

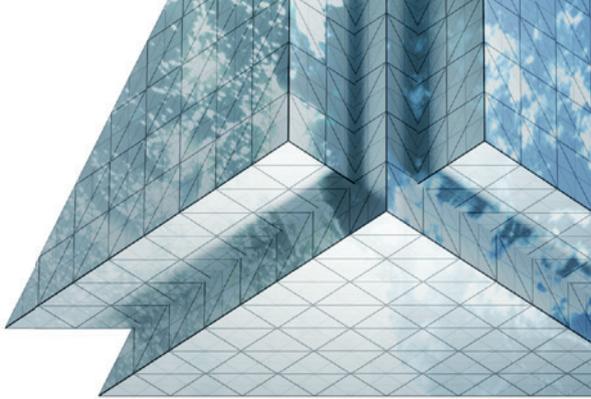
Janus Henderson
—KNOWLEDGE. SHARED—



MARKET GPS

INVESTIMENTI ALTERNATIVI: PROSPETTIVE PER IL 2020

Destinato ai soli investitori professionali



GLI STRUMENTI ALTERNATIVI SONO LA SOLUZIONE GIUSTA PER LA PROSSIMA FASE DEL CICLO?



Molti investitori si stanno chiedendo se è questo il momento giusto per aumentare le allocazioni agli strumenti alternativi. Noi siamo dell'idea che cercare una reale diversificazione sia una scelta prudente, ma il Global Head of Multi-Asset and Alternatives, Michael Ho, avverte dell'importanza di scegliere con attenzione la giusta rotta.

Negli ultimi 15 anni, gli investimenti alternativi sono diventati sempre più popolari. Un recente studio condotto da BCG Consulting Group dimostra come gli attivi in gestione (AUM) nelle strategie alternative siano aumentati più rapidamente che in qualunque altra categoria d'investimento, fatta eccezione per quelle passive. Lo stesso studio ritiene che la crescita prevista degli investimenti alternativi possa verosimilmente rivelarsi più rapida negli strumenti liquidi, nelle infrastrutture, nel debito privato e nei prodotti private equity. Sembra dunque che avere un'allocazione core alle strategie passive, combinata con un'allocazione alfa satellite – in cui cioè l'alfa è allocato principalmente in strumenti alternativi – sia un approccio sempre più diffuso.

Quella degli investimenti alternativi è una categoria tutt'altro che coesa ed è per questo che i clienti di tutto il mondo ci chiedono spesso dove si possa trovare una reale diversificazione al di fuori delle asset class tradizionali. Riscontriamo un certo interesse anche nelle nostre opinioni sulle strategie absolute return in generale, sull'adeguatezza degli strumenti alternativi alle fasi finali del ciclo economico e su quali stili alternativi sono più indicati per affrontare lo scenario futuro. Segue una spiegazione di alcuni di questi punti.

Parola d'ordine: selettività

Quando si valutano i meriti o le caratteristiche degli investimenti alternativi, è importante sapere che si tratta di una categoria tutt'altro che coesa. Non esiste un approccio valido per tutti i casi ed è difficile generalizzare. In realtà siamo dell'idea che, se considerati nel complesso, gli strumenti alternativi non siano al momento un'opzione allettante. Ci siamo fatti questa opinione analizzando gli ultimi 25 anni di performance del settore degli hedge fund, che per molti è sinonimo di "Alternativi". Le stime statistiche dimostrano che i rendimenti si sono mossi tendenzialmente al ribasso durante il periodo, mentre l'alfa è attualmente stimato al -2% annuo. Ma a preoccupare di più è il fatto che oltre il 90% delle variazioni dei rendimenti (il driver delle performance) si deve all'esposizione all'Indice S&P 500®.¹ Questo dimostra che gli hedge fund nel complesso non sono attualmente in grado di offrire i vantaggi della diversificazione per i quali vengono da sempre utilizzati. Riteniamo che gli investitori possano invece beneficiare di strategie alternative che investono in una gamma diversificata di premi al rischio alternativi e strategie di hedge fund, piuttosto che basarsi esclusivamente sul beta azionario. Con il passare del tempo, infatti, gli Alternativi finiranno per avere un'esposizione netta praticamente nulla ai mercati azionari e obbligazionari tradizionali.

