

La caduta estiva delle Borse evidenzia la protezione dei fondi a strategia hedge

Cresce l'interesse verso i fondi Long/short equity a bassa volatilità, per fronteggiare i rischi sempre più elevati sia nella componente azionaria che obbligazionaria dei portafogli

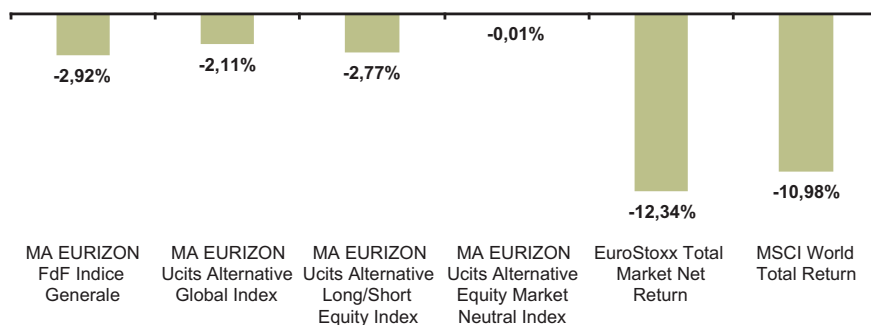
di Luca Damiani

Dopo la continua ascesa delle quotazioni azionarie, cominciata a partire da marzo 2009 e interrotta solo brevemente nella primavera/estate del 2011 a causa della crisi europea del debito pubblico, le Borse di tutto il mondo hanno vissuto un bimestre difficile tra agosto e settembre di quest'anno quando, prima i timori sulla tenuta dell'economia cinese e poi lo scandalo Volkswagen hanno innescato una correzione superiore al 10%. Nonostante le difficoltà vissute dai mercati, i fondi hedge e quelli Ucits alternativi sono riusciti a contenere le perdite: l'Ma Eurizon FdF Indice Generale, rappresentativo dei fondi di fondi hedge di diritto italiano, ha lasciato sul terreno il 2,92% nel periodo da fine luglio a fine settembre, mentre l'Ma Eurizon Ucits Alternative Global Index ha perso il 2,11% (vedi grafico 1).

All'interno delle diverse strategie in formato Ucits alternativo, inoltre, si sono messi in evidenza i prodotti Equity market neutral, in grado di realizzare una performance piatta (-0,01%) nel bimestre considerato, dimostrando a pieno la loro capacità di decorrelazione dall'andamento delle Borse. Guardando proprio a questa tipologia di fondi, **Massimo Morchio**, Ceo di Alkimis Sgr, osserva: "Il nostro compito è

quello di generare rendimento indipendentemente dalla direzione dei mercati. Il nostro prodotto vuole generare alpha e non beta tramite un approccio Long/short equity a bassa volatilità. Nei mesi estivi noi non abbiamo fatto altro che proseguire il lavoro svolto nei mesi precedenti, ovvero selezionare società sul lato lungo che facessero meglio di quelle presenti nello *short book*. Nel corso di questo difficile bimestre agosto/settembre i mercati azionari sono scesi e quindi la nostra strategia ha battuto quelle direzionali. Il nostro mestiere è invariato, ogni tanto viene messo in luce quando chi si affida alla direzione dei mercati fa male perché questi scendono. La nostra strategia non ha nessuna relazione con l'andamento dei mercati, in quanto dipende esclusivamente dalla capacità di selezionare buone società e quelle che hanno problemi". Da un punto di vista differente, quello del gestore di fondi di fondi hedge, **Diego Ferri**, Senior Portfolio Manager di Tages Capital, osserva come "ci siano vari fattori che hanno contribuito al buon andamento dei nostri prodotti. Tra questi le decisioni allocative che ci hanno condotto in questi mesi a prendere scelte di riscatto da alcuni gestori più direzionali per privilegiare maggiormente le strategie Market neutral, tanto sul mercato azionario quanto sul reddito fisso. Ad esso va inoltre sommata la scelta di guardare con maggiore interesse a gestori abili a modificare tatticamente il portafoglio, una decisione che si è rivelata profittabile tanto nei mesi estivi quanto all'inizio dell'anno. Da ultimo, le modalità stesse di funzionamento del mercato che hanno consentito ai portafogli di fornire una buona protezione del capitale, un fattore che in Tages è di massima attenzione. A differenza del passato, quando episodi di *sell off* erano spesso accompagnati da cadute delle dispersioni e aumenti delle correlazioni, negli storni estivi di agosto e settembre i fondamentali aziendali hanno continuato ad avere un ruolo nel determinare l'andamento delle valutazioni". Focalizzandosi sul comportamento assunto durante i mesi estivi, Ferri spiega

PERFORMANCE DELLE STRATEGIE ALTERNATIVE A CONFRONTO CON IL MERCATO AZIONARIO NEL BIMESTRE AGOSTO/SETTEMBRE 2015



Fonte: MondoAlternative.

grafico 1

CORRELAZIONE ROLLING TRA AZIONI E OBBLIGAZIONI (NOV-03 / SET-15)



