ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI
MILANO

S.A.F.
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

La congiuntura economica

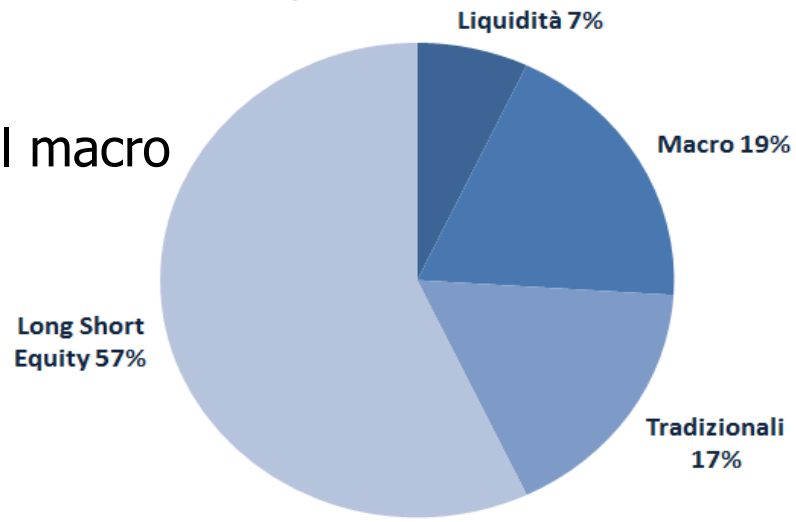
Il ruolo degli *Hedge Fund* in una *Asset Allocation* attuale

Luigi Nardella, Responsabile Gestioni Patrimoniali
Ceresio SIM

Sala Convegni ODCEC Corso Europa 11 Milano

I nostri principi

- Talento
- Non un "alternative asset class" ma una gestione alternativa
- Flessibilità
- Obiettivi di rendimento assoluto
- "the owner-operator" model / imprenditorialità / co-investimenti / allineamento interessi
- Focus su strategie liquide: equity long-short e global macro
- Disciplina nella gestione del rischio



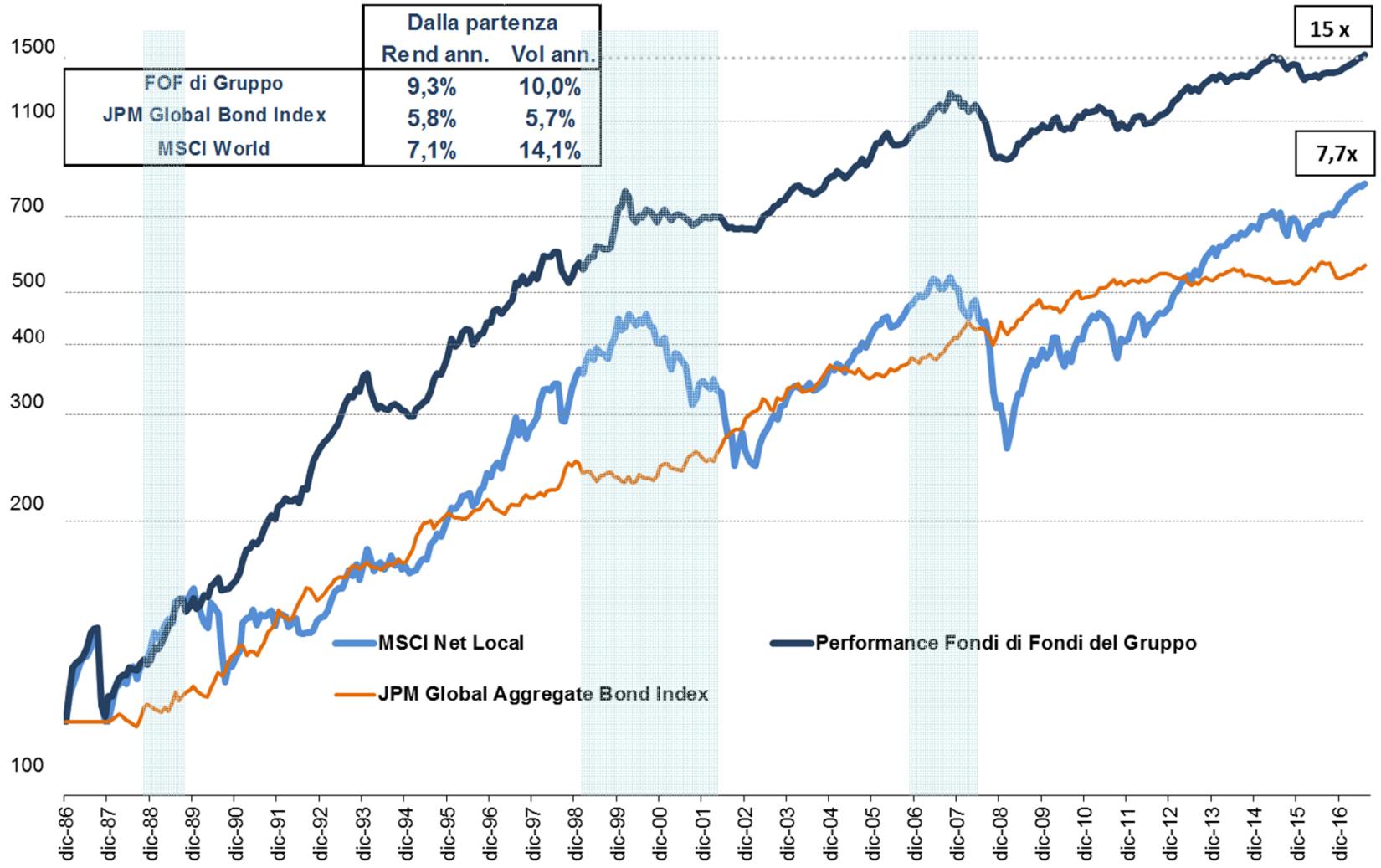
Il concetto di rendimento assoluto

"Compound interest is the eight natural wonder of the world"
Albert Einstein

- Accrescere il capitale nel medio-lungo periodo evitando perdite eccessive. Non battere un benchmark.
- Perdite ingenti distruggono il compounding.
- La posizione neutrale è essere in cash non allineati ad un benchmark
- Active risk taking: modulare il rischio / livello di esposizione del portafoglio in funzione delle opportunità e delle condizioni di mercato.
- Flessibilità nell'individuare e sfruttare le opportunità di investimento.