Private equity: un settore incompreso?

Quindi la soluzione può venire dai prodotti private equity? Ancora una volta, siamo dell'idea che questo settore non sia affatto

“Proprio per il numero crescente di pensionati, la società è sempre più sensibile alle perdite da investimenti e le potenziali conseguenze sono ancora più pronunciate.”



MICHAEL HO, PH.D.
RESPONSABILE GLOBALE MULTI-ASSET AND ALTERNATIVES

in grado di fornire la diversificazione e l'alfa tradizionalmente associati a questa asset class. Uno dei problemi principali è rappresentato dalla contrazione dei NAV dovuta alla limitata valutazione degli investimenti del portafoglio ai prezzi di mercato ("mark-to-market"). Un recente studio della Brigham Young University² ha utilizzato le transazioni sul mercato secondario per analizzare più in dettaglio le fonti di rendimento. I risultati dimostrano che, partendo da questi presupposti, il settore private equity ha fornito un beta azionario elevato (maggiore di 1) e un alfa basso (statisticamente non diverso da 0). I rendimenti totali storicamente elevati associati agli investimenti azionari private equity e ai fondi buyout tendono dunque a provenire dal ricorso a leve finanziarie estremamente elevate, e quindi da un alto beta azionario.

Conoscere le fonti di rendimento

Non ci sono però solo cattive notizie. Parte della bellezza degli investimenti alternativi risiede proprio nella loro varietà e alcuni gestori sono riusciti a generare alfa a valore aggiunto. Dagli Indici HFRI

emerge come un approccio basato su un beta azionario inferiore (meno del 25%) possa essere efficace in tal senso.

Molte strategie a basso beta azionario seguono uno stile d'investimento "relative value" o "macro". È rassicurante sapere che esistono ancora strategie d'investimento basate sulle competenze e, in effetti, se la volatilità dei mercati aumenterà come previsto nel 2020, gli investitori potrebbero ottenere buoni risultati anche seguendo questo approccio.

Rischi di un mercato rialzista nel 2020?

Da parte nostra, preferiamo analizzare i catalizzatori strutturali per individuare eventuali valutazioni erranee dei rischi. Con riferimento al 2020, riteniamo che in questa fase finale del ciclo siamo tutti più vulnerabili a eventuali shock, soprattutto nel settore aziendale, e che le dinamiche di mercato in gioco potrebbero esercitare pressioni sulle asset class tradizionali.

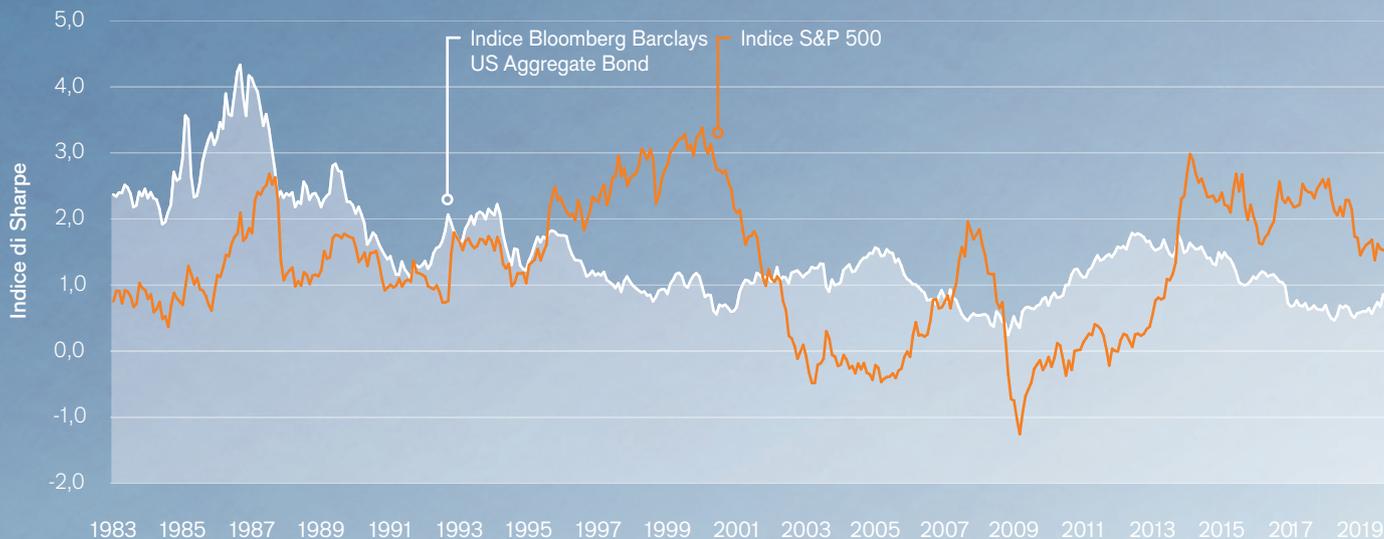
Dopo la Crisi finanziaria globale, i multipli prezzo/utili delle azioni sono notevolmente aumentati. Al contempo, però, sono aumentate anche le leve finanziarie.

