

# QUALI STRATEGIE HEDGE PER AFFRONTARE I PROSSIMI 6-12 MESI

## Focus

■ L'indice che misura la media delle performance dei fondi di hedge ha fatto registrare nei primi cinque mesi dell'anno un modesto +0,1%.

■ Investire ha chiesto ai responsabili della gestione di fondi di hedge in quattro importanti case di investimento di analizzare i motivi della deludente performance di questo inizio anno.

■ Soprattutto, Investire ha chiesto agli stessi gestori di indicare, motivando la scelta, quali sono le strategie di investimento hedge da privilegiare nel medio periodo (6-12 mesi) per la quota alternativa dei portafogli. Nelle pagine che seguono i lettori trovano tutte le risposte al doppio interrogativo.

**Dopo la delusione della prima parte del 2008, con risultati mediamente piatti, spesso inferiori alle obbligazioni, Investire ha chiesto a quattro case di investimento la spiegazione della mezza crisi e le indicazioni per investire nel medio periodo**

I primi cinque mesi del 2008 hanno visto quotazioni molto instabili sia sul versante delle Borse che su quello dei titoli a reddito fisso. Sul fronte dei fondi hedge, invece, pur tra alti e bassi mensili, la performance da inizio gennaio a fine maggio è risultata sostanzialmente piatta per i fondi di hedge (indice HFR in euro: +0,1%).

Secondo diversi osservatori, tuttavia, questi prodotti hanno deluso un po' le aspettative dal momento che la volatilità si è innalzata su livelli molto elevati (soprattutto rispetto alla media del 2006 e del 2007) e che la crisi dei mercati ha avuto inizio nell'estate scorsa. Investire ha voluto indagare chiedendo cosa ne pensano a tale proposito quattro gestori di importanti società di gestione di fondi di hedge.

**Mattia Nocera**

AMMINISTRATORE  
DI GLOBAL SELECTION

Nell'ambito dei fondi di hedge che utilizzano strategie long-short equity e macro le performance, sebbene marginalmente negative, sono state abbastanza in linea con il proprio profilo di rischio/rendimento. La componente long-short ha sofferto parzialmente dell'andamento ribassista delle Borse nei primi tre mesi per poi rimanere indietro nel successivo rimbalzo, iniziato a fine marzo, giudicato non interamente congruente con le aspettative economiche da molti gestori. Nell'ambito dei fondi di hedge di media e bassa volatilità, che utilizzano principalmente strategie relative value e arbitraggio, i risultati hanno un po' deluso in quanto hanno reso meno dei tassi a breve e dei bond governativi.

Alcune strategie (in particolare fixed income e credito) che utilizzano un elevato grado di leva finanziaria hanno sofferto perdite a causa del deterioramento della liquidità di vari strumenti finanziari a fronte di un forzato de-leveraging dei property desk delle banche e di alcuni hedge fund fortemente esposti.

Alcuni fondi di alto profilo, che operavano in queste strategie, hanno perso quasi interamente il loro capitale su movimenti di prezzo in obbligazioni con alto rating ed altri sono stati costretti a liquidare le loro posizioni in arbitraggi su tassi di interesse realizzando ingenti perdite. Direi che questa tipologia di fondi, sui quali rimaniamo scettici, si è dimostrata ancora una volta, come nel '98 con il crol-

lo di Long Term Capital, incapace di gestire situazioni di stress di liquidità nel sistema finanziario.

L'industria degli hedge nel suo complesso ha comunque limitato le perdite, grazie ad un'accurata diversificazione, ma rimane aperto il giudizio finale sul tipo di prodotto più opportuno e il relativo uso da farne in un portafoglio diversificato. Per noi il fondo di fondi rimane un prodotto sostitutivo per l'allocazione azionaria e dunque deve mantenere caratteristiche consone per tale uso.

### Andrea Calandra

DIRETTORE INVESTIMENTI DI CREDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT ALTERNATIVE INVESTMENTS SGR

Per comprendere le performance di questo primo trimestre dell'anno e provare a stimare l'andamento dei prossimi mesi, risulta importante analizzare l'attuale stato dell'economia mondiale e la violenta crisi finanziaria che ha colpito i mercati. Una crisi iniziata ad agosto 2007 con l'emergere del rischio di credito (sub-prime), a cui ha fatto seguito la riduzione della leva (per prima quella utilizzata dai fondi hedge e oggi seguita dalle banche).

