

Surprise Subprime...

Sono parecchi coloro che sono stati colti di sorpresa dal problema delle ipoteche americane ad alto rischio, problema che ha provocato una crisi delle economie e dei mercati finanziari mondiali mai vista finora per la sua dinamica e dimensione. Ecco alcune riflessioni che si discostano dalle valutazioni di genere puramente economico, viste di recente in gran numero, e che si indirizzano piuttosto all'investitore.

Non è questo l'ennesimo tentativo di commentare in chiave prettamente economica la situazione venutasi a creare con lo scoppio della bolla dei *subprime*, ossia dei mutui ipotecari americani di bassa qualità e ad elevato rischio; fiumi di inchiostro sono già scorsi nelle redazioni di giornali e riviste, e innumerevoli ore di trasmissioni radiofoniche e televisive sono state spese in tutto il mondo.

Si tratta piuttosto di proporre una riflessione su alcuni elementi circostanti, tentando di dare qualche spiegazione

supplementare, soprattutto dal punto di vista dell'investitore. A prima vista, il problema sembra essere solo americano; ma, come si è osservato, ha avuto ripercussioni a livello mondiale. Ciò che segue sono dunque riflessioni su alcuni degli ingredienti che, anche se forse non in maniera determinante, hanno probabilmente favorito lo sviluppo della crisi anche alle nostre latitudini, ossia le cause, le regolamentazioni dei mercati, i ratings e la situazione delle banche svizzere.

Le cause della crisi sono molteplici:



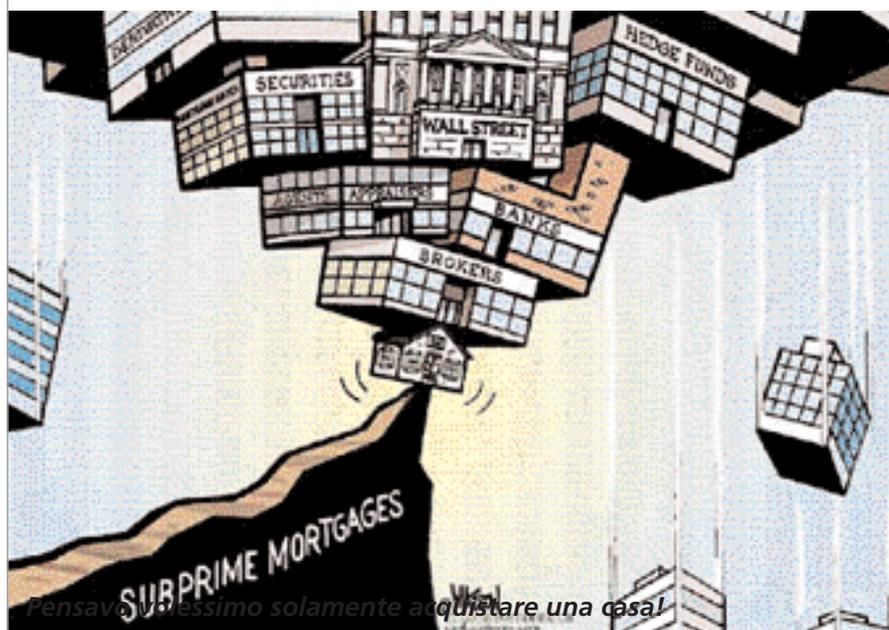
Claudio Pisoni, Presidente di Icma Regione Svizzera e Liechtenstein

anzitutto, la creazione, in maniera talvolta poco chiara e poco trasparente, di complessi strumenti a leva (*leveraged*), alla base dei quali si trovavano le summenzionate ipoteche, spezzettate, miscelate e ricomposte appunto in un misto di prodotti. La causa immediata delle turbolenze è poi stata la vaporizzazione della liquidità e la susseguente perdita di fiducia abbattutasi sull'intero sistema finanziario internazionale. Va però detto che, effettivamente, la causa primaria va ricercata in una sostanziale debolezza strutturale del mercato creditizio, che ha conosciuto una crescita forse troppo rapida nel corso dei recenti anni. Si possono poi annoverare altri elementi, come un fin troppo facile accesso al credito a condizioni troppo aggressive e perfino fuori mercato, un aumento degli obiettivi di redditività a corto termine degli hedge funds e delle private equity, la vendita di rischi di credito dopo cartolarizzazione (*securitisation*) ad acquirenti senza specifica esperienza nel controllo di questi rischi e anche una fiducia forse troppo elevata delle valutazioni delle agenzie di rating.

