



INVESTIMENTI 8 UNO STUDIO IN ESCLUSIVA PER IL «MONDO» FOTOGRAFA IL PORTAFOGLIO DEI FONDI SPECULATIVI

Mosse tattiche da hedge

Dopo la crisi, i money manager sono rientrati in Borsa. Ma sono pronti alla sfida anche su...

Stanno puntando sull'oro più che sul petrolio. Non ritengono che l'economia migliorerà nel breve periodo ma credono nei corporate bond. E, in ogni caso, sono rientrati con forza sul mercato azionario: l'esposizione che hanno a Wall Street è ai livelli di prima della crisi Lehman Brothers (settembre 2008), mentre si è gonfiato molto l'investimento



Francesco Franzoni
(Università Svizzera italiana)

negli emerging market. È questa la fotografia scattata, in esclusiva per *il Mondo*, al portafoglio dei fondi hedge. A condurre l'analisi ci ha pensato Francesco Franzoni, docente di finanza presso lo Swiss Finance Institute dell'università della Svizzera italiana, che ha studiato e messo a confronto i rendimenti dei fondi hedge con quelli degli indici di mercato (attraverso regressioni lineari e opportuni accorgimenti statistici) su un campione complessivo di 13 mila fondi nel periodo che va da gennaio 2004 allo scorso mese di settembre, con un'oscillazione nei singoli mesi da 5.500 a 9 mila fondi analizzati. Impressionante la massa in gestione oggetto dello studio, pari a 1.240 miliardi di dollari, cioè più di metà del totale: basti pensare che nel terzo trimestre 2010 il settore ha raggiunto la quota di 2.338 miliardi di masse amministrare, il punto più alto da due anni in qua (vedere grafico).

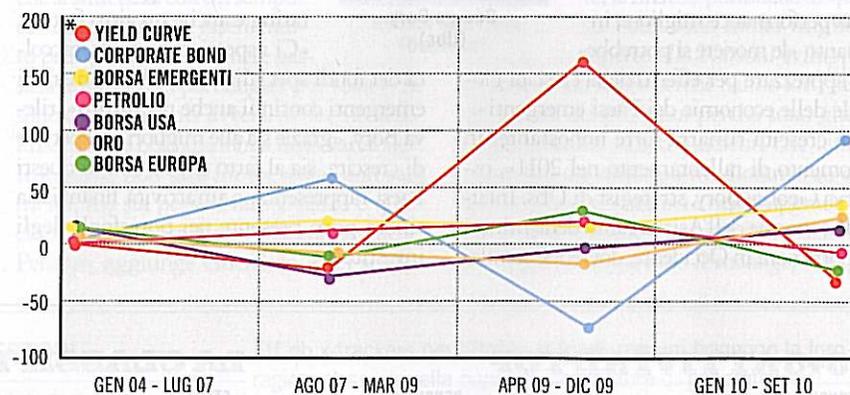
Prima di andare ai risultati dello studio è opportuno sottolineare un aspetto degli hedge fund, considerati strumenti speculativi e rischiosi per eccellenza. E proprio per questo motivo anche molto rapidi nel muovere soldi tra una classe di investimento e l'altra, tra un settore e l'altro o nelle varie zone geografiche del mondo. Insomma, gli spregiudicati gestori hedge si posizionano dove intuiscono che ci potranno essere interessanti guadagni. O, in caso contrario, abbandonano. Possono quindi rivelar-

si una pista utile per scoprire dov'è il valore nascosto nelle diverse asset class. «Nei due trimestri attorno al fallimento Lehman Brothers», afferma Franzoni, «il loro portafoglio ha tagliato di circa il 30% l'investimento in azioni. Tre i motivi: le richieste di riscatto degli investitori, la necessità di ridurre la leva finanziaria e quella di contenere il rischio in un periodo di alta volatilità». Passata

