

HI Sibilla Macro Fund – Approfondimento gennaio 2016  
*a cura di Lorenzo Di Mattia, fund manager*

La performance del mese di gennaio di Sibilla Macro Fund è stata -4,82%. All'inizio dell'anno il posizionamento del fondo rifletteva una moderata aspettativa di ulteriore ripresa per i mercati azionari europei e per le quotazioni dei comparti energia, metalli e per il settore delle estrazioni minerarie (soprattutto dopo il termine del periodo di vendite legate ai pagamenti fiscali di fine anno negli USA); tutto ovviamente in un contesto di ampi trading range per la maggior parte delle asset class.

Gennaio normalmente è un mese caratterizzato da una forte domanda di reinvestimenti e il renmimbi, la valuta cinese che rappresentava uno dei principali fattori di rischio, nella seconda metà di dicembre si era relativamente stabilizzato. Queste variabili ci hanno fatto credere che i mercati non sarebbero scesi nei primi giorni dell'anno. Non solo. A protezione avevamo anche delle posizioni corte sul won coreano e sul dollaro di Taiwan, puntando su una possibile svalutazione della valuta cinese e di quelle asiatiche, per coprirci sul lato lungo del portafoglio. Avevamo in programma di ridurre progressivamente le nostre posizioni lunghe nei momenti di forza del mercato, con l'idea che lo S&P500 dovesse rimanere nel range di 1.800-2.100 nel corso del 2016. Purtroppo tutti gli asset rischiosi hanno aperto il primo giorno dell'anno con un crollo epocale, a cui non ha fatto seguito alcun rimbalzo immediato. Il fattore scatenante di questo movimento è stato proprio il renmimbi, con il più grosso crollo registrato dal mese di agosto.

Il nostro portafoglio cominciava l'anno perdendo la maggior parte dei guadagni di dicembre. Sfortunatamente le posizioni in won coreano e dollaro di Taiwan non hanno reagito come nelle aspettative e sono risultate obiettivamente troppo piccole per la loro funzione di copertura, oltre che di trade direzionale. Le cose si sono ulteriormente complicate nel corso di quella settimana, quando il renmimbi è sembrato stabilizzarsi e la Cina ha cominciato ad intervenire sui mercati; fattore che avrebbe potuto essere scatenante per un rimbalzo delle quotazioni. Questa è stata la ragione per cui a quel punto abbiamo tatticamente incrementato le posizioni lunghe. Ci siamo però subito resi conto che erano venuti a mancare i presupposti che avevamo mantenuto per le nostre posizioni lunghe tattiche; soprattutto è venuta meno la convinzione che l'economia americana non rischiasse un rallentamento significativo nel breve termine. Tutti gli indicatori PMI suggerivano una contrazione in corso a livello globale; perfino le vendite al dettaglio deludevano le aspettative. Anche il nostro modello tecnico suggeriva un bear market. Per altro la nostra posizione strategica non era bullish a livello fondamentale e le posizioni lunghe erano state aperte con un approccio meramente tattico. Il nostro metodo di lavoro e il nostro approccio disciplinato nella gestione del rischio ci hanno dunque indotto a tagliare senza esitazione l'esposizione del fondo; compito non facile a fronte del fatto che le perdite realizzate stavano più che erodendo i guadagni di dicembre e non eravamo così convinti che il timing di vendita fosse ottimale, visto un così insolito crollo del mercato nel mese di gennaio.

Inizialmente abbiamo dunque ridotto le nostre esposizioni, prima per i 2/3 e poi quasi interamente, fino a portarci in cash al 97% (ad esclusione dei T-bills). La vendita dei futures sugli indici azionari è stata comunque efficace, in quanto effettuata vicino ai massimi del mese, tolta la prima settimana. La vendita delle azioni energetiche e del settore dei metalli, invece, è stata effettuata a prezzi sfavorevoli, benché non ai minimi di mercato.

