

31 maggio 2021

Fondo	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	YTD
2007	0.73%	0.21%	0.83%	2.06%	0.61%	0.40%	-0.22%	-0.79%	2.23%	1.29%	-0.42%	-1.50%	5.44%
2008	2.98%	-0.21%	0.32%	2.14%	-0.87%	-1.64%	-0.33%	1.26%	-2.14%	0.16%	0.83%	1.54%	4.00%
2009	-1.64%	0.68%	-0.09%	1.53%	2.27%	0.43%	3.23%	1.41%	2.44%	0.98%	0.91%	-0.65%	11.98%
2010	0.64%	0.34%	1.73%	-0.02%	1.01%	1.75%	-0.70%	2.09%	0.46%	1.47%	0.47%	0.37%	10.00%
2011	-1.47%	1.06%	0.53%	1.02%	0.51%	-0.37%	-0.02%	3.04%	-2.67%	1.57%	-1.16%	0.90%	2.85%
2012	2.73%	0.93%	-1.49%	0.19%	-0.13%	-0.01%	0.40%	0.67%	0.84%	0.36%	0.27%	0.58%	5.40%
2013	0.58%	-0.19%	0.04%	-1.01%	-1.28%	-0.86%	-1.44%	-0.99%	0.09%	1.17%	-0.88%	0.35%	-4.37%
2014	-0.42%	0.49%	0.43%	0.28%	-0.01%	-0.07%	0.48%	0.81%	-0.74%	4.01%	-2.62%	1.80%	4.40%
2015	1.90%	-3.19%	-0.40%	0.33%	-1.56%	-1.18%	-2.49%	4.73%	-0.34%	-1.30%	-2.79%	-1.47%	-7.74%
2016	6.79%	2.72%	0.79%	1.76%	-2.07%	1.24%	0.00%	-0.92%	-0.17%	0.68%	1.13%	-0.88%	11.36%
2017	-0.43%	-1.06%	-0.61%	0.13%	-0.05%	0.65%	0.32%	0.02%	-2.50%	-3.06%	-0.38%	-0.31%	-7.11%
2018	-0.86%	1.63%	0.60%	-3.18%	-1.15%	-0.25%	-3.36%	0.98%	-0.74%	6.11%	-0.16%	1.74%	1.04%
2019	-0.46%	-2.27%	0.56%	-3.99%	6.17%	-0.84%	0.22%	5.22%	-4.68%	-0.37%	-2.86%	0.85%	-2.99%
2020	2.11%	2.89%	7.21%	3.09%	-2.81%	-0.44%	3.18%	-1.93%	-0.69%	0.82%	-3.97%	0.55%	9.91%
2021	-0.08%	-2.12%	-2.44%	-1.93%	1.30%								-5.20%

Lemanik Global Strategy Fund: Dati pro forma Classe R - Le performance del fondo sono al lordo dell'effetto fiscale e basate sull'ultimo NAV del mese