"The truth is, successful investing is a kind of alchemy"
George Soros

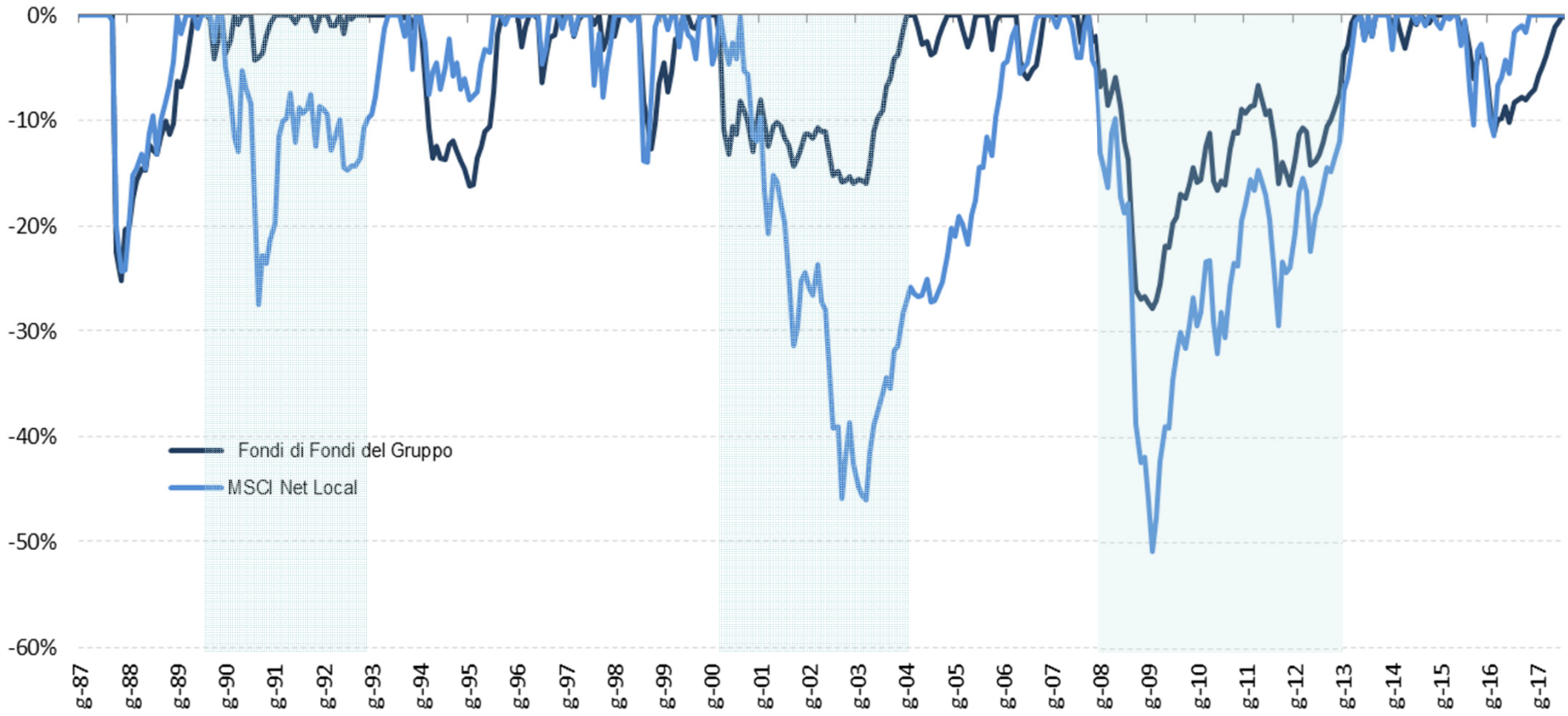
Il nostro track-record di lungo periodo



Source: Gruppo Banca del Ceresio

Il controllo dei drawdowns

L'out-performance di lungo periodo è generata limitando le perdite nelle fasi difficili di mercato

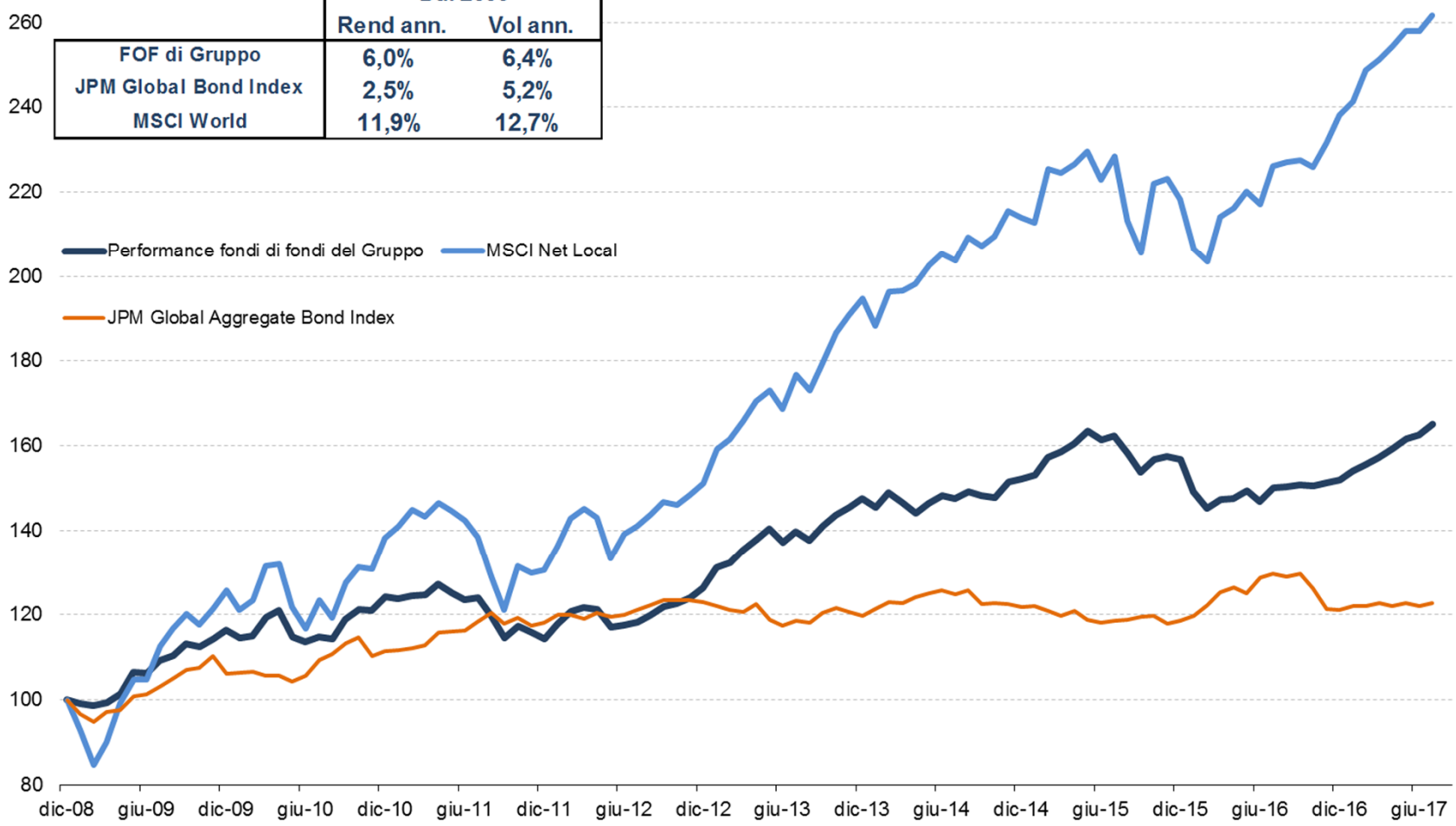


Source: Gruppo Banca del Ceresio

Il periodo post Great Financial Crisis

Gli Hedge funds hanno catturato meno dei rialzi rispetto al passato

	Dal 2009	
	Rend ann.	Vol ann.
FOF di Gruppo	6,0%	6,4%
JPM Global Bond Index	2,5%	5,2%
MSCI World	11,9%	12,7%



