

Marzo 2020 è già passato alla storia come il mese contrassegnato dal più rapido e profondo ribasso.

Oltre al ben noto tema del Virus, segnaliamo altri due eventi che hanno inciso fortemente sulla violenza e sulla rapidità dei ribassi:

- 1) Fallimento accordi OPEC
- 2) Rientro forzoso di posizioni a leva e algoritmi passivi

Tutto questo ha innescato il ribasso a cui abbiamo assistito, che non ha risparmiato nessuna asset class. Persino Bund e Treasury sono scesi in modo rilevante nella settimana centrale di Marzo.

A tutto questo le autorità monetarie e i governi hanno risposto in modo rapido, mobilizzando risorse che per quantità, non trovano precedenti nella storia.

Abbiamo approcciato il mese di Marzo con portafogli relativamente liquidi su tutti i fondi. Durante i ribassi, coerentemente al nostro stile di gestione, abbiamo comprato in modo selettivo e graduale al fine di aumentare il profilo di rendimento di medio periodo, pur incamerando una volatilità superiore alla media.

Nell'ipotesi generale che il mondo non finisca e considerate le notevoli opportunità create dal ribasso, riteniamo sia nostro dovere professionale intervenire in acquisto in modo graduale in questa eccezionale fase di mercato, al fine di innalzare il rendimento atteso di medio periodo dei portafogli.

## Razionali posizioni fondi obbligazionari

Le posizioni sui fondi obbligazionari possono essere sintetizzate in 4 macro-categorie differenti.

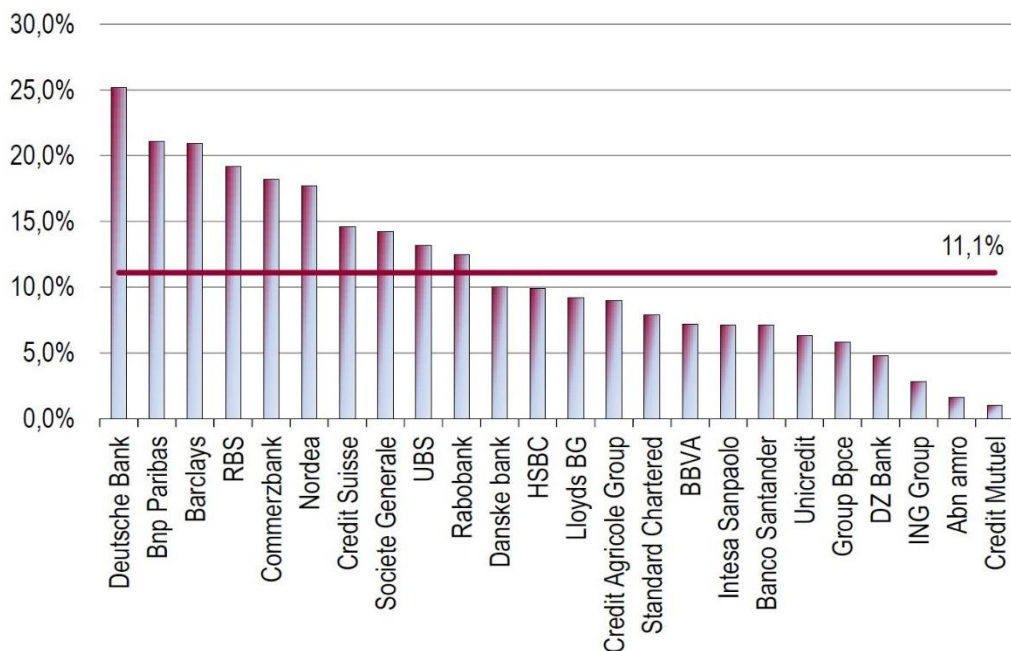
1. Liquidità o strumenti facilmente smobilizzabili
2. Bond Senior e Subordinati di Banche Italiane
3. Bond di Paesi Emergenti in local currency
4. Bond di Paesi Emergenti in hard currency

