



## ANALISI DELL'UNIVERSO ALTERNATIVO

### HIGHLIGHTS

- Uno dei migliori inizi d'anno per gli hedge fund dal 2006
- Dopo un difficile quarto trimestre 2018, i primi quattro mesi del 2019 hanno registrato un avanzamento ininterrotto dei titoli azionari e la contrazione degli spread di credito
- I trend follower hanno ottenuto i migliori risultati nel corso del periodo, sfruttando le solide tendenze rialziste in ambito azionario e obbligazionario
- Le tensioni legate alla guerra commerciale hanno pesato ancora sulle operazioni di fusione e acquisizione
- I gestori di strategie di arbitraggio su titoli a reddito fisso e volatilità stanno aumentando l'esposizione al rischio
- La dispersione della volatilità sta diventando un tema di allocazione ricorrente



**Cédric Vuignier**  
Head of Manager Research & Alternative Investments



**Christophe Campana**  
Senior Analyst

### Previsioni per le strategie

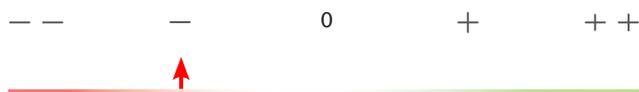
#### Macro



#### Equity Hedge



#### Event-Driven



#### Relative Value



### LA SITUAZIONE ATTUALE

Grazie al presidente della Federal Reserve Jerome Powell, abbiamo assistito a uno dei migliori avvisi d'anno per il settore degli hedge fund dal 2006. In generale, gli hedge fund tendono a soffrire gli scenari a "V" legati ai titoli azionari. Tuttavia, il recupero cominciato il 24 dicembre è durato abbastanza a lungo da spingere i gestori azionari ad aumentare nuovamente l'esposizione al rischio, convincendo i trend follower a fare altrettanto. Durante il periodo, i fondi market neutral e i gestori di strategie di arbitraggio legate alla volatilità hanno incontrato delle difficoltà, rispettivamente dovute alle rotazioni settoriali e dei fattori e alla compressione della volatilità.

A gennaio, la nostra strategia non correlata di punta (orientata alle strategie Relative Value e macro) ha registrato un forte rialzo, dopo un mese di dicembre eccezionalmente positivo e una buona performance annuale. I gestori dei fondi Relative Value hanno sfruttato la turbolenza e le opportunità generate dallo stress del quarto trimestre 2018. Non sorprende quindi che abbia ricevuto la nomination come miglior fondo di hedge fund per gli HFM European Hedge Fund Performance Awards 2019.

Non si registrano variazioni alle nostre visioni strategiche. L'orientamento del portafoglio ci permette ancora di sfruttare i livelli più elevati di volatilità. A fronte delle costanti fonti di tensione presenti in tutto il mondo, di un rallentamento previsto della crescita e di un livello di liquidità inferiore sui mercati (principalmente quello del credito), la bassa volatilità degli ultimi mesi non dovrebbe persistere. Di conseguenza, non intendiamo apportare, nell'immediato futuro, modifiche sostanziali all'allocazione della nostra strategia, mentre prevediamo di diversificare quella relativa agli arbitraggi sul reddito fisso (in particolare l'arbitraggio sugli MBS agency).

Al termine di questo documento, viene illustrato il nostro approccio rispetto al settore della volatilità.

## MACRO

L'inizio del 2019 si è rivelato piuttosto deleterio per i gestori di strategie discrezionali macro globali. Si tratta di un tema ricorrente che si protrae da moltissimo tempo, a fronte del quale molti investitori stanno diventando impazienti e riducendo le allocazioni. Ciò nonostante, i nostri gestori si sono dimostrati elastici, operando abilmente in termini di trading e assunzione di un rischio contenuto. Tuttavia, non c'è stato un consenso specifico sull'allocazione. Molti rimarranno estremamente cauti nei prossimi mesi, non essendo in grado di trovare una logica per il rally azionario e ottenere una visione di base chiara.