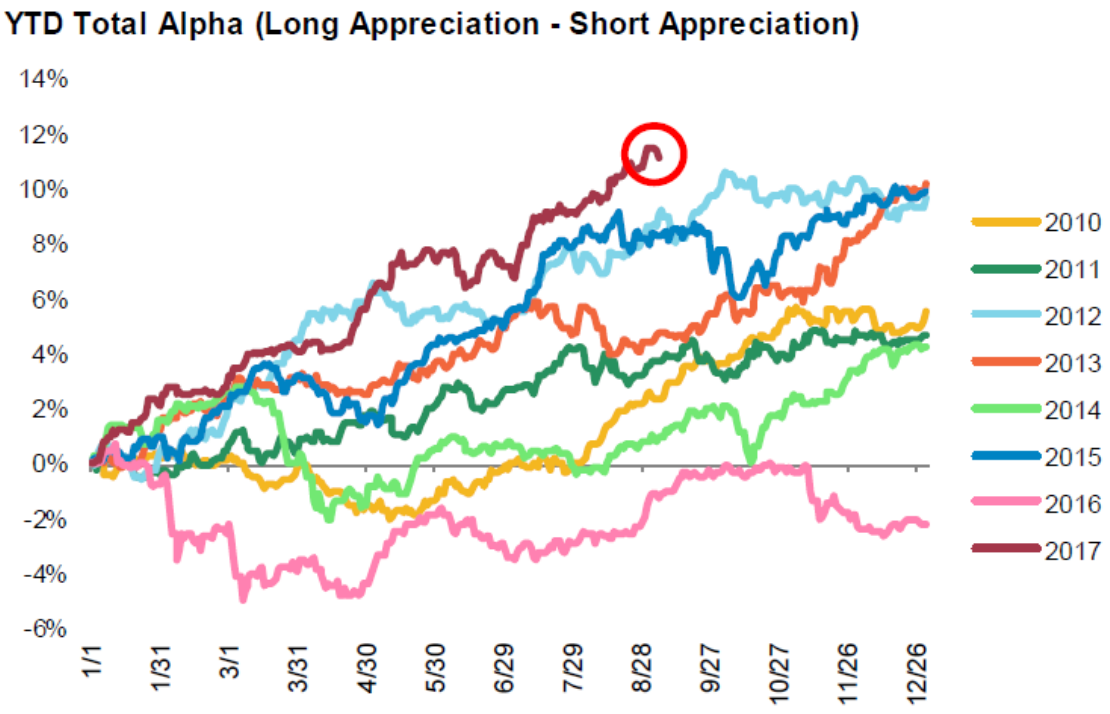
Source: Gruppo Banca del Ceresio

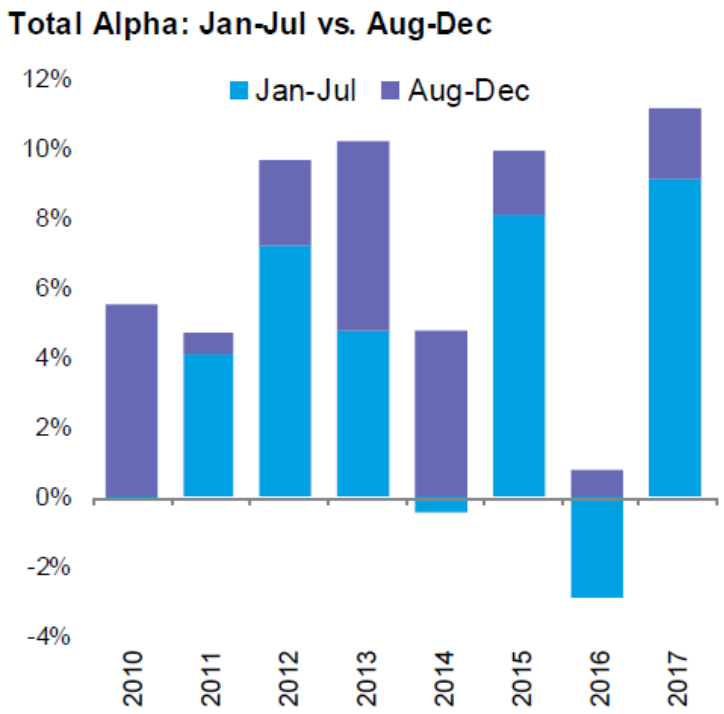
Le ragioni della performance non soddisfacente

- Politiche monetarie espansive / elevata correlazione tra asset class e azioni
- Rapide rotazioni tra momenti *risk-on / risk-off* legati a periodi di crisi / eventi inattesi (crisi greca, crisi del debito dei paesi europei periferici, timori implosione Cina, Brexit etc.) / mercati molto difficili per gestori che variano in modo dinamico l'esposizione ed il livello di rischi.
- Istituzionalizzazione: minore propensione al rischio, maggiore sensibilità alla volatilità di breve periodo, maggiori limitazioni.
- Commissioni elevate in corrispondenza di tassi di interesse a zero o negativi.
- Crescita significativa di strumenti di gestione passiva (ETF, "smart-beta") e di strategie basate su algoritmi esaspera movimenti di breve periodo.

Dalla seconda metà del 2016…

Generazione di "Alpha"



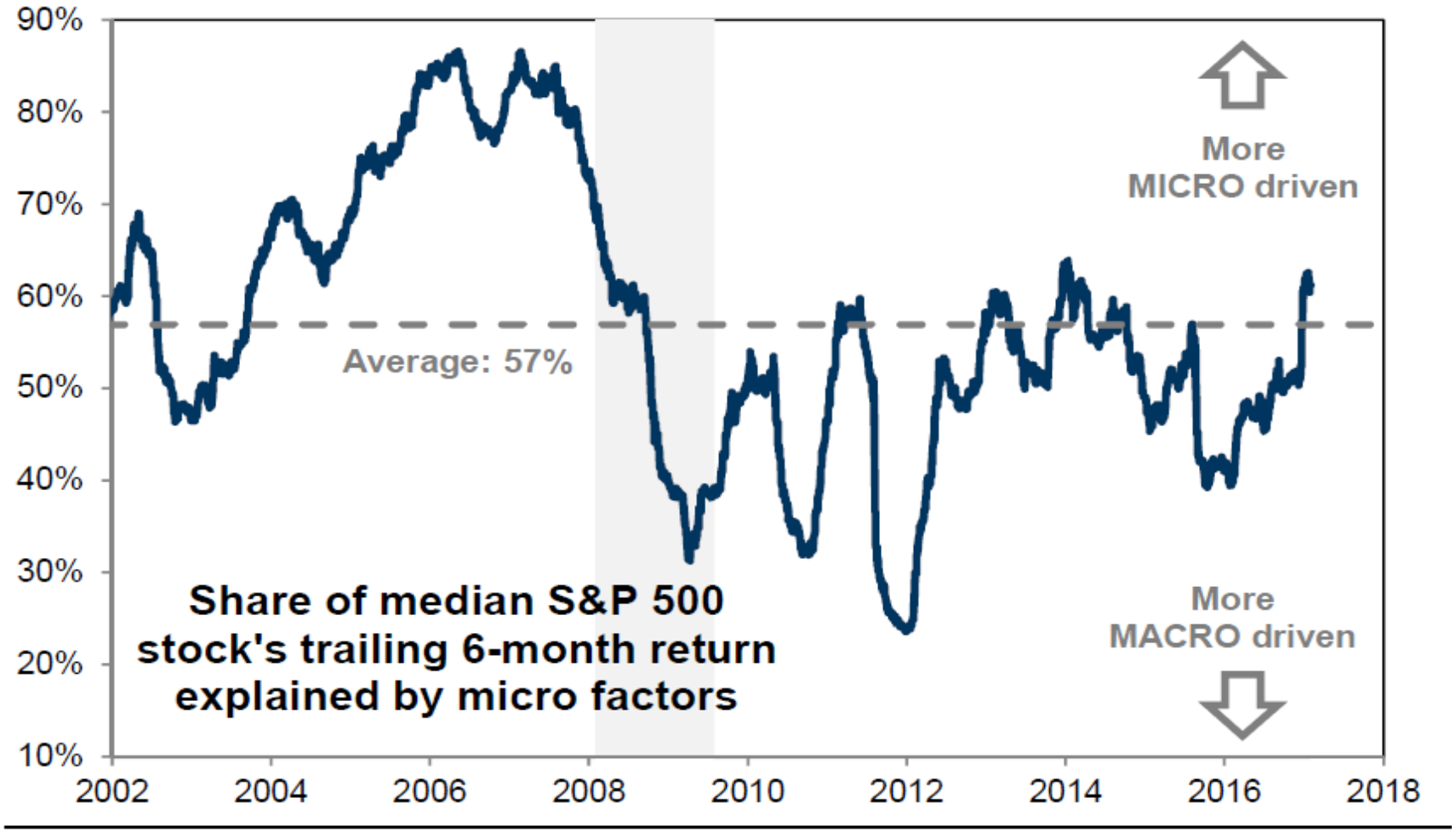


Source: Bloomberg, Morgan Stanley Prime Brokerage, data as of Sep 5, 2017

Note: Long appreciation and short appreciation are based on treating the longs and shorts as unlevered portfolios (i.e. 100% long and 100% short). The total alpha figures do not account for any costs or fees.

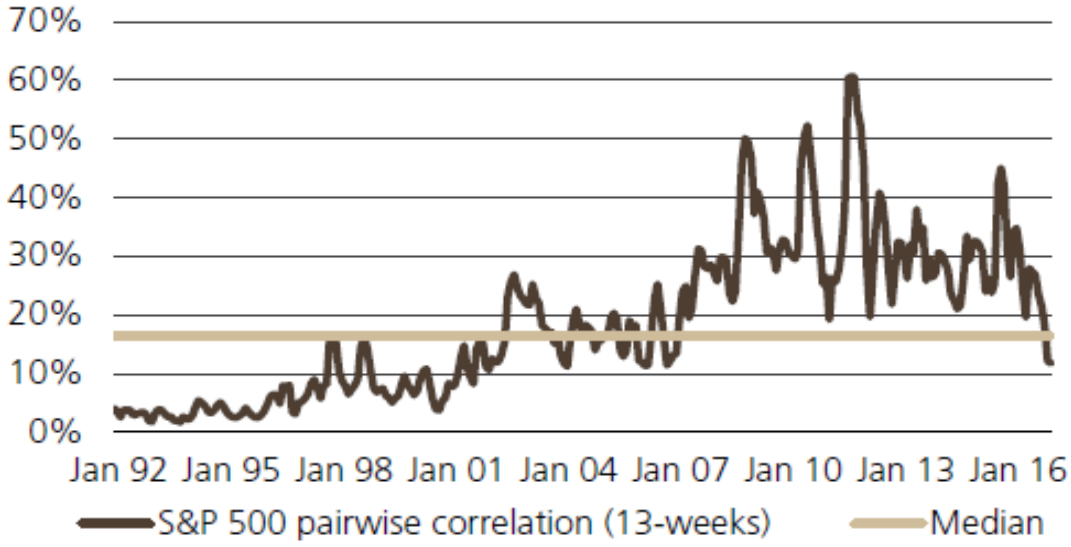
La capacità dei gestori long-short di sovra-performare gli indici è significativamente migliorata dalla seconda metà dello scorso anno.

