



## ANALISI DELL'UNIVERSO ALTERNATIVO

### HIGHLIGHTS

- Gli hedge fund hanno sovraperformato il mercato azionario nel 2018
- Le strategie macro sistematiche hanno conseguito le migliori performance, grazie principalmente alle posizioni short nel settore petrolifero
- Le strategie azionarie long/short sono state penalizzate da fasi di correzione, rotazione settoriale e riduzione del rischio
- Le strategie di arbitraggio su reddito fisso e volatilità si sono dimostrate solide e hanno chiuso l'anno in territorio positivo
- Il portafoglio predilige i gestori di strategie di arbitraggio, in quanto è probabile che sfruttino il nuovo contesto di maggiore volatilità



**Cédric Vuignier**

Head of Manager Research & Alternative Investments



**Christophe Campana**

Senior Analyst

### LA SITUAZIONE ATTUALE

Il 2018 si è rivelato un anno complesso. Si sono infatti scontrate numerose forze opposte, con la Fed che ha innalzato i tassi sulla scia di un'inflazione in aumento, una bassa disoccupazione accompagnata da una robusta crescita, mentre le turbolenze macroeconomiche hanno generato nette inversioni del mercato. Nel 2018 gli hedge fund hanno registrato mediamente performance in calo per la maggior parte delle strategie, sovraperformando tuttavia l'indice MSCI World TR. È risultato difficile trovare investimenti remunerativi. La nostra strategia non correlata ha rappresentato l'eccezione alla regola: ha infatti registrato solidi risultati negli ultimi mesi dell'anno e chiuso in territorio positivo.

In termini di strategie, le peggiori performance sono giunte dai gestori esposti al beta azionario, molti dei quali sono stati colti alla sprovvista dalla riduzione del rischio a livello globale, iniziata a ottobre e protrattasi fino al 21 dicembre. Le strategie quantitative e di arbitraggio a breve termine, favorite dall'aumento della volatilità azionaria, hanno retto meglio di tutte le altre.

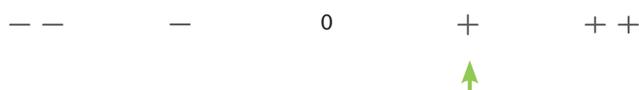
Sono emerse nuove sfide che hanno richiesto un rapido adattamento dei gestori a un mutato paradigma, caratterizzato da quanto segue.

- Influenza negativa sui mercati da parte di Donald Trump. I suoi tweet e decisioni talvolta sconsiderati hanno un effetto diretto sulle strategie di hedge fund, ad esempio quelle di arbitraggio su fusioni. Tali strategie sono infatti molto sensibili alla guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti e le mosse di Trump stanno costringendo i relativi gestori a rivedere i processi d'investimento.
- L'impatto della volatilità ha frenato strumenti quali i prodotti a parità di rischio, sistematici e passivi che, negli scorsi anni, avevano accumulato grandi quantità di attivi affermandosi come importanti fattori del mercato.
- Lo scempenso di liquidità si è tramutato in un tema ricorrente e un fattore di influenza. I nuovi regolamenti introdotti in seguito alla Crisi finanziaria globale hanno imposto la chiusura dei desk proprietari e, con l'inasprimento della Fed in corso, tale scempenso ha alimentato il sostanziale aumento della volatilità.

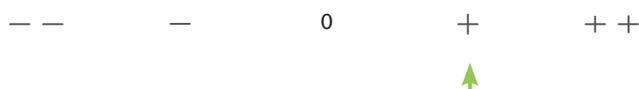
Abbiamo incrementato la nostra allocazione in favore di operatori a più breve termine, sia sistematici sia discrezionali, e nelle strategie di arbitraggio sulla volatilità, che hanno maggiori probabilità di sfruttare l'attuale contesto di fine ciclo.

