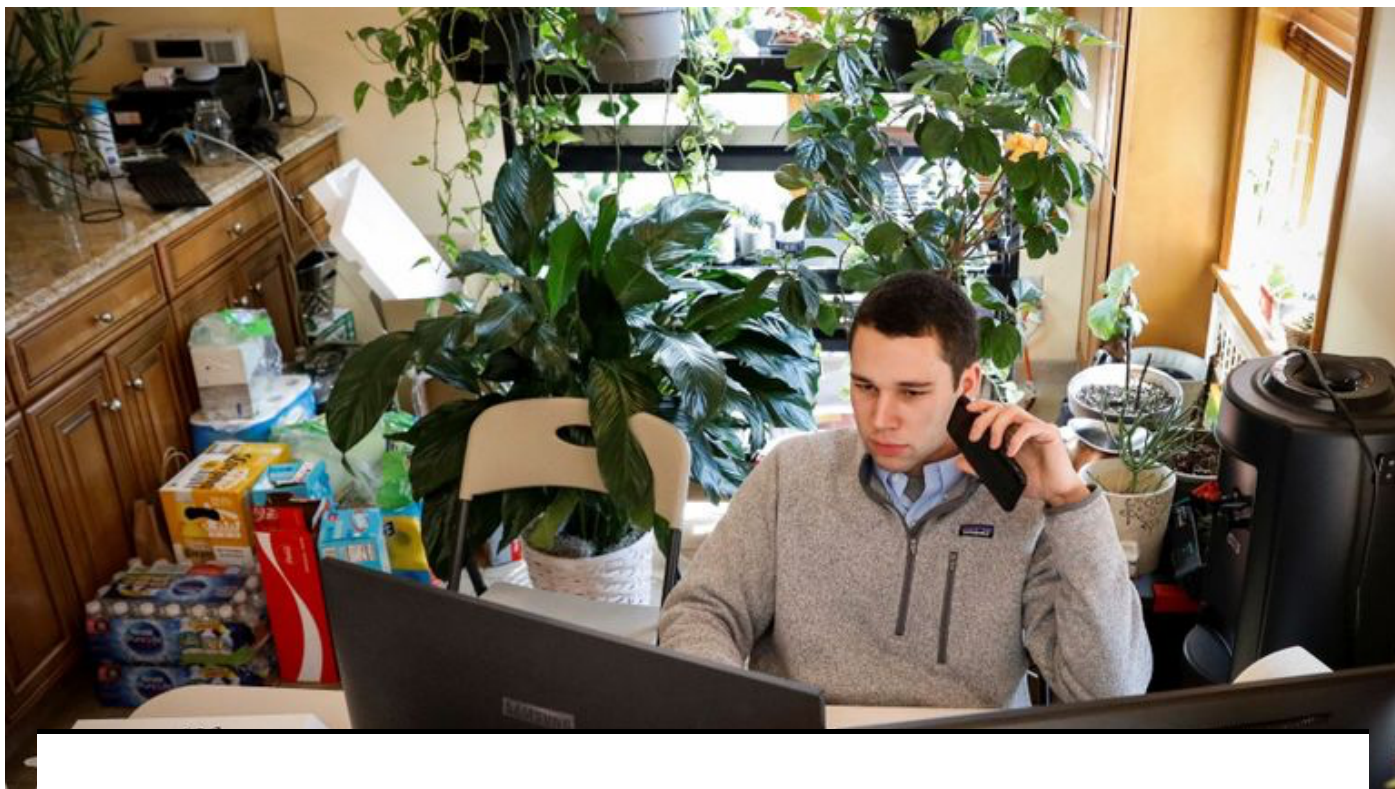


Affari e finanza **Coronavirus**

Coronavirus, le Borse temono la seconda ondata: hedge e private equity a rischio

29 MARZO 2020

Il vero virus della finanza è l'eccesso di debito. Gli operatori si aspettano una raffica di fallimenti tra i fondi che hanno fatto acquisizioni con una leva troppo alta

