

# È presto per sapere se la crisi è finita

Per Antonio Foglia, direttore della Banca del Ceresio e esperto di fondi hedge

È un mese d'agosto di passione per i mercati finanziari a causa della crisi dei mutui ipotecari americani più a rischio e soprattutto a causa del modo in cui Wall Street li ha impacchettati e venduti in tutto il mondo. La calma sui mercati non è ancora tornata, nonostante i ripetuti interventi delle banche centrali, che nelle scorse settimane hanno iniettato miliardi e miliardi nel sistema finanziario, e nonostante l'aspettativa, che è equiparabile ad una certezza, di significativi tagli del costo del denaro da parte della Federal Reserve americana. Questa crisi, che non è ancora conclusa, rimette in discussione molte certezze della nuova finanza globale e soprattutto pone molti interrogativi sulla bontà dei nuovi strumenti finanziari. Di questo abbiamo parlato con Antonio Foglia, membro del Comitato di Direzione della Banca del Ceresio, membro di Comitati di gestione di alcuni fondi hedge internazionali e quindi profondo conoscitore del mondo degli hedge funds.



ANTONIO FOGLIA: la portata di questa crisi è stata notevolmente esagerata.

(fotogonnella)

## L'INTERVISTA

□ Una domanda che tutti si pongono è: la crisi è già finita? E quali sbocchi potrà avere questa crisi?

«È presto per sapere se la crisi è già finita. Sicuramente i segnali che hanno dato i mercati la settimana scorsa sono di un allentamento della crisi. È particolarmente incoraggiante il rialzo dei tassi sui Treasury Bills americani, che era forse l'indicatore di stress più acuto. Bisognerà vedere nei prossimi mesi quali e quanti operatori sono stati toccati da questa crisi del credito e soprattutto quanti di questi operatori sono in leva, perché solo gli operatori che avevano una leva molto importante su crediti di qualità discutibile saranno in difficoltà. Gli altri dovranno prendersi qualche perdita ma non in quantità tale da causare una crisi sistemica del tipo di quella che si è paventata nelle ultime settimane». **La crisi viene risolta grazie all'intervento delle banche centrali, che hanno già iniettato diverse centinaia di miliardi nel mercato, e che hanno nel caso della Federal Reserve già ridotto il tasso di sconto e che tutti si aspettano ridurranno i tassi di interesse?**

«Ho l'impressione che le autorità saranno prudenti nell'iniettare nuova liquidità nel mercato, perché mi sembra che abbiano imparato la lezione del '98, quanto la Fed obbligò un gruppo di primarie banche a salvare l'hedge fund, Long Term Capital per evitare il collasso del sistema. Hanno imparato la lezione del moral hazard che questo comporta. Questa volta da parte delle autorità vi sarà il desiderio di vedere chi ha sbagliato pagare per i propri errori, come è successo per gli scandali societari che hanno scosso Wall Street gli scorsi anni».

**Ma non crede che il mercato ha incorporato, o aspetta, dei tagli dei tassi della Fed e che anche questa apparente normalizzazione in questi giorni i fondi proprio su questa aspettativa?**

«Di sicuro. Tant'è che il minimo è stato segnato proprio alla vigilia dell'annuncio che la Federal Reserve aveva ritoccato il tasso di sconto, permettendo alle banche di rifinanziarsi più agevolmente. Bisogna tenere presente che questa crisi si è sviluppata in un momento per i mercati particolarmente delicato, in cui da una parte la maggioranza degli operatori era lontano dalla propria scrivania e d'altra parte lo erano anche la maggioranza dei giornalisti specializzati, ecc. Per cui mi sembra che la crisi si sia sviluppata rincorrendo dei rumors e delle notizie tutto sommato estremamente frammentarie e anche abbastanza di cattiva qualità, come si stanno rivelando per esempio i rumors estesi alla BNP sulla base di quello che succedeva a dei

prodotti di money market, strutturati sì dalla BNP, ma tutto sommato marginali rispetto all'attività della banca stessa».