Note: per le azioni è stato utilizzato l'indice EuroStoxx Total Market Net Return mentre per le obbligazioni l'indice EuroMTS Eurozone Government Broad Index (1-25+ yrs).

grafico 2

Fonte: MondoAlternative.

come "complici il perdurare delle incertezze sul quadro economico internazionale e le valutazioni piuttosto elevate di numerosi asset, nel corso degli ultimi 12 mesi abbiamo ridotto la direzionalità dei portafogli, ridimensionando in particolare la strategia Event driven a favore di quella Market neutral. Sui portafogli *equity oriented* siamo inoltre intervenuti con operazioni di *overlay* laddove ritenuto necessario, riuscendo ad aggiungere valore soprattutto nel periodo estivo. Le recenti tensioni sui mercati finanziari non hanno quindi richiesto modifiche se non marginali ai portafogli, già improntati a una certa prudenza". Anche Morchio rivela che l'*asset allocation* è rimasta invariata nel pieno delle tensioni: "Abbiamo posizioni *long* quasi analoghe rispetto a quelle *short*, per cui il prodotto è quasi Market neutral, e questa neutralità non è solamente a livello del fondo ma anche in termini settoriali, per cui abbiamo minimizzato anche l'impatto negativo delle difficoltà nel settore automobilistico a seguito dello scandalo Volkswagen".

I risultati complessivamente soddisfacenti ottenuti da fondi hedge e Ucits alternativi porta così a ribadire la loro utilità all'interno di un portafoglio diversificato, soprattutto se si pensa anche alle prospettive incerte di azioni e obbligazioni. Le prime, fino ad aprile di quest'anno, stavano continuamente stabilendo nuovi massimi storici, nonostante un quadro economico ancora debole nei Paesi sviluppati e un rallentamento significativo da parte delle economie emergenti, mentre sulle seconde si sta assistendo a un inesorabile sprofondamento dei rendimenti, con i bond che pre-

sentano tassi d'interesse negativi che rappresentano ormai il 40% di quelli emessi nell'Eurozona e hanno un ammontare complessivo superiore ai 2.500 miliardi di euro. Altro tema importante è quello della correlazione tra azioni e obbligazioni, che è lentamente passata dal segno meno a quello più nel corso degli ultimi anni (vedi grafico 2), e che potrebbe ridurre le tradizionali capacità di protezione offerte dall'investimento in bond nelle fasi di discesa della componente equity del portafoglio. Secondo Ferri "le scelte allocative degli investitori sono ovviamente determinate dalle aspettative in termini ritorno/volatilità di ciascuna classe di attivi. Osservando la corsa dei mercati azionari degli ultimi anni e le incertezze che ancora caratterizzano il quadro economico, le aspettative di ritorno sull'azionario è probabile debbano ridimensionarsi. Ciò peraltro in un contesto nel quale i rischi al ribasso, legati sia all'operato della Fed che all'evoluzione dell'economia cinese, non sono trascurabili. Al contempo, le prospettive di guadagno sul reddito fisso appaiono poco allettanti. I rendimenti governativi permangono estremamente compressi e sul lato *corporate* rendimenti interessanti sono offerti esclusivamente da società con basso merito creditizio. È proprio in tale contesto che stiamo osservando un crescente interesse da diversi interlocutori istituzionali europei, asiatici, medio-orientali e del Sud America. Tutti soggetti accomunati dall'interesse di incrementare l'allocation alle strategie hedge, la cui capacità di generare alpha è tornata ad aumentare nei mesi recenti, rappresentando un'alternativa di diversificazione del patrimonio". L'analisi di Morchio comincia dalla considerazione che "il mondo delle strategie alternative è stato spesso guardato dall'alto come a un blocco unico, ma questo è un errore perché sono estremamente variegate. Esistono prodotti che hanno elevata leva e sono illiquidi e altri che invece utilizzano un basso leverage e sono altamente liquidi. È importante, dunque, che gli investitori ne siano consapevoli e facciano un'accurata selezione per identificare quelli che possono soddisfare le loro specifiche esigenze". Riguardo ai problemi che si trovano oggi a fronteggiare sia gli investitori istituzionali che quelli privati, Morchio segnala come quello più urgente sia l'identificazione di una fonte di reddito stabile nel tempo che rimpiazza la componente obbligazionaria: "Riteniamo che una delle possibili risposte sia rappresentata dai fondi Long/short equity a bassa volatilità. È evidente che le strategie non direzionali saranno molto favorite, perché si propon-

ANALISI A 5 ANNI DEL BENEFICIO DERIVANTE DALL'INSERIMENTO DI STRATEGIE EQUITY HEDGE NELLA COMPONENTE AZIONARIA DEL PORTAFOGLIO

	Quota azionaria investita al 100% sull'equity	Quota azionaria investita al 50% in equity e al 50% in strategie equity hedge
Rendimento a 5 anni (ott-10 / set-15)	43,28%	29,07%
Rendimento medio annualizzato	7,46%	5,24%
Volatilità annualizzata	12,61%	7,61%
Indice di Sharpe	2,88	3,00
Rendimento medio nei mesi negativi	-3,30%	-1,86%
Downside risk protection	28,42%	