Fattori Macro vs. Micro

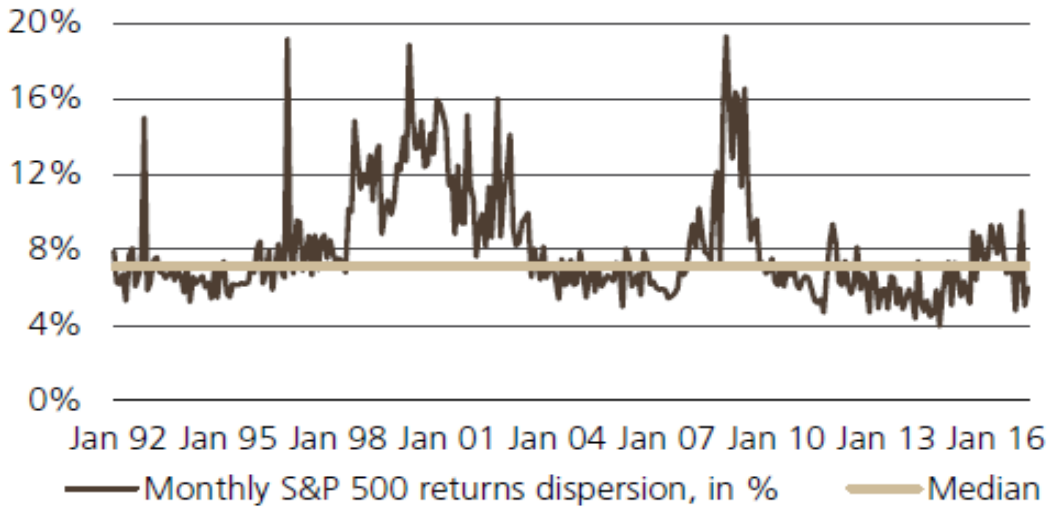


Source: Goldman Sachs Global Investment Research.

Correlazione e dispersione



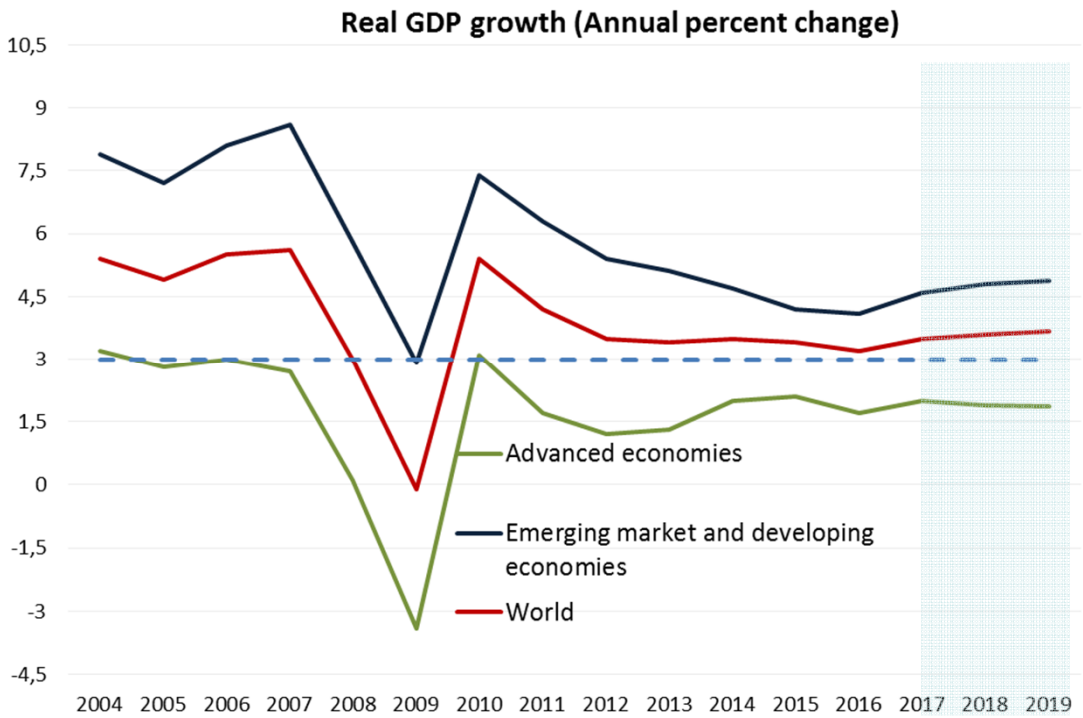
La correlazione è in discesa e la dispersione in aumento



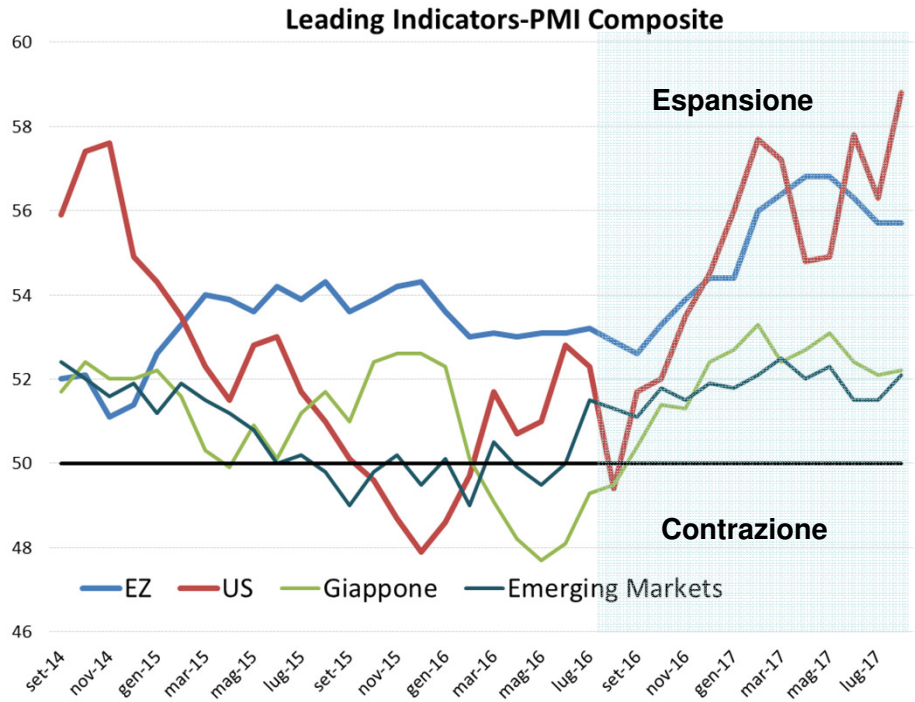
Source: UBS, Bloomberg

Ripresa economica sincronizzata

Dalla seconda metà dello scorso anno assistiamo alla prima fase di ripresa sincronizzata degli ultimi tre anni con EZ, EM e Giappone che accelerano.