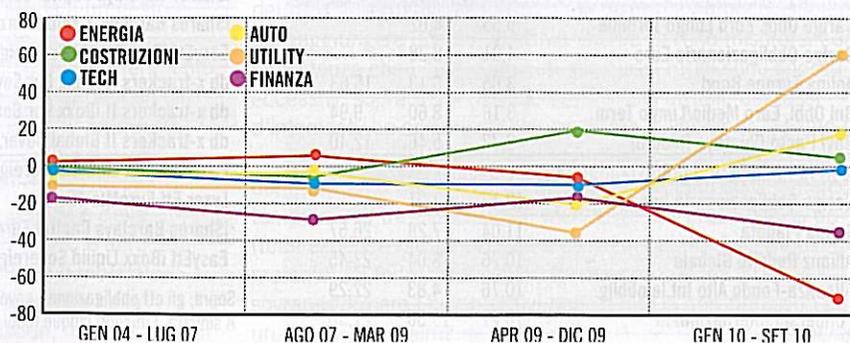
la grande paura, gli hedge sono tornati a un'esposizione sull'equity Usa «lunga ma non eccessiva, e vicina al 10% del portafoglio», sottolinea il docente.

C'è poi un aumento sostanziale dell'investimento sui mercati emergenti nel 2010. «Segno che i fondi sono bullish rispetto a queste piazze finanziarie». Meno, invece, sul Vecchio continente. Torna decisamente in campo positivo anche la scommessa sui corporate bond, a significare che c'è attesa di una risalita delle valutazioni del debito societario. Sempre per quanto riguarda l'asset allocation, si segnala la posizione sulla cosiddetta yield curve. Franzoni la definisce così: «La scommessa sul rialzo dei tassi di interesse a breve rispetto a quelli a lungo termine. Si prende tale scommessa se ci si aspetta un miglioramento imminente del quadro macroeconomico». Dopo un 2009 in cui si era puntato su un rialzo del saggio a breve e quindi di un miglio-

IMPENNATA CORPORATE



E L'AUTO COMUNQUE VA

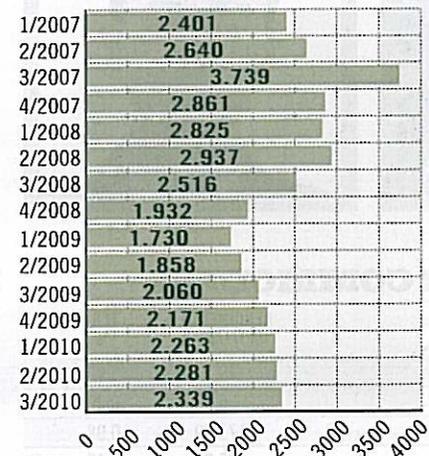


ramento della situazione economica, adesso la prospettiva degli hedge fund appare cambiata. «Nel corso di quest'anno i fondi hanno assunto una posizione negativa sul breve. Ciò può essere dovuto al perdurare dell'incertezza macroeconomica e all'aspettativa di una ripresa dell'inflazione nei prossimi anni, dopo le forti iniezioni di liquidità nel sistema da parte delle banche centrali».

Infine la ricerca del professore è andata anche a guardare più da vicino, dentro l'equity, quali sono i settori pesati più o meno rispetto al peso attribuito dal mercato. Anche in questo caso (vedere grafico), cadere in terreno positivo sta a significare l'attesa che quel comparto faccia meglio del mercato. E viceversa. Per questo nel 2011 gli hedge sottopesano i titoli energetici (in linea con il petrolio) e la finanza. Vedono invece di buon occhio costruzioni, utility, e, un po' a sorpresa, una ripartenza dell'auto.

Fabio Sottocornola

SOPRA I 2 MILA



Nel grafico a sinistra in alto, come è cambiata nei quattro periodi considerati la suddivisione del portafoglio degli hedge fund per classe di attivi. I valori rappresentano l'esposizione in percentuale del portafoglio per ciascuna classe nel periodo considerato. Sopra lo zero significa esposizione positiva, sotto lo zero negativa rispetto ai rendimenti della classe in questione. * Scommessa sul rialzo dei tassi di interesse a breve rispetto a quelli a lungo termine. Nel grafico a sinistra in basso: lo scostamento dei pesi in percentuale del portafoglio hedge in ciascun settore rispetto ai pesi che lo stesso settore ha nel portafoglio del mercato azionario globale. Sopra, evoluzione della massa totale nel mondo di hedge fund per trimestri (in miliardi di dollari)