Investimenti absolute return: una scelta ancora efficace?

Molti ritengono che gli investimenti absolute return non abbiano mantenuto le promesse dalla Grande crisi finanziaria. I motivi sono da ritrovarsi soprattutto nei rendimenti costantemente elevati generati dall'Indice S&P 500 e nella bassa dispersione dei rendimenti azionari. Le azioni sono state sostenute da una politica monetaria straordinaria, implementata nel 2009 e ridimensionata nel 2018. Il risultato è stato un periodo di cospicui rendimenti rispetto agli anni '90 (si veda Grafico 1). Perché dunque investire altrove quando le strategie passive semplici erano in grado di offrire il doppio del rendimento rispetto al livello di volatilità?

Rischioso però è credere che la situazione possa continuare all'infinito. La storia insegna che gli investimenti passivi semplici possono attraversare periodi di estrema volatilità. Negli ultimi anni, gli eventi del 2008 e del 2000-2002 hanno avuto effetti devastanti, soprattutto sui pensionati. Dopo questi shock, infatti, i pensionati che avevano investito completamente in azioni hanno subito perdite nominali per 5 anni consecutivi (si veda Grafico 1). Oggi la situazione è esacerbata dall'ulteriore invecchiamento demografico nel mondo sviluppato. Proprio per il numero crescente di pensionati, la società è sempre più sensibile alle perdite da investimenti e le potenziali conseguenze sono ancora più pronunciate.

GRAFICO 1: ANCHE GLI INDICI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI REPLICANO LA VOLATILITÀ



Fonte: Robert J. Shiller e Datastream a novembre 2019. Il Grafico mostra lo Sharpe Ratio annualizzato dei rendimenti a 5 anni. Le performance passate non sono indicative di quelle future. La performance dell'indice non riflette le spese di gestione di un portafoglio in quanto un indice non è non gestito e non è disponibile per gli investimenti diretti.

È importante non lasciarsi ingannare dall'espansione monetaria dell'ultimo decennio e dal suo impatto sui rendimenti delle asset class. Al contrario, creare un portafoglio diversificato di rendimenti - che sia tramite una strategia absolute return specifica o altre esposizioni Multi-Asset o Alternative - può rivelarsi la scelta più opportuna nel contesto di bassa crescita che ci attende a breve termine.

Sono tutti "prodotti derivati" degli ingenti riacquisti azionari da parte delle varie società. In effetti, dal 2009, i principali acquirenti di azioni statunitensi sono state le stesse aziende, con un volume complessivo di \$3.600 miliardi di titoli, secondo Bank of America Merrill Lynch Research³ (si veda Grafico 2).

