

ALTERNATIVI

Prospettive per le strategie alternative nel terzo trimestre di K2 Advisors

August 02, 2018

Nelle loro prospettive per il terzo trimestre (T3), i team Research and Portfolio Construction di K2 Advisors illustrano le loro riflessioni sull'aumento dei tassi d'interesse statunitensi e altri fattori macroeconomici che potrebbero presentare sia problemi che opportunità. Ritengono che offrire queste analisi aiuti gli investitori a comprendere meglio la logica di tenere in portafoglio fondi *retail* che investono in strategie alternative.



[Brooks Ritchey](#)
[Co-Head of Investment Research and Management](#)
[K2 Advisors](#)



[Charmaine Chin](#)
[Managing Director,](#)
[K2 Advisors](#)



[Lillian Knight, CFA](#)
[Managing Director,](#)
[Senior Research Analyst,](#)
[K2 Advisors](#)

C'è ancora bisogno di una barca più grande...

Forse uno dei numeri di maggiore successo di *K2 Perspectives* è stato quello che abbiamo scritto a giugno 2014, in cui citavamo la famosa frase di Roy Scheider in un celebre film del 1975 *Lo squalo*. Abbiamo pensato che ora, soprattutto alla luce dell'attuale situazione dei mercati, sarebbe il momento giusto per rivedere l'argomento.

A noi, la nota frase de *Lo squalo* (tra l'altro un'eccellente battuta) ricorda allegoricamente l'attuale situazione. Sebbene gli *asset* rischiosi continuino a salire, gli investitori, proprio come i protagonisti assediati dell'isola di fantasia di Amity, rimangono prudenti e in effetti sono probabilmente alla ricerca di una barca più grande, o quanto meno migliore. Forse cercano una barca con una struttura più robusta, per resistere ai potenziali rischi macroeconomici che ribollono sotto la superficie di acque ingannevolmente calme, cosa che noi faremmo di certo.

Mentre in superficie la situazione rimane relativamente tranquilla, le preoccupazioni macroeconomiche (incluse le crisi geopolitiche, la crescente incertezza politica in Europa, le guerre commerciali e le divergenze tra le principali banche centrali) comportano nel complesso problemi legittimi per la stabilità del mercato. Inoltre, una delle preoccupazioni probabilmente più trascurate oggi è la minaccia di continui aumenti dei tassi d'interesse negli Stati Uniti...battute iniziali della colonna sonora di John Williams. Un rialzo persistente e potenzialmente rilevante dei tassi d'interesse potrebbe rappresentare un rischio macroeconomico del tipo "grande squalo bianco" per i portafogli non posizionati in maniera adeguata.

