

## La capitolazione degli operatori “a leva”

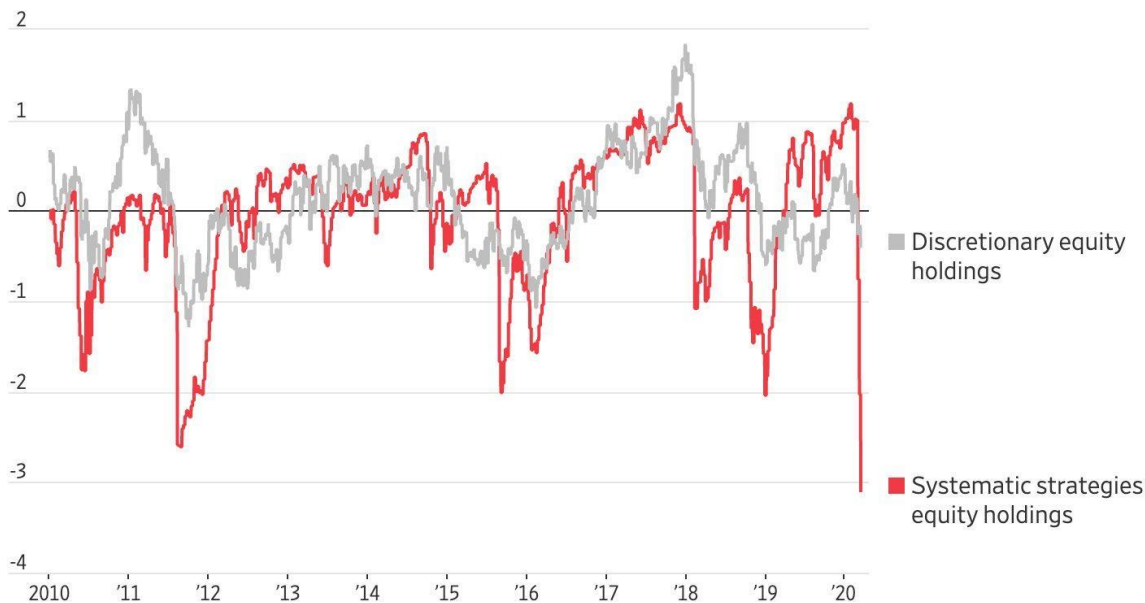
20/03/2020

Figura 1

### Systematically Selling

Systematic funds, which include commodity trading advisors and those that target volatility or make ‘risk parity’ trades, were selling more aggressively relative to others like active mutual funds and retail investors.

#### Difference between current exposure and average exposure to stocks over past five years



Notes: Figures through March 12; Negative value indicates below-average exposure; Deutsche Bank considers active mutual funds, long-short equity funds and retail investors as ‘discretionary.’

Source: Deutsche Bank

Nelle giornate del 16 e 18 marzo i mercati sono stati travolti da un'ondata di vendite straordinarie da parte degli operatori più leveraggiati (hedge funds e in generale portafogli con leve altissime), causate dai “margin call” (**Figura 1**).

Si tratta di richieste perentorie di rientro del credito concesso dalle banche ai fondi speculativi a fronte della drastica riduzione del prezzo delle loro posizioni.

Il parallelo con quello che successe nel 1998 al fondo Long Term Capital Management è appropriato (alleghiamo alla presente una nota redatta da Alberto Foà su cosa successe esattamente nel 1998 e quali lezioni trarre).

**Il risultato è stato una pressione di vendite straordinaria, che non ha risparmiato nessuna asset class liquida, compresi Bund, Treasury e Oro.**

**L'indice investment grade obbligazionario il solo giorno del 19 marzo è sceso di un terzo di tutta la discesa registrata durante la crisi del 2008. Comprendendo anche le ultime due settimane la discesa è superiore a quella complessiva del 2008. (Figura 2).**

Indice Bond Investment Grade (Figura 2)



## La risposta delle Banche Centrali e dei Governi

L'emergenza del coronavirus e la situazione dei mercati amplificate in modo iperbolico dalla liquidazione eccezionale delle posizioni a leva, ha spinto **Fed e BCE a varare piani di emergenza** ulteriori ed eccezionali per quantità di risorse e tipologia di titoli.

A queste misure **seguiranno interventi dei governi sul piano fiscale**, che per loro natura avranno tempistiche più lunghe ma sulla cui necessità anche i governi più legati all'austerità hanno dato oramai il via libera.

