



ANALISI DELL'UNIVERSO ALTERNATIVO

HIGHLIGHTS

- Ritorno della volatilità e conseguenti nuove opportunità.
- Aumento della dispersione dei rendimenti.
- Ampliamento degli spread di fusione.
- Privilegiate strategie di bassa esposizione netta per le azioni.



Cédric Vuignier

Alternative Investments Expert



José Sanchez

Product Specialist

Previsioni per le strategie



LA SITUAZIONE ATTUALE

Nei primi quattro mesi del 2018 abbiamo osservato il ritorno della volatilità sul mercato azionario, dopo che avevamo previsto un aumento rispetto ai livelli insolitamente bassi dello scorso anno. L'aumento dell'allocazione sugli arbitraggi dei portafogli nel 2017 è stato vantaggioso, principalmente per l'arbitraggio sul reddito fisso e sulla volatilità. Entrambi sono risultati positivi durante la liquidazione di febbraio e marzo.

La "guerra commerciale" tra Cina e Stati Uniti, l'aumento del tasso d'interesse statunitense e le notevoli inversioni di trend hanno creato dispersioni di performance significative tra gli hedge fund. Abbiamo osservato una maggiore assunzione di rischio (ad esempio, concentrazione più elevata) da parte di alcuni gestori per via della bassa volatilità del 2017 e alcuni di questi sono stati penalizzati da eventi idiosincratici nel periodo. Ciononostante, nel complesso, gli hedge fund hanno chiuso il periodo in lieve calo ma ancora in territorio positivo, a seconda degli indici, e

siamo certi che il contesto attuale sia favorevole per gli hedge fund. Gli investitori faticano ad allocare il capitale e questa classe di attivi può fornire rendimenti con un'utile protezione dai ribassi conseguenti all'incertezza prevista per i prossimi anni. Siamo del parere che la normalizzazione proseguirà, ma la stretta della Federal Reserve e il tapering in Europa dovrebbero giovare alle operazioni sui tassi e accrescere le opportunità sul mercato azionario. Inoltre contribuirà a mantenere l'aumento della volatilità e della dispersione, che favoriscono la maggior parte delle strategie.

Al termine del presente documento illustreremo le nostre opinioni su blockchain e criptovalute.

MACRO

Così come nell'ultimo trimestre del 2017, nei primi quattro mesi dell'anno in corso la maggior parte dei gestori delle strategie macro discrezionali ha faticato a generare performance. L'anno è iniziato bene, dato che le allocazioni con propensione al rischio hanno beneficiato dei livelli massimi raggiunti dai mercati negli ultimi 20 anni. Infatti, anche se alcuni budget di rischio erano relativamente bassi, la maggior parte dei gestori ha mantenuto una preferenza per la crescita globale sincronizzata, realizzata principalmente da obbligazioni short e azioni long. Anche il tema della svendita di dollari statunitensi ha favorito i gestori sistematici. La festa è finita a inizio febbraio con il risveglio della volatilità dopo anni di minimi, che ha generato risultati disomogenei per i gestori discrezionali. I tassi hanno registrato un andamento al rialzo, compensando la massiccia vendita azionaria che ha penalizzato la maggior parte dei gestori sistematici. È stata pertanto ridotta l'esposizione azionaria, e la maggior parte dei gestori ha chiuso il periodo in esame in posizione difensiva.

EQUITY HEDGE

Negli ultimi tempi i mercati hanno registrato un'attività frenetica: il rendimento decennale statunitense ha recuperato oltre 100 pb, dal livello minimo registrato nel settembre 2017 al recente massimo a 3,03% nell'aprile 2018. Nel frattempo, i mercati azionari hanno mostrato un andamento irregolare. Tassi più elevati aumentano il costo di capitale per le società e producono un effetto meccanico sulle valutazioni nei modelli di flusso di cassa attualizzato. Tuttavia, un costo di finanziamento più alto produce un impatto molto maggiore sui settori ad uso intensivo di capitale o bond proxy, come i servizi pubblici, le telecomunicazioni o i consumi di base, rispetto ai settori "growth", come il settore tecnologico o dei beni di consumo ciclici. Questo aspetto si osserva nella performance dei settori globali da inizio anno a fine aprile. In termini di dollari, i consumi discrezionali sono in rialzo del +4,4%, il settore IT ed energetico del +3,5%, mentre il settore dei consumi di base (-7,2%), l'immobiliare (-5,1%) e le telecomunicazioni (-3,9%) hanno segnato un ritardo in un mercato complessivamente stabile. Nonostante febbraio e marzo siano stati negativi, l'indice HFRI Equity Hedge è in rialzo del +0,8% nel periodo, grazie soprattutto al buon risultato di gennaio (+2,9%). La sottostrategia HFRI Equity Market Neutral è in rialzo del +0,5% nei primi quattro mesi dell'anno.