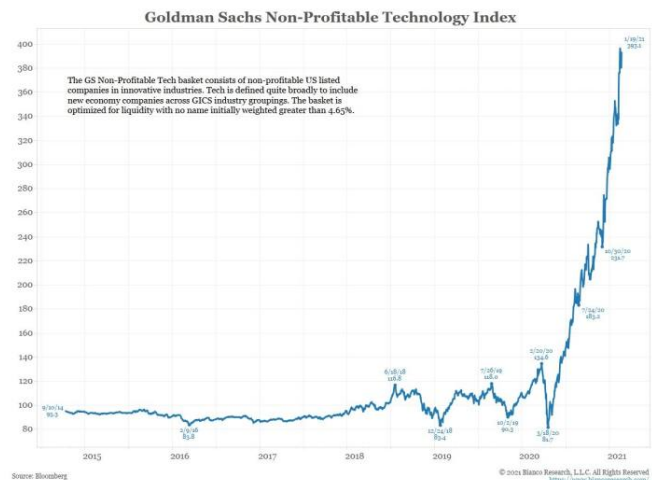


Maurizio Novelli
Portfolio Manager Lemanik
Global Strategy Fund

Il Quantitative Easing della FED, il principale driver della più spettacolare bolla speculativa di sempre sugli asset finanziari, si sta trasformando in un potenziale problema per i mercati. Mentre le aspettative d'inflazione prendono sempre più forma nella mente degli operatori, tutti stanno cominciando a chiedersi quando la FED inizierà a togliere gli stimoli monetari dinanzi all'accelerazione dell'economia. I policy makers continuano a ribadire che il fenomeno inflattivo è solo temporaneo, ma nessuno veramente sa cosa si intende per "temporaneo": tre mesi, sei mesi, un anno...? Con l'inflazione in rialzo il QE in corso è visto come "benzina sul fuoco" che accentua i rischi di una strutturale modifica delle aspettative inflazionistiche, ed ecco che il principale fattore di sostegno della propensione al rischio sta diventando ora un problema. In realtà la FED non è in grado di valutare se l'inflazione è temporanea e non è in grado di sapere quanto potrà durare, ma è abbastanza ovvio che la strategia è creare inflazione per svalutare un debito che continua a salire inesorabile, dato che il governo USA non sembra propenso a finanziarlo con un aumento delle entrate fiscali. Una parte importante del fenomeno inflazionistico in corso dipende da fattori non monetari che non sono sotto il controllo delle Banche Centrali, dato che è stato innescato da problemi legati alla global value chain e ad una impennata dei costi connessi alla logistica (trasporti e tempi di consegna). Questi fenomeni possono anche essere considerati temporanei ma il dato di fatto è che al momento non sembra che ci siano rallentamenti in vista. L'aumento dei costi di produzione e di logistica è avvenuto in un contesto dove le principali economie erano ancora parzialmente affette dal lockdown e le "riaperture" post Covid in fase iniziale. Cosa potrà accadere quando avremo anche un aumento della domanda proveniente da una riapertura

completa dell'economia occidentale nessuno lo osa immaginare, ma è chiaro che il mercato dubita della "scommessa della FED" sulla temporaneità del fenomeno inflattivo in corso. Quindi, se la strategia è creare inflazione, prepariamoci ad un aumento della volatilità su tutte le asset class. Le "prove tecniche" di questo fenomeno si sono già viste in queste ultime settimane, ma è probabile che sia solo l'inizio dell'uscita dal contesto di bassa volatilità che ha caratterizzato e sostenuto anni di alta propensione al rischio nel sistema. Bassa volatilità e tassi a zero sono un fattore primario di formazione di un altro fenomeno di instabilità prospettica: la leva finanziaria.

Fare debito per acquistare qualsiasi cosa abbia un rendimento positivo (Leverage Loans, MBS, ABS, Equity ecc. ecc.), accentua i movimenti rialzisti ma produce gli effetti amplificati inversi quando devi smontare queste posizioni. Si stima che attualmente la leva finanziaria per sostenere posizioni speculative sul mercato finanziario USA sia oltre il 15% del PIL, pari a tre trilioni di dollari, di cui quasi un trilione attribuito ai retail investors per acquistare azioni. Il rischio di sistema è dunque talmente elevato che, se la scommessa della FED sulla temporaneità dell'inflazione fosse sbagliata, si verificherebbe una carneficina sui mercati e "l'effetto Bitcoin", che ha prodotto un crack sui mercati delle criptovalute, si estenderebbe anche ad altre asset class. Nel recente Stability Report pubblicato dalla Banca Centrale americana si lancia l'allarme sull'eccessiva propensione al rischio sui mercati e sulle valutazioni dell'equity. Poiché neppure la FED è in grado di capire quanto sarà temporanea l'inflazione in formazione, si moltiplicano i messaggi di invito alla cautela da parte di tutti i principali policy makers e sembra che l'obiettivo sia quello di "sgonfiare" o frenare la bolla speculativa. Tuttavia l'esperienza storica non sembra confermare che la speculazione finanziaria sia propensa a considerare la prudenza come un concetto da mescolare con la propensione al rischio. Le recenti aperture di indagini da parte della SEC, dopo il caso Archegos, per capire quanto leverage esiste nel sistema degli Hedge Funds ha iniziato ad innervosire i Prime Brokers e non escludo che le recenti correzioni del Nasdaq siano anche collegate ad una riduzione della leva in questo segmento speculativo. Anche gli inviti alla "prudenza" sulle criptovalute non sono mai stati presi in seria considerazione dagli speculatori, mentre l'indice Goldman Sachs sulle società tecnologiche quotate che evidenziano grandi perdite nei bilanci ha quadruplicato in 12 mesi.



Tornando agli aspetti macro, il problema dell'inflazione, non è l'unico elemento di instabilità prospettica sui mercati e la FED si trova in grande difficoltà nel cercare di controllare due variabili finanziarie sulle quali il controllo non lo ha mai storicamente avuto: i tassi d'interesse a lunga scadenza e il dollaro. Nonostante un costante intervento della Banca Centrale sulla parte lunga della curva, che si è accentuato proprio in queste settimane, il mercato dei Treasuries rimane in sofferenza a causa di vendite provenienti dall'Asia. Dollaro e Treasuries rimangono dunque un potenziale canale di trasmissione dell'instabilità futura sui mercati finanziari. Nel corso degli ultimi cinquant'anni abbiamo avuto dieci importanti crisi finanziarie: quattro di queste crisi (1974, 1980, 1990, 2020) sono state determinate da fenomeni "esterni" alle dinamiche del mercato (tre shock petroliferi causati da motivi geopolitici e uno dal COVID), tre crisi derivanti da eccessi speculativi (1998 in Asia, 2001 equity e 2008 credito) e tre eventi dovuti a crisi del dollaro (1971, 1987, 1994). A parte le crisi determinate da fenomeni "esterni", tutte le altre crisi sono state provocate da policy mistakes della FED, che non ha voluto mai intervenire per frenare gli eccessi speculativi su alcune asset class (Equity e Credito), o ha deciso di "rimanere dietro la curva" provocando una caduta dei Treasuries e una fuga dal dollaro. Se la storia ci insegna qualcosa, oggi si sta ripetendo lo stesso problema, dato che la FED non vuole mai essere accusata di provocare una recessione, non interverrà prematuramente nella rimozione degli stimoli e deciderà di rimanere "dietro la curva", cioè in netto ritardo nel contrastare l'inflazione in rialzo. Il problema attuale è che le dinamiche del mercato evidenziano la concomitanza di tre fenomeni particolarmente accentuati e pericolosi che si sono verificati solo due volte nella storia, nel 1929 e nel 1987.