**In questo nuovo scenario di estremo supporto, le probabilità di default di governi e operatori sistemici (le Banche) sono ridotte al minimo.**

## La nostra operatività e i razionali delle scelte

Le occasioni di acquisto non mancano. Stiamo impiegando la liquidità dei portafogli su tutti i fondi **per accumulare in modo sistematico posizioni diversificate, al fine di incamerare il vantaggio di una normalizzazione dei corsi.** Il poderoso calo dei mercati unito agli acquisti effettuati nei momenti di liquidazione, hanno prodotto sui nav dei nostri fondi molta volatilità. A questo ovviamente si associa un potenziale di rendimento prospettico particolarmente elevato, anche in presenza di un parziale recupero del mercato.

## Fondi Obbligazionari

**AcomeA 12 Mesi, Breve Termine ed Euroobbligazionario:** accumuliamo gradualmente e in modo diversificato:

- **Subordinati di banche italiane** che hanno visto correzioni di oltre il 40%. Sono correzioni che hanno interessato tutti i subordinati europei. Riteniamo che le banche italiane siano oggi in una posizione più solida in seguito all'importante lavoro di pulizia dei bilanci effettuato negli ultimi anni, e inoltre non hanno in essere finanziamenti a Hedge Funds e operatori levereggiati.
- **Governativi turchi, messicani e sudafricani:** i deflussi dai paesi emergenti provocati da vendite forzate hanno superato di gran lunga quelli registrati nel 2008, offrendo spread positivi mai registrati negli ultimi anni. I fondamentali di questi paesi presentano l'attrattiva di un basso rapporto debito/pil e una esposizione neutra (Messico) o

positiva (Turchia e Sudafrica) alle esportazioni nette di queste aree economiche e quindi una minor dipendenza da finanziamenti esteri. Quest'ultimo aspetto risulta essere particolarmente rilevante alla luce del crollo del prezzo del petrolio.

- **Governativi italiani:** abbiamo approfittato dell'esplosione dello spread di mercoledì 18 marzo, acquistando CCT.

Per quanto riguarda **l'Argentina invece stiamo chiudendo con gradualità le posizioni, tutte in profitto:** il mercato argentino si trova in una fase di ristrutturazione che fa storia a sé e non ha subito i crolli degli altri mercati. A oggi tuttavia, con le opportunità che si sono create altrove, il differenziale di rendimento non ci appare più così attrattivo.

## Fondo AcomeA Performance

**Le posizioni sono simili ai fondi di cui sopra con la differenza dell'esposizione diretta alle divise,** che non sono state risparmiare dal massivo sell off dei giorni scorsi.

Sulle divise delle economie in cui stiamo accumulando al margine, non vediamo debolezze specifiche legate ai fondamentali. Riteniamo che il 90% dei drawdown siano da riferire appunto a vendite forzose, offrendo quindi spazi considerevoli di guadagno che si potranno realizzare finito l'effetto di overshooting.

Si consideri che le divise in cui siamo investiti tramite bond governativi e sovranazionali (Lira Turca, Peso Messicano e Rand Sudafricano) presentano tutte un rilevante carry dato dai tassi a breve.

Punti chiave:

- Rapporto debito/pil basso in assoluto o relativamente basso
- Neutralità alle esportazioni di petrolio (Messico) o esposizione positiva al basso prezzo del greggio (Turchia, Sud Africa)
- Rilevante carry dato dai tassi a breve

## Il potenziale attuale dei fondi obbligazionari

Il massivo intervento delle Banche Centrali per assicurare, con qualsiasi mezzo, la tenuta del sistema diminuisce in modo significativo il rischio di un default sistemico di governi e sistemi finanziari. **Per chiarezza, il sistema, nonostante quello che segnalino gli spread, è oggi più sicuro da un punto di vista di liquidità e garanzie, rispetto a inizio febbraio.**

**Alla luce della qualità del processo di selezione e di gestione contro-ciclica dei pesi dei titoli in portafoglio,** su tutti i fondi è ragionevole aspettarsi nuovi massimi prima che il mercato nel suo complesso recuperi del tutto i livelli di pre-crisi.