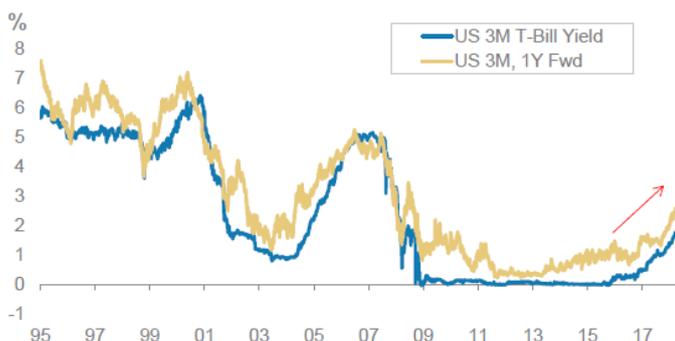
LE NOSTRE PREVISIONI

Non apportiamo modifiche alle nostre previsioni positive per il paniere macro, con i mercati sempre più guidati dai fondamentali e i tassi che iniziano infine a pesare sui mercati emergenti. I gestori sono in bilico tra una previsione di crescita ottimistica e un periodo di consolidamento indeterminato, con l'incombente "guerra commerciale" tra Cina e Stati Uniti che funge da potenziale catalizzatore negativo.

LE NOSTRE PREVISIONI

Dal momento che le correlazioni tra i titoli e il costo del capitale sono aumentate notevolmente nel 2018, il contesto è diventato più selettivo per i gestori azionari long/short. D'altra parte, una maggiore volatilità ha favorito nuove opportunità. Privilegiamo, pertanto, i fondi settoriali o multisettoriali con una bassa esposizione netta, allo scopo di mitigare rotazioni settoriali improvvise e i ribassi del mercato.

I tassi a 3 mesi sono aumentati considerevolmente negli ultimi anni



Fonte: Morgan Stanley Research, Bloomberg
Dati a 30.04.2018

I beni di consumo difensivi sono stati penalizzati dal recente aumento dei rendimenti, mentre resistono i beni di consumo ciclici



Fonte SYZ Asset Management, Bloomberg, 30.06.2017 - 30.04.2018
Dati a 30.04.2018

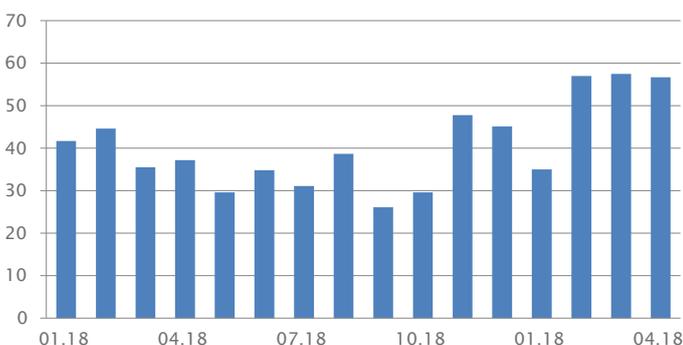
EVENT DRIVEN

Nel periodo in esame è aumentata significativamente la dispersione dei rendimenti degli hedge fund delle strategie Event-Driven. La volatilità sui mercati azionari si è impennata a febbraio e ha colpito i fondi Special Situation con esposizioni a beta elevato. Gli spread degli arbitraggi su fusioni si sono ampliati a febbraio e aprile raggiungendo livelli osservati raramente negli ultimi anni. Alcune operazioni, indubbiamente più del previsto, sono state respinte da autorità statunitensi quali il Dipartimento di Giustizia e il Comitato sugli investimenti esteri, con grande stupore da parte della comunità di investimento. Generalmente gli Stati Uniti adottano una procedura prevedibile per fusioni e acquisizioni, ma la situazione è cambiata sotto l'amministrazione Trump. Inoltre, dopo l'annuncio di Trump in merito alla possibile imposizione di dazi doganali per la Cina, l'approvazione del Ministero del Commercio cinese per l'acquisizione di NXP da parte di Qualcomm è stata ritardata, dopo che altri otto paesi avevano già approvato l'operazione. Pertanto, il produttore di chip Qualcomm deve ora inaspettatamente ripresentare domanda in Cina. Le azioni di NXP sono precipitate, determinando gravi perdite per gli arbitraggi sulle fusioni. L'ampliamento degli spread ha inizialmente penalizzato gli investitori, ma riteniamo che offra opportunità per fondi più agili. Le opportunità di credito hanno continuato a essere relativamente limitate, tuttavia dovrebbero aumentare se e quando il ciclo economico si invertirà.

