

La lezione degli hedge fund: viaggio a Chicago e New York

Domenica 4 febbraio 2015. L'atterraggio all'aeroporto O'Hare International di Chicago non è molto facile. Dopo una notte di neve infuria la tempesta. Il Boing 747 di Lufthansa, proveniente da Francoforte, con malcontenta esitazione sta per posarsi su una pista ancora innevata. Il viaggiatore, partito in auto da Lugano, si era imbarcato a Milano, scalo a Francoforte, prima di raggiungere gli Stati Uniti, con tappe a Chicago e a New York alla scoperta, in pochi giorni, del "misterioso" mondo degli hedge fund americani, quelli che avevano contribuito a provocare la crisi finanziaria e poi economica scoppiata nel 2007 con la bolla dei *subprime*. Allora quelle obbligazioni del mercato immobiliare ad alto rischio, cioè con scarse possibilità di essere rimborsate, ma con alti rendimenti, erano un loro pallino: la domanda immobiliare era talmente forte che il prezzo delle abitazioni lievitava costantemente permettendo, a chi non guadagnava abbastanza per pagare il mutuo, di finanziarsi con un costante aumento del debito.

Mentre l'aereo vacilla nell'atterraggio, il viaggiatore rivede il percorso degli ultimi giorni: Lugano, Milano, Francoforte e ciò che lo attende: Chicago e New York. Nella traballante incertezza di un volo minacciato dalle turbolenze, intravede la metafora dei mercati finanziari, da sempre in balia degli *animals spirits*, ma da qualche decennio dopati anche da indebitamenti indomabili, strumenti finanziari capaci di esasperare le reazioni più inesplorate dell'animo umano, e un processo di globalizzazione che la finanza e la tecnologia avvicina mentre la politica, che lo ha pur provocato, latita, incapace di inventare regole che ormai, nei finimenti di base, devono essere sovranazionali e mondiali.

Diradatasi la tempesta, ma pungolati da un gelo stizzoso, la settimana inizia con una visita al tempio dei derivati: la sede del CME Group, situato proprio da parte alla *Central Bank* di Chicago. Un *senior director* della società illustra con orgoglio e brio l'importanza del suo datore di lavoro, che – dice – ha contribuito in maniera determinante allo sviluppo dell'economia americana, poiché il rischio è dappertutto, ma qui è possibile gestirlo e mitigarlo. A titolo d'esempio mostra la storia del portafoglio investimenti della *Harvard Management Company*. Nel 1980 era composto per circa il 38 per cento da azioni americane e per il resto da strumenti di liquidità; mentre ora è ampiamente diversificato tra azioni americane, azioni estere, paesi emergenti, *privat equity*, *asset* reali, strumenti *absolut return* e circa il 10 per cento in liquidità. Il rischio è trattato tramite la diversificazione ed è controllato con

strumenti derivati gestiti dall'uomo e dall'informatica. La sua società – dice – malgrado ogni dieci anni c'è una crisi finanziaria, in un secolo e mezzo di storia non ha mai avuto un default. I derivati, i *futures*, costano poco e sono molto liquidi. Con mezzi limitati si possono muovere ingenti capitali. Ma non è proprio questo il pericolo, l'effetto leva? Non bisognerebbe ridurre l'uso? Il sorriso americano si contrae leggermente prima di sferzare la sua evidenza. E' una questione di percezioni, dice. Ci si spaventa per l'effetto leva dei *futures*, ma non ci si rende conto che quando si acquista un immobile, la propria abitazione, si usa normalmente la leva, anticipando solo una piccola quota del capitale: il resto è indebitamento. I clienti di *CME Group*, che cita, quali per esempio, *General Mills*, *Vanguard*, *University of Texas Endowment*, *Pimco*, *Franklin Templeton*, *Starbucks*, utilizzano i *futures* per proteggere i loro investimenti non per speculare. Non bisogna regolamentare troppo questi mercati, perché devono rispondere con flessibilità alle necessità di un'economia libera.

Il rischio è dappertutto, lo dice anche il fondatore di due importanti hedge fund. Se mettete i soldi sotto il materasso e la casa brucia, avete perso tutto. Ma, ammette, troppa fiducia può portare a sottovalutare i pericoli. L'importante è conoscerli e gestirli. Per dimostrare che la lezione del 2007 è stata imparata, ci illustra, in modo certosino, una lunga serie di rischi che vanno continuamente monitorati: rischio liquidità, rischio di mercato, rischio di governante, rischio reputazionale, ecc.. Il concetto è semplice: noi gestori di hedge fund siamo in grado di gestire con i nostri modelli econometrici i rischi. Assumiamo le migliori menti, per questa ragione non c'è bisogno che si ecceda nella regolamentazione; ci pensa il mercato a metterci in riga.