Note: per la componente equity sono stati utilizzati gli indici EuroStoxx Total Market Net Return e Msci World Total Return mentre per la componente equity hedge gli indici Ma Eurizon Ucits Alternative Long/Short Equity Index e Ma Eurizon Ucits Alternative Equity Market Neutral Index. Fonte: MondoAlternative. Tabella 1

gono come alternativa agli investimenti obbligazionari, che hanno un profilo di rischio analogo. Mentre in passato le obbligazioni avevano una capacità di generare rendimenti legati al fatto che, non solo c'era una cedola di rilievo, ma in più i tassi continuavano a scendere generando dei *capital gain*, questo in futuro non succederà più, perché i tassi sono vicini allo zero e difficilmente possono scendere, per cui produrranno rendimenti pari a zero o addirittura negativi. Da questo punto di vista, saranno anni molto favorevoli per i prodotti decorrelati dall'andamento dei mercati come il nostro, e infatti registriamo un interesse crescente e stiamo raccogliendo, perché qualunque scenario ci si pari di fronte, sia positivo che negativo, questo tipo di strategia potrà fare ciò che è stata in grado di fare in passato, cioè un rendimento superiore ai bond, in modo stabile e con bassa volatilità. Per noi lo scenario è invariato, a differenza di quello del segmento obbligazionario che è cambiato in peggio", mette in luce Morchio. Se dunque è importante valutare l'aggiunta in portafoglio di

strategie decorrelate a discapito di bond i cui rendimenti sono sempre più insoddisfacenti, anche all'interno della componente azionaria può migliorare il profilo di rischio/rendimento. Infatti, dalla comparazione di un portafoglio azionario composto per il 50% dall'indice EuroStoxx e per il 50% dall'indice Msci World con un altro in cui questi due indici calano nelle quote al 25% per fare spazio, in egual misura, all'Ma Eurizon Ucits Alternative Long/Short Equity Index e all'Ma Eurizon Ucits Alternative Equity Market Neutral Index, emerge un forte contenimento della volatilità che porta a un maggiore rendimento corretto per il rischio. Infatti, nell'analisi a 5 anni (vedi tabella 1), seppure si registri un calo nel rendimento medio annualizzato, l'aggiunta delle strategie Equity hedge produce una riduzione della volatilità che determina un valore nell'indice di Sharpe superiore. Anche nell'analisi relativa agli ultimi 12 mesi i risultati sono analoghi (vedi tabella 2), con l'aggiunta che le difficoltà attraversate dai mercati hanno fatto sì che il portafoglio azionario dove sono presenti le strategie Equity hedge realizza una sovraperformance per effetto della notevole *downside risk protection* offerta da questi prodotti. Sembra quindi che, dopo anni di *bull market* indiscriminato sia dal lato azionario che obbligazionario, nei prossimi anni crescerà l'importanza del contenimento dei rischi e di una corretta selezione dei titoli. A giudizio di Ferri, "molti gestori, dopo aver cavalcato a lungo la tendenza al rialzo dei mercati, hanno iniziato a posizionare in maniera più conservativa i portafogli. Ciò ovviamente anche in ragione delle valutazioni di numerose società, divenute ormai meno attraenti. A questo va sommato un funzionamento del mercato più legato ai fondamentali, nel quale il favorire società solide con buoni utili è risultato in genere premiante". Le osservazioni di Morchio partono dalla constatazione che "non esistono degli anni favorevoli o meno allo *stock picking*, dipende dalla capacità di farlo e non dai mercati. È importante ricordare come l'asset allocation dipenda innanzitutto dal profilo di rischio dell'investitore: se ha un profilo di rischio alto può scegliere di avere una forte esposizione alle azioni, mentre se è più prudente metterà meno azioni e più prodotti Long/short equity a bassa volatilità. Inoltre, paradossalmente, l'investimento considerato a basso rischio, ovvero quello obbligazionario, è quello che ha oggi i maggiori rischi, per cui l'investitore che ne è consapevole, aumenta l'allocation verso quei prodotti che non hanno questo tipo di rischio".

ANALISI A 1 ANNO DEL BENEFICIO DERIVANTE DALL'INSERIMENTO DI STRATEGIE EQUITY HEDGE NELLA COMPONENTE AZIONARIA DEL PORTAFOGLIO

	Quota azionaria investita al 100% sull'equity	Quota azionaria investita al 50% in equity e al 50% in strategie equity hedge
Rendimento a 1 anno (ott-14 / set-15)	0,40%	2,00%
Volatilità annualizzata	10,49%	6,31%
Indice di Sharpe	neg.	0,16
Rendimento medio nei mesi negativi	-2,96%	-2,00%
Downside risk protection	7,78%	

Note: per la componente equity sono stati utilizzati gli indici EuroStoxx Total Market Net Return e Msci World Total Return mentre per la componente equity hedge gli indici Ma Eurizon Ucits Alternative Long/Short Equity Index e Ma Eurizon Ucits Alternative Equity Market Neutral Index. Fonte: MondoAlternative. Tabella 2