INVESTIMENTI 9 I GESTORI CREDONO AL RIMBALZO

RENDIMENTI, SE SI TORNA A RIVEDERE LA DOPPIA CIFRA

Alla voce rendimento, il 2011 andrà meglio dell'anno in corso, che sta garantendo ritorni sotto il 4%. Ne sono convinti gestori e analisti attivi nel settore dei fondi considerati più rischiosi. Che in Italia contano su una massa di 10 miliardi di euro (erano 30 a inizio 2008). «Anche se in Italia c'è disinteresse per questo asset dopo le recenti delusioni, mi aspetto in futuro buone performance, che potranno arrivare al 10%», afferma Andrea Nascè, direttore investimenti del gruppo Ersel. I motivi? «Maggiore qualità, perché la crisi ha lasciato in campo i fondi più credibili e meglio attrezzati. Gli altri sono usciti dal mercato. Poi si è ridotta l'attività di un competitor come le banche d'affari che facevano trading di proprietà», elenca il money manager. Infine, dopo le buone opportunità di guadagno diffuse sul mercato nel corso del «rimbalzo partito nel 2009», come lo definisce Nascè, adesso sarà necessario saper selezionare gli investimenti. «In questo quadro, i gestori hedge potranno fare la differenza». Favorita, secondo lui, la strategia long/short equity, di chi si muove in base all'analisi della qualità dei dati fondamentali delle quotate tramite attività di stock picking. Cioè una selezione dei titoli che il gestore ritiene sottovalutati (posizione lunghe) rispetto ai sopravvalutati (posizioni corte, tramite vendita allo scoperto). Vede bene anche le scelte macro, tipiche di chi va a cercare guadagni nei cambi di valore delle valute e delle commodity, a seguito delle politiche economiche dei vari Paesi.

Il 2011 sarà importante dal punto di vista normativo, sottolinea Davide Elli, responsabile dell'asset allocation di Aletti Gestielle alternative: «Partirà l'iter di approvazione della direttiva sul passaporto, che regolamerà la vendita nel Vecchio continente dei fondi alternativi, tra cui gli hedge, nati fuori dall'Unione». Sul piano delle performance, anche Elli si attende che la normalizzazione del sistema possa favorire la strategia long/short equity. «Inoltre, aumenteranno le operazioni di finanza straordinaria come fusioni e acquisizioni. Ciò favorirà i fondi event driven, capaci di sfruttare eventuali inefficienze di prezzo legate a questi eventi». Per esempio, nel caso di un'acquisizione, i gestori costruiscono posizioni «rialziste» sull'azienda acquisita e «ribassiste» sull'acquirente. Si guadagna sul differenziale di prezzo dei due titoli. «Ma l'aspetto più importante», sottolinea Elli, «rimane la liquidità dei mercati in cui i fondi operano. Un obiettivo di rendimento? Per un fondo di fondi hedge a bassa volatilità potrebbe assestarsi tra i 250 e i 400 punti base al di sopra del tasso di riferimento della Bce su un orizzonte di tre anni». Positivo anche Stefano Gaspari, ad di MondoHedge, provider italiano: «Il settore rimarrà capace di proteggere il capitale dai cali delle Borse e assicurare agli investitori un basso livello di volatilità, soprattutto se a confronto con altre classi».

L'esperto è positivo su strategie come l'event driven, long/short e global macro. F.Sa.

LONG VINCE

	RENDIMENTO %
Ucits III generale	2,05
Ucits III fondi di fondi	0,43
Mh Eurizon generale (fdf)	1,34
Mh Eurizon Single man. L/S	5,33
Ftse Mib	-7,73
Dj Euro Stoxx	-0,15
Msci World	2,69



Nelle foto, dall'alto, Andrea Nascè, (Ersel), Davide Elli (Aletti Gestielle) e Stefano Gaspari (MondoHedge). Sotto, a confronto la performance di alcuni indici nel 2010 (da gennaio a ottobre). Fonte: MondoHedge