### Previsioni per le strategie

#### Macro



#### Equity Hedge



#### Event-Driven



#### Relative Value





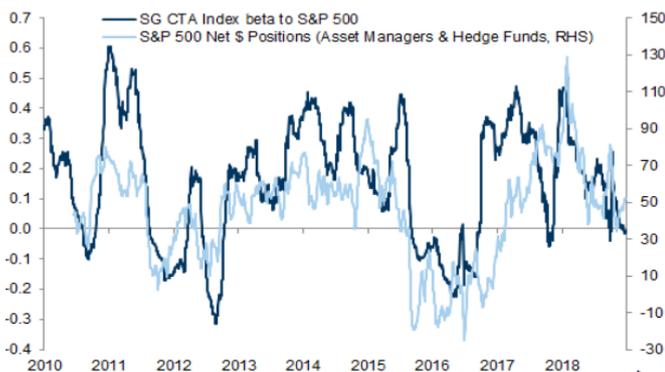
## MACRO

Nel periodo in esame la riduzione del rischio azionario e i più elevati livelli di volatilità implicita e realizzata hanno penalizzato i gestori macro. A inizio settembre le allocazioni sui gestori macro discrezionali erano simili a quelle osservate per l'intero anno, ossia minime ma con ancora del beta azionario. A ottobre, tuttavia, quest'ultimo è stato rapidamente ridotto quasi fino a zero. Nel complesso i gestori sono stati paralizzati dalla mancanza di chiarezza sui mercati, condizioni di liquidità in deterioramento e un turbolento scenario macroeconomico. Hanno mantenuto un ridotto posizionamento idiosincratico e tattico, orientato verso i tassi USA e long sul dollaro statunitense rispetto alle valute legate alle materie prime, con queste ultime che nel periodo hanno offerto i peggiori contributi. I gestori sistematici, esclusi quelli macro, hanno di nuovo arrancato; la maggior parte ha infatti conservato un orientamento long sugli attivi. Viste le frequenti inversioni e l'assenza di marcate tendenze, il 2018 ha messo a dura prova gli operatori che seguono i trend, anche se i rialzi tendenziali dei tassi USA hanno permesso loro di trarre vantaggio dalle obbligazioni. Al contrario, i modelli contrarian a breve termine hanno dimostrato un'ottima tenuta.

### LE NOSTRE PREVISIONI

Reputiamo interessante questo contesto di fine ciclo molto caotico; ne consegue una predilezione per un orizzonte d'investimento più lungo e un ricorso ridotto ai gestori sistematici (esclusi quelli macro sistematici), mentre ci avventuriamo in territori inesplorati. I gestori macro discrezionali possono effettuare operazioni relative value tramite i tassi e il Forex e dovrebbero pertanto essere in grado di sfruttare le crescenti divergenze tra le politiche delle banche centrali. Un altro argomento a favore dei gestori macro è l'ampio utilizzo di future per concludere operazioni. Questo si traduce in notevoli volumi di liquidità disponibile, investita in Treasury privi di rischio che rendono oltre il 2,5% l'anno.

**Le strategie CTA sono passate da un'esposizione azionaria particolarmente long a inizio anno a una più neutrale, in linea con il posizionamento netto long sulle azioni di CFTC**



Fonte: Bloomberg, CFTC, Goldman Sachs Global Investment Research  
Dati da gennaio 2010 a dicembre 2018