Nei due casi si è accumulato un triplice problema di eccesso speculativo sull'equity, sul credito e una caduta del dollaro che ha prodotto effetti devastanti, mentre negli altri casi segnalati (1998, 2001 e 2008) gli eccessi speculativi erano presenti o solo su Equity o solo sul Credito (MBS). La concomitante congiuntura di una bolla speculativa diffusa su molte asset class ed il rischio di una crisi del dollaro, delinea un profilo di instabilità finanziaria prospettica estremamente elevato.

Per evitare lo scoppio della bolla su credito ed equity la FED non dovrebbe rimuovere la liquidità immessa nel sistema ma, in un contesto di inflazione in rialzo, avrebbe ancora una volta deciso di "stare dietro la curva", con tutto quello che comporta per dollaro e Treasuries. La concomitante caduta del dollaro e US Treasuries andrebbe, in breve tempo, ad intaccare la bolla speculativa sulle altre asset class. Si preannunciano tempi difficili per la FED, per i mercati e per l'economia mondiale con elevati rischi di "policy mistakes" in un contesto di elevati rischi finanziari nel sistema. Oltre a questi problemi di natura monetaria, si tenga anche in conto che non tutto quello che ci viene raccontato sulla ripresa corrisponde alla realtà e molti dati macro appaiono piuttosto "anomali" nella loro positività, in un contesto dove il livello di distruzione subito dall'economia reale non è stato assolutamente rilevato nella sua completezza. La "V shape recovery" degli Stati Uniti lascia alquanto perplessi gli economisti indipendenti a causa di dati macro che sembrano eccessivamente forti in un quadro generale di debolezza ancora diffusa. Alla luce di queste analisi confermiamo una asset allocation decisamente contrarian rispetto al consensus del mercato, il quale continua a scommettere su un contesto di bassa volatilità per i tempi a venire, mentre le prospettive di alta instabilità sono in costante rialzo. Le nostre posizioni net short di Equity sono ora al 45%, in particolare focalizzate su NASDAQ, SPX e DAX, tutti indici che esprimono valutazioni estreme.



Siamo decisamente negativi sulle prospettive del dollaro e continuiamo a rimanere short del 20% sulla divisa USA sia contro Euro che tramite Dollar Index Futures, ritenendo che la FED abbia già deciso di "rimanere dietro la curva". Il settore minerario aurifero dovrebbe proseguire il rialzo assieme all'Oro, almeno fino a quando la FED non deciderà di iniziare il "tapering", ma il dato di fatto è che le Banche Centrali degli Emerging Markets hanno iniziato ad acquistare Oro. Siamo quindi ancora long di Oro con un'esposizione complessiva del 13% (Mining + ETF Gold), mentre sul fronte valutario manteniamo posizioni long sul New Zealand dollar e renminbi, rispettivamente pesate all'8% circa. Rimaniamo decisamente positivi sulle prospettive delle asset class Asia EM e Cina dopo i significativi movimenti di rialzo registrati negli ultimi mesi; tuttavia, poiché la Cina ha iniziato a rimuovere parte degli stimoli monetari e fiscali, riteniamo che questi mercati siano al momento in una fase di correzione. Abbiamo quindi ridimensionato al 5% le posizioni long su equity Asia EM/Cina e manteniamo un'esposizione valutaria nell'area su renminbi e New Zealand dollar. Quello che sembra emergere, dopo tutti gli interventi che sono stati fatti per evitare il collasso, è che il contesto dell'economia post Covid rischia di essere meno stabile e più esposto a fenomeni di crisi di quanto stiano scontando attualmente gli investitori.

Lugano, 31 maggio 2021

Maurizio Novelli

Portfolio Manager Lemanik Global Strategy Fund

DISCLAIMER

La presente pubblicazione è stata redatta da Lemanik Asset Management. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. La presente pubblicazione si intende pubblicata per l'utilizzo da parte di operatori qualificati. Non vi è garanzia di ottenere uguali rendimenti per il futuro ed il valore degli investimenti può aumentare o diminuire secondo l'andamento dei mercati.