Fonte: IMF

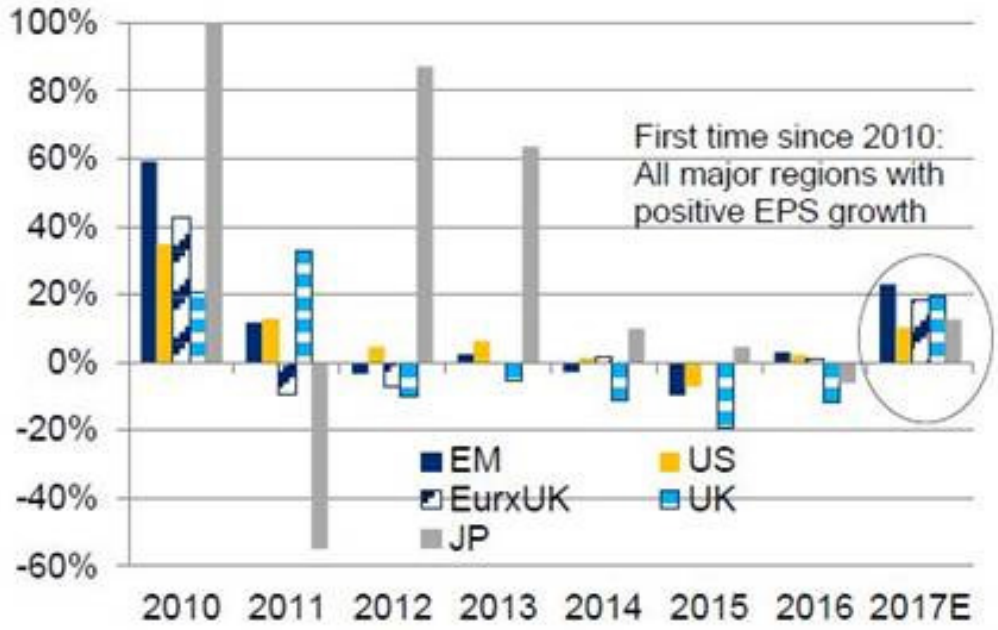


Source: Bloomberg

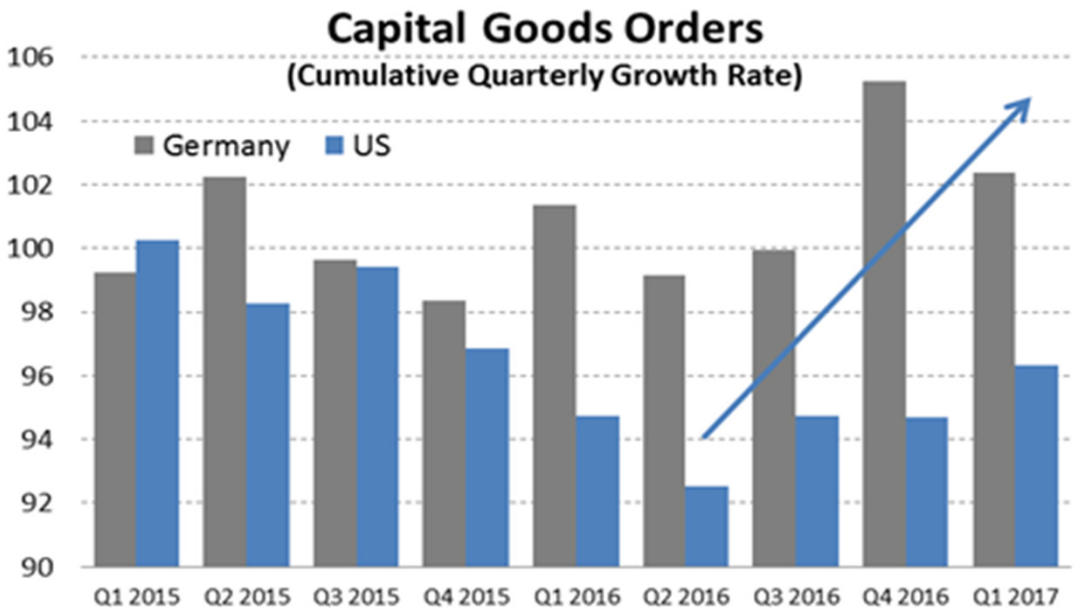
Il Fondo Monetario Internazionale ha rivisto al rialzo le stime di crescita mondiale: 3,5% di quest'anno ed al 3,6% del 2018