In queste situazioni è importante imparare la lezione: occorre distinguere le perdite associate ad errori occasionali di giudizio, che a volte sono inevitabili, dalle perdite associate ad importanti deviazioni rispetto al proprio metodo e teoria, che non dovrebbero accadere. La maggior parte delle nostre posizioni in futures su

indici erano supportate da un errato outlook tattico e fondamentale: le abbiamo dunque ridotte prontamente. Tuttavia le nostre posizioni nei comparti energetico, dei metalli e delle estrazioni minerarie avrebbero dovuto essere evitate a priori o prese con pesi inferiori. E' vero che siamo stati tempestivi e disciplinati nel ridurre le nostre posizioni, ed è pur vero che la tentazione di prendere posizioni bullish era forte dopo essere stati per un anno e mezzo lontani dal petrolio e dall'idea di prendere profitto sul corto dollaro canadese. Tuttavia, **questi trade non sono tipicamente "di alta qualità" a fronte dell'elevata difficoltà di acquistare ai minimi di mercato.** Prenderemo dunque questa esperienza come un'opportunità per migliorare ulteriormente i nostri processi di investimento.

## Outlook

Abbiamo rivisto le nostre aspettative per gli asset rischiosi nel 2016, sebbene non ancora in modo decisivo.

Ci aspettiamo che lo S&P500 resti intorno a 1.700-2.000 (verso le nostre precedenti aspettative di 1.800-2.050). Intendiamo sfruttare entrambi i lati di questo ampio range tramite l'utilizzo di future su indici azionari globali, così come abbiamo fatto lo scorso anno. Siamo quasi completamente neutrali sul dollaro, sia verso l'euro che verso lo yen, ma riteniamo che le valute asiatiche continuino ad avere un buon potenziale di svalutazione. Su queste stiamo dunque aspettando un buon punto di ingresso tattico. Siamo neutrali/positivi sui titoli governativi, soprattutto i Treasury americani, ma riteniamo che il premio per il rischio sulle posizioni lunghe sia a questo punto discutibile; ciò nonostante sulle fasi di correzione si potrebbe comprare, soprattutto se si verificasse uno scenario di rallentamento globale e la Federal Reserve temporeggiasse ad intervenire. Siamo in qualche modo costruttivi sui metalli preziosi, soprattutto sulle azioni del comparto, e crediamo che nei prossimi 2-3 mesi potrà cominciare un bull market in questo settore. La Fed probabilmente non sarà in grado di normalizzare i tassi di interesse e potrebbe perfino essere costretta ad un nuovo ribasso. Dopo 5 anni di bear market, il settore delle commodities potrebbe esserne impattato in modo significativo. Incrementeremo dunque le posizioni su ogni fase di ribasso delle quotazioni.

Per quanto riguarda il renmimbi, riteniamo che la Cina abbia 3 opzioni: 1) continuare a svalutare lentamente la valuta, perdendo riserve ogni mese in modo crescente, 2) svalutare del 10-15%, comunicando al mercato un' intenzione di stabilità da quel punto in poi, oppure 3) eliminare il renmimbi offshore, mettendo in atto forti controlli sui movimenti di capitale e abbandonando l'idea che la valuta cinese possa far parte del basket di riserve valutarie. Su questo non abbiamo un'idea forte, ma riteniamo che qualunque opzione avrà un impatto negativo sugli asset rischiosi.

Se la prima opzione fosse scelta e mantenuta per un lungo periodo, pensiamo che la Cina potrebbe essere costretta a decidere tra le altre due. Normalmente questo scenario è favorevole al nostro metodo di gestione e utilizzeremo per i prossimi mesi un approccio simile a quello avuto nel 2008 e 2011. Partendo da un'esposizione quasi a zero, crediamo che saremo in grado di sfruttare le numerose opportunità che verranno generate in questo mercato caratterizzato da alta volatilità e numerose dislocazioni.

Invitiamo i nostri investitori attuali e potenziali a seguirci e valutare quanto fatto dalla nostra strategia in passato in condizioni simili alle attuali: noteranno che gli incrementi di volatilità del mercato porteranno maggiore volatilità anche al nostro portafoglio, con la possibilità di occasionali mesi negativi (abbiamo perso ad esempio il 5,9% nel settembre 2007 e il 5,3% nel giugno 2008). Tuttavia il potenziale di performance complessivo in tali scenari è maggiore, perché consente di sfruttare al meglio le numerose fasi di rimbalzo (come successo nel 2007, 2008 e 2011, esempi di performance positiva in presenza di scenari molto turbolenti). Prevedere i risultati è impossibile, tuttavia riteniamo di essere ben preparati per questo tipo di eventi.