I punti di forza legati ai fondi in questione che li rendono appetibili per nuovi acquisti sono:

Fondo	Duration	Rendimento annuo a scadenza	Prezzo medio delle obbligazioni in portafoglio
AcomeA 12 Mesi	0,83	2,47%	98
AcomeA Breve Termine	2,04	3,13%	93
AcomeA Euroobbligazionario	3,09	4,48%	85
AcomeA Performance	3,9	14,20%	86

A questo si aggiunga che durante i precedenti drawdown dei mercati, i fondi sono ritornati sui nuovi massimi in un arco temporale compreso tra 2 e 5 mesi, **molto prima che il mercato tornasse sui livelli massimi precedenti.**

## Il potenziale attuale dei Fondi Azionari e Flessibili

Stessa operatività ha riguardato i fondi equity e la parte azionaria dei flessibili. **La parte equity è stata anch'essa aumentata con gradualità e diversificazione.**

FONDI FLESSIBILI - ESPOSIZIONE AZIONARIA	
FONDO	ESPOSIZIONE ATTUALE PORTAFOGLIO
AcomeA Patrimonio Prudente	10% (max 30%)
AcomeA Patrimonio Dinamico	47% (max 50%)
AcomeA Patrimonio Aggressivo	74% (max 100%)
AcomeA Patrimonio Esente	37% (max 40%)

FONDI AZIONARI - ESPOSIZIONE AZIONARIA	
FONDO	ESPOSIZIONE ATTUALE PORTAFOGLIO
AcomeA Globale	117%
AcomeA Asia Pacifico	97%
AcomeA Europa	112%
AcomeA Italia	97%
AcomeA America	101%
AcomeA Paesi Emergenti	95%

Riteniamo che i mercati azionari comincino a prezzare gli scenari peggiori riguardo alla contrazione degli utili. Certo, ancora non è partito il news flow con i numeri effettivi, tuttavia sui minimi di martedì 18 marzo l'indice S&P, tenuto conto dei multipli di P/E sui minimi delle crisi del 2001 e 2008, scontava una riduzione degli utili intorno al 50%. Nessuno ovviamente può sapere dove si collocheranno i minimi. Riteniamo tuttavia che i livelli toccati ora siano appetibili per continuare un accumulo graduale e sistematico.

Il nostro stile di gestione è rimasto rigorosamente improntato alla ricerca di aziende con significativo divario tra prezzo e valore di medio periodo.

Nell'ultima settimana, complice il sell-off selvaggio, abbiamo cominciato su tutti i fondi azionari di area e sui flessibili, gradualmente accumulati anche su titoli di maggior qualità, le cui valutazioni solo tre settimane fa erano proibitive.

**Segnaliamo inoltre una forte esposizione accumulata in questi giorni su Mid e Small Cap di qualità sul Fondo Azionario Italia.**

## Conclusioni

Durante un crollo del mercato un gestore ha tre scelte:

- 1) Chiudere tutte le posizioni e consolidare le perdite. Eventuali e ulteriori ribassi sono scongiurati ma di fatto è preclusa ogni possibilità di guadagno. Il portafoglio così "muore" e si blocca sul drawdown. Nel momento in cui il mercato si girerà al rialzo (cosa che in situazioni di particolare stress avviene violentemente) il gestore si troverà fuori dal mercato.
- 2) Mantenere le posizioni invariate: man mano che i prezzi calano, cala il peso di ogni singola posizione. Se il mercato scende si hanno variazioni minori giorno per giorno ma per ritornare a nuovi massimi occorre aspettare che il mercato, eventualmente, riassorba tutto il terreno perso.
- 3) **Impiegare gradualmente e mai in modo definitivo, la liquidità disponibile nel fondo per aumentare lo stock dei titoli ritenuti più attrattivi, man mano che i prezzi scendono. L'accumulo provoca volatilità, tuttavia incrementa il potenziale del portafoglio, che può tornare a segnare nuovi massimi come conseguenza di un rimbalzo anche solo parziale del mercato.**

**La nostra filosofia di gestione della posizione, sui ribassi, è la 3.**

Escludendo la fine del mondo, siamo convinti che gestire portafogli in modo dinamico e contro-ciclico offra il vantaggio di poter sfruttare in modo più che proporzionale una ripresa del mercato, **al fine di accorciare i tempi di recupero e riportare i sottoscrittori in piena plusvalenza.**

## Strategia di investimento consigliata

Come noi ci stiamo muovendo in maniera contro-ciclica l'ideale è che anche il cliente finale riesca ad incrementare le posizioni o a farne di nuove.

**La regola fondamentale è la gradualità e consigliamo quindi di aprire posizioni in accumulo graduale, ma abbastanza concentrate nel tempo (6-10 settimane), per riuscire a trasformare la forte volatilità del momento in un'opportunità di investimento storica.**