**Però vi sono stati i miliardi iniettati dalle banche centrali e non sono rumors questi.**

«Non sono assolutamente convinto che il tipo di informazioni sulla base delle quali le banche centrali hanno agito fossero di qualità particolarmente superiore rispetto a quella che lei o io potevamo avere, data la situazione. D'altra parte le banche centrali sono state create proprio per intervenire quando l'isteria collettiva priva una banca probabilmente solida come la BNP della liquidità interbancaria di cui ha giornalmente bisogno».

**Prima di parlare delle cause di questa crisi mi interessa ancora porle una domanda. Non c'è il rischio, o anzi, quasi la certezza, che fra i mercati e le banche centrali si può giocare una scommessa che io definisco unidirezionale, cioè i mercati riprendono a crollare e le banche centrali sono costrette a tagliare i tassi e a iniettare liquidità. In altre parole non vivremo questa partita a scacchi nei prossimi giorni?**

«Non sono in grado di fare un pronostico di questo tipo. Credo che si intravederà una soluzione della situazione attuale quando il mercato avrà potuto fare una valutazione più tranquilla di quello che è veramente il danno permanente creato dai subprime mortgages, tenendo presente che dovrebbe trattarsi di un danno economico tutto sommato relativamente limitato, poiché se dovessero andare male i subprime mortgages, gli esperti giudicano che vi è più o meno un valore di recupero del 50% sulla base del valore delle case sottostanti. A fronte di questo valore di recupero sarebbero in difficoltà solo gli operatori che hanno avuto quel tipo di credito in pesante leva. Per questi operatori direi «peggio per loro». Diversi fattori, poi, rendono improbabile ora una crisi in altre aree del credito, al di là delle risonanze di un mercato nel breve termine e della rivalutazione più che opportuna dei rischi. **Perché lei tende a sminuire questa crisi? Quali sono le sue cause? Mi sembra che lei cerchi di dire: insomma, si è fatto tanto rumore per nulla. Però, quali sono le cause? Sono solo veramente i subprime?**

«No, come ho detto, sono ancora incerto sulla prognosi per questa crisi: potrebbe certo degenerare ma mi pare per ora improbabile. Quello che mi sembra di aver visto per adesso è una certa esagerazione mediatica e del mercato sulle notizie verificabili uscite finora. Però potremmo ancora scoprire che in realtà dietro questa crisi e la paura espressa dai mercati si celino degli eccessi di cui oggi, magari, non siamo pienamente coscienti e che potrebbero causare ancora un avvitamento della crisi stessa. Da questo punto di vista non ho ancora formulato una mia personale opinione e resto in attesa di farlo sulla base di migliori informazioni di quelle che ho per ora».

**Per cercare di tratteggiare però quale potrebbe essere la portata di questa crisi dobbiamo capirne le cause, e alcune ipotesi sulle cause di questa crisi si possono fare. Quali sono le sue ipotesi?**

«Rispetto ad alcune ipotesi apparse sulla stampa, ed in particolare a quelle da lei formulate sulle pa-

gine del Corriere, che vedono come causa prima le importanti iniezioni di liquidità fatte dalla Fed e dal governo americano per sostenere l'economia ed il consumatore americano negli anni successivi allo scoppio della bolla borsistica del 2000, è possibile formulare un'ipotesi totalmente opposta: all'origine di questa crisi potrebbe esserci lo straordinario eccesso di risparmio degli esportatori di petrolio ed in Asia, in particolare il risparmio forzoso che si è creato in Cina e che si esprime in un accumulo straordinario, mai visto prima d'ora, di riserve valutarie. Queste ultime sono state investite in carta di primaria qualità. Così facendo, hanno spiazzato gli investitori istituzionali, ossia i fondi pensione e gli assicuratori, che sono i normali acquirenti di questi titoli. A fronte di una carenza di titoli di primaria qualità, Wall Street si è ingegnata a creare, attraverso le cartolarizzazioni e con la complicità delle società di rating, nuova carta per soddisfare questa domanda. Quindi è difficile dire se è l'eccesso di consumo americano o di risparmio asiatico ad aver creato le premesse di questa crisi».