A marzo, dopo due mesi convincenti per le azioni, le preoccupazioni relative alla crescita globale, l'inversione della curva dei rendimenti USA e una Fed accomodante hanno alimentato i timori di una potenziale recessione negli Stati Uniti. In particolare, la strategia obbligazionaria long ha dato i suoi frutti e i trend follower sono riusciti a ottenere ottimi risultati, così come i gestori sistematici macro (in particolare quelli con obiettivi a breve termine), che hanno sfruttato però una base di attivi più diversificata. Il trend azionario è rimasto piatto per poco tempo e ad aprile è tornato a crescere, beneficiando dell'esposizione lunga dei trend follower, mentre i gestori discrezionali si sono dimostrati più deboli.

## EQUITY HEDGE

Dopo un difficile quarto trimestre 2018 per i mercati azionari, l'inizio del 2019 ha evidenziato una tendenza rialzista: i titoli azionari hanno infatti registrato quattro mesi di crescita ininterrotta. I settori globali che hanno ottenuto le migliori performance sono stati IT, beni di consumo discrezionali, industriali e servizi di comunicazione (ovvero il nuovo settore che comprende società come Facebook, Alphabet e Netflix).

La prima fase della ripresa a "V" ha avuto un effetto contrastante sui gestori di strategie azionarie long/short, dato che molti di essi avevano ridotto le esposizioni nette e lorde negli ultimi mesi del 2018 e non sono pertanto riusciti a cogliere appieno l'improvviso rimbalzo. Ciononostante, la maggior parte è riuscita ad adattare rapidamente i portafogli al nuovo ambiente e ha incrementato il rischio attraverso un aumento dell'effetto leva e dell'esposizione ai mercati. Poiché numerose posizioni short sul mercato richiedevano una copertura, questa situazione ha finito con l'alimentare ulteriormente la tendenza rialzista e supportare i gestori con un orientamento netto più lungo. Sfortunatamente, allo stesso tempo, la leadership di settore è passata da gestori con posizioni difensive a quelli orientati alla crescita e ha interessato i fondi market neutral legati a strategie quantitative multifattoriali che integrano inversioni di dinamica e stili nei propri modelli.

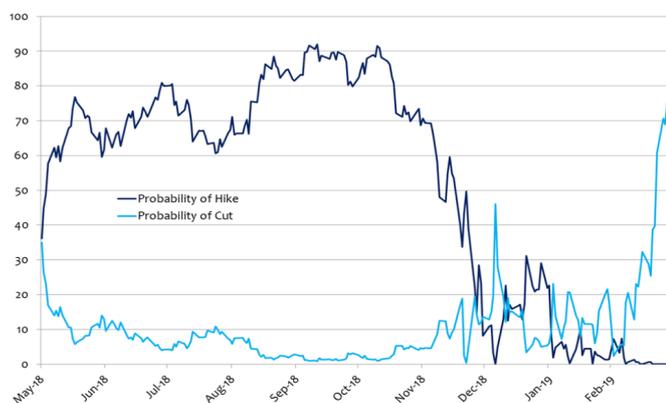
### LE NOSTRE PREVISIONI

Non ci sono variazioni alle previsioni relative alle componenti discrezionali e sistematiche, che confermano la nostra preferenza nei confronti dell'allocazione su strategie Relative Value e di orizzonti di trading a breve termine per i gestori sistematici. Ciononostante, una Fed più accomodante del previsto potrebbe prolungare la tendenza rialzista nei cicli azionari e del credito, favorendo i gestori di strategie direzionali.

