

■ ANALISI

Hedge funds: il mito della bassa volatilità

DI ANTONIO FOGLIA

Negli ultimi due anni, tra la metà e due terzi degli investimenti in hedge funds sono stati indirizzati verso le strategie a bassa volatilità, di arbitraggio e altre, che sembrano offrire rendimenti a due cifre, a basso rischio e non correlati all'andamento dei mercati azionari. Secondo la teoria finanziaria, queste strategie sono, per chi ci crede, il complemento ideale di un portafoglio tradizionale. Effettivamente negli ultimi due anni, mentre le borse scendevano di pari passo coi tassi di interesse sulle attività meno rischiose, queste strategie hanno reso tra l'8 e il 15%, apparentemente senza rischio.

È difficile capire se si stiano formando eccessi nei mercati in cui operano gli hedge funds a bassa volatilità. Vi sono però diversi indicatori che puntano, come minimo, a minori opportunità nei prossimi anni per strategie come l'arbitraggio su convertibili, l'arbitraggio su fusioni e acquisizioni, l'arbitraggio statistico su azioni, l'investimento nel debito delle economie emergenti e in quello ad alto rendimento. È quindi possibile che gli anni migliori per questi tipi di hedge funds a bassa volatilità siano alle spalle. In tal caso i minori rendimenti allontaneranno gli investitori e faranno sgonfiare il settore lentamente.

È però possibile un decorso meno benigno, perché i gestori delle strategie a bassa volatilità ottengono rendimenti interessanti sostanzialmente amplificando con la leva finanziaria rendimenti naturalmente più modesti. Più o meno come faceva Long Term Capital Management, il fondo salvato dalla Fed nel '98 perché il suo dissesto stava scatenando la più grave crisi finanziaria dagli anni '30. Ltcn usava troppa leva mirando a rendimenti del 30% ed era diventato il più grosso attore in molti dei mercati in cui operava. Oggi i gestori delle strategie a bassa volatilità utilizzano meno leva, puntando al 15%, ma se singolarmente sono più piccoli di Ltcn rispetto ai mercati in cui operano, dall'altro sono molti di più e fanno tutti operazioni simili. Quindi alcuni mercati potrebbero essere esposti, come nel '98, a un evento esterno tale da obbligare tutti gli hedge fund che adottano queste strategie a ridurre contemporaneamente le loro posizioni. Se una crisi dovesse aprirsi oggi, le falle sarebbero moltissime e in Paesi e mercati diversi. Organizzare tempestivamente un intervento di tamponamento efficace risulterebbe molto più difficile di quanto fu per la Fed salvare Ltcn.

Ad aumentare le probabilità che uno shock esogeno possa scatenare una tale crisi contribuisce il fatto che quasi un terzo degli investimenti in hedge funds avviene attraverso prodotti con rendimento asimmetrico, come quelli a capitale garantito. In questi prodotti l'emittente è autorizzato a vendere gli hedge funds se il loro valore scende oltre livelli prestabiliti. La logica e il meccanismo sono sostanzialmente identici a quelli che, con l'assicurazione di portafoglio, hanno causato il crash del 1987: se un numero abbastanza ampio di operatori conta di limitare le proprie perdite vendendo automaticamente in mercati al ribasso, la strategia non può funzionare.

Purtroppo nel campo degli hedge funds a bassa volatilità la diversificazione non porta

■ AFFLUSSI AGLI HEDGE FUNDS

Dati nel 2001 in miliardi di dollari

Strategie a bassa volatilità	20,9	67%
Convertible Arbitrage	7,1	23%
Fixed Income Arbitrage	2,1	7%
Event Driven	8,3	27%
Equity Market Neutral	3,3	11%
Strategie direzionali	10,2	33%
Global Macro	0,1	0%
Equity Long/Short	7,9	25%
Managed Futures	1,2	4%
Altro	1,0	3%
Totale	31,1	100%

Fonte: Tass Research

a una riduzione del rischio. Infatti nell'ambito della medesima strategia i gestori di hedge funds hanno rendimenti fortemente correlati tra loro, molto di più che non i gestori di strategie direzionali, a volatilità maggiore, come quelle macro o azionarie long/short. Inoltre, la correlazione tra le diverse strategie a bassa volatilità, che è molto bassa in mercati normali, aumenta drasticamente nei momenti di crisi (mentre l'opposto avviene per le strategie direzionali).

L'infatuazione degli investitori per gli hedge funds a bassa volatilità si basa quindi su aspettative di rendimenti probabilmente non riproducibili e su un'analisi quantitativa miope delle loro strategie. I rischi che questi hedge funds corrono per ottenere un rendimento non sono leggibili attraverso la volatilità dei rendimenti mensili su cui si focalizza l'attenzione degli investitori. I pericoli insiti nel successo commerciale delle strategie a bassa volatilità e nell'opacità dei mercati non regolamentati in cui spesso operano meritano maggiore attenzione da parte di investitori e autorità di regolamentazione.