

## LEZIONI PER GLI INVESTITORI CONTRARIAN IN UNA NUOVA ERA DI VOLATILITÀ

### ASPETTI SALIENTI

Una cosa è certa: in questo nuovo periodo di volatilità dei mercati le nostre competenze verranno duramente messe alla prova. Ecco 10 lezioni di investimento che aiuteranno gli investitori contrarian ad orientarsi in questa nuova fase del ciclo.

Lo scorso anno, le tensioni commerciali avviate dagli USA e i problemi sui mercati emergenti hanno colpito i mercati globali, creando periodi di volatilità nel corso di tutto l'anno. In Europa i dati economici e la crescita degli utili restano solidi ma il mercato azionario è stato colpito ripetutamente da ondate di vendite indiscriminate dovute al prevalere di tempeste geopolitiche. Sebbene i cambiamenti macroeconomici non influenzino il nostro processo di investimento né quello decisionale, questo tipo di negoziazione a breve termine mina la fiducia degli investitori e fa aumentare la volatilità sui mercati.

In quanto investitori con un approccio bottom-up a bassa rotazione, la nostra attenzione va ai fondamentali e stiamo notando segnali crescenti di un mercato sempre più asimmetrico. Le azioni sono diventate più sensibili alle sorprese negative riguardanti le pubblicazioni degli utili, mentre, viceversa, gli impatti positivi degli utili non sono remunerati in termini relativi. Data questa modifica della dinamica rischio/rendimento, stiamo continuamente valutando la gestione del rischio in rapporto alle dimensioni



**Mike Clements**  
Economist

*"Il ritorno della volatilità sta creando opportunità di sfruttare i flussi di mercato e trarre vantaggio da punti di entrata interessanti."*

delle posizioni. In un mercato altamente sensibile, una strategia più incrementale di costruzione delle posizioni potrebbe essere premiante in termini di dividendi, dato che consentirebbe una maggiore flessibilità tra i punti critici di volatilità.

Una buona notizia è che anche i trend top-down e bottom-up che hanno risvegliato la volatilità stanno creando opportunità di sfruttare i flussi di mercato e trarre vantaggio da punti di entrata interessanti. È questo tipo di mercato che mette alla prova le competenze di un investitore contrarian attivo. Poiché gli investitori si preparano a una nuova fase potenziale del ciclo, presento le dieci lezioni sull'investimento con approccio contrarian che ho imparato in oltre due decenni di analisi delle azioni europee.

### AMPLIARE IL PROPRIO ORIZZONTE TEMPORALE

Come distinguersi tra le centinaia di concorrenti che cercano di staccarsi dalla folla? Ad esempio, si potrebbero acquisire più informazioni rispetto alla concorrenza; tuttavia, in un'epoca dove i dati sono forniti in tempo reale, un tale scenario è impossibile oppure illegale. Un'altra opzione è migliorare l'analisi delle informazioni, ma anche questa strategia risulta complessa, per via dell'enorme mole di ricerche condotte da migliaia di analisti globali. L'unica soluzione realistica per sovraperformare il mercato è pertanto l'adozione di un orizzonte temporale più a lungo termine, in modo da dare alle buone idee il tempo necessario per concretizzarsi.

## CI SARÀ TURBOLENZA

La turbolenza su un volo aereo è fastidiosa ma non deleteria. Lo stesso vale per gli episodi di sottoperformance nel corso di un investimento. Talvolta, gli investitori contrarian possono essere troppo in anticipo e un'azione considerata non interessante potrebbe dovere ancora scendere di molto prima di toccare il fondo. È in questi frangenti che bisogna avere il coraggio delle proprie convinzioni. Potrebbe non sembrare una situazione particolarmente ideale ma il fatto di essere dal lato sbagliato del mercato è spesso il prezzo che un investitore a breve termine deve pagare per ottenere alpha a lungo termine.

È importante ricordare che un investitore contrarian per definizione attraverserà periodi di sottoperformance. Il segreto è non soccombere alle pressioni e alle reazioni di riflesso dei mercati: restare fedeli al proprio processo ed evitare i cambiamenti di stile. All'apice della pressione di mercato, i gestori di portafoglio ad alta convinzione devono dimostrare resilienza per rassicurare gli investitori sulla loro capacità di centrare gli obiettivi strategici a più lungo termine.

## IMPARARE DAI PROPRI ERRORI

Non basta solo essere contrarian, bisogna reagire ai cambiamenti delle dinamiche del mercato. Misurare e valutare correttamente la portata del rischio è fondamentale per la generazione di alpha sostenibile a lungo termine. A livello di team stiamo costantemente valutando come accedere e uscire dalle posizioni nonché il rispettivo impatto che tali posizioni hanno sulla volatilità in generale e sul rendimento del portafoglio. Anche se l'idea contrarian potrebbe essere ottima sulla carta, bisogna considerarla tenendo conto dei rendimenti, della volatilità e della diversificazione del portafoglio in generale.

## POTREBBE VOLERCI UN PO' PER AVER RAGIONE

A volte può volerci più tempo del previsto prima che il mercato si allinei alle anomalie di valore o alle valutazioni errate riscontrate dalla propria analisi. Nei periodi di sottoperformance infatti la convinzione nelle analisi e nei processi è fondamentale per effettuare una determinazione dei prezzi.

Significa inoltre adattare il modo di pensare ai cambiamenti del mercato. A questo punto, potrebbe essere venuto il momento di iniziare a prendere in considerazione la possibilità di uscire dal titolo.

## LA PAZIENZA È UNA VIRTÙ

Acquistare a valutazioni basse e rivendere a prezzi alti. Questo adagio tipico dei mercati azionari sembra semplice, ma nasconde un'amara verità: è più facile a dirsi che a farsi. Difatti, è richiesta una buona dose di coraggio per resistere alla pressione dei concorrenti ed evitare i titoli in voga,

spesso costosi. Ciò può anche presupporre l'acquisto di società che non piacciono a nessuno, oppure investimenti in periodi di panico.

Ma in primo luogo gli investitori devono essere pazienti. Bisogna fare il proprio lavoro e attendere un calo del mercato, in modo da trovare un buon punto di ingresso in termini di valutazione. Ma l'attesa non finisce qui; a volte si aspettano anni prima che il mercato cambi idea e altri investitori comprendano la validità del titolo.

## ANTICIPARE L'ANDAMENTO DEL MERCATO

È importante ricordare che il mercato fluisce costantemente. Anticipare la fase successiva del ciclo può essere premiante in termini di dividendi. Abbiamo ad esempio assunto una posizione in Flow Traders verso la fine del 2016, dopo il crollo del prezzo dell'azione a causa della bassa volatilità e abbiamo diminuito la negoziazione di ETF.

Il livello del margine EBIT è sceso da circa 45 a circa 25 dopo che il mercato ha sommariamente stimato che la società non presentava più il suo potenziale di crescita. Flow Traders è un esempio di titolo per il quale crediamo sia utile posizionarsi con sei o dodici mesi di anticipo. Infatti nella prima settimana di febbraio, l'indice VIX è salito alle stelle e il prezzo dell'azione Flow Traders è aumentato del 60% in un mese, e prevediamo che la volatilità contribuirà a generare altri movimenti di prezzo.



## EVITARE LE TRAPPOLE DI VALORE

Sfortunatamente, i titoli economici possono restare allo stesso livello per molto tempo. Come gestore di fondi, puoi convincere gli investitori ad avere pazienza. Questo significa mantenere i nervi saldi poiché, mentre rimani in disparte, il resto del mercato sale e le società che reputi eccessivamente costose continuano a guadagnare giorno dopo giorno. Quello che tuttavia i tuoi investitori non accetteranno mai è vedere le tue "perle nascoste" tramutarsi in "trappole di valore", ovvero società che sembrano economiche ma che in realtà soffrono di un deterioramento strutturale del proprio modello di business.

Di conseguenza, quando si investe sul lungo termine, è essenziale ridurre al minimo il rischio di ribasso ed evitare marcate flessioni. Per raggiungere questo obiettivo, è necessario condurre accurate ricerche analitiche e scientifiche per comprendere i fattori della performance societaria, valutare la solidità del suo bilancio e svolgere simulazioni approfondite dello "scenario più sfavorevole".

### IDENTIFICARE VANTAGGI COMPETITIVI SOSTENIBILI

Le due regole d'oro per selezionare i titoli giusti sono abbastanza ovvie. La prima è acquistare società di elevata qualità, la seconda è comprarle a una valutazione interessante. Sembra scontato ma, ripeto, è più facile a dirsi che a farsi.

Ma cosa rende una società un buon investimento? Se decidi di investire sul lungo termine, devi puntare su una società con un vantaggio competitivo fondamentalmente sostenibile. Questo significa un brand solido, ad esempio LVMH, una posizione dominante sul mercato che conferisce il potere di fissare i prezzi, come Legrand, un fornitore a basso costo, come easyJet, oppure un vantaggio tecnologico, ad esempio Sanofi. Per rispettare la seconda regola d'oro, ossia una valutazione interessante, un gestore di alpha di successo deve concentrarsi sulla generazione di free cash flow poiché, oltre ad essere il vero motore della creazione di ricchezza, è meno suscettibile a manipolazioni contabili.

### COMPRENDERE PERCHÉ IL TITOLO È ECONOMICO

Sfortunatamente, è raro trovare società solide, che producono notevole free cash flow e con una valutazione interessante. Per tale motivo, è importante comprendere perché a volte si verifica questa circostanza. Ci sono tre possibili ragioni: sentiment degli investitori negativo per il paese o il settore (come nel caso della Spagna dopo il 2008); sentiment negativo in seguito a motivi ciclici o fughe verso attivi più sicuri, ovvero quando gli investitori vendono precipitosamente le proprie azioni; oppure timori sul modello di business della società. Dopo aver individuato il motivo alla base della bassa valutazione, puoi determinare se è o meno giustificata.

### PAZIENZA E NERVI SALDI: IL SEGRETO DEL SUCCESSO

Come tutte le idee valide, anche l'approccio di tipo contrarian fa affidamento sul buon senso e sembra relativamente semplice. Tuttavia, quello che è apparentemente facile richiede in realtà duro lavoro, coraggio e disciplina. La pazienza è davvero una virtù, più che in ogni altro aspetto dell'investimento; infatti, le posizioni sono in genere detenute per periodi dai tre ai cinque anni e molte di esse in una fase iniziale di prezzi bassi. Un gestore realmente di tipo contrarian e in grado di generare alpha si distingue per nervi saldi e investitori fedeli, ma quando sarà il momento, verrà ricompensato da una notevole sovraperformance e da una bassa volatilità.



*L'approccio di tipo contrarian fa affidamento sul buon senso e sembra relativamente semplice. Tuttavia, quello che è apparentemente facile richiede un duro lavoro, coraggio e disciplina.*