Quanto alle **regolamentazioni dei mercati**, come risaputo, tutte le borse sottostanno a leggi e disciplinamenti. In Svizzera, ad esempio, la Swx Swiss Exchange (la borsa svizzera) è regolata da un'apposita legge e da una specifica ordinanza; tra i principali obiettivi di questa legge sono da annoverare la protezione dell'investitore e la trasparenza del mercato.

Vi sono però mercati non ufficialmente regolamentati, o per lo meno

Significato del 'leveraging' nel campo finanziario, in questo caso relativo a quello ipotecario americano ('subprime')



non alla stessa stregua delle borse: con una cifra d'affari di poco meno di 11,4 miliardi di dollari americani a fine settembre 2007 (10,55 miliardi di dollari per l'intero 2006), il mercato delle Euroobbligazioni, comunemente chiamato Euromercato, è certamente tra i più importanti. Da non dimenticare però tutta una serie di altri strumenti finanziari in maggioranza ugualmente trattati nella forma del fuori borsa, i più conosciuti dei quali sono i Fondi di investimento, gli Strutturati e taluni Derivati.

Non essendo appunto ufficialmente quotati, vi sono governi europei che stanno facendo pressione presso le autorità dell'Ue affinché intervengano con regolamentazioni. Purtroppo però, considerate le ridotte conoscenze da parte di politici e funzionari di Bruxelles in questo specifico e complesso campo, si corre il rischio che possano intervenire imponendo leggi e regolamentazioni non solo troppo restrittive, ma che potrebbero perfino rendere molto difficile l'operatività in ambito finanziario a livello globale.

Icma, International Capital Market Association, grazie al suo team di specialisti nel campo legislativo e di regolamentazioni a livello internazionale, è il partner ideale e controparte privilegiata per il contatto con le autorità; conferma ne è tra l'altro l'ottimo rapporto che intercorre tra le parti al riguardo di Mifid. Icma dialoga pure con le banche centrali e ovviamente anche con i suoi membri. Vi è certamente ancora molto da fare, ad esempio al riguardo della trasparenza dei mercati, della migliore esecuzione operativa e altro ancora. La Commissione europea ha comunque già da tempo annunciato l'avvio di un'indagine sui prodotti finanziari derivanti dall'attività dei crediti ipotecari *subprime*. Al momento dello scoppio del bubbone, in diversi casi perfino l'istituto che era stato alla testa dell'emissione non li quotava più, fatto certamente deprecabile; andrà trovato un modo per richiamare i capofila ai loro doveri se non altro di etica professionale. Ma questo è un altro discorso.