La caratteristica principale di questa crisi finanziaria è la contrazione della liquidità sui mercati. Analizzando le crisi dal 1970 ad oggi, anche la crisi del 1998 è stata caratterizzata da una forte contrazione della liquidità, ricordata principalmente per le difficoltà del fondo Long Term Capital Management.

Tutte le strategie hanno sovraperformato le loro medie nel 1999, anno successivo all'ultima crisi di liquidità. Le inefficienze sul mercato fixed income / convertible / distressed hanno potuto beneficiare nell'anno successivo della situazione particolare (crisi di liquidità) che si è registrata nel corso del 1998. Queste strategie hanno mostrato ottime performance anche durante i periodi di recessione e volatilità elevata nei mercati azionari.

### David Basola

DIRETTORE DI ALBERTINI SYZ INVESTIMENTI ALTERNATIVI SGR

I primi mesi del 2008 sono stati indubbiamente molto difficili per tutti i gestori, hedge fund managers inclusi. Riteniamo tuttavia che vada distinto per quanto riguarda l'universo hedge funds tra strategie e stili di gestione.

Alcune strategie hanno indubbiamente beneficiato del quadro di alta volatilità quale ad esempio la strategia macro nonché il segmento dei managed futures. Allo stesso tempo alcune strategie di arbitraggio e long short specializzate hanno riscontrato notevoli difficoltà. Come sempre accade, la capacità di anticipare ed adattarsi da parte dei gestori ha fatto la differenza in questi mesi dell'anno.

In generale possiamo dire che i gestori hedge riescono ad essere vincenti in fasi di mercato definite, positive o negative, mentre risentono degli shocks di breve periodo.

### Luca Avidano

DIRETTORE GENERALE DI MONTE PASCHI ALTERNATIVE INVESTMENTS.

E' stato il primo reale banco di prova di un'industria giovane che ha sempre beneficiato di mercati a bassa/ bassissima volatilità e grande direzionalità positiva e che ha risposto con un buon livello di maturità gestionale a fronte di un così ampio e repentino cambiamento di scenario. Semmai sono emersi alcuni casi di difficoltà reale (la differenza tra i migliori e i peggiori è esplosa soprattutto nelle strategie low volatility), ma anche in questo caso ritengo positiva la risposta in quanto ha finalmente consentito di dare chiare indicazioni circa le differenti capacità delle singole Sgr, evitando quella massificazione di risultato caratteristica dei periodi precedenti ove il cliente aveva difficoltà a cogliere l'esatta qualità dei singoli prodotti offerti.

**■ QUAL È LA VOSTRA VISIONE SULLE PROSPETTIVE DEI MERCATI FINANZIARI PER I PROSSIMI 6 - 12 MESI?**



**David Basola**  
ALBERTINI SYZ  
INVESTIMENTI  
ALTERNATIVI SGR  
DIRETTORE



**Luca Avidano**  
MONTE PASCHI  
ALTERNATIVE  
INVESTMENTS  
DIRETTORE GENERALE

## Da sapere

■ **De-leveraging**

È il termine con cui si indica l'attività dei gestori di portafogli che fanno un uso più o meno spinto della leva volto a ridurre l'uso della leva finanziaria al fine di limitare la rischiosità degli investimenti.

■ **Relative value**

È il termine con cui si indicano le attività di arbitraggio adottate da gestori di hedge fund che cercano profitti sfruttando le inefficienze dei prezzi di attività finanziarie e merci. Con questo termine si indicano anche l'insieme delle strategie di arbitraggio seguite dai fondi hedge (fixed income arbitrage, convertible arbitrage, merger arbitrage, ecc.).

■ **Long short equity**

Strategia dei gestori hedge in base alla quale si acquistano titoli che ritengono destinati a salire e vendono allo scoperto i titoli che ritengono destinati a scendere mantenendo un'esposizione netta al rialzo del mercato.