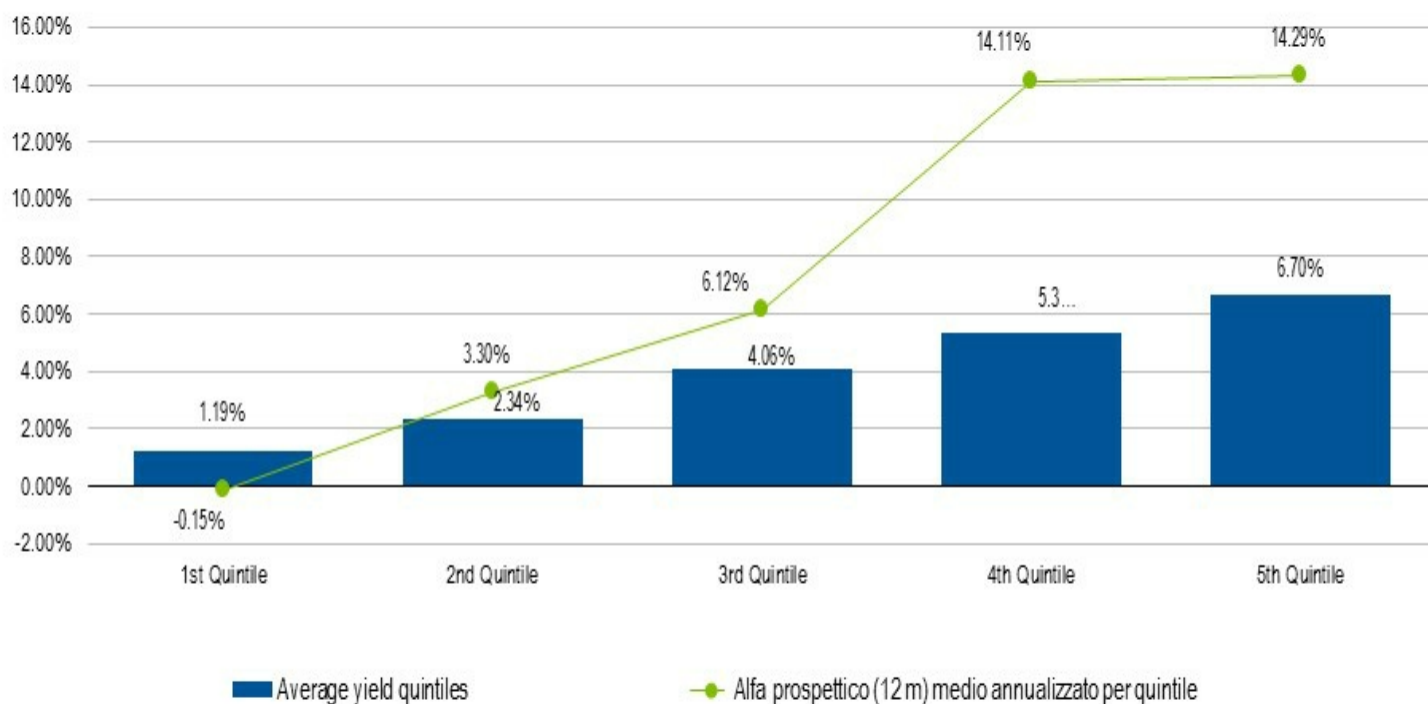
In effetti, qualora gli aumenti dei tassi d'interesse incidessero negativamente sulla crescita, gli investitori potrebbero cominciare ad avere la sensazione di un freno ribassista sul mercato. Fortunatamente, la storia non finisce qui e i portafogli non sono condannati alla finire come l'incrociatore USS Indianapolis. A nostro avviso, esiste sicuramente una barca migliore, costruita non solo per il beta azionario e quello obbligazionario, ma dotata anche di alfa. [1] Riteniamo che questa barca provvista di alfa possa muoversi piuttosto bene in un contesto di aumento dei tassi, forse addirittura navigare velocemente... e sopravvivere a lungo (per mescolare le metafore cinematografiche).

A nostro giudizio, se i tassi d'interesse aumentano, le obbligazioni sono naturalmente destinate a risentirne in una certa misura, mentre le azioni probabilmente andranno bene; tuttavia, riteniamo che la forza reale risiederà nelle strategie di generazione di alfa, come quelle *alternative*. L'analisi statistica della relazione storica tra rendimenti dei *Treasury* e alfa supporta questa visione. Il grafico seguente illustra la relazione storica tra i livelli di alfa secondo lo Hedge Fund Research Index Fund Weighted Composite Index (HFRI FWI) e i livelli di rendimento dei *Treasury* quinquennali statunitensi.

Alfa dell'indice HFRI Fund Weighted Composite a livelli diversi dei rendimenti dei *Treasury* Usa a 5 anni



31 gennaio 1991–31 maggio 2018



A puro titolo illustrativo.

Fonti: Indici Bloomberg, HFR e S&P Dow Jones, gennaio 1991 – maggio 2018. Importanti comunicazioni del fornitore dei dati e i termini sono disponibili alla pagina www.franklintempletondatasources.com. Alfa calcolato in rapporto all'Indice S&P 500 Total Return. L'alfa è un valore matematico indicante il rendimento aggiuntivo di un investimento rispetto a un benchmark; misura il valore aggiunto di un gestore in rapporto a una strategia passiva, indipendentemente dall'andamento del mercato. Le *Factor Response Curves* illustrano la performance media dell'indice durante il periodo in esame nei mesi in cui il fattore rientra nei quintili di performance indicati. Le barre blu indicano la performance media del fattore in tutti i mesi in cui la performance media del fattore rientra nei quintili indicati. I puntini in verde rappresentano l'*Hedge Strategy Alpha* (prospettico, a 12 mesi) vs. l'indice S&P 500. **Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future.** Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita. A differenza della maggior parte degli indici dell'asset class, i rendimenti dell'Indice HFRI riflettono commissioni e spese. Fonte HFR: Hedge Fund Research, Inc. - www.hedgefundresearch.com. Gli indici HFR vengono utilizzati su licenza di Hedge Fund Research, Inc., che non promuove né avalla alcuno dei contenuti della presente relazione.

Come potete vedere, quando i livelli medi dei tassi d'interesse sono stati ai minimi (rappresentati dalla barra del primo quintile a sinistra), i livelli medi di alfa sono stati anch'essi ai minimi. Ma a mano a mano che si passa da rendimenti inferiori a livelli medi superiori nei cinque quintili, si osserva anche un corrispondente incremento dell'alfa medio.