Utili societari in crescita

Utili societari previsti in rialzo in in tutti i principali paesi

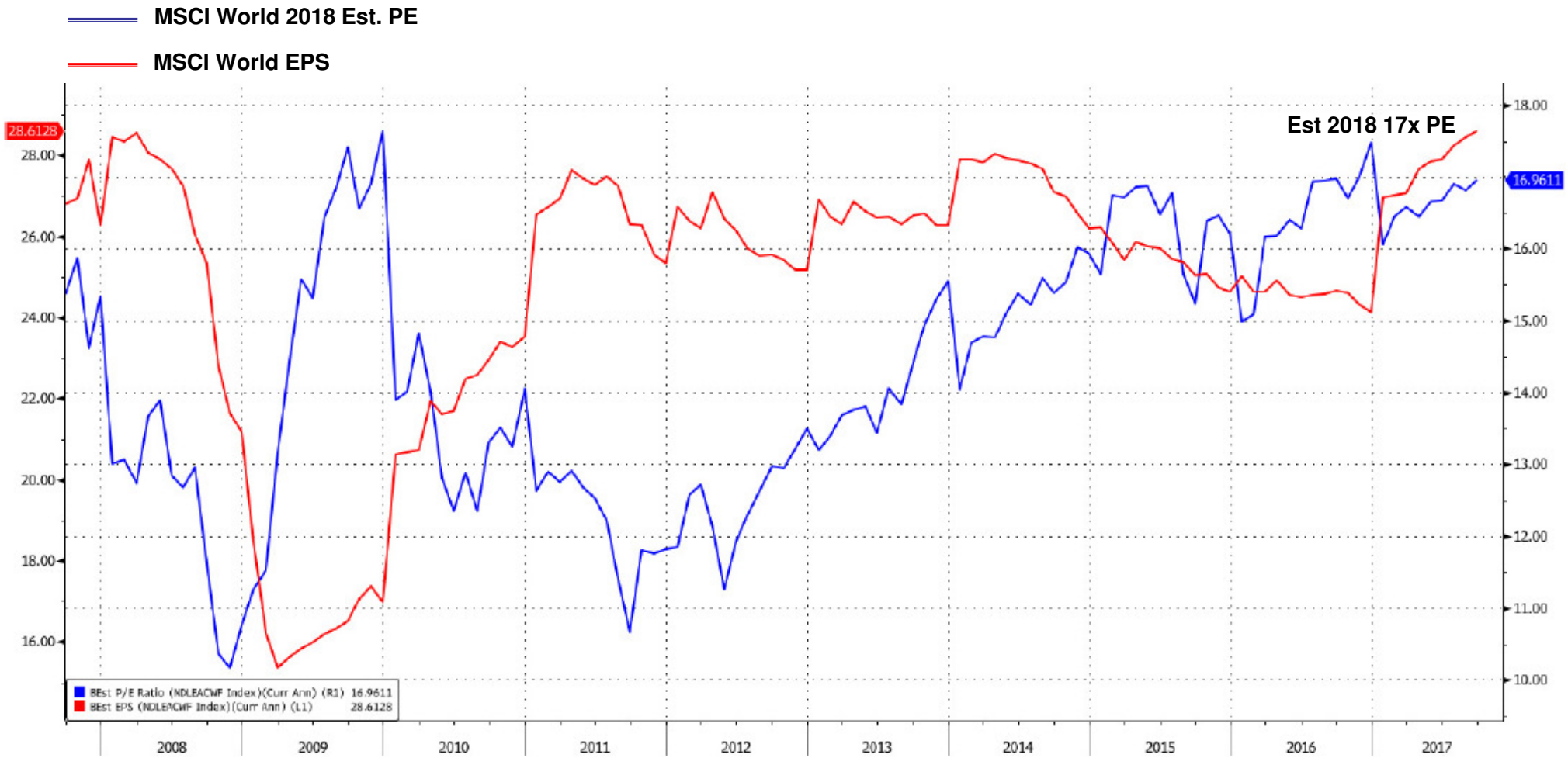


Source: Citi Research, Factset



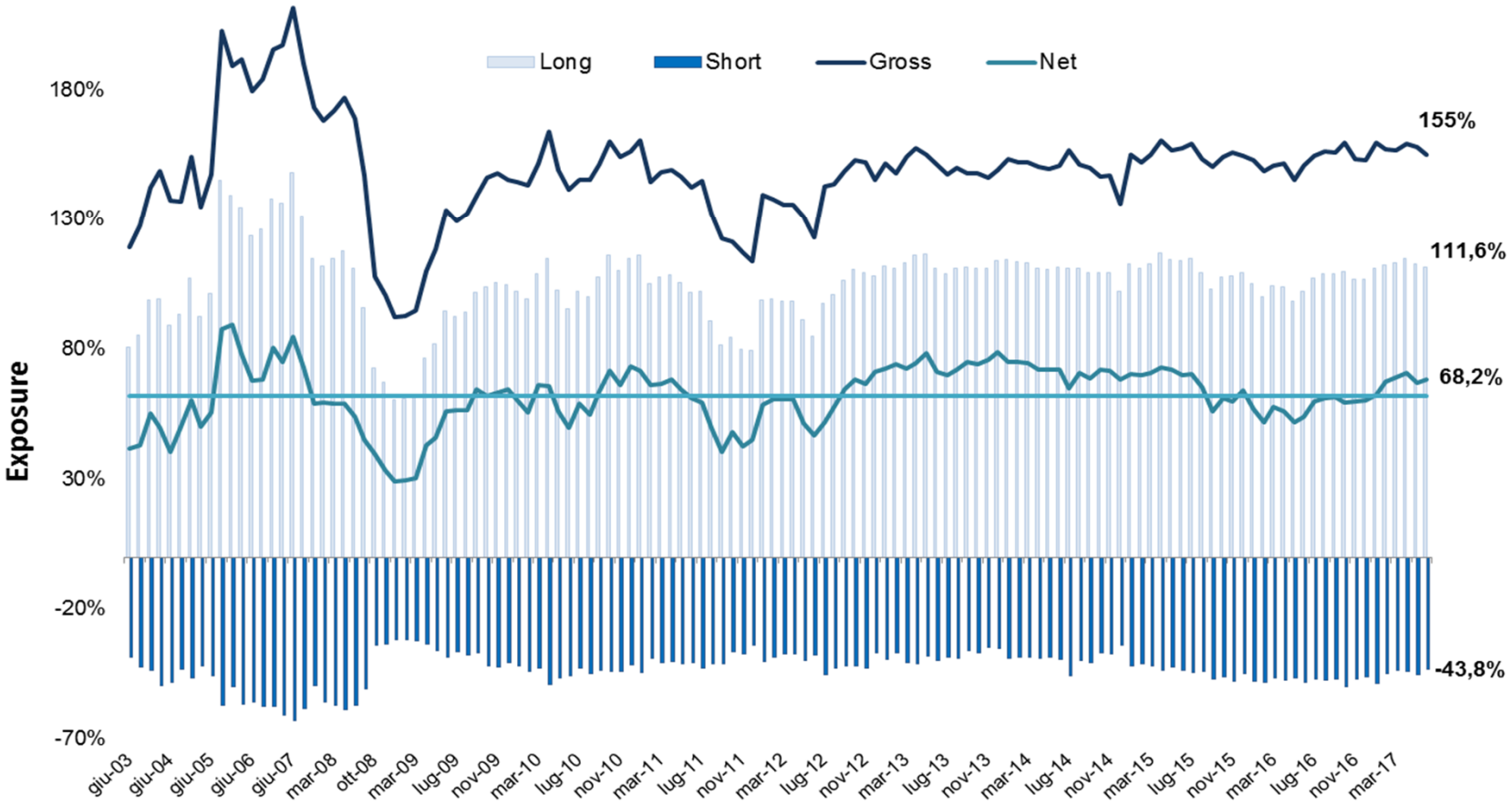
Aumento degli investimenti produttivi rende la ripresa economica più robusta.

Utili e *Price Earnings* ai massimi



Source: Bloomberg

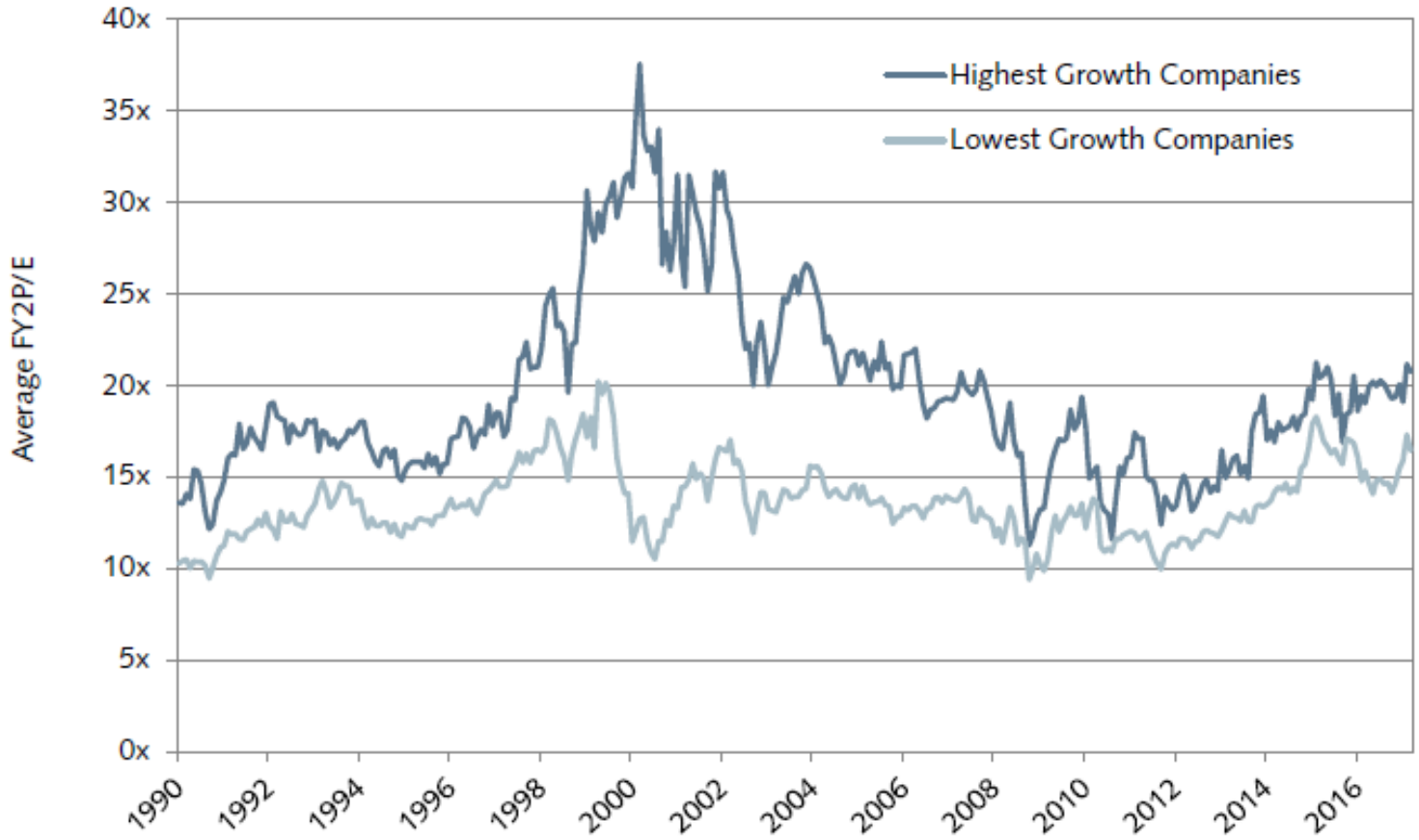
Esposizione Netta dei Nostri Long/Short



Source: Gruppo Banca del Ceresio

La crescita è "sotto-prezzata" dai mercati

Top 500 US Stocks by Market Capitalization: Average FY2 P/E by Long-Term Growth Estimate



Source: Thomson Reuters, Morgan Stanley Research

Growth = IBES mean 5-year EPS growth . Highest Growth defined as the fastest growing 20% of the top 500 US stocks by market capitalisation. Lowest Growth defined as the slowest growing 20%. Data to 31 March 2017.