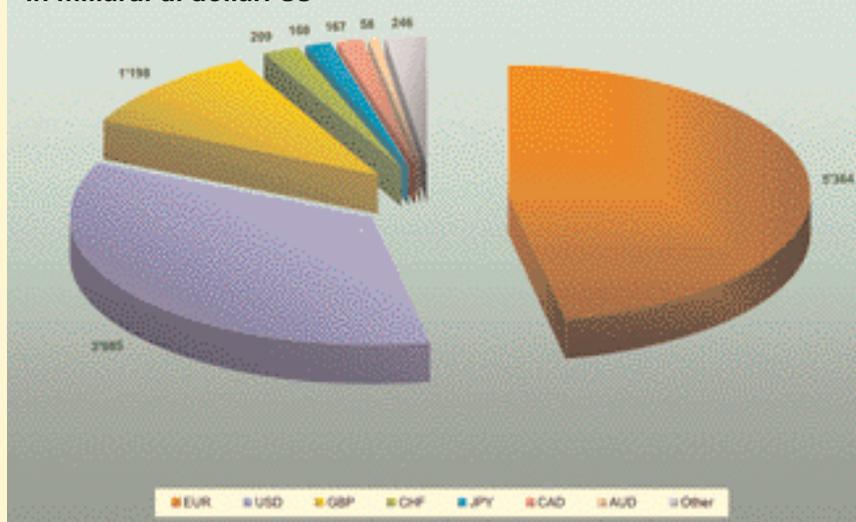
Un argomento messo in discussione sono i **ratings** da parte delle agenzie specializzate (Moody's, Standard & Poors, Fitch, ecc.). Va anzitutto detto che le società si trovano in un palese

Il ruolo dell'Icma

L'Icma, International Capital Market Association (www.icmagroup.org), è un'associazione, organizzata in maniera autoregolamentata, che rappresenta le istituzioni finanziarie attive nei mercati dei capitali internazionali. I membri di Icma sono 400 circa, presenti in 50 paesi in tutto il mondo, inclusi i maggiori centri finanziari a livello globale.

Nell'edizione del maggio 2006, Ticino Management aveva pubblicato una presentazione su Icma; all'inizio del 2007 era inoltre stato pubblicato un prospetto completo in lingua inglese, contenenti informazioni sull'associazione.

Il mercato obbligazionario internazionale – Attività globale in miliardi di dollari US



conflitto d'interessi in quanto la loro remunerazione proviene dalle stesse società valutate; questo in modo particolare per l'esame di strumenti finanziari complessi, organizzati dagli specialisti dei mercati, in collaborazione però con le rating-agencies medesime. Un altro argomento che fa discutere è la scala dei ratings da AAA a BBB: riflette in modo sufficientemente approfondito soprattutto gli aspetti legati ai rischi di liquidità? Anche in questo caso si sono comunque già alzate voci per chiedere un intervento politico teso a regolamentare le agenzie di rating.

Già ora si può prevedere che per l'investitore individuale (ma non solo) risulterà però difficile staccarsi dalla sua abitudine, ossia quella di 'semplificare' la valutazione qualitativa con un semplice colpo d'occhio al rating, senza preoccuparsi se questo raggiunge il grado di investimento (*investment grade*); in tempi meno sospetti, si situava al livello minimo di BBB. A titolo di imparzialità, va comunque detto che

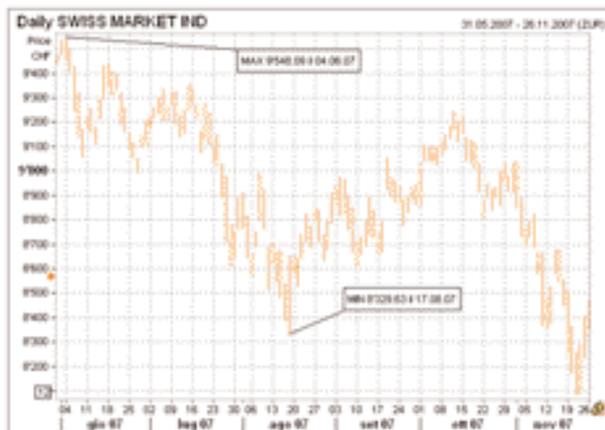
le società di rating fanno le loro valutazioni sul momento, ma non sono delle analisi sulla futura evoluzione delle società. La storia non è però ancora chiusa e non è detto che, una volta calmate le acque, possano esserci dei risvolti anche di tipo legale.

Da ultimo, alcune considerazioni al riguardo delle **banche svizzere**. Anzitutto, appare per lo meno azzardata l'affermazione di un banchiere svizzero ad una presentazione avvenuta a Lugano nel mese di ottobre, secondo il quale non vi sarebbