



ANALISI DELL'UNIVERSO ALTERNATIVO

HIGHLIGHTS

- Finora la performance degli hedge fund per il 2017 è stata positiva
- Macro: rendimenti contrastanti, volatilità ridotta e preferenza per le strategie macro sistematiche
- Equity Hedge: buona performance, bassa correlazione tra i titoli, dispersione e rendimenti attesi in aumento
- Event-Driven: performance stabile e interessanti opportunità nelle operazioni societarie
- Relative Value: rendimenti deboli ma previsioni positive
- I nostri strumenti per la gestione dei rischi quantitativi ci garantiscono un vantaggio competitivo



Cédric Vuignier

Head of Manager Research & Alternative Investments



José Sanchez

Product Specialist

Previsioni per le strategie

Macro



Equity Hedge



Event-Driven



Relative Value



LA SITUAZIONE ATTUALE

Il periodo è stato segnato da una solida performance nell'intero settore degli hedge fund. Siamo stati particolarmente soddisfatti della nostra allocazione con orientamento azionario long, che ha beneficiato del rally offerto dalle azioni; anche le strategie dedicate hanno generato alpha. Gli investitori si sono concentrati in maggiore misura sui fondamentali come gli utili piuttosto che sul contesto macroeconomico. Si tratta di un piacevole cambiamento di dinamica rispetto agli scorsi anni, quando i mercati alternavano propensione e aversione al rischio sulla scia degli interventi o dichiarazioni delle banche centrali.

Nel 2017 abbiamo finora osservato una minore correlazione tra i titoli e una maggiore dispersione, che hanno entrambe creato numerose opportunità aggiuntive. La riduzione del bilancio e l'inasprimento della politica da parte della Fed, nonché l'imminente tapering della BCE dovrebbero continuare a migliorare il contesto.

Ci stiamo adoperando per sviluppare l'allocazione della nostra strategia incentrata sugli hedge fund, concentrandoci in particolare sulle nuove tecnologie, nello specifico l'apprendimento automatico quantitativo e, più in generale, su tutte le metodologie sistematiche, prendendo le distanze dalla tradizionale analisi dei dati su prezzi e fondamentali. Queste tecnologie sono ancora agli albori, ma riteniamo che potrebbero fare rapidamente progressi.

Alla fine del presente documento, illustreremo le nostre convinzioni sulla gestione dei rischi a cui è esposto il portafoglio e la necessità di un solido sistema di analisi quantitativa.

➤ **MACRO**

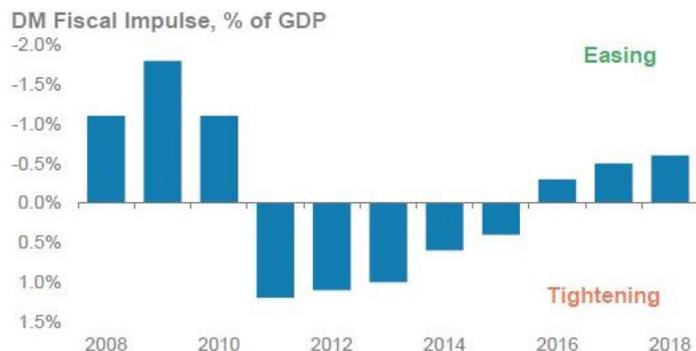
Per i gestori delle strategie macro discrezionali è proseguita la tendenza ribassista, che ha smorzato l'entusiasmo successivo alle elezioni statunitensi. In modo analogo e ad accezione di giugno, quando alcuni gestori hanno sovraperformato in virtù della loro esposizione ai tassi di cambio e altri hanno sottoperformato in seguito alle vendite di obbligazioni a fine mese, il periodo si è rivelato relativamente privo di eventi. I gestori vogliono credere all'attuazione delle riforme fiscali negli Stati Uniti, per quanto siano sempre meno convinti al riguardo. Il posizionamento assunto dai vari gestori è risultato idiosincratico, long sull'eurozona e tattico short sull'indice S&P 500.

Diversamente dai gestori discrezionali, i modelli sistematici sono infine riusciti a generare alpha, soprattutto ad agosto con trend sostenibili nei metalli e nelle obbligazioni. A luglio sono emersi alcuni trend sul medio termine che hanno permesso a determinati gestori di ottenere guadagni, mentre le vendite di obbligazioni a giugno, unite a un'inversione nel complesso delle materie prime, hanno influito negativamente. Nel periodo in esame non si sono registrate variazioni di rilievo all'allocazione, con gran parte del rischio implementato all'interno di azioni, reddito fisso e materie prime per coloro che non si sono stancati della mancanza di coerenza e delle drastiche inversioni.

LE NOSTRE PREVISIONI

Anche se le opportunità sono, nel loro complesso, relativamente favorevoli, con una correlazione tra gli attivi sempre più bassa e una crescente divergenza tra le politiche monetarie, la ridotta volatilità continua a penalizzare l'utilizzo del rischio. Per quanto riguarda i modelli sistematici, le inversioni dei trend sono ancora una fonte di preoccupazione e confermiamo pertanto la preferenza per le strategie macro sistematiche

Si riscontra un allentamento anche della politica fiscale



Fonti: FMI, previsioni Morgan Stanley Research
Dati a: ottobre 2017

➤ **EQUITY HEDGE**

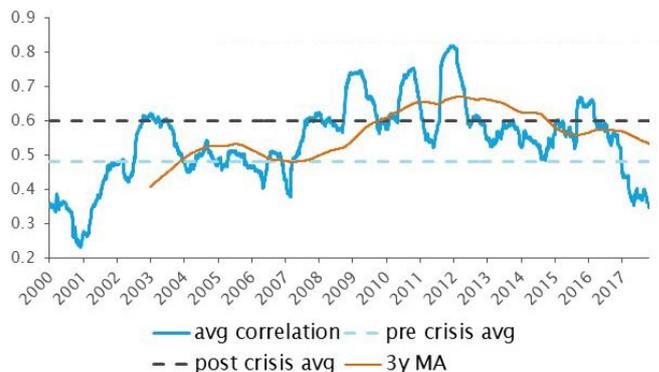
Nonostante le perdite registrate nei portafogli short, i gestori delle strategie Equity Hedge hanno conseguito risultati positivi, poiché nel periodo i mercati hanno continuato ad avanzare. Negli Stati Uniti, i mercati azionari sono stati trainati dai titoli growth ad alta capitalizzazione, in particolare i FAANG*. Questo ha favorito ampiamente i gestori con un'esposizione nella tecnologia, rivelandosi al contrario penalizzante per quelli che privilegiano i titoli value. Il rally messo a segno dai titoli growth può essere riconducibile all'inversione del "Trump trade", poiché sia la riforma fiscale che quelle sanitarie sono state posticipate. Gli operatori sono rimasti intrappolati in una rotazione dai titoli finanziari a quelli tecnologici. Inoltre, i significativi afflussi negli investimenti passivi, caratterizzati da una maggiore presenza di titoli growth, ha accentuato questa rotazione. Altrove, i gestori europei hanno evidenziato risultati soddisfacenti nell'universo mid cap, ma i gestori large cap non sono ancora riusciti a sfruttare il migliore contesto macroeconomico in Europa. I gestori asiatici hanno registrato solidi guadagni, con i beni di consumo discrezionali e la tecnologia a trainare la performance, dato che l'economia cinese ha continuato a sorprendere al rialzo dissipando i timori di un maggiore rischio geopolitico.

*FAANG: Facebook, Apple, Amazon, Netflix e Google (Alphabet)

LE NOSTRE PREVISIONI

Restiamo fiduciosi sul versante delle strategie Equity Hedge. Le nostre previsioni permangono positive, in quanto ci aspettiamo che, nell'universo macro e sui mercati, si materializzino dei fattori di sostegno. Le correlazioni tra i titoli sono già calate sensibilmente nel corso dell'anno e, con l'aumento dei tassi che incombe, prevediamo anche una maggiore dispersione.