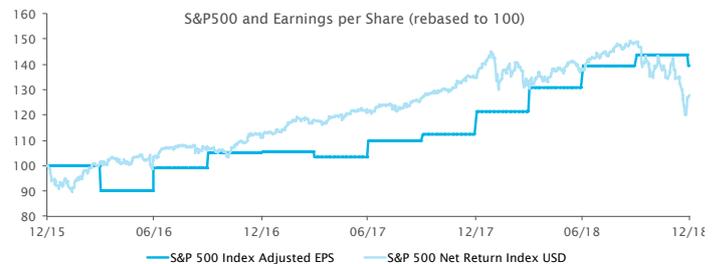
## EQUITY HEDGE

Il periodo compreso tra settembre e dicembre si è rivelato funesto per i mercati azionari, con nessun attivo rifugio nel quale investire e gran parte degli indici che ha registrato rendimenti negativi a due cifre. Negli Stati Uniti i settori difensivi, quali utility, telecomunicazioni e beni di consumo di base, hanno evidenziato la migliore tenuta, mentre gli affollati titoli growth e settori ciclici, come IT, beni di consumo discrezionali e industriali, hanno pagato il prezzo più alto. L'impatto più deleterio per i gestori di strategie long/short è giunto dalla riduzione del rischio a livello globale. Durante il tracollo del mercato, la diminuzione complessiva del rischio attuata dai gestori di hedge fund ha avuto un effetto immediato, intensificando le pressioni di vendita ribassiste sulle operazioni long e le pressioni rialziste sulle coperture short. Il contesto ostile è risultato particolarmente complesso per i gestori con un orientamento netto long e quelli con significative scommesse settoriali, colpiti su entrambi i fronti. Nel secondo semestre del 2018 si è assistito in particolare a una rotazione verso i settori difensivi, con sanità, beni di consumo di base, telecomunicazioni e utility che sono stati quattro dei cinque settori maggiormente acquistati. Il duplice impatto risultante dall'inversione di leadership e dalla riduzione del rischio a livello globale non ha risparmiato nemmeno i gestori market neutral statunitensi, che hanno chiuso l'anno in territorio negativo.

### LE NOSTRE PREVISIONI

Negli ultimi mesi del 2018 quasi tutti i gestori di strategie long/short hanno ridotto le proprie esposizioni lorde e nette. Ci aspettiamo che tornino ad aumentare il rischio dei portafogli durante l'imminente stagione degli utili, non appena i fondamentali si confermeranno più solidi rispetto ai sostanziali declassamenti operati di recente dagli analisti.

**Il recente calo degli utili non giustifica la correzione dell'indice S&P 500**



Fonte: Bloomberg  
Dati da dicembre 2015 a dicembre 2018

## ▶ EVENT-DRIVEN

Nel periodo in esame gli hedge fund Event-Driven hanno conseguito performance negative in un difficile contesto imputabile, tra i vari fattori, a timori politici e successive condizioni del mercato. In questo scenario ribassista, i gestori con esposizioni più cospicue al beta sono stati duramente penalizzati.

Gli spread degli arbitraggi su fusioni non hanno evidenziato variazioni di rilievo nel periodo, eccetto a novembre quando si sono contratti, ma la strategia si è confermata solida. La sottostrategia è stata sostenuta dalla contrazione degli ampi spread sulle operazioni di M&A associate alla Cina; la mancata approvazione dell'affare NXP/Qualcomm da parte dell'autorità cinese ha infatti sollevato timori di ulteriori rifiuti.

Relativamente agli arbitraggi su fusioni, nel periodo le transazioni fallite sono state lo specchio fedele dei rendimenti, con i nostri gestori danneggiati dalle conseguenze della mancata operazione di Akorn, svanita il primo ottobre. Il giudice ha infatti stabilito che Fresenius avesse validi motivi per rescindere il contratto di acquisizione. Si è trattato della prima volta in assoluto che un tribunale del Delaware ha concesso l'applicazione di una clausola di assenza di effetti sfavorevoli, consentendo all'acquirente di recedere dal suo obbligo di acquisto.

## ▶ RELATIVE VALUE

I tassi più elevati e gli spread più ampi sono valsi al 2018 il titolo di terzo peggiore anno della storia per i rendimenti totali investment grade, subito dopo il 1994, segnato dal Grande massacro obbligazionario, e il 2008, quando si è scatenata la Crisi finanziaria globale. L'high yield ha ottenuto performance solo lievemente migliori. I gestori di strategie creditizie long/short hanno dimostrato una discreta solidità nel periodo in esame. I budget di rischio si sono attestati ancora su livelli molto contenuti, alla luce di spread contratti, con quelli creditizi dell'high yield statunitense prossimi a minimi storici da dieci anni. Le emissioni hanno invece raggiunto valori record, soprattutto negli Stati Uniti e in Europa, e le sottoscrizioni si sono rivelate fiacche. I gestori di strategie di arbitraggio si sono confermati all'altezza della situazione; quelli incentrati sul reddito fisso hanno proseguito a vele spiegate con un orientamento sui future conseguendo, in ogni mese del periodo, performance positive e riallocando parte del rischio dalle posizioni sul Bund di lunga data al Giappone e agli Stati Uniti. Per quanto concerne gli arbitraggi sulla volatilità, nonostante un favorevole ventaglio di opportunità, abbiamo osservato una notevole dispersione tra i gestori. I gestori di strategie di arbitraggio sul premio di volatilità sono stati penalizzati da una curva statunitense pressoché piatta, una decisa accelerazione della backwardation e un rally giornaliero dell'indice S&P 500, mentre i gestori attivi sulla dispersione nel mercato statunitense si sono comportati bene.