LE NOSTRE PREVISIONI

Con un aumento della volatilità azionaria e degli spread degli arbitraggi su fusioni, le previsioni si fanno più cupe per le strategie Special Situations, mentre diventano più rosee per i fondi dell'arbitraggio su fusioni. Probabilmente conviene essere sovraesposti in Europa, dove le norme sono più stabili, e sottoesposti agli Stati Uniti e ai mercati emergenti, data l'imprevedibilità del governo statunitense e i suoi rapporti con la Cina.

Indice proprietario di dispersione del rendimento degli hedge fund event-driven



Fonte: SYZ Asset Management
Dati a 30.04.2018

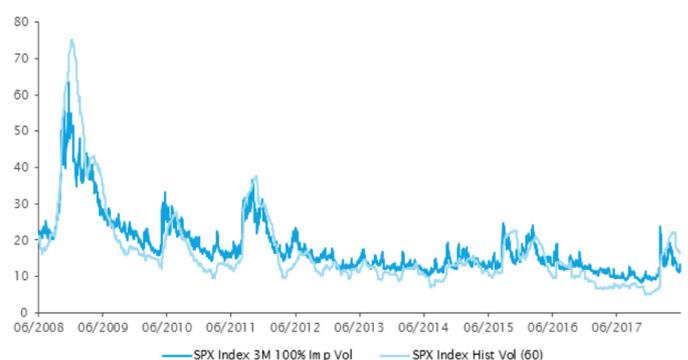
RELATIVE VALUE

La tanto attesa variazione fondamentale della volatilità, dopo anni di livelli minimi di volatilità realizzata/implicita, si è verificata il 5 febbraio, dopo un gennaio irrazionale. I gestori del credito hanno avuto difficoltà nel destreggiarsi tra l'aumento della volatilità azionaria e il calo dei rendimenti dei titoli di Stato, mentre le obbligazioni high yield hanno subito qualche deflusso quando gli investitori sono andati in cerca di tassi variabili. In particolare, i gestori long/short hanno sovraperformato i gestori in difficoltà, dato che l'allocazione su titoli svalutati è stata penalizzata. Il posizionamento è rimasto alquanto idiosincratco, con la maggior parte dei gestori al livello più basso del loro budget di rischio. Al contrario, le strategie focalizzate su tassi e arbitraggio sulla volatilità hanno realizzato una performance solida, beneficiando del cambiamento nello scenario della volatilità per riallocare più capitale ai portafogli dell'arbitraggio sulla volatilità azionaria e swap rate.

LE NOSTRE PREVISIONI

Il ventaglio di opportunità è in costante crescita per arbitraggi su tassi e volatilità, con l'ampliamento degli spread sui rendimenti e sugli swap e, cosa più importante, la normalizzazione della volatilità. Come precedentemente indicato, rimaniamo molto prudenti nei confronti del credito long/short, in quanto la maggior parte dei gestori è sulla difensiva e in attesa che la volatilità si diffonda dalle azioni al credito. Tuttavia, prediligiamo gli arbitraggi sulla struttura del capitale che potrebbero beneficiare dell'aumento della dispersione.

Il volume realizzato da S&P 500 è in crescita



Fonte: Morgan Stanley Research, Bloomberg
Dati a 30.04.2018

Basato sulla somma delle differenze assolute di rendimenti tra ciascun hedge fund e la media dei fondi. Campione di 38 fondi.

LE NOSTRE CONVINZIONI

Blockchain e criptovalute: Rivoluzione o illusione?
Nonostante sia ancora una tecnologia emergente, la blockchain è rivoluzionaria e innovativa. È probabile che faccia cambiare gli standard in numerosi settori economici.

Nel settore finanziario, per esempio, gli utilizzi reali si osserveranno forse nell'universo dei pagamenti internazionali: come accesso bancario in aree remote in quanto moneta stabile, nei pagamenti B2B come minaccia al sistema SWIFT, nella negoziazione e nel regolamento dei titoli, per la gestione di garanzie bancarie e molto altro.