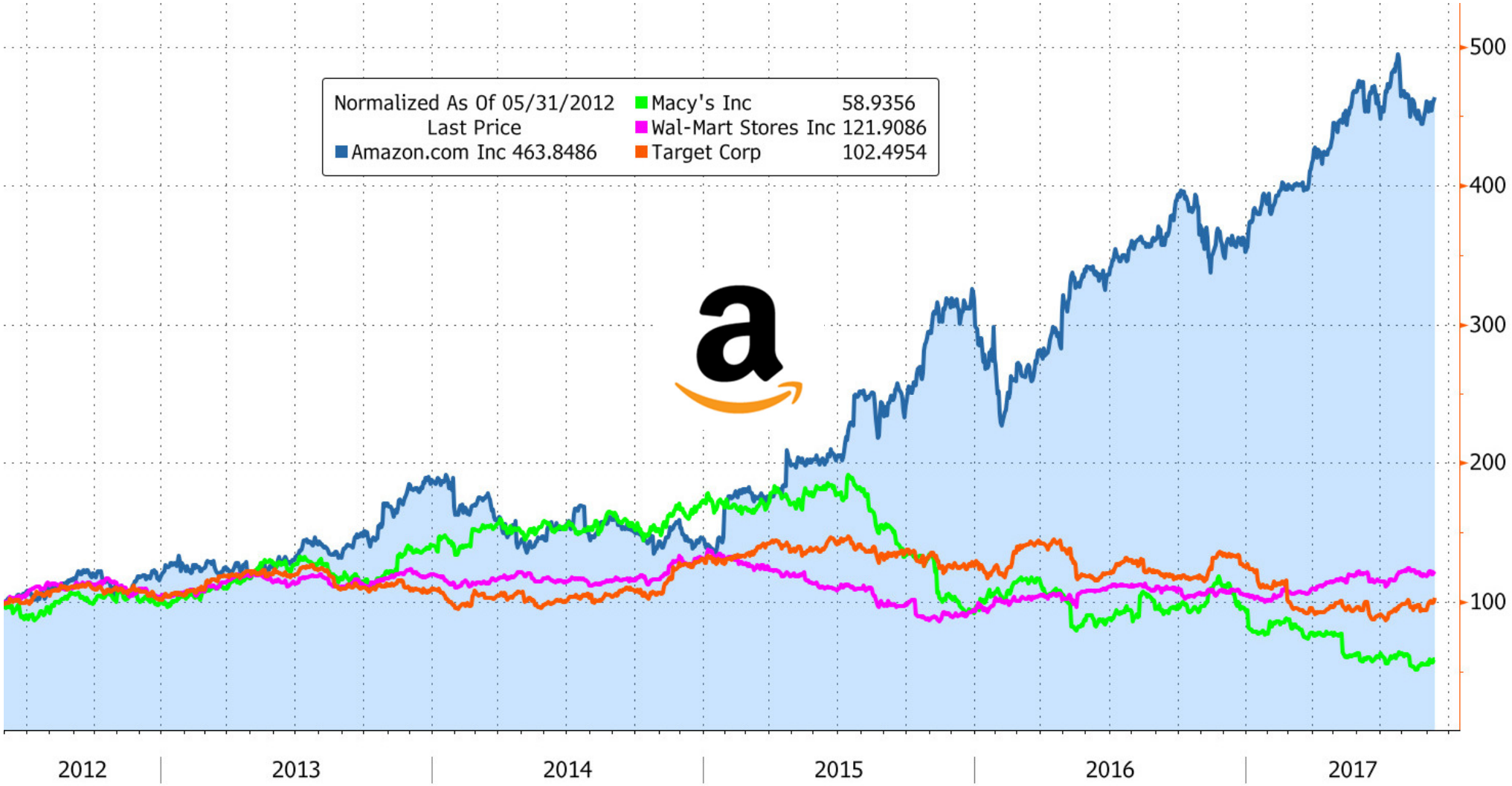
Esempi di valutazioni

Growth Stock Valuations	Google	Facebook	Uniliver	Nike	Nestle
At June 2014	22,2	44,9	18,4	21,3	17
Today	30,4	39,3	24,2	21,4	27,02
% Change in Rating	36,9%	-12,5%	31,5%	0,5%	58,9%
Estimated P/E 2018	23,2	26,9	20,2	21,9	21,6
Estimated P/E 2019	19,9	21,7	17,8	19,1	19,8
2018 Enterprise Value/Operating Profit (EV/EBIT)	14,7	18,9	16,6	17,5	18,5
% LTG	16,6%	26,8%	9,7%	11,1%	10,0%

Source: Bloomberg

E-commerce

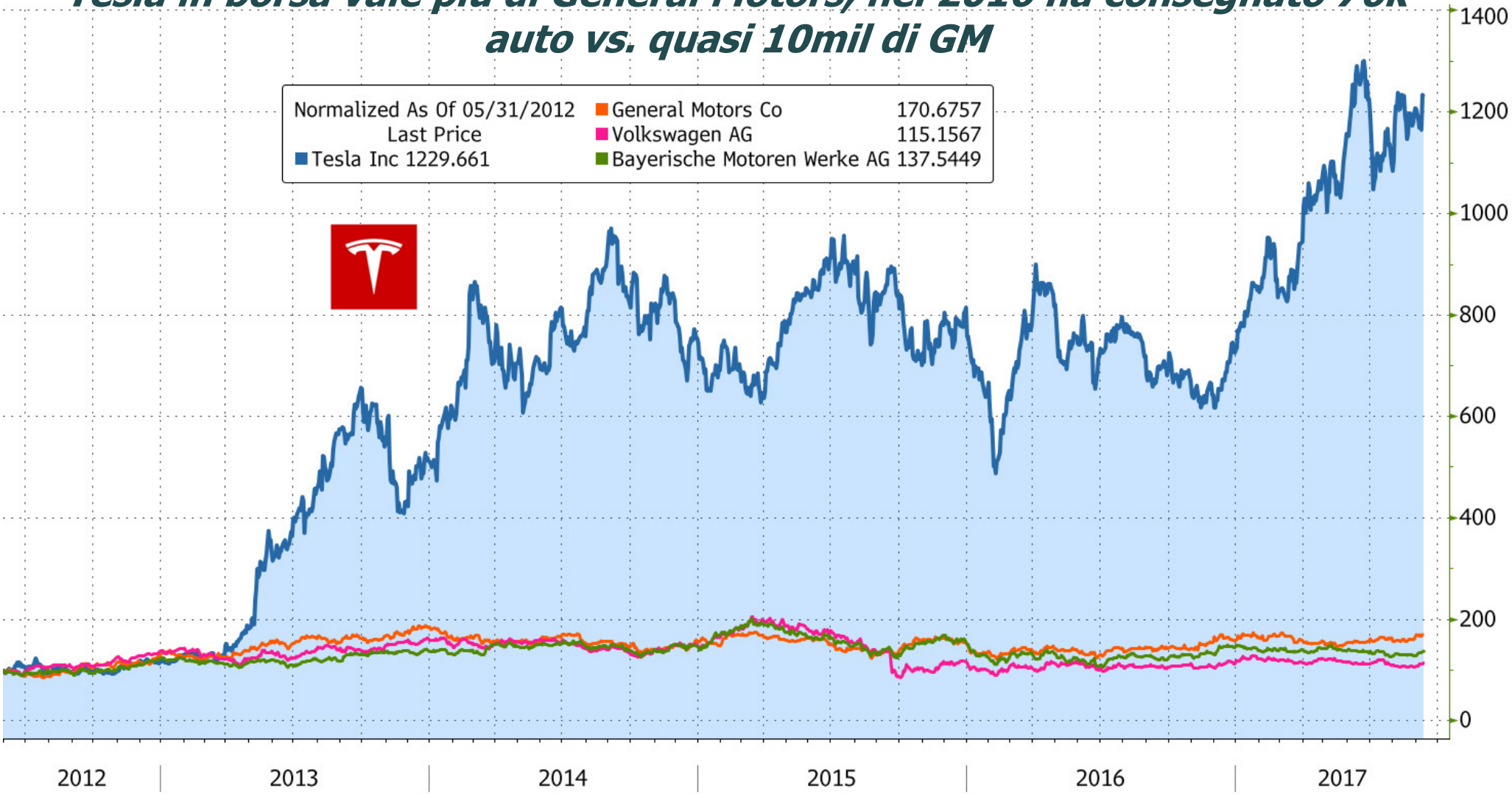
Amazon: fatturato +25% all'anno e $170mld stimati per il 2017



Source: Bloomberg

Settore automobilistico

Tesla in borsa vale più di General Motors, nel 2016 ha consegnato 76k auto vs. quasi 10mil di GM