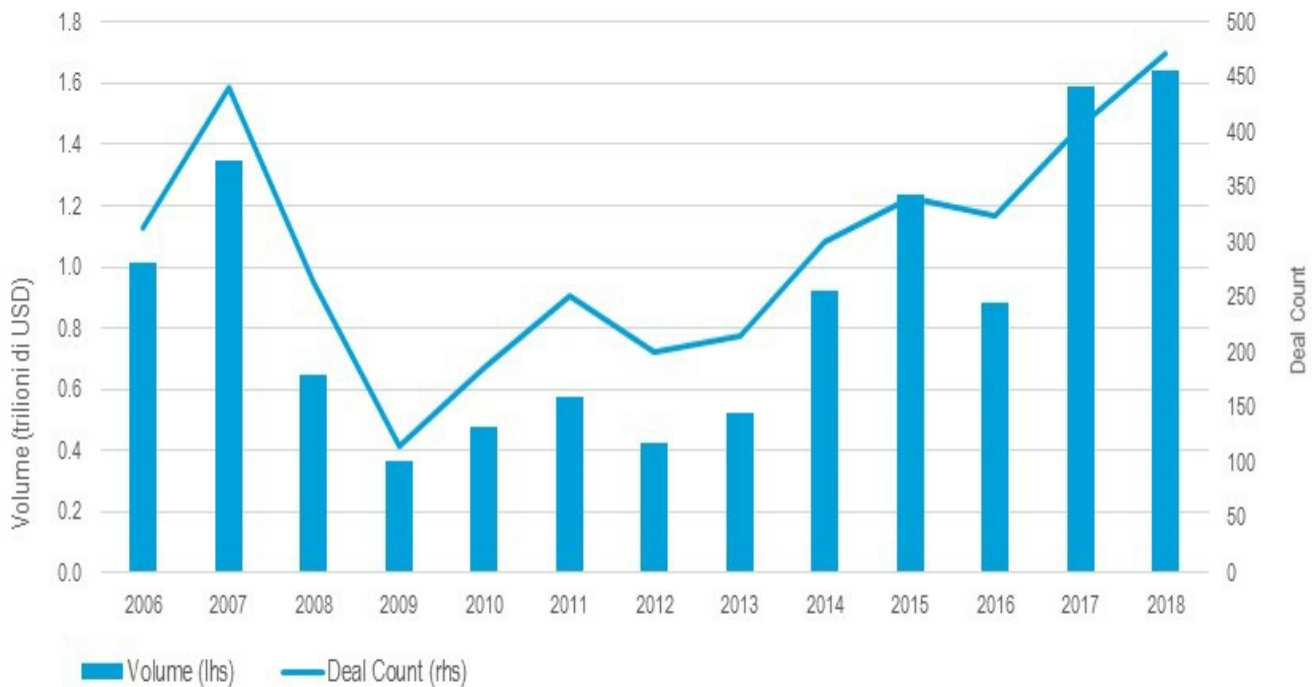
Pur sapendo che la performance conseguita in passato non costituisce una garanzia di risultati futuri, i rendimenti nominali più elevati dei titoli di Stato statunitensi, per esempio i *Treasury*, hanno storicamente avuto una corrispondenza con un livello maggiore dell'alfa annualizzato medio degli *hedge fund*. In base alla nostra esperienza, l'ampia maggioranza dei fondi *alternative* che adottano strategie di copertura è difensiva in termini di rischio di tasso d'interesse, mentre alcuni gestori macro le considerano un'opportunità speculativa.

Le implicazioni di marcati aumenti dei tassi per i portafogli privati e istituzionali, soprattutto nel caso di investimenti obbligazionari, potrebbero essere sgradevoli in quanto potrebbero tradursi in minori rendimenti o perdite potenzialmente significative, in funzione del rischio di *duration* e dell'entità e dell'eventuale aumento.

Riteniamo che la barca provvista di alfa sia la migliore opzione disponibile per proteggersi da un attacco futuro.

Event driven

L'attività societaria è stata forte nel 2018 e riteniamo che rimarrà tale, dati i livelli elevati di ottimismo dei CEO, i tagli fiscali e il rimpatrio di liquidità. Gli *spread* sugli arbitraggi per fusioni rimangono interessanti rispetto ai rendimenti dei *Treasury*, mentre situazioni speciali e attivismo dipenderanno maggiormente dal mercato azionario.