**Lei ha parlato del risparmio cinese, che però si aggira solo attorno ai 200/300 miliardi di dollari l'anno, cioè a una cifra pressapoco corrispondente al deficit pubblico americano. È vero che la politica economica cinese favorisce una forte accumulazione di riserve anche da parte di altri paesi asiatici; ed è pure vero che c'è una forte accumulazione di riserve anche da parte dei paesi produttori di petrolio. Ma la spiegazione vera non risiede nel fatto che il sistema finanziario - lei ha detto si è «ingegnato» - ha prodotto anche attraverso il fenomeno della cartolarizzazione una liquidità aggiuntiva a quella dei paesi emergenti e soprattutto a quella che stavano già creando - e la quantità era notevole - le banche centrali?**

«Non c'è dubbio che i processi di cartolarizzazione e di ingegneria finanziaria hanno da un certo punto di vista spiazzato le leve classiche delle autorità monetarie per il controllo della creazione del credito. Bisogna però ricordare che le cartolarizzazioni sono una invenzione finanziaria ottima, che permette ad esempio di concedere crediti ad aziende medie o piccole che individual-

Questa crisi potrebbe essere causata dall'eccezionale eccesso di risparmio dei paesi asiatici e di quelli produttori di petrolio

Credo che le banche centrali siano intervenute sotto la pressione di notizie frammentarie e soprattutto di cattiva qualità

mente farebbero fatica a trovarne. Dove le cartolarizzazioni sono andate oltre quello che era lecito era nel cercare di sfruttare due volte l'effetto di diversificazione che sta alla base del meccanismo delle cartolarizzazioni stesse, poiché sono stati poi creati dei pezzi di carta che erano in sostanza la cartolarizzazione di un segmento di cartolarizzazioni precedenti. Questo secondo passo è assolutamente diabolico».

**Non due volte, su uno stesso gruppo di ipoteche si è arrivati a creare ben sei strumenti finanziari, poiché si faceva la prima cartolarizzazione, di cui alcune tranches venivano impacchettate in altre emissioni obbligazionarie per ottenere la tripla A, poi si facevano dei derivati sul credito e altri strumenti sul rischio di tasso e così via** «A parte la complessità dei derivati più esotici creati, il principale meccanismo è stata la cartolarizzazione di ipoteche ad un primo livello, attraverso le mortgage backed securities. In un secondo momento vi sono state le cartolarizzazioni sul debito di qualità inferiore emessa dal primo processo di cartolarizzazione. Ma la carta tripla A emessa nel secondo processo di cartolarizzazione è ovviamente un passo falso. Non si può godere due volte dei benefici della diversificazione».

**Lei ha detto che ci sono stati degli eccessi nei processi di cartolarizzazione, creando una serie di strumenti finanziari. Non possiamo affermare che questi nuovi strumenti finanziari, che spesso non hanno nemmeno un prezzo di mercato, sono meccanismi che nessuno controlla e che la crisi attuale ha dimostrato anche che nessuno è in grado di saperne l'ammontare né di prevederne gli effetti?**

«Senza altro possiamo formulare un giudizio del genere. Però bisogna tener presente due cose. Da un lato, molto di quanto è stato fatto su questi mercati è avvenuto over the counter, quindi su mercati non regolamentati ed opachi, dove l'informazione resta centrata sulle quattro o cinque investment bank che sono il perno di questi mercati. È un problema che ho frequentemente additato, sul quale peraltro sembra che proprio questa primavera stessero arrivando anche le autorità attraverso gli allarmi lanciati dal Financial Stability Forum. Dall'altro bisogna ricordare l'origine di questa fame per carta tripla A, con rating. Questa fame ha origine in normative che impongono a certi investitori istituzionali in giro per il mondo e soprattutto ai grandi investitori americani di investire in carta con un certo rating. Ora se la carta con il rating necessario non c'è, perché il mercato è stato spiazzato dagli investitori istituzionali asiatici,

è chiaro che vi è l'incentivo per Wall Street di creare questa carta artificialmente. È pure chiaro che i prezzi di questa carta sono andati a valutazioni dai più esperti giudicate un po' assurde. È un fenomeno non diverso da quello che si è creato in Svizzera nel mercato immobiliare quando abbiamo creato le casse pensioni e le abbiamo obbligate per legge ad investire una parte importante in immobili dimenticandoci che il mercato svizzero degli immobili aveva delle dimensioni tutto sommato limitate e abbiamo creato una bolla tale che ci sono poi voluti 15 anni per riassorbirla».