Ottenere esposizione alla tecnologia blockchain non è semplice e uno dei metodi migliori consiste nell'investire in società che sviluppano o forniscono soluzioni basate sulla tecnologia blockchain. Queste società sono con maggiore probabilità start-up e investimenti di tipo venture capital che richiedono un approccio azionario privato con un orizzonte di investimento a lungo termine.

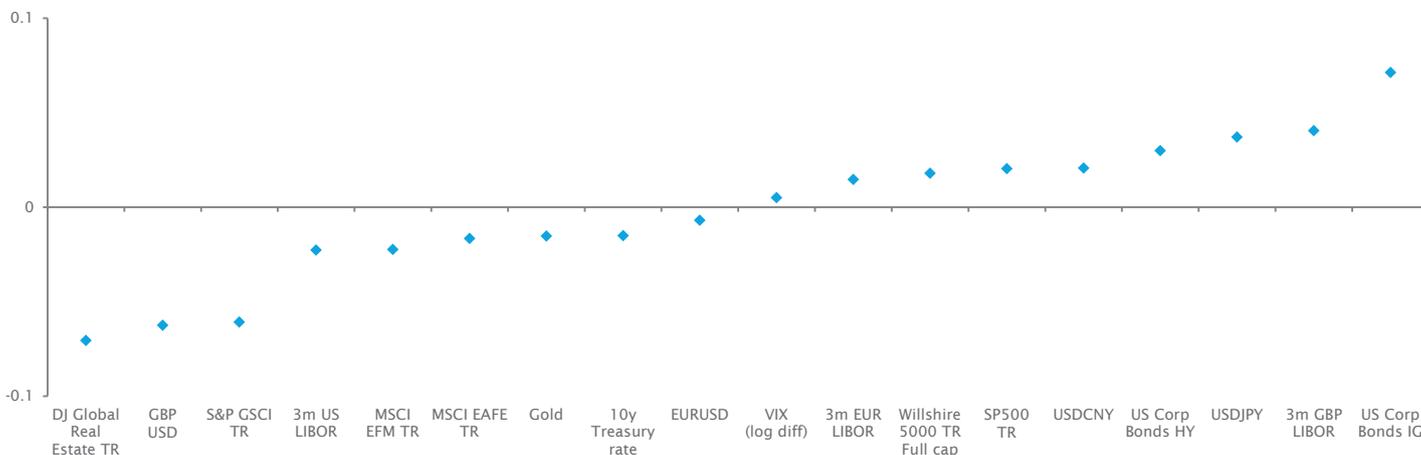
Investire direttamente in criptovalute è un altro modo per ottenere esposizione alla crescita della tecnologia blockchain e, indirettamente, all'infrastruttura sottostante. Il bitcoin è il primo utilizzo tangibile della tecnologia blockchain, ma è molto difficile da valutare, pertanto investire in bitcoin o in criptovalute si rivela al momento una scommessa azzardata sul futuro.

La tecnologia potrebbe avere molti impieghi nei prossimi anni, ma l'uso di una gamma più ampia di criptovalute, in particolare di bitcoin, è molto più discutibile a causa dei limiti di scalabilità. Tuttavia, se una criptovaluta diventasse un nuovo standard globale e una "moneta di riserva" adottata da tutti i partecipanti al mercato, è probabile che il suo prezzo aumenti ulteriormente. Siamo ancora molto lontani da questa ipotesi ed è da verificare se questa moneta sarà proprio il bitcoin.

Malgrado queste incertezze, la buona notizia per chi è propenso a investire in una criptovaluta o in un paniere di criptovalute in un portafoglio globale è rappresentata dai vantaggi di diversificazione offerti grazie alla correlazione molto bassa con gli attivi tradizionali e alla scarsa allocazione richiesta per via dell'alta volatilità e dell'alto rendimento previsto.

Tra le alternative di investimento disponibili, un fondo multi criptovaluta diversificato è forse l'investimento meno rischioso in questo universo. Selezionare un fondo simile, tuttavia, richiede particolari competenze in termini di conoscenze tecnologiche e, aspetto più importante, una valutazione attenta del piano operativo e del rischio di sicurezza. L'esercizio di due diligence è ancora più complesso dal momento che sono pochi i gestori di criptovalute che vantano un track record lungo e consolidato.

Le correlazioni di Bitcoin con classi di attivi tradizionali sono basse



Fonte: SYZ AM Bloomberg, 10.2012 - 04.2018
Dati a 30.04.2018