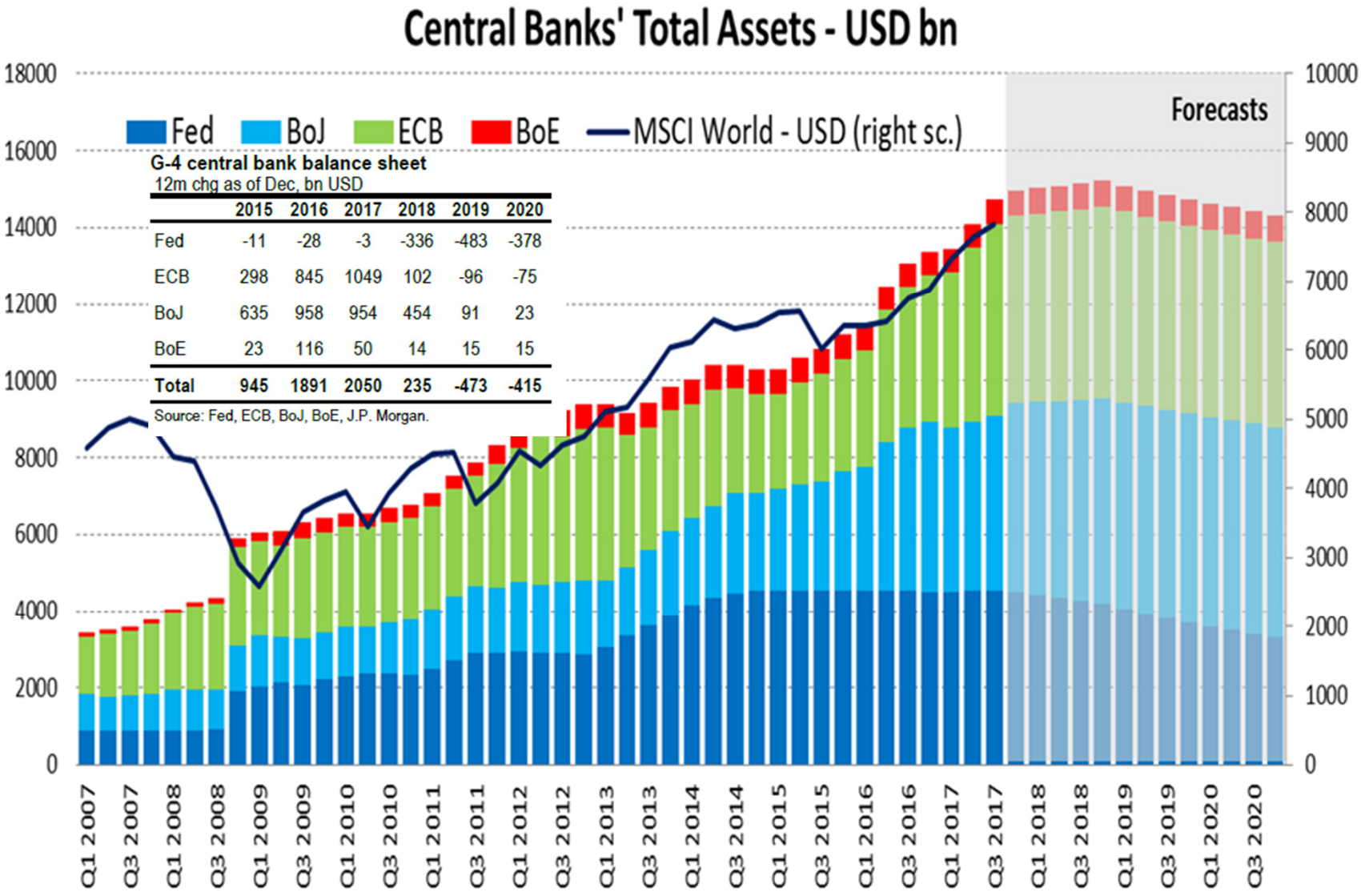
Source: Bloomberg

Principali posizioni dei nostri Long/Short

Airbus
Alphabet
Alibaba
Baxter
Comcast
Charter
DowDuPont
Facebook
Altaba
Tencent

Source: Gruppo Banca del Ceresio

Le Banche Centrali ridurranno la liquidità

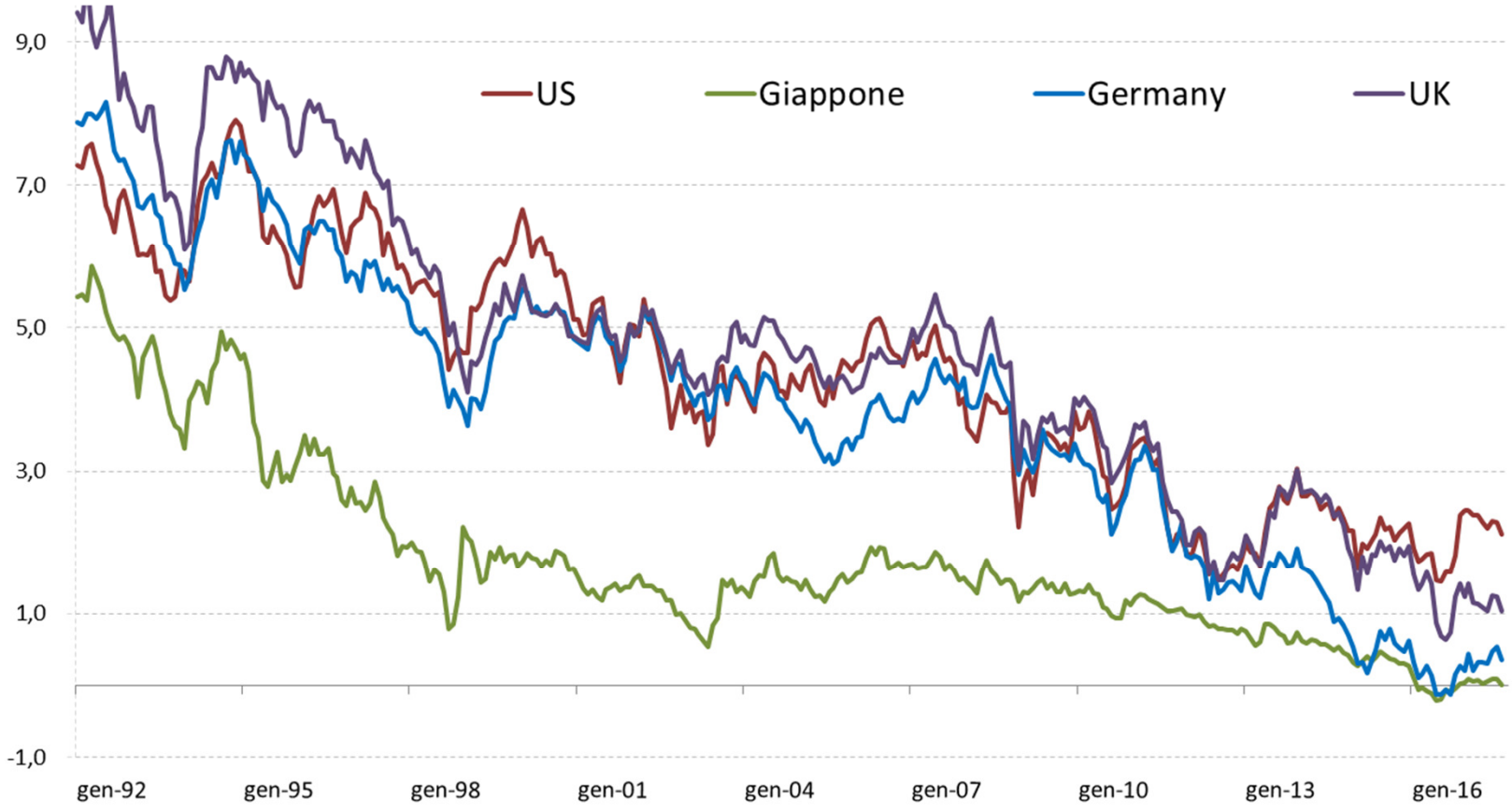


G-4 central bank balance sheet
12m chg as of Dec, bn USD

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Fed	-11	-28	-3	-336	-483	-378
ECB	298	845	1049	102	-96	-75
BoJ	635	958	954	454	91	23
BoE	23	116	50	14	15	15
Total	**945**	**1891**	**2050**	**235**	**-473**	**-415**

Source: Fed, ECB, BoJ, BoE, J.P. Morgan.

Obbligazioni



Source: Bloomberg

Rendimenti obbligazionari ai minimi storici

Conclusioni

- Forte recupero di performance a partire dalla seconda metà del 2016. Normalizzazione della politica monetaria in US e delle aspettative di inflazione hanno portato ad una riduzione della correlazione tra azioni e un aumento della dispersione. I gestori long-short sono tornati a generare alpha.

- Mercati azionari e valutazioni ai massimi, soprattutto negli US, preferibile puntare su strategie long-short: winners & losers della rivoluzione digitale / technology disruption, focus su società con forte profilo di crescita.

- Ripresa economica mondiale sincronizzata, crescita di utili e fiducia del management, costo del debito ancora basso sono condizioni favorevoli ad un elevato livello di attività di M&A.

- Fine del pluri-decennale bull market dei mercati obbligazionari? Opportunità per i gestori macro.

- Riduzione delle commissioni da parte di un numero crescente di gestori.

Avvertenze

Questa pubblicazione non ha lo scopo di sollecitare l'acquisto o la vendita di titoli o strumenti finanziari.

Lo scopo di questo documento è prettamente informativo e ne è vietata la riproduzione sia integrale che parziale.

Questa pubblicazione è intesa a fornire un'ipotesi d'investimento sulla base di una richiesta specifica del destinatario della stessa.

Conflitto di interessi: Società appartenenti al Gruppo Banca del Ceresio potrebbero avere, direttamente o indirettamente, un conflitto di interessi in relazione agli strumenti finanziari o titoli descritti.

Il valore ed il rendimento degli strumenti finanziari citati in questa pubblicazione possono aumentare o diminuire e l'investitore potrebbe realizzare un rendimento inferiore all'investimento originario. I titoli e gli strumenti finanziari denominati in divisa estera sono soggetti alla fluttuazione dei tassi di cambio che possono avere un effetto sia positivo che negativo sul valore, prezzo o rendimento di detti titoli e strumenti. I rendimenti conseguiti in passato non sono garanzia di rendimenti futuri.

Il presente documento non sostituisce il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari previsto dalla normativa italiana che l'investitore è tenuto a leggere attentamente prima di sottoscrivere qualsiasi contratto relativo all'erogazione di servizi d'investimento.