### LE NOSTRE PREVISIONI

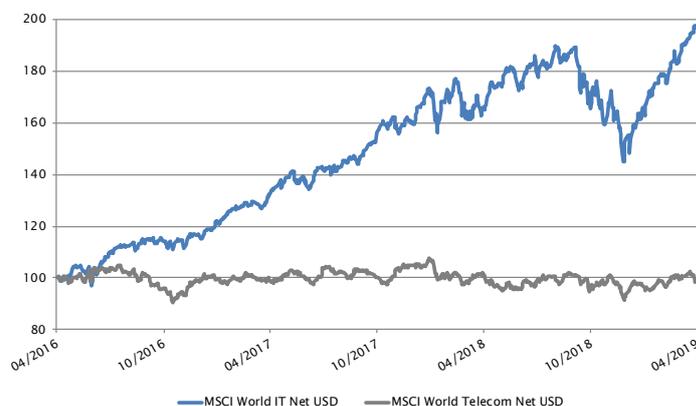
Molti gestori di strategie azionarie long/short hanno riadattato i portafogli a fronte del miglioramento dell'ambiente d'investimento incrementando le esposizioni nette e lorde. Ci aspettiamo un anno molto tattico con potenziali brevi sussulti, che potrebbero favorire i gestori in grado di adattare rapidamente rischio ed esposizione ai mercati.

#### Gli investitori valutano all'80% la probabilità di un taglio dei tassi nel 2019



Fonte: Bloomberg  
Dati da maggio 2018 ad aprile 2019

#### Mancanza di omogeneità all'interno del settore TMT negli ultimi 3 anni: raddoppio per i titoli tecnologici, stabili le telecomunicazioni



Fonte: SYZ Asset Management, Bloomberg  
Dati da aprile 2016 ad aprile 2019

## EVENT-DRIVEN

Nei primi quattro mesi dell'anno, le strategie Event-Driven hanno registrato solide performance in un ambiente caratterizzato dal rally dei mercati azionari. Alcune di esse hanno incontrato resistenze nel medio periodo, come ad esempio i fondi distressed/ di ristrutturazione, in particolare quelli con un'allocazione sui mercati emergenti.

In questo contesto, l'attivismo si è dimostrato essere la strategia vincente, dato che i gestori che tendono a detenere esposizioni lunghe nette e altamente concentrate sulle azioni sono riusciti a sfruttare buona parte del rally. Gli attivisti sono stati particolarmente esposti ai settori che hanno evidenziato in questa fase le migliori performance, come beni di consumo, IT e finanziari.

Sebbene positivo, l'arbitraggio su fusioni ha registrato tra le strategie Event-Driven una delle peggiori performance nel periodo in esame. Un ambiente piuttosto sfavorevole, con bassi volumi di arbitraggi su fusioni e spread contratti (che non si vedevano dalla fine del 2013), ha spinto i gestori a ridurre complessivamente l'effetto leva, limitando ulteriormente il potenziale in termini di rendimenti. A differenza del quarto trimestre 2018, la strategia non è stata condizionata dal fallimento di importanti operazioni.

## RELATIVE VALUE

Dopo uno dei peggiori anni per il credito da molto tempo a questa parte, i primi quattro mesi dell'anno hanno registrato un forte rally degli spread, che ha consentito ai gestori con un beta più elevato di ottenere ottimi risultati, grazie anche al maggiore supporto delle tranche inferiori. Pertanto, anche con budget di rischio ridotti, la performance dei gestori con un'esposizione lorda più elevata è stata buona, mentre è risultata in qualche modo inferiore nel caso dei gestori neutrali al credito.

Il posizionamento è rimasto idiosincratico, anche se si osserva una concentrazione maggiore nel settore sanitario e nell'IT per gli arbitraggi su titoli convertibili statunitensi. Come nel 2018, i gestori che effettuano arbitraggi sul reddito fisso si sono confermati all'altezza della situazione, scegliendo di aumentare l'esposizione al rischio, riallocare parte del rischio di base spostandolo dalla Germania (e ricollocandolo negli Stati Uniti) e incrementare l'allocazione sugli swap spread. La situazione relativa all'arbitraggio sulla volatilità è più complessa. I bassi livelli di volatilità e il rally azionario sono deleteri per i gestori di strategie di arbitraggio sul premio di volatilità, data la copertura eccessivamente costosa, ma quanti si sono concentrati su tassi e dispersione dell'azionario USA si sono dimostrati resilienti.