### LE NOSTRE PREVISIONI

In un contesto segnato da una fiducia dei CEO in costante calo, dove è oltretutto più complesso concludere fusioni, acquisizioni o campagne di conquista di vasta portata, consigliamo di agire con prudenza evitando di introdurre nella strategia posizioni esposte a timori transfrontalieri. Sul fronte del credito distressed, esclusi i settori petrolifero, del gas ed energetico, i volumi di prestiti e insolvenze sono a minimi storici. Tuttavia, in modo analogo a cicli precedenti, negli ultimi anni sono aumentate esponenzialmente le emissioni con rating bassi. In passato, elevati livelli di emissione erano stati forieri di un'impennata delle insolvenze.

### LE NOSTRE PREVISIONI

Come detto in passato, da circa due mesi si registrano numerose questioni in sospenso sul fronte del credito ma, mentre riduciamo tutti i beta creditizi, conserviamo un moderato ottimismo sull'arbitraggio patrimoniale. La maggiore volatilità rappresenta il contesto ideale per gli arbitraggi sulla curva dei rendimenti e gli swap spread. Gli arbitraggi sulla volatilità dovrebbero tornare a essere un'importante fonte di rendimento e, di conseguenza, manteniamo previsioni positive al riguardo.

Andamento del corso azionario di Akorn nel 2018 (USD)



Fonte: Bloomberg

Dati da settembre 2018 a dicembre 2018

Spread creditizi dell'high yield statunitense: prossimi a minimi storici



Fonte: Bloomberg

Dati al: Dicembre 2018

## LA DIRETTIVA MIFID II: UNA FONTE DI MAGGIORI OPPORTUNITÀ PER LE AZIONI DI SMALL E MID CAP

Uno degli obiettivi che si prefissava la direttiva MiFID II era separare la ricerca dall'esecuzione di operazioni per migliorare la trasparenza generale, gettando anche luce sulle modalità con le quali i gestori utilizzano il denaro degli investitori. A dodici mesi dalla sua entrata in vigore, si iniziano a vedere oggi i primi effetti di tale direttiva.

Gli impatti sugli operatori buy-side e sell-side sono piuttosto diversi, poiché la direttiva MiFID II vieta ai primi di ottenere gratuitamente ricerche, una pratica che sarebbe considerata un incentivo. Questo significa che gli operatori sell-side devono fornire ricerche di altissima qualità per le quali i clienti sono disposti a pagare. Per adeguare la propria offerta, alla luce di budget destinati alla ricerca delle società d'investimento sempre più esigui, le aziende sell-side stanno restringendo il campo di azione, soprattutto in determinati settori. Secondo McKinsey, le commissioni riscosse dalle banche d'investimento sono calate del 30-35% nel 2018 e questa tendenza ribassista si confermerà nel 2019. Poiché gli operatori sell-side devono contenere i costi e ridurre la copertura, è naturale che riducano o abbandonino le attività di ricerca su small e mid cap, vista la minore domanda da parte delle maggiori società d'investimento.

La principale conseguenza per chi investe in tali società è rappresentata dalle inefficienze di mercato risultanti dalla più scarsa copertura dei titoli, con conseguenti opportunità per gli investitori che utilizzano le proprie ricerche. Gli operatori buy-side possono rafforzare il proprio vantaggio competitivo, sfruttando le informazioni di dominio pubblico che vengono semplicemente ignorate dalla comunità sell-side. Tuttavia, meno ricerche dei broker equivalgono a una liquidità di negoziazione inferiore per le società più piccole e quindi una più alta probabilità per i titoli non ancora scoperti di restare nell'ombra.

I gestori di hedge fund attivi nell'universo delle micro, small o mid cap, soprattutto in Europa, beneficiano di questo trend, poiché in genere conducono internamente tutte le loro ricerche, affidandosi di rado a fonti secondarie. Le disponibilità liquide dei fondi consentono loro di assorbire il potenziale premio di illiquidità delle società di minori dimensioni. Inoltre, anche i nuovi canali di negoziazione come le dark pool, delle piattaforme/borse private per lo scambio di titoli, creano ulteriore liquidità.