Fonte: Bloomberg al 1° maggio 2018. Operazioni di fusione e acquisizione (M&A) in tutto il mondo superiori a 500 milioni di dollari statunitensi da gennaio ad aprile. **Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future.**

Discretionary Macro

Il nostro tema delle divergenze tra le politiche delle banche centrali nei principali mercati sviluppati e in via di sviluppo rimane intatto e, in combinazione con l'intenso calendario politico globale, riteniamo che tali misure saranno una fonte di volatilità di mercato potenzialmente significativa, soprattutto sul fronte di tassi e mercati dei cambi (aree in cui i gestori macro evidenziano tradizionalmente un ruolo attivo).

Le prospettive per i mercati emergenti (ME) meritano in special modo una certa prudenza, in quanto riteniamo che tali mercati siano particolarmente sensibili ai flussi di capitali esteri (spesso in risposta alle performance recenti). Questa debolezza è destinata a offrire alla fine un'interessante opportunità d'acquisto, ma non siamo ancora pronti a dichiarare che il ciclo dei ME abbia toccato il punto più basso.

Tuttavia, otteniamo gran parte della nostra esposizione ai ME tramite gestori che sono estremamente difensivi oppure negoziano attivamente. A nostro avviso, l'attuale contesto favorisce entrambi questi approcci rispetto all'alternativa di avere posizioni nette significativamente lunghe.

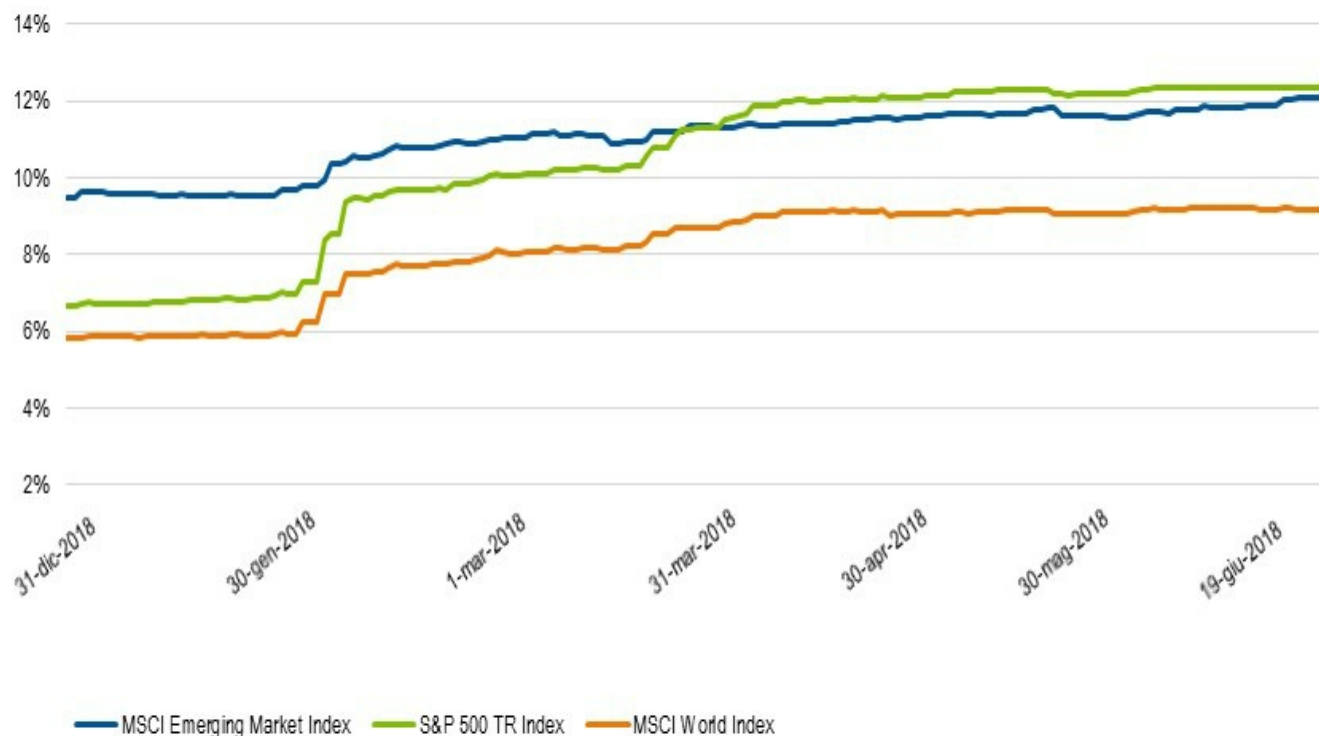
Long/Short Equity

Manteniamo prospettive positive per i gestori di *long/short equity*, in particolare con orizzonti globali. Sebbene le azioni statunitensi continuino a beneficiare di un fattore economico favorevole, i gestori di *long/short equity* traggono profitto anche dalla ripresa della volatilità azionaria e dalla dispersione, alla luce del quadro macroeconomico imprevedibile, dalle notizie ricorrenti di guerre commerciali e dalle imminenti elezioni di medio termine. Prevediamo pertanto che i gestori continueranno a generare alfa sia nei portafogli lunghi che in quelli corti.