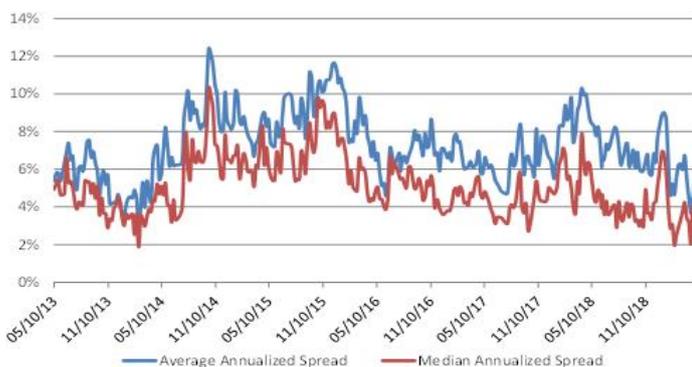
### LE NOSTRE PREVISIONI

Le aziende restano caute riguardo alle attività M&A e questo atteggiamento non aiuta i volumi e le opportunità a disposizione degli arbitraggi sulle fusioni. Riteniamo che i gestori, avendo ridotto l'effetto leva, non riusciranno a ottenere profitti interessanti in un ambiente caratterizzato dalla contrazione degli spread. Restiamo cauti rispetto alle strategie long-biased come quella attivista, dato che l'incertezza relativa alla Brexit e le tensioni tra Cina e Stati Uniti potrebbero nuocere ai mercati azionari.

### LE NOSTRE PREVISIONI

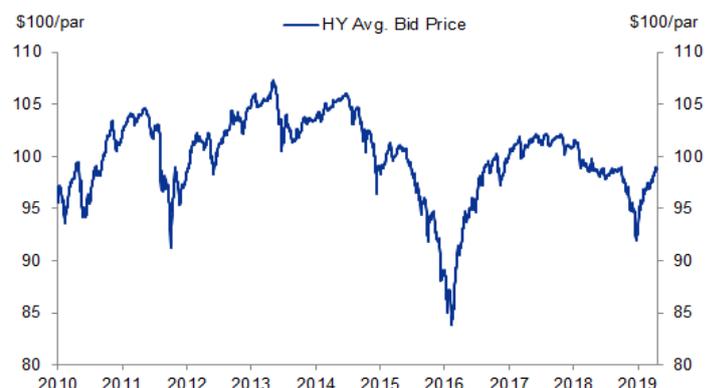
Continuiamo a diversificare la nostra allocazione in favore dell'arbitraggio patrimoniale e abbiamo aggiunto gestori con strategie long di vega e basso theta bleed (per mitigare l'impatto delle importanti vendite sul fronte delle azioni). L'arbitraggio su titoli convertibili è il nostro metodo preferito per mantenere la direzionalità nei nostri portafogli difensivi.

Excess spread M&A medi annualizzati



Fonte: Bloomberg, UBS  
Dati da ottobre 2013 ad aprile 2019

Prezzo di mercato medio sull'indice HY



Fonte: Bloomberg Barclays, Haver Analytics, Goldman Sachs Goldman Investment Research  
Dati al: Aprile 2019

## LE NOSTRE CONVINZIONI

### La volatilità sta tornando alla normalità: come gestire la situazione

Quello della volatilità è un settore di nicchia difficile da comprendere per via della sua complessità intrinseca; eppure, dal febbraio 2018, è diventato un tema di discussione ricorrente. Il 5 febbraio 2018, il VIX (che misura in tempo reale l'aspettativa legata alla volatilità futura nel mercato azionario statunitense) ha registrato il suo movimento più ampio nell'arco di un solo giorno, aumentando poco più del 110% e raggiungendo i 50 punti. Di conseguenza, l'indice XIV (contrario del VIX) è crollato facendo sfumare circa 3,2 miliardi di USD in posizioni di volatilità a breve termine, il che ha determinato perdite per circa 2.600 miliardi di USD nell'indice S&P 500 (mille miliardi dei quali sono stati persi il giorno del crollo dell'indice XIV). Gli eventi del febbraio 2018 ci hanno ricordato che i movimenti nella "classe di attivi" relativamente ristretta della volatilità possono in effetti influenzare mercati più ampi.