**Lei sembra quasi rovesciare un po' le responsabilità. Lasciamo il caso svizzero su cui ha pienamente ragione. Ma sembra quasi che Wall Street ha per così dire risolto un problema del mercato, che bisogna addirittura ringraziarla. Non crede che queste banche di investimento che dicevano che tutti questi strumenti disperdevano il rischio, e che quindi creavano un sistema finanziario più solido, siano al centro del problema?**

«Non da questo punto di vista. Penso che Wall Street ha visto una domanda e si è ingegnata per darvi una risposta, ovviamente guadagnandoci, e magari decisamente troppo. I problemi, più che legati in particolare a Wall Street, mi sembrano legati a un certo tipo di architettura finanziaria internazionale dove, al di fuori dei mercati delle azioni, che sono ben regolamentati e hanno una buona trasparenza, e dei mercati dei futures, che pure sono, mi sembra, bene regolamentati soprattutto negli aspetti di credito ad essi connessi, esistono enormi mercati over the counter dove il credito è essenziale e dove tutta l'attività si impenna attorno a cinque o sei primarie investment bank che hanno tutto l'interesse a mantenere questi mercati opachi per proteggere i loro margini. È qui che credo bisognerà intervenire».

**Si è sempre sostenuto che grazie alla dispersione del rischio il mercato doveva essere più sicuro. Questa crisi non dimostra che è meno sicuro ed è più fragile?**

«La invito ad avere un'altra chiacchierata sull'argomento una volta che la crisi è finita. A me pare presto per dare un giudizio di questo tipo, tenendo presente che, per ora, quello che è emer-

so in termini di operatori in difficoltà è effettivamente abbastanza marginale. Ha fatto molto rumore in mercati con poco volume, ma le perdite registrate effettivamente finora e gli operatori finiti in crisi sono relativamente limitate e le faccio notare che in Europa i due unici per ora finiti in seria crisi sono banche a proprietà pubblica».

**Le banche dicevano: noi disperdiamo i rischi, ma questa crisi non dimostra che il rischio ritorna alle banche di investimento a causa della loro esposizione nei confronti degli hedge funds e per il ruolo che svolgono nel mercato dei derivati. Dunque gli hedge funds, che ruolo hanno giocato? In pratica la crisi è partita da tre fondi di investimento della Bear Stearns, abbiamo avuto poi anche una crisi degli hedge funds della Goldman Sachs, che sono stati rifinanziati, abbiamo anche altri hedge funds che sono saltati in aria. Non hanno con il loro uso della leva accentuato questi meccanismi che poi hanno portato alla crisi attuale?**

«Bisogna stare estremamente attenti in questo tipo di giudizi. Innanzitutto perché hedge funds, per definizione, sono tutto quello che non sono fondi comuni di investimento regolamentati, e quindi una rosa di investitori estremamente ampia, in cui Goldman Sachs e Bear Stearns, che lei ha citato, costituiscono una nicchia un po' particolare di prodotti creati da case di investimento per sfruttare una particolare domanda degli investitori e non costituiscono quello che è il nucleo storico degli hedge fund, e cioè imprenditori / gestori particolarmente convinti delle loro capacità messi in proprio per implementare le loro strategie. I fondi di Bear Stearns erano prodotti creati da, e destinati ad, operatori che a Wall Street chiamano "yield pigs", ingordi di reddito, gente che crede di poter amplificare impunemente il reddito di obbligazioni di bassa qualità con la leva finanziaria. I fondi di Goldman Sachs erano invece prodotti che praticavano arbitraggio statistico con algoritmi ormai abbastanza diffusi ed una leva finanziaria molto elevata che li ha esposti più dei concorrenti quando gli algoritmi hanno imposto a tutti i fondi dello stesso tipo di ridurre le posizioni nel ribasso. Prima o poi, col senno di poi, avrebbero comunque avuto una perdita analoga. Nel mondo degli hedge fund, che come ripeto è estremamente variegato, avremo sicuramente qualcun'altro che dimostrerà di aver fatto le scelte sbagliate. Però alcuni hedge fund sono anche stati gli unici operatori che, già da un anno e mezzo o due,