**Mattia Nocera**  
**(Global Selection)**

Nonostante il recupero dei mercati azionari dai minimi di metà marzo e il sentimento diffuso che ormai il peggio sia alle spalle, rimaniamo ancora piuttosto cauti sia sui mercati azionari che del credito.

Rileviamo ancora troppi aspetti conflittuali tra i dati macroeconomici e le valorizzazioni di vari strumenti sul mercato. Sebbene le misure straordinarie implementate dalla Fed e dalla Bce abbiano ridotto sostanzialmente il rischio sistemico di implosione del sistema finanziario, il quadro macroeconomico mondiale continua a deteriorarsi. I segnali di un rallentamento economico evidenti negli Usa e in Europa, sono anche accompagnati da pressioni inflazionistiche che limitano molto possibili stimoli da parte delle autorità monetarie.

Anche il resto del mondo, e le economie emergenti quali India e Cina, potrebbero incontrare forti problemi a causa delle crescenti pressioni inflazionistiche indotte dal settore delle materie prime, alimentari e dell'energia. In generale i nostri gestori azionari mantengono un approccio molto cauto, con livelli di esposizione ai mercati sottostanti molto limitati.

**Andrea Calandra**  
**(Crédit Agricole AM)**

La discrepanza dei valori tra i diversi strumenti finanziari, anche all'interno della stessa categoria, rappresenta un'opportunità per le strategie hedge e i gestori da noi selezionati. Le strategie di arbitraggio che più hanno sofferto nel primo trimestre del 2008 sono quelle che consideriamo a maggiore potenzialità di recupero.

I numerosi disallineamenti verificatisi nei mercati sono stati provocati da una crisi di liquidità a livello di sistema e da una generalizzata diminuzione della leva utilizzata dai gestori dei fondi hedge. Il ritorno a condizioni di liquidità normali sarà favorito dalle ripetute iniezioni di liquidità da parte della Fed e delle

altre Banche centrali, unitamente alla possibilità degli operatori di finanziarsi utilizzando come garanzia strumenti finanziari fino ad oggi non utilizzabili a tal scopo.

Di contro, i mercati azionari rimarranno volatili per tutto il corso dell'anno, a causa delle incertezze sulla crescita globale, sull'inflazione, arrivata a livelli preoccupanti per il continuo incremento del prezzo del petrolio, delle commodities in generale e dei beni alimentari, e sugli utili societari.

**David Basola**  
**(Albertini Syz IA)**

Continuiamo a essere particolarmente prudenti. Non riteniamo che la crisi sul fronte del credito sia terminata, ci aspettiamo ulteriori manifestazioni di difficoltà nel settore finanziario e consideriamo l'inflazione un nemico particolarmente temibile.

L'attuale rincaro delle commodities non potrà che ripercuotersi sui prezzi dei beni scatenando un tangibile rischio inflattivo.

**Luca Avidano**  
**(MPS AI)**

Il dato di fondo che caratterizzerà probabilmente i prossimi mesi è il permanere di un'accentuata volatilità non solo sull'azionario ma anche su altre asset class.

La crisi attuale che nasce dal sistema finanziario può essere assimilabile a quella dei primi anni Novanta negli Usa; potremmo quindi attenderci, e in parte ciò è già visibile, un contesto di bassa crescita o addirittura recessione per un periodo protratto di tempo.

Sull'azionario le valutazioni non risultano oggi eccessive, con l'eccezione delle azioni nei Paesi emergenti; considerando che negli ultimi mesi i mercati azionari hanno sperimentato già una brusca correzione e le valutazioni agiscono da supporto, potremmo assistere in futuro a un mercato con forti oscillazioni man mano che la crisi viene assorbita dalle economie dei paesi sviluppati.

Paradossalmente solo sull'azionario paesi emergenti sussiste un ri-

schio di correzione, legato a un rallentamento economico che potrebbe rivelarsi superiore alle attese. Le obbligazioni governative a questi livelli di rendimento non sono più particolarmente interessanti, mentre sembra prematuro iniziare a costituire posizioni su corporate bond prima di avere visto il reale impatto della possibile recessione in termini d'insolvenze societarie.