Oggi, la volatilità delle azioni statunitensi resta senza dubbio bassa. Facciamo una breve panoramica di alcuni periodi dell'evoluzione della volatilità. Quello prima del 2008 può essere definito come un ambiente di volatilità "normale", con richieste di copertura da parte degli operatori del mercato che in alcuni periodi si facevano più intense. Quindi, dal 2012 fino a gennaio 2018, abbiamo constatato un ambiente relativamente più equilibrato, anche se la volatilità realizzata ha toccato il livello minimo durante l'estate del 2017 e ha registrato bruschi picchi (seppur brevi).

I gestori di portafoglio più esperti conoscono bene la necessità di distinguere tra l'insieme delle opportunità e la realtà dei mercati. Pertanto, manteniamo un atteggiamento tattico nell'allocazione sulla volatilità e disponiamo di diversi strumenti da sfruttare in questo universo, prevalentemente con quattro stili: rischio di coda, orientamento lungo alla volatilità, Relative Value e volatilità a breve termine.

Solitamente, la copertura del rischio di coda produce un effetto di erosione del theta ed è difficile da sincronizzare; nel corso degli anni, abbiamo imparato la lezione a caro prezzo e ora tendiamo a evitare queste strategie. I problemi con la volatilità a breve termine sono quelli precedentemente menzionati: si tratta di esposizioni dalle quali preferiamo tenerci alla larga, anche se alcuni dei nostri gestori possono temporaneamente implementare (e talvolta implementano) orientamenti short.

Ciononostante, implementiamo di frequente strategie Relative Value (come parte fondamentale dei nostri portafogli) e, su base opportunistica, anche di orientamento lungo alla volatilità. Le prime mirano a un flusso di rendimenti non correlato, diversificato e adatto a ogni circostanza, mentre le altre tendono a generare risultati positivi con un beta negativo. In particolare, apprezziamo i gestori dei fondi Relative Value per via dell'allocazione dinamica su classi di attivi e strategie globali.

Poiché esistono diversi approcci per ottenere esposizione alla volatilità, ci occuperemo di una strategia nella quale intravediamo una serie crescente di opportunità: la dispersione. La dispersione mira a sfruttare le differenze di valore relativo nelle volatilità implicite mediante la vendita allo scoperto di un indice e l'assunzione del posizionamento lungo su un paniere delle azioni costitutive dell'indice. A fronte della richiesta di copertura, le opzioni sugli indici tendono a essere scambiate a un premio di volatilità implicita maggiore di quella realizzata rispetto alle singole stock option. Di conseguenza, anche la correlazione implicita viene scambiata a un premio superiore rispetto a quella realizzata.

Solitamente, la dispersione offre buoni risultati durante i periodi di segmentazione del mercato, cambiamenti temporanei nella correlazione tra le attività e notizie idiosincratice su singole azioni. In generale, gli ambienti più favorevoli alla dispersione sono quelli in cui la volatilità aumenta e rimane elevata, come nel 1999, nel 2000, nel 2008 e nel quarto trimestre del 2018. È importante ricordare che, sebbene fosse più alta rispetto al 2017, la volatilità nel 2018 era appena inferiore alla media VIX ventennale (precedente il 2017 ed escluso il 2008) pari approssimativamente a 18.

A fronte del crollo dell'indice XIV nel febbraio 2018, i mercati azionari statunitensi potrebbero tornare a quello che può essere considerato come un ambiente di volatilità più "regolare" secondo gli standard storici. Si potrebbe sostenere, ad esempio, che l'indice XIV abbia tenuto artificialmente a freno la volatilità delle azioni statunitensi. Inoltre, sebbene la volatilità sia stata generalmente vincolata dai programmi di quantitative easing, il consenso del settore mira a portarne avanti la crescita, ora che la spinta implicita delle banche centrali si sta indebolendo.