erano allo scoperto della carta subprime, denunciandone gli eccessi e sono quindi gli unici operatori che in una fase di turbolenza come quella attuale sono in grado di comprare sul mercato, aiutandolo a stabilizzarsi, con le operazioni di ricopertura. Addirittura ho passato la settimana scorsa al telefono con diversi hedge funds che erano dalla parte giusta della crisi e che stavano pensando di organizzare veicoli di investimento per andare a investire nel mercato del credito, per sfruttare qualche situazione di eccesso di ribasso, che nel panico si è formata, e che potrebbe rappresentare una buona opportunità di investimento. Quindi gli hedge fund hanno avuto in questa crisi, come sempre chi opera allo scoperto, un enorme ruolo di stabilizzazione, prima limitando con vendite allo scoperto precoci gli eccessi di rialzo e poi acquistando nella crisi per ricoprirsi».

**Però la Goldman Sachs che per così dire monitora costantemente il mondo degli hedge fund non dice questo. Dice che le perdite medie solo nel mese di agosto sono per alcuni, quelli quantitativi, sul 30%. Sostiene inoltre che gli altri fondi hedge qualsiasi sia la strategia sono in perdita. Anzi, che stanno perdendo molto.**

>>> Continua a pagina 37

Paradossalmente gli hedge funds possono ora contribuire a correggere gli eccessi del mercato e quindi a riportare la calma

DA PAGINA 34

## È presto per sapere se la crisi è finita

«Sicuramente il mese di agosto sarà un mese di perdite per gli hedge fund in generale, ma dovuto al fatto che in una situazione di ottima crescita economica e borse non sopravvalutate, molti hedge fund si sono presentati quest'estate con importanti posizioni rialziste in azioni, e quindi hanno sofferto nel mese di agosto probabilmente e soprattutto per l'esposizione diretta o indiretta alla borsa e con perdite comunque molto più piccole, in generale, di quelle denunciate dal fondo di Goldman Sachs citato». È vero, loro non si sono esposti al mondo del credito, però erano loro stessi esposti perché la volatilità dei mercati era bassa e quindi si sono esposti e hanno usato una maggiore leva. In una situazione in cui le banche non danno volentieri prestiti o chiedono delle garanzie supplementari, pensano in difficoltà anche per questo? «Sì, certo. Un ambiente economico dove la volatilità era contenuta e gli strumenti di controllo del rischio più accreditati, come il VAR, che tendono ad essere estremamente sensibili al livello di volatilità, hanno portato gli operatori meno accorti ad aumentare la propria esposizione cercando di mantenere lo stesso livello di redditività a fronte di un clima economico che questa redditività di per sé non la offriva più, soprattutto nelle strategie di arbitraggio

e del credito. E da questo punto di vista sono stati commessi degli eccessi sicuramente da parte degli hedge funds, ma probabilmente, e con conseguenze ben più gravi anche, dalle investment banks dalle banche e da parecchi altri investitori istituzionali che, a differenza degli hedge fund, hanno una minore esposizione personale dei gestori».

**Possiamo dire che in questa crisi una grande parte di responsabilità l'hanno le grandi banche di investimento, che hanno favorito la creazione di questa bolla del credito, e dall'altra le agenzie di rating, che l'hanno legittimata permettendo di spanderla in tutto il mondo in tutti i veicoli di investimento?**

«È sempre difficile mettere la croce unilateralmente sulle spalle di qualcuno, soprattutto di operatori come le banche di investimento. Da un certo punto di vista quello che lei dice è probabilmente corretto, però dall'altra le banche di investimento sono operatori che perseguono i loro interessi sotto gli occhi attenti di una vigilanza che si vorrebbe estremamente qualificata. Quindi, secondo me, chi ha fallito sono le autorità che dopo quello che è successo nel '98 non hanno fatto niente per cambiare il sistema e renderlo più solido a fronte di shocks come quello che stiamo vivendo oggi. Anzi».

**Alfonso Tuor**