Volatilità su 12 mesi consecutivi



31 dicembre 2017–26 giugno 2018



Fonte: Morningstar Direct, MSCI e S&P. Importanti comunicazioni del fornitore dei dati e i termini sono disponibili sul sito web www.franklintempletondatasources.com. MSCI non rilascia alcuna garanzia e non si assume alcuna responsabilità in merito ai dati MSCI riprodotti nel presente documento. Non è consentita alcuna forma di ulteriore redistribuzione o utilizzo. La presente relazione non è redatta o sponsorizzata da MSCI. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in un indice.

Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future.

CFA® e Chartered Financial Analyst® sono marchi di proprietà del CFA Institute.

Note Informative e Legali

I commenti, le opinioni e le analisi rappresentano i pareri personali dei gestori degli investimenti ed hanno finalità puramente informative e d'interesse generale e non devono essere considerati come una consulenza individuale in materia di investimenti né come una raccomandazione o sollecitazione ad acquistare, vendere o detenere un titolo o ad adottare qualsiasi strategia di investimento. Non costituiscono una consulenza legale o fiscale. Le informazioni fornite in questo materiale sono rese alla data di pubblicazione, sono soggette a modifiche senza preavviso e non devono essere intese come un'analisi completa di tutti i fatti rilevanti relativi ad un paese, una regione, un mercato od un investimento.

Nella redazione di questo materiale potrebbero essere stati utilizzati dati provenienti da fonti esterne che non sono stati controllati, validati o verificati in modo indipendente da Franklin Templeton Investments ("FTI"). FTI non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'uso di queste informazioni e la considerazione dei commenti, delle opinioni e delle analisi in questo materiale è a sola discrezione dell'utente. Prodotti, servizi ed informazioni potrebbero non essere disponibili in tutte le giurisdizioni e sono offerti da società affiliate di FTI e/o dai rispettivi distributori come consentito dalle leggi e normative locali. Si invita a rivolgersi al proprio consulente professionale per ulteriori informazioni sulla disponibilità di prodotti e servizi nella propria giurisdizione.

Quali sono i rischi?

Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita del capitale. Il valore degli investimenti può subire rialzi e ribassi; di conseguenza, gli investitori potrebbero non recuperare l'intero ammontare del proprio investimento. Gli investimenti esteri comportano rischi particolari quali fluttuazioni dei cambi, instabilità economica e sviluppi politici. Gli investimenti nei mercati emergenti, un segmento dei quali è costituito dai mercati di frontiera, implicano rischi più accentuati connessi con gli stessi fattori, oltre a quelli associati alle dimensioni minori dei mercati in questione, ai volumi inferiori di liquidità ed alla mancanza di strutture legali, politiche, economiche e sociali consolidate a supporto dei mercati mobiliari. I rischi associati ai mercati emergenti sono generalmente amplificati nei mercati di frontiera poiché gli elementi summenzionati (oltre a vari fattori quali la maggiore probabilità di estrema volatilità dei prezzi, illiquidità, barriere commerciali e controlli dei cambi) sono di norma meno sviluppati nei mercati di frontiera. I prezzi delle azioni subiscono rialzi e ribassi, talvolta estremamente rapidi e marcati, a causa di fattori che riguardano singole società, particolari industrie o settori o condizioni di mercato generali. I prezzi delle obbligazioni si muovono di norma in direzione opposta a quella dei tassi d'interesse. Di conseguenza, a mano a mano che i prezzi delle obbligazioni detenute in un portafoglio d'investimento si adeguano ad un aumento dei tassi d'interesse, il valore del portafoglio può diminuire.

[1] L'alfa esprime la differenza tra i rendimenti effettivi e attesi di un fondo a fronte del relativo livello di rischio misurato dal beta. Un alfa positivo indica che il fondo ha performato meglio di quanto facesse prevedere il relativo beta. Un alfa negativo indica invece la performance inferiore alla media di un fondo rispetto alle attese generate dal beta. Alcuni investitori considerano l'alfa un parametro che misura il valore aggiunto o sottratto dal gestore di un fondo.