A consentirlo è stato il calo dei rendimenti obbligazionari, che ha permesso alle varie società di aumentare la leva finanziaria a un costo minimo. Da questa dinamica emergono due potenziali pericoli per il 2020. Innanzitutto, i rendimenti reali delle obbligazioni decennali sono già ai minimi storici e scontano uno scenario di crescita estremamente negativo. A nostro

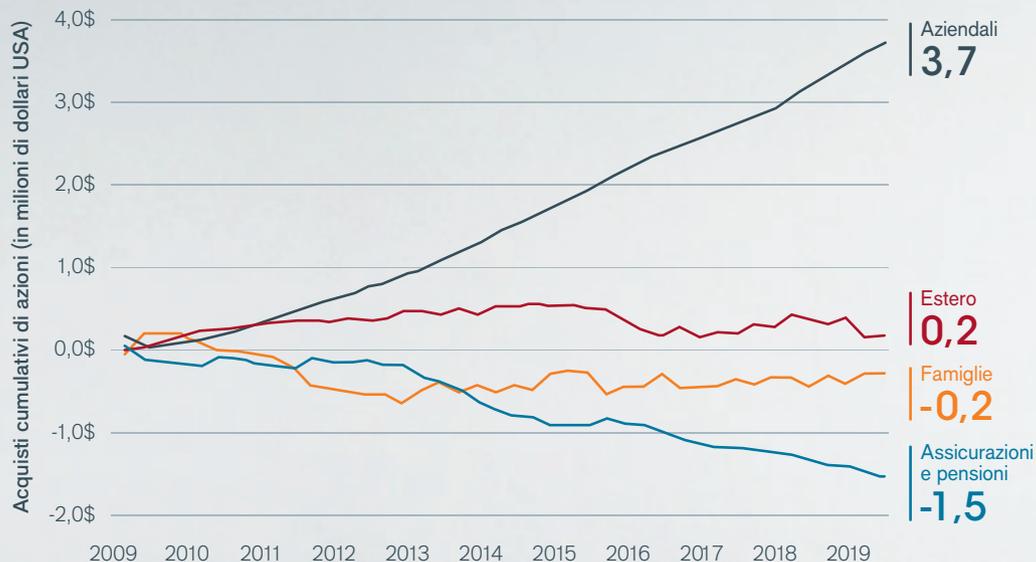
avviso, questi rendimenti sono troppo bassi e non ci sono motivi per cui dovrebbero mantenersi per lungo tempo in territorio negativo al di fuori del Giappone. In secondo luogo, i margini dei profitti aziendali hanno già raggiunto il picco massimo e ora stanno calando. Entrambi gli aspetti potrebbero ostacolare i riacquisti azionari in futuro.

Riteniamo che il pericolo di un mercato rialzista si manifesterà quando sempre più investitori si renderanno conto che la crescita degli utili per azione degli ultimi anni è stata alimentata dai riacquisti di titoli. Se il meccanismo dovesse rallentare per l'aumento dei costi di finanziamento delle aziende e la contrazione dei margini,

allora potremmo rapidamente entrare in una dinamica di rialzo del mercato, che si opporrebbe drasticamente al ciclo costruttivo dell'ultimo decennio. Questa eventualità, combinata al potenziale limitato di rendimento dei prodotti a reddito fisso, potrebbe spingere gli investitori ad allontanarsi dalle asset class tradizionali. Fatte queste premesse, riteniamo quindi essenziale aggiungere fonti diversificate di rendimento, ma consigliamo agli investitori di analizzare a fondo le basi di performance di un gestore e informarsi adeguatamente sui risultati auspicabili nei periodi di difficoltà del mercato. Per quanto potenzialmente tempestivo, data l'attuale fase del ciclo economico, questo approccio ha valore a lungo termine.

GRAFICO 2: I RIACQUISTI AZIONARI SOSTENGONO IL RIALZO DEI CORSI

Dal 2009 i principali acquirenti di azioni sono state le aziende stesse, il che ha spinto al rialzo i multipli prezzo/utili e le leve finanziarie. Tuttavia, con i costi di indebitamento destinati ad aumentare e i margini di profitto in calo, i riacquisti di azioni proprie potrebbero rallentare in futuro.



Fonte: Michael Hartnett, The Flow Show, Bank of America Merrill Lynch Research, 5 settembre 2019



LEGGI DI PIÙ

LA SERIE "MARKET GPS: PROSPETTIVE D'INVESTIMENTO" INCLUDE ARTICOLI REDATTI DAI RESPONSABILI DELLE NOSTRE ASSET CLASS AZIONI, OBBLIGAZIONI E STRUMENTI ALTERNATIVI, NONCHÉ UN COMMENTO RIASSUNTIVO.

