

INTERVISTA Antonio Foglia Direttore della Banca del Ceresio

«Crisi amplificata dai fondi sovrani»

di Luca Paolazzi

La turbolenza dei mercati in agosto? È stata accentuata dal cattivo uso di informazioni scarse. Gli eccessi nelle emissioni di titoli poco affidabili? Sono figli naturali dei surplus valutari dei Paesi emergenti. E alcuni hedge fund, che hanno anticipato la crisi e contribuito a far esplodere la bolla del credito ipotecario, si preparano a cogliere le nuove opportunità generate dai prezzi bassi.

Antonio Foglia dà un'interpretazione poco convenzionale della crisi che ha colpito i mercati nell'ultimo mese e mezzo. Foglia, 47 anni, è direttore della Banca del Ceresio (Lugano), specializzata da decenni nel selezionare gestori di hedge fund, e consigliere della sgr speculativa Global selection.

Dottor Foglia, quali sono le cause della crisi?

La principale è stata già indicata da vari osservatori: usciamo da un lungo periodo di abbondante liquidità, testimonia-

«Hanno fatto lievitare la domanda di titoli favorendo l'abuso delle cartolarizzazioni»

ta da tassi reali bassi. Ma va sottolineato anche che in questo contesto si sono presentati sul mercato attori nuovi di estrema importanza, come i fondi sovrani e in generale chi nei Paesi emergenti ed esportatori di ma-

terie prime gestisce le riserve ufficiali, che stanno aumentando a ritmi senza precedenti. Questi attori hanno conteso ai tradizionali investitori istituzionali (fondi pensione, assicurazioni) i titoli a tripla A. Le emissioni di questo tipo di titoli non sono state sufficienti a soddisfare la domanda e Wall Street si è ingegnata a crearne di ulteriori con le cartolarizzazioni. Che resteranno un'innovazione valida per la diversificazione del rischio. Ma sono state portate all'eccesso.

In agosto non ha agito anche il fattore "ferie" che riduce lo spessore dei mercati?

Sì e in quel clima alcune notizie sono state amplificate. Emblematico è il caso dei fondi Bnp (la cui negativa performance è stata rilevata per primo dal Sole 24 Ore, ndr), che sono stati correttamente sospesi perché non era possibile fornirne la quotazione: la sproporzionata enfasi con cui il mercato ha accolto quell'annuncio ha fatto perdere 9 miliardi al valore di Bnp in Borsa e il contagio ha generato sospetti su molte altre banche costringendo la Bce a intervenire. Alla fine del mese quei fondi sono stati di nuovo quotati con un calo di appena il 5%, sopportabile per qualunque investitore. Perciò le poche informazioni disponibili e il modo in cui sono state annunciate e accolte hanno contribuito a un avvitamento del mercato forse ingiustificato. Come dimostra la crisi di fiducia tra banche che rimane tuttora.

A quanto ammontano allora le vere perdite?

È presto per fare un bilancio definitivo. Sicuramente i danni più evidenti sono nei prestiti ipotecari in Usa, con perdite che possono oscillare tra i 200 e i 500 miliardi di dollari nel peg-

«La penuria di notizie e la volatilità di agosto hanno contribuito a deprimere il mercato»

giore dei casi. Tutto sommato entità gestibili a fronte della stazza dei mercati finanziari.

Chi ha vinto e chi ha perso in questa crisi?

Tra i perdenti ci sono quelli che in Usa sono chiamati «yield pigs» (ingordi di rendimento), cioè quanti a caccia di maggiori ritorni si sono avventurati, magari con un'alta leva finanziaria, in attività di cui non sapevano valutare appieno il rischio. Molti hedge fund, poi, erano lunghi di azioni e hanno subito perdite in agosto, senza riuscire a cogliere il rimbalzo di fine mese perché nel frattempo avevano ridotto le posizioni. Tra i vincitori ci sono altri hedge fund, gli unici operatori che erano diventati guardinghi nei confronti del credito subprime e che l'hanno venduto allo scoperto sia per coprirsi da posizioni lunghe su azioni (che invece erano e sono ragionevolmente valutate) sia per sfruttare le opportunità della crisi che avevano previsto osservando gli eccessi crescenti in quel mercato. Tra i vincitori diversi si stanno preparando a sfruttare le opportunità di prezzo che la crisi offre. Tuttavia occorrerà più tempo prima che si possano riconoscere

occasioni nei segmenti meno trasparenti e più penalizzati del mercato del credito.

Molti in queste settimane hanno denunciato la scarsa trasparenza come catalizzatore della crisi.

Lo sviluppo maggiore negli ultimi anni è stato nei mercati *over the counter*, non regolamentati e opachi, dominati da una mezza dozzina di case di investimento che approfittano proprio dell'opacità. Le conseguenze si sono viste in agosto, quando gli investitori hanno voluto fuggire tutti i prodotti e gli intermediari meno trasparenti, sui quali di colpo è venuta a mancare la fiducia. Speriamo che questo secondo campanello di allarme, sempre che si limiti a restare tale, induca le autorità a occuparsi di questo settore, la cui fragilità era già emersa nella crisi LtcM (l'hedge fund salvato dall'intervento della Fed, ndr) nel 1998.

Come dovranno agire le au-

torità monetarie?

Se gli effetti sull'economia reale rimangono contenuti, è auspicabile che limitino gli interventi e lascino che avvenga nei mercati finanziari una pulizia analoga a quella nelle imprese americane dopo gli scandali del 2002. Inoltre, le autorità hanno dato segnali, già prima della crisi, di aver preso coscienza della fragilità dell'attuale architettura del sistema finanziario internazionale. Ma le loro reazioni sono onde lunghe e i provvedimenti che giungono adesso in porto rischiano di essere controproducenti, come l'abbandono della concentrazione degli scambi azionari nelle Borse, previsto dalla direttiva Mifid appena approvata. Tale modifica non può che peggiorare in prospettiva la trasparenza dei prezzi e delle posizioni degli investitori e lo spessore degli scambi in mercati che andrebbero invece presi a modello.

l.paolazzi@ilssole24ore.com