B	3,649	

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE	
Quote emesse CI A	2.015,521
Quote rimborsate CI A	201.328,843
Quote emesse CI B	-
Quote rimborsate CI B	-

Elenco degli strumenti finanziari in portafoglio alla data della Relazione Semestrale in ordine decrescente di valore.

Strumenti finanziari	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% incidenza su attività del Fondo
ISHARES MACQ GLOBAL INFRA 100 - ETF	EUR	8.000,00	115.600	5,807
PIRELLI & C. REAL ESTATE - ORD.	EUR	135.000,00	106.178	5,334
ISHARES FTSE EPRA EUROPEAN PROPERTY	EUR	6.000,00	100.800	5,064
BENI STABILI - ORD.	EUR	170.000,00	94.945	4,770
CAAM SGR SVILUPPO IMMOBILIARE	EUR	57,00	81.516	4,095
ALPHA IMMOBILIARE FUND	EUR	39,00	78.390	3,938
UNICREDITO IMMOBILIARE UNO	EUR	45,00	76.725	3,854
US TREASURY 08/31.01.2010 2,125%	USD	100.000,00	71.451	3,589
BOT 08/15.09.2009	EUR	70.000,00	67.629	3,397
VEGAGEST EUROPA IMMOBILIARE 1	EUR	63,00	62.320	3,131
ENIA - ORD.	EUR	12.000,00	60.780	3,053
ISHARES S&P EMER MRKT INFRAS - ETF	EUR	4.500,00	57.285	2,878
INVESTIETICO	EUR	35,00	55.090	2,767
BOT 09/30.09.2009	EUR	50.000,00	49.771	2,500
BOT 09/15.04.2010	EUR	50.000,00	49.484	2,486
BOT 09/15.02.2010	EUR	50.000,00	49.476	2,485
BOT 09/15.01.2010	EUR	50.000,00	49.354	2,479
BOT 08/15.12.2009	EUR	50.000,00	49.135	2,468
BOT 08/16.11.2009	EUR	50.000,00	49.064	2,465
ISHARES EPRA GBL PROPERTY YLD - ETF	EUR	5.000,00	44.500	2,235
INVESCO ASIA INFRASTRUCTURE-A-A	USD	4.500,00	35.340	1,775
MORRISON (WM) SUPERMARKETS PLC	LST	12.500,00	34.694	1,743
BUZZI UNICEM - RNC	EUR	5.500,00	31.405	1,578
SPAZIO INVESTMENT NV	EUR	6.500,00	29.725	1,493
SIAS - ORD.	EUR	6.000,00	29.640	1,489
BOUYGUES SA	EUR	1.000,00	26.800	1,346
LYXOR ETF DJ STOXX 600 CONSTR & MATE	EUR	1.100,00	24.200	1,216
HCP INC.	USD	1.400,00	20.989	1,054
ACCOR SA	EUR	700,00	19.779	0,994
AEDES - ORD.	EUR	30.000,00	19.215	0,965
ISHARES EPRA US PROPTY YLD ETF	EUR	2.500,00	18.925	0,951
ISHARES S&P GLB CLEAN ENERGY - ETF	EUR	2.000,00	18.410	0,925
WESTFIELD GROUP	AUD	2.500,00	16.389	0,823
DB X-TRACKERS S&P GLOBAL INFRAS - ET	EUR	1.000,00	15.750	0,791
ISHARES EPRA ASIA PROPERTY YLD - ETF	EUR	1.000,00	12.850	0,646
MITSUBISHI ESTATE CO. LTD.	YEN	1.000,00	11.888	0,597
TERNA - ORD.	EUR	5.000,00	11.875	0,597
BOT 08/15.10.2009	EUR	10.000,00	9.770	0,491
BOT 08/15.07.2009	EUR	10.000,00	9.575	0,481
ISHARES S&P GLOBAL WATER 50 - ETF	EUR	500,00	6.590	0,331
TRAVELERS COMPANIES INC./THE	USD	200,00	5.807	0,292

Vegagest Sgr SpA

**Corso Porta Reno, 37
44121 Ferrara**

**Tel: 0532 781011
Fax: 0532 781025**

www.vegagest.it

Vegagest
 ***Sgr***