Siamo ancora a Chicago, patria della scuola monetarista nella cui università sono fioriti economisti quali Milton Friedman e altri nobel come George Stigler, Merton Miller e Gary Becker: questi studiosi sono a favore di un intervento minimo del governo privilegiando "politiche monetarie di libero mercato". E' questo il credo assoluto di un altro importante gestore di hedge fund. Nella *reception* dei suoi uffici, dove sono impiegate 300 persone, sul bancone d'accoglienza è impossibile non notare la pila di libri di Ayn Rand: "La fonte meravigliosa", "La rivolta di Atlante" e tanti altri. Questa sua musa, Ayn Rand, che fu grande amica di Alan Greenspan, era sostenitrice dell'individualismo e dell'egoismo razionale (movimento oggettivista), da lei inteso come la più naturale e importante delle virtù, in quanto consiste nel cercare il proprio benessere senza arrecare danno ad altri. Questa tensione etica è

madre del capitalismo senza limiti che permette all'uomo di raggiungere la propria felicità individuale grazie al lavoro e al talento. Sono loro, i gestori di hedge fund, gli eroi moderni dell'archetipo randiano?

Il viaggiatore se lo chiede mentre, di nuovo all'aeroporto O'Hare, aspetta che scongelino le ali del velivolo, che attende ormai da due ore il via libera al decollo per New York. Nella Grande Mela i segni del movimento oggettivista di Ayn Rand sono visibili dappertutto. Per raggiungere la sede di uno dei più importanti hedge fund della città (ma anche del mondo), bisogna passare davanti alla statua di Atlante, dedicata all'oggettivismo a New York, situata davanti al Rockefeller Center. Si tratta di un prodotto d'investimento che ha generato dal 1990 una performance consolidata del 3'169 per cento, con investimenti a partire da 5 milioni di dollari e un solo anno di performance negativa, il 2008 (-3 per cento). Come è possibile ottenere simili performance? Il manager dagli occhi di ghiaccio impiega poco tempo a spiegarlo: "Abbiamo 170 team – dice - e un sofisticato sistema di controllo del rischio. Attribuiamo loro i capitali da investire, che gestiscono con strategie indipendenti e chi perde più del 5 per cento viene immediatamente eliminato. Assumiamo i migliori talenti, li paghiamo profumatamente, più di quanto ricaverebbero da soli. Ma non tolleriamo debolezze". Basta il talento del singolo per sfidare i capricci dei mercati? Un altro famoso gestore di hedge fund, le cui strategie sono praticamente decise da una sola persona – lui stesso – sembra confermarlo. Nel 2008 lui era *short* sui *subprime*: mentre tanti perdevano e fallivano lui straguardava. Ultima tappa del viaggio è nel Connecticut, a Stamford, dove una grande banca, salvata nel 2008 dall'intervento dello Stato, illustra una sofisticata metodologia per scegliere ed investire negli hedge fund: uno di questi, di sua proprietà, porta il nome del marito di Ayn Rand. Salendo di nuovo sull'aereo, con destinazione Zurigo, per poi tornare a Milano e Lugano, il viaggiatore, che negli ultimi anni ha spesso studiato le cause e le conseguenze dello scoppio della crisi finanziaria del 2007, si interroga su quanto ha visto e sentito.

Deve ammettere con se stesso che, nel corso di questa crisi finanziaria poi diventata economica e sociale ed i cui esiti restano incerti, più che a Ayn Rand, la sua attenzione è sempre andata a Hyman P. Minsky che, analizzando le cause e le conseguenze della crisi del 1929 e del 1979, ha ritenuto di individuare alcune pecche intrinseche al sistema capitalista. Situato nel contesto culturale keynesiano, quindi non molto amato a Chicago, Minsky esprime la tesi che un'economia monetaria, basata su rapporti di debito e credito, è intrinsecamente instabile ed esposta a crisi

ricorrenti di natura finanziaria. Il suo pensiero può essere così riassunto: si può dire che la fragilità aumenta via via che si passa da un'economia semplice, nella quale le imprese vendono direttamente ai risparmiatori i titoli che esse emettono, ad un'economia più complessa, nella quale tra imprese e risparmiatori si interpongono intermediari finanziari più sofisticati, nei quali la figura dominante diventa quella dello speculatore. Le previsioni di rialzi continui dei corsi di borsa inducono gli speculatori ad indebitarsi anche se il flusso previsto di entrate attese non copre nemmeno le uscite correnti a titolo di interessi. Simili situazioni, che Minsky denomina "ultraespansive", comportano un indebitamento crescente fondato sulla speranza di rialzo nei corsi dei titoli. Se questa non viene confermata dai fatti, il crollo finanziario è inevitabile.¹ E' quanto è successo nel 2007 con la deflagrazione del mercato dei *subprime*. L'analisi di Minsky appare quindi più appropriata che l'eroico agire della visione randiana. Ma dopo la crisi finanziaria, che cosa è successo, che cosa è cambiato?