DI ANDREA GRECO



Milano. Sui mercati le tempeste raramente arrivano sole. E malgrado sulle Borse non si fosse mai visto un crollo di oltre un terzo dei prezzi globali nell'arco di due settimane, gli operatori scrutano con ansia grafici e dati per capire non "se", ma come, quando, dove batterà la seconda onda. Difficile indovinare: anche la correzione di febbraio, giunta dopo il più benigno ciclo creditizio della storia (undici anni) pur da molti attesa non è stata davvero prevista da nessuno, per ambito o ampiezza. Diversi gestori, banchieri, analisti ai due lati dell'Atlantico sono però convinti che sarà il debito, mentre il mare finanziario scende pericolosamente, a mostrare chi, per dirla con Warren Buffett, nuota senza costume. Anzi, peggio, il debito a far venire a galla diverse carcasse: perché questa è una crisi di liquidità, e se la cassa adesso è regina, la leva è "il vero coronavirus dei mercati", come dice un importante gestore sottotraccia.

Il debito sarà dunque la benzina della crisi: dall'economia reale, dove essa è nata, ai mercati. "Al di là degli inevitabili fallimenti di qualche fondo, la vera bomba a orologeria è nel credito all'economia - dice Marco Mazzucchelli, consulente di Bain & Co - Vero è che da anni una parte di questi rischi è stata ceduta dalle banche a fondi e gestori specializzati: ma è tra le imprese che bisogna tamponare la falla, per evitare una spirale pericolosa". Fondi, aziende, Stati entrati nel 2020 con un'alta leva finanziaria saranno, comunque, i più colpiti. E nel (vasto) campione, chi - sfruttando anni di euforia monetaria e tassi vicini a zero per amplificare la redditività delle operazioni a leva - ha trascurato la regola aurea di armonizzare le scadenze di debito e investimenti, sarà tra le vittime ideali.

I candidati al prossimo crac

L'elenco è fin troppo variopinto tra hedge fund, fondi Ucits (oltre un migliaio in Europa hanno questo passaporto comunitario, molti di loro

seguendo strategie "alternative"), private equity e venture capital, compratori di bond ad alto rendimento o di crediti deteriorati: chiunque abbia finanziato a breve termine disegni grandiosi presto potrebbe trovarsi a nuotare non solo nudo, ma sugli scogli. "La crisi è arrivata mentre la compiacenza finanziaria era ai massimi da decenni - spiega Marc Malek, gestore del fondo Usa Conquest Capital - Le mosse delle banche centrali, specie la Bce, hanno favorito ampi episodi di dislocazione sui mercati finanziari: nel reddito fisso i tassi governativi di Grecia, Spagna, Italia sono scesi sotto quelli del T-bond Usa, il benchmark mondiale. La caduta rapida appena vista si spiega anche con questi undici anni di dislocazione nei prezzi". Prezzi strambi, slegati da multipli e logiche razionali. Come quelli che hanno spinto a finanziare molte acquisizioni 2018-2020 di private equity con leva a oltre sette volte il margine operativo lordo della "preda".

L'ottovolante dei multipli

Il Financial Times ha citato Golden Goose, azienda veneziana di sneakers di lusso, comprata da Permira a 1,3 miliardi, con leva 4,75 volte il Mol: ma i casi sono centinaia, e il più voluminoso è la vendita degli ascensori tedeschi Thissenkrupp ai fondi Cinven e Advent, a 16 miliardi di euro in buona parte prestati da Deutsche Bank, Ubs e Barclays, che poi li hanno in parte girati a investitori privati. La cessione dei rischi creditizi "peggiori", dalle banche ad altri operatori, è una tendenza in corso dal 2015: anche spinta dalle pressioni sulle banche dei regolatori Eba e Bce. Debtwire ha stimato che da allora si siano dimezzati, per la vendita di circa 600 miliardi di dollari nominali di crediti bancari - specie in Italia e in Spagna - a fondi specializzati tipo Cerberus, Lone Star, Fortress, Intrum, Blackstone. La cosa ha rafforzato le banche, ma ha spostato in altre tasche quei rischi, su attività che dopo la sciacquata di marzo oltretutto si deprezzeranno: Giovanni Bossi, gestore dei fondi Clessidra e Cherry106, stima tra il 20 e il 40% per i portafogli Npe italiani.