Correlazione tra i titoli su 126 giorni: S&P 500



Fonti: Bloomberg, SYZ Asset Management
Dati a: ottobre 2017

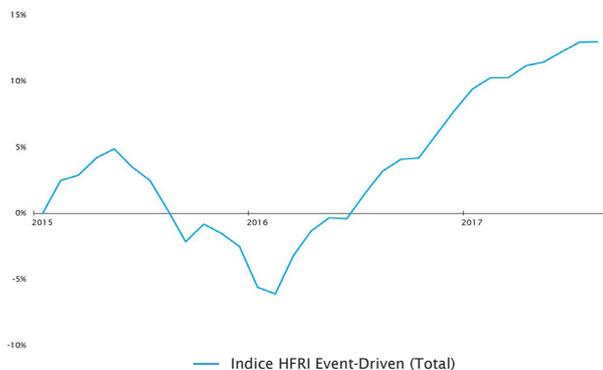
▶ EVENT-DRIVEN

La seconda parte dell'anno è stata segnata da un contesto relativamente sereno e propizio per gli hedge fund delle strategie Event-Driven; inoltre, in tale periodo è diminuita la dispersione dei rendimenti nei fondi. Tutti gli indici Event-Driven eccetto uno hanno offerto rendimenti positivi. Le azioni delle situazioni speciali hanno tracciato la rotta, seguite dagli arbitraggi su fusioni e dalle opportunità di credito, come succede spesso in un contesto di propensione al rischio. Gli utili si sono rivelati solidi negli Stati Uniti, trainati dalle grandi società tecnologiche. Le operazioni societarie sono rimaste stabili e la fiducia dei CEO è risultata di poco inferiore ai massimi raggiunti negli scorsi mesi. L'attuazione delle riforme fiscali negli Stati Uniti resta l'argomento centrale e potrebbe sostenere ancora il rialzo del mercato. Il rischio rappresentato dai partiti populistici è diminuito in Europa, poiché il candidato centrista e pro-UE ha vinto le elezioni presidenziali francesi. Tuttavia, numerosi gestori della regione segnalano il potenziale di un incremento nei volumi degli arbitraggi su fusioni europee, fenomeno già riscontrato negli scorsi mesi.

LE NOSTRE PREVISIONI

Le previsioni restano rosee. Gli analisti sono discordi circa l'implementazione della riforma fiscale negli Stati Uniti. È difficile capire se i prezzi dei titoli rispecchino una posizione prudente oppure ottimistica su tale fronte. In questa fase, riteniamo che le operazioni societarie continueranno a offrire interessanti opportunità nell'ultima parte dell'anno.

La performance dell'indice HFRI Event-Driven si è stabilizzata nel secondo semestre del 2017



Fonti: Bloomberg, SYZ Asset Management
Dati a: ottobre 2017

▶ RELATIVE VALUE

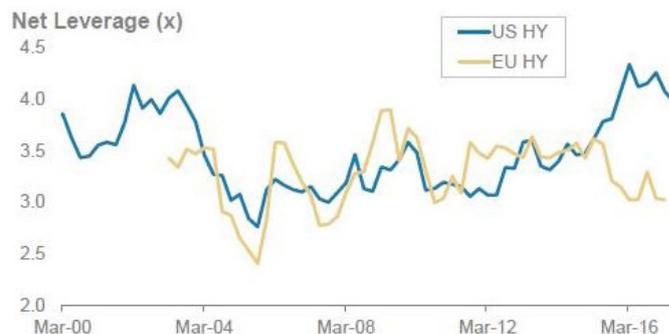
I rendimenti si sono rivelati deboli nel periodo, per quanto nel complesso abbiano chiuso in territorio positivo nell'intero universo del credito (ossia Stati Uniti ed Europa), con una sovraperformance delle tranches inferiori. Alcuni gestori hanno registrato delle perdite sui titoli energetici, poiché è risultato più complesso negoziare i titoli svalutati e quelli di società sottoposte a riorganizzazione. Ancora una volta il greggio è stato il principale catalizzatore, con il rally di luglio che ha favorito la contrazione degli spread, nonostante numerosi eventi abbiano influito negativamente (l'instabilità in Venezuela, il lancio di missili da parte della Corea del Nord) e messo alla prova il sentiment del mercato.

Sul fronte dei gestori che effettuano arbitraggi sul reddito fisso non si registrano cambiamenti specifici degni di nota; questi ultimi hanno continuato a sfruttare le obbligazioni tedesche, con scommesse marginali sugli swap spread e le curve dei rendimenti. Nel periodo in esame, la volatilità è rimasta su minimi storici; il relativo premio ha penalizzato i gestori che prediligono questa categoria di arbitraggi, con i mercati azionari che hanno anch'essi raggiunto nuovi massimi di tutti i tempi. I gestori con una preferenza per le operazioni Relative Value nell'universo del reddito fisso sovano hanno continuato a offrire performance positive. Anche se la performance conseguita dai nostri gestori delle strategie direzionali coperte dal delta non ci soddisfa, riteniamo che la situazione avrebbe potuto essere peggiore.