Scrutando nelle trasformazioni del mondo degli hedge fund è possibile trarre qualche segnale che forse è il riflesso sintetico di quanto la finanza sta vivendo in termini più globali. Salvo qualche eccezione, le performance degli hedge fund non sono più stratosferiche come nell'euforia pre-crisi. Probabilmente allora investendo tutti, o comunque in molti, nelle medesime strategia (vedi *subprime*), si autoalimentavano, come gli speculatori di Minsky. Anche piccoli gestori avevano successo e le grandi banche li rincorrevano dappertutto per confezionare fondi di fondi. Ora, spiegano i sopravvissuti incontrati a Chicago e New York, solo i più grandi, con sofisticate tecnologie di gestione del rischio, possono creare valore. Chi ha veramente talento viene assunto o impiegato con un contratto in cui accetta di sottomettere il suo operato alla struttura per la quale è chiamato ad operare. Banche d'affari e casse pensioni concedono i loro fondi a hedge fund con una storia e con una solida struttura di gestione del rischio. L'aspetto *compliance* è diventato molto importante o comunque molto di più di quanto lo era prima del 2007. Le metodologie di lavoro devono essere centrate sull'analisi fondamentale e non cavalcare unicamente l'onda delle tendenze di fondo che si autoalimentano. E' forse questa una delle ragioni che spiega la sottoperformance nel 2014 di molti hedge fund, ma anche di molti fondi comuni gestiti attivamente, per rapporto all'andamento di indici di riferimento quali per esempio lo S&P. Concentrando l'attenzione sui fondamentali dell'economia, in molti si sono lasciati sfuggire la

¹ Hyman P. Minsky, *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*, G. Einaudi, Torino, 1984.

crescita impressionante di molti *asset* finanziari a partire dal 2009. E' infatti apparsa una figura nuova che nemmeno Minsky aveva adeguatamente valutato e ancor meno i gestori randiani del libero mercato: le banche centrali, in particolare la *Federal Reserve*, la banca centrale inglese, quella giapponese e, in un certo senso, anche quella svizzera. Potrebbero forse diventare un giorno, senza volerlo, gli speculatori moderni individuati dall'economista keynesiano?

Loro, come apprendisti stregoni, hanno azzardato interventi monetari straordinari che, fino ad ora, hanno evitato – o rimandato? – una crisi di ben più vasta drammaticità. Questi istituti d'emissione, dall'azione congiunta e concertata per iniettare liquidità nei mercati finanziari inceppati, dopo la crisi dei *subprime* sono passati a forme sempre più innovative e anticonvenzionali d'intervento. La speranza è che la grande massa monetaria che ha creato inflazione negli *asset* finanziari riesca a trasferirsi nell'economia reale come stimolo alla domanda di beni e servizi. Dopo gli Stati Uniti, l'Inghilterra, il Giappone e la Svizzera, l'ultima arrivata in questo disegno planetario è la Banca centrale europea (BCE), che a gennaio ha annunciato l'acquisto di 65 miliardi di *asset* finanziari al mese fino a quando non sarà ripartita l'inflazione. Funzionerà? Il sistema finanziario globale è attualmente tenuto in piedi dalle banche centrali ed è quindi dipendente dalla loro credibilità.

Per quanto tempo si può continuare a inflazionare gli *asset* finanziari senza però riuscire a ottenere una vera crescita nell'economia reale? Probabilmente c'è ancora un po' di tempo; il tempo di verificare se la banca centrale europea è in grado di provocare e gestire il grosso impegno monetario che ha appena assunto. Ma 2015 è iniziato con una sorpresa: la banca nazionale svizzera ha dovuto smettere di difendere il tasso di cambio del franco contro euro. Si è trattato di una mossa dovuta in previsione di un prossimo rafforzamento dell'area euro grazie agli stimoli di Mario Draghi? O è il primo importante segnale della non onnipotenza (ovvero della debolezza) delle banche centrali?

E' questo l'interrogativo che assilla la tranquillità del viaggiatore che, tornando da New York, dopo uno scalo a Zurigo raggiunge Milano e Lugano, leggendo le notizie della crisi greca, come simbolo dell'affaticamento dei popoli di fronte a decisioni finanziarie che determinano la loro vita, ma sulle quali hanno poco da dire. Ed è anche questa la domanda che si pongono alcuni sofisticati gestori di hedge fund che faticano a riconciliare le teorie economiche studiate nelle migliori università del

mondo con la crescita incessante degli *asset* finanziari, con la paura della deflazione nell'economia reale e con l'incertezza sul futuro dei tassi d'interesse.