## ■ QUALI STRATEGIE HEDGE SONO SECONDO VOI DA PREFERIRE PER I PORTAFOGLI DEI PROSSIMI 6 - 12 MESI?

### **Mattia Nocera** (Global Selection)

Riteniamo che le strategie macro rimangano tra le più interessanti in questa fase macroeconomica. Le diverse dinamiche tra le maggiori aree economiche hanno creato significativi squilibri che potrebbero portare a forti movimenti sulle valute, sulle curve dei tassi e sui mercati azionari.

Le risposte delle autorità monetarie e fiscali nei vari Paesi, a fronte di un significativo peggioramento della congiuntura, iniziano a creare incertezza nella parte breve dei tassi così come l'aumento delle aspettative inflazionistiche potrebbe essere fortemente negativo per la parte lunga della curva dei tassi. Il tema delle materie prime e dell'energia rimane inoltre molto presente in questa strategia.

Questo tipo di congiuntura economica potrebbe anche offrire opportunità a gestori azionari che siano in grado di giocare settori e titoli sia lunghi che corti. Non escludo inoltre che il ciclo economico possa offrire eventualmente un'ottima opportunità per le strategie che giocano il settore credito distressed e ristrutturazioni, ma è ancora presto.

### **Andrea Calandra** (Crédit Agricole AM)

Le strategie che si ritiene possano meglio beneficiare della normalizzazione della liquidità nei mercati finanziari sono: credit arbitrage, fixed income arbitrage, convertible bond arbitrage, global

macro e high yield/ distressed (quest'ultima soprattutto nella seconda parte dell'anno). Le strategie che invece potrebbero incontrare qualche difficoltà e che quindi stiamo provvedendo a ridurre, sono quella Event Driven, per la notevole riduzione di operazioni di finanza straordinaria a causa della difficoltà di accesso al credito, e quella Equity Long/ Short, a causa delle numerose incognite ancora presenti sul mercato.

### **David Basola** (Albertini Syz IA)

Concentrandosi sulle strategie più interessanti nei prossimi 6 - 12 mesi riteniamo che il segmento Macro e CTA possa beneficiare insieme al segmento dei gestori Long Short maggiormente opportunisti e focalizzati sul trading di breve periodo. Nel medio periodo potranno sorgere interessanti opportunità anche nel segmento del credito e del cosiddetto distressed.

Desideriamo tuttavia attendere segnali di crisi tangibili al fine di valutare correttamente il momento di entrata.

### **Luca Avidano** (MPS AI)

Prediligiamo gestori che possano sfruttare un contesto di più alta volatilità con differenti strategie senza eccessi di rischio.

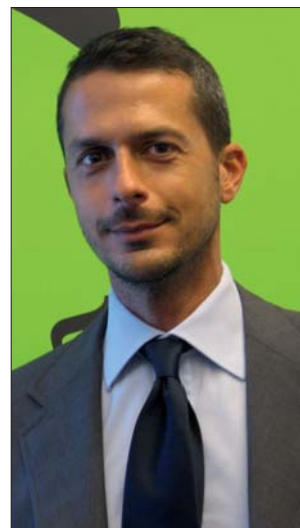
Nell'ambito di strategie direzionali puntiamo su gestori equity più attivi sul trading che sullo stock picking fondamentale e su gestori macro che possano identificare opportunità derivanti dalla dinamica differenziata dei mercati obbligazionari e soprattutto dei mercati valutari.

Nell'ambito di strategie di relative value pensiamo possano offrire ottime opportunità i gestori capaci di sfruttare la volatilità con posizioni di arbitraggio lunghe e corte sia su azioni che su obbligazioni.

Da monitorare poi il credito, specie investment grade, un'area che ha sofferto molto e su cui col passare del tempo potrebbero emergere reali opportunità di investimento di lungo periodo. ■



**Mattia Nocera**  
GLOBAL SELECTION  
AMMINISTRATORE



**Andrea Calandra**  
CRÉDIT AGRICOLE  
ASSET MANAGEMENT  
ALTERNATIVE  
INVESTMENTS SGR  
DIRETTORE INVESTIMENTI