Scopri tutto il numero Market GPS: prospettive d'investimento per il 2020 su JanusHenderson.com

I team d'investimento di Janus Henderson condividono regolarmente le proprie opinioni, ma sono liberi di esprimersi in autonomia sulle opportunità e i rischi del mercato. La sezione Insights del sito internet di Janus Henderson contiene i commenti dei singoli gestori di portafoglio, in linea con il nostro approccio "*Knowledge. Shared*".

¹ Bloomberg e Datastream. Indice HFRI Fund Weighted Composite, dati aggiornati al 30 agosto 2019

² Boyer, Brian, Nadauld, Taylor D. e Vorkink, Keith P. (Brigham Young University) e Weisbach, Michael S. (Ohio State University). "Private Equity Indices Based on Security Market Transactions," 24 ottobre 2018.

Le presenti analisi sono valide alla data di pubblicazione. Le presenti informazioni vengono fornite per il solo scopo informativo e non costituiscono né sono da intendersi alla stregua di una consulenza finanziaria, legale o fiscale, né di una offerta di vendita, di una sollecitazione di un'offerta d'acquisto, né di una raccomandazione ad acquistare, vendere o detenere qualsiasi titolo, una qualsiasi strategia d'investimento o un qualsiasi settore di mercato. Il presente documento non fornisce, né direttamente né indirettamente, nessun servizio di gestione degli investimenti e non è da ritenersi specifico per le esigenze di nessun cliente in particolare. Pareri ed esempi sono da intendersi come un'illustrazione di tematiche più ampie, non come un'indicazione finalizzata alla negoziazione di titoli, e possono andare incontro in qualsiasi momento a modifiche, dovute a variazioni intervenute nel mercato o nelle condizioni economiche. Non vi è alcuna intenzione di indicare o sottintendere che qualsiasi esempio/caso illustrativo citato rientri, o rientrasse in passato, fra quelli detenuti in portafoglio. Nessuna previsione può essere garantita e non si fornisce alcuna garanzia in merito all'esattezza, alla completezza o alla tempestività delle informazioni fornite, né in merito alle risultanze desunte dal suo utilizzo. Nel redigere il presente documento, Janus Henderson Investors ha ragionevole motivo di fare affidamento sull'esattezza e la completezza di tutte le informazioni messe a disposizione da fonti pubbliche. Le performance passate non sono indicative di quelle future. Investire comporta dei rischi, fra cui la possibile perdita del capitale iniziale e l'oscillazione di valore.

Non tutti i prodotti o servizi sono disponibili in tutte le giurisdizioni. La distribuzione del presente materiale o delle informazioni in esso contenute può essere limitata a sensi di legge e pertanto se ne sconsiglia l'utilizzo nelle giurisdizioni o nelle circostanze che lo vietino. I contenuti del presente materiale non sono stati approvati né avallati da nessuna autorità normativa. Janus Henderson non può essere ritenuta responsabile di qualsiasi distribuzione illecita a terzi del presente materiale, in tutto o in parte, né per informazioni ricostruite dallo stesso.

Il presente materiale non può essere riprodotto, nella sua totalità o in parte, in qualsiasi forma, né citato come riferimento in qualsiasi altra pubblicazione senza l'esplicita autorizzazione scritta in tal senso. Le conversazioni telefoniche possono essere registrate a scopo di reciproca tutela, per migliorare il servizio clienti e per finalità normative di conservazione della documentazione.

Pubblicato in Europa da Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors è il nome con cui vengono forniti i prodotti e i servizi d'investimento da Janus Capital International Limited (n. di reg. 3594615), Henderson Global Investors Limited (n. di reg. 906355), Henderson Investment Funds Limited (n. di reg. 2678531), AlphaGen Capital Limited (n. di reg. 962757), Henderson Equity Partners Limited (n. di reg. 2606646) (ciascuna registrata in Inghilterra e Galles all'indirizzo 201 Bishopsgate, Londra EC2M 3AE e regolamentata dalla Financial Conduct Authority) e da Henderson Management S.A. (n. di reg. B22848, registrata all'indirizzo 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Lussemburgo e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier). Negli Stati Uniti i servizi di consulenza sono erogati dalle società di consulenza finanziaria registrate presso la SEC operanti come controllate di Janus Henderson Group plc. In **Canada**, i prodotti e servizi sono offerti esclusivamente a investitori istituzionali in determinate giurisdizioni da Janus Capital Management LLC.