LE NOSTRE PREVISIONI

In linea con una dispersione in costante aumento nell'high yield, privilegiamo l'allocazione sugli arbitraggi che riguardano il capitale, soprattutto nel blocco G-3 poiché, negli ultimi tre anni, il credito corporate dei mercati emergenti ha conseguito un rally. Le nostre previsioni continuano a essere positive e conformi a quelle dei gestori dedicati, come illustrato nei precedenti commenti.

Leva high yield: Divergenza tra Stati Uniti ed Europa



Fonti: Morgan Stanley Research, Bloomberg Finance LP, Citigroup Index LLC, Thomson Financial, dati societari
Dati a: ottobre 2017

LE NOSTRE CONVINZIONI

Nel contesto post-crisi finanziaria, la gestione del rischio è diventata una parte imprescindibile nel processo di costruzione del portafoglio. I gestori patrimoniali devono pertanto ripensare il proprio approccio, per comprendere appieno i parametri del rischio suscettibili di influenzare il portafoglio e i suoi componenti sottostanti.

Riteniamo che il nostro quadro proprietario per la gestione del rischio, realizzato internamente, ci fornisca un'ampia gamma dei parametri quantitativi più rilevanti e necessari per valutare e anticipare il comportamento dei portafogli. I modelli sono stati testati in condizioni di mercato reali e migliorati di conseguenza anno dopo anno.

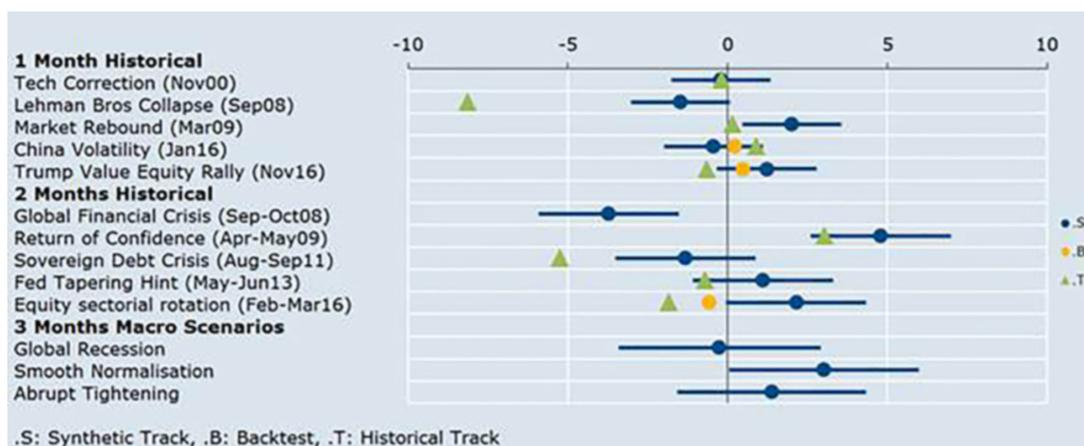
Tra gli strumenti per la gestione del rischio in uso si annoverano parametri quantitativi avanzati quali stress test, evoluzione della diversificazione in seno al portafoglio

e analisi a più variabili; tali strumenti ci consentono di identificare i fattori di rischio e rendimento più significativi e rilevare potenzialmente gli orientamenti nascosti nei nostri portafogli. Una volta individuati, è possibile attenuare questi orientamenti attraverso un adeguato ribilanciamento del portafoglio.

Riteniamo che un controllo solido e rigoroso dell'esposizione nei nostri portafogli sia utile per limitare i ribassi in contesti di mercato sfavorevoli. La capacità di eseguire backtest su numerosi profili di rischio rappresenta un importante punto di forza. Pertanto, quando apriamo una nuova posizione sappiamo fin dal primo giorno in che modo dovrebbe influenzare l'intero portafoglio.

Nella gestione dei portafogli associati agli hedge fund, riteniamo pertanto di poter contare su un vantaggio competitivo rispetto ai nostri concorrenti.

Stress test



Fonte: SYZ Asset Management
Dati a: ottobre 2017