Che ne sarà di circa 50 cessioni in cantiere in Europa, censite dal Wall Street Journal? Alle dislocazioni per eccesso fanno ora seguito, fatalmente,

quelle al ribasso: i vuoti d'aria segnati dai grafici dell'oro e del T-bond a metà marzo mostrano che i due porti sicuri per eccellenza sono stati liquidati brutalmente, allorché molti operatori facevano incetta di liquidità per arginare i riscatti dei loro clienti. Analoghe dislocazioni tra gli Etf, scossi dalle vendite al punto che i fondi sintetici che replicano i T-bond Usa si sono discostati fino al 3% rispetto ai titoli sottostanti. Ancor più ampia la sbandata vista sui bond "alto rendimento": negli Usa è esploso alla doppia cifra lo scarto sul tasso midswap degli option adjusted spread, che misura i tassi di bond a rating B o inferiori, titoli che fino a gennaio giravano sul 2-3%. L'alto rendimento oggi promette alti rischi: specie negli Usa, dove una larga fetta di queste emissioni riguarda imprese attive nel petrolio e gas shale, colpite su due fronti per il sincrono crollo del barile in marzo. Finché i prezzi restano dislocati, su tanti diversi listini - e anche molti gestori, spesso pro domo loro, le chiamano "opportunità per tornare a investire" - significa che una seconda onda maligna è in formazione.

Hedge fund a rischio

C'è poi il fronte degli hedge fund. Finora mostrano segni di relativa tenuta: l'indice Hfr generale è sceso dell'1,4% a febbraio, dell'8,6% a marzo e di un 10% nel 2020. Il Covid-19 potrebbe essere occasione di riscatto, per una categoria che nell'era dei tassi zero non ha avuto volatilità sufficiente per giustificare i suoi costi salati, o i suoi rendimenti, spesso inferiori agli Etf che replicavano indici globali, roba da "parco buoi".

Ma anche tra gli hedge c'è chi ha abusato della leva, e la pagherà: piccoli nomi negli Usa hanno già restituito i soldi residui ai clienti. Mentre altri grandi nomi, come Bridgewater, hanno perso fino al doppio della media per aver tentato di surfare sulla prima onda dell'ultimo mese, come ha ammesso lo stesso guru Ray Dalio. Tra l'altro alcune strategie usate da Bridgewater e altri, hanno ampliato la caduta recente dei listini. Sono dette "risk premia", e cercano copertura dalla volatilità dei mercati riducendo l'esposizione azionaria quando si scende. "L'anno scorso i risk premia hanno fatto bene, ma dall'esplosione dell'indice Vix a febbraio hanno contribuito, malgrado i volumi ridotti, ad accelerare la profondità dei ribassi. Un po' come avvenne nel crac del 1987 con le protezioni

portfolio insurance a Wall Street", racconta Joseph Oughourlian, del fondo Amber Capital.

Coronavirus **Borse**

Vota questo articolo

 **Commenta**

Scrivi alla redazione

Scrivi all'assistenza

Domande frequenti


0 / 5


CONDIVIDI

Potrebbero Interessarti:

Approfondimento **Coronavirus**

Zoom confonde gli investitori: la Sec blocca quella (sbagliata) che non c'entra nulla con le videoconferenze

DI RAFFAELE RICCIARDI

Approfondimento **Coronavirus**

Le nuove povertà. Dai camerieri agli operai e a i commessi, ecco chi fatica già alla terza settimana

DI ALESSANDRA ZINITI

Intervista **Coronavirus**

Il sindacalista Soumahoro: "Regolarizzate i braccianti,

confinati come voi"

DI PAOLO GRISERI

Intervista **Coronavirus**

L'allarme del Copasir: "In corso una campagna di disinformazione contro il Paese, stiamo indagando"

DI CARMELO LOPAPA



Torna su