1. La parte in liquidità o simile rappresenta il cuscinetto che andremo a impiegare in caso di violenti sell-off **dettati da motivi di portafoglio (rientro di margin calls o simili) e non legati a ulteriore deterioramento dei fondamentali**. Potrà essere impiegata per rafforzare posizioni esistenti o entrare eventualmente in accumulo su nuove posizioni.
2. Le banche italiane, come mostrato nella Figura 1, sono quelle con bilanci più solidi e prudenziali rispetto al rischio sistemico di mercato, dovuto alle esposizioni sui derivati. L'attrattività dei bond bancari risiede da una parte nel notevole rendimento offerto ai prezzi correnti in seguito alle liquidazioni delle settimane scorse, unita a **una relativa minor rischiosità generale, data dagli interventi della BCE a supporto del Sistema Bancario**, che diventa così il pivot principale per la

propagazione delle manovre della Banca Centrale a sostegno del sistema economico. **Le banche quindi sono più che mai oggi soggetti sistemici che la BCE tutela in ogni forma.**

Figura 1

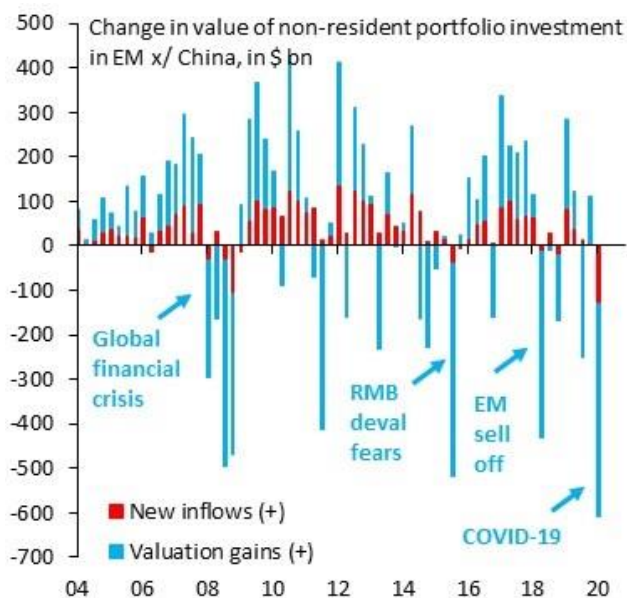
Grafico 2. Derivati attivi in percentuale del totale attivo, 2018



Fonte: elaborazione su dati Mediobanca.

- Nelle ultime settimane i bond dei paesi emergenti hanno registrato **il record storico di deflussi, portando le valutazioni a livelli minimi da quelli del 2008 (Figura 2).**

Figura 2



Tra i fattori costituenti **un attraente** profilo di rischio/rendimento, ricordiamo che:

- La Fed ha dato accesso alle banche centrali dei principali paesi emergenti al finanziamento in dollari per i Repo sui treasury.
- Il Fondo Monetario Internazionale si è già attivato per erogare linee swap in dollari per assicurare la liquidità.
- I paesi in cui siamo maggiormente investiti, Messico, Sudafrica e Turchia, sono esposti positivamente alla riduzione del prezzo del petrolio o comunque poco impattati per quanto riguarda le esportazioni.

Inoltre, sui singoli paesi annotiamo sinteticamente i seguenti punti:

**Turchia:** current account positivo, impatto positivo dal crollo del petrolio, inflazione sotto controllo.

**Sud Africa:** curva dei rendimenti molto ripida, outflow di capitali già avvenuto precedentemente al downgrade, curva dei rendimenti molto ripida e QE a supporto delle scadenze più lontane.

**Messico:** Poiché storicamente il paese più vicino agli USA, ha fondamentali migliori tra gli EM, e per questo è il più liquido e quindi quello che è stato più penalizzato dalle vendite forzose.