Emesso (a) a **Singapore** da Janus Henderson Investors (Singapore) Limited, società autorizzata e regolamentata dall'Autorità monetaria di Singapore. Janus Henderson

Investors (Singapore) Limited numero di iscrizione al registro delle imprese 199700782N; destinato ad uso esclusivo da parte di investitori istituzionali, come specificato nella Sezione 4A del Securities and Futures Act, Singapore. Il presente documento promozionale o pubblicazione non è stato sottoposto a revisione da parte dell'Autorità monetaria di Singapore. (b) in **Hong Kong** da Janus Henderson Investors Hong Kong Limited, società autorizzata e regolata dalla Securities and Futures Commission, (c) in **Taiwan** R.O.C da Janus Henderson Investors Taiwan Limited, società autorizzata e regolata dalla Financial Supervisory Commission R.O.C. Pubblicato in modo indipendente da Janus Henderson Investors Taiwan Limited. Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Telefono: (02) 8101-1001. Numero di licenza SICE approvato 023, rilasciato nel 2018 dalla Financial Supervisory Commission, (d) in **Corea del Sud** da Janus Henderson Investors (Singapore) Limited. In Corea del Sud il presente materiale è pubblicato esclusivamente ad uso del destinatario, che alla ricezione del documento dichiara di essere un Investitore professionale qualificato, (e) in **Giappone** da Janus Henderson Investors (Japan) Limited, società regolata dalla Financial Services Agency e registrata come Società di strumenti finanziari che esegue attività di gestione degli investimenti, consulenza agli investimenti e attività di agenzia, nonché attività con strumenti finanziari di tipo II, (f) in **Australia e Nuova Zelanda** da Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 561, AFSL 444266) e (g) in **Medio Oriente** da Janus Capital International Limited, società regolata dalla Dubai Financial Services Authority in qualità di ufficio di rappresentanza. In Medio Oriente non si condurrà alcuna transazione ed eventuali indagini saranno di competenza di Janus Henderson.

Per altri paesi/regioni APAC: il presente materiale è fornito al solo scopo informativo e non va distribuito a terzi o divulgato. Il presente materiale è destinato ai soli Investitori istituzionali (o investitori professionali/esperti/qualificati a seconda del termine applicabile nelle giurisdizioni locali).

Nota per i lettori di Cina (RPC), Africa e Colombia: Janus Henderson (a) non è approvata o autorizzata da né registrata presso la China Securities Regulatory Commission ai fini dello svolgimento dell'attività di gestione di investimenti o consulenza agli investimenti, né è autorizzata da qualsiasi altra autorità normativa della RPC per fornire servizi di gestione di investimenti o consulenza agli investimenti nel territorio della Repubblica Popolare Cinese (la "RPC") (che, a tal fine, non include le Regioni ad amministrazione speciale di Hong Kong e Macao né Taiwan). Janus Henderson Investors non rilascia alcuna dichiarazione e garanzia in merito alla conformità con le leggi della RPC. Il presente documento e le informazioni in esso contenute sono disponibili solo per determinati investitori istituzionali mirati nella RPC. (b) non è autorizzata in Sud Africa per scopi di marketing né è (c) autorizzata a commercializzare i propri prodotti e/o servizi in Colombia o ai suoi residenti, salvo laddove tale promozione o commercializzazione sia conforme alle disposizioni normative vigenti.

Destinato ai soli investitori professionali e istituzionali. Il presente materiale non può essere riprodotto o distribuito a soggetti diversi dal rispettivo destinatario.

Al di fuori degli Stati Uniti: destinata ad uso esclusivo da parte di investitori istituzionali ed esperti, distributori qualificati, investitori e clienti wholesale secondo le rispettive definizioni di cui alle leggi applicabili. Non destinato alla consultazione o distribuzione al pubblico.

Janus Henderson, Janus, Henderson, e Knowledge. Shared e Knowledge Labs sono marchi commerciali di Janus Henderson Group plc o di una delle sue controllate. © Janus Henderson Group plc.