**Il rendimento reale delle singole emissioni in portafoglio è a livelli storici estremamente interessanti, che configurano questa tipologia di titoli tra le più attraenti.**

Rimaniamo al momento **ancora fuori** da tutto ciò che è corporate e high yield sia in America sia in Europa.

In Tabella 1 è riportata l'esposizione di ogni singolo fondo alle componenti sopra descritte.

Tabella 1

POSIZIONI PIÙ RILEVANTI SUI FONDI OBBLIGAZIONARI				
Fondo	Liquidità e attività assimilabili	Senior e subordinati bancari italiani	Paesi emergenti in hard currency	Paesi emergenti in local currency
AcomeA 12 Mesi	5,9%	25,2%	63,4%	-
AcomeA Breve Termine	35,6%	20,6%	36,3%	-
AcomeA Euroobbligazionario	22,4%	27,8%	47,1%	-
AcomeA Performance	18,1%	16,6%	26,1%	34,0%

## Razionali posizioni fondi azionari e flessibili

Come già riportato più volte, **siamo arrivati a metà febbraio con portafogli relativamente scarichi di equity**. Nelle tre settimane di bear market, abbiamo avviato **un programma di acquisti selettivi, diluiti nel tempo e sistematici** (come riportato in Tabella 2). Ovviamente nessuno sa dove si collocano i minimi. L'approccio migliore è quindi comprare progressivamente in concomitanza a forti strappi al ribasso del mercato.

Tabella 2

ESPOSIZIONE AZIONARIA			
Fondo	al 20/02/2020	al 31/03/2020	Variazione
AcomeA Globale	76%	110%	+34%
AcomeA Europa	87%	105%	+18%
AcomeA America	86%	101%	+15%
AcomeA Asia Pacifico	82%	94%	+12%
AcomeA Paesi Emergenti	85%	97%	+12%
AcomeA Italia	87%	98%	+11%

### ***Perché abbiamo comprato sui ribassi?***

Accumulare con prezzi in discesa e vendere con prezzi in salita fa parte del nostro stile di gestione. Come è noto, la paura e il panico protratto nel tempo, creano prezzi bassi e opportunità. L'euforia e la compiacenza, invece, creano prezzi alti e rischi.

**L'idea forte è che sui minimi del 16 marzo, i mercati azionari scontrassero già più del 50% di contrazione degli utili. Ed è poco probabile che il business delle società sottostanti vedrà utili inferiori del 50% ai livelli di pre-crisi fra 5 o 7 anni, configurando quindi un momento molto interessante per entrare in accumulo su questa asset class.**

### ***Cosa abbiamo privilegiato?***

Nella settimana del 16-20 marzo, come già riportato, abbiamo colto l'occasione del panic-selling per inserire in portafoglio:

- **Titoli di alta qualità**, che solo due settimane prima avevano valutazioni troppo tirate.
- **Titoli legati a settori ciclici** e quindi fortemente penalizzati da ribassi nell'ordine del 50%/60%.
- **Capitalizzazione medie e piccole**, in concomitanza con una posizione competitiva nei rispettivi business di nicchia e **bassi livelli di indebitamento**.

## ***Come ci comporteremo in caso di ulteriori ribassi?***

Sui fondi azionari ci concentreremo ancora di più su elementi di qualità delle aziende.

Sui fondi flessibili abbiamo ancora spazio per aumentare la componente azionaria, andando a cogliere eventuali quotazioni via via decrescenti.

Tabella 3

ESPOSIZIONE AZIONARIA FONDI FLESSIBILI			
Fondo	al 20/02/2020	al 31/03/2020	Variazione
AcomeA Patrimonio Aggressivo	43%	72% (Max 100%)	+29%
AcomeA Patrimonio Dinamico	22%	45% (Max 50%)	+23%
AcomeA Patrimonio Esente	29%	39% (Max 40%)	+10%
AcomeA Patrimonio Prudente	4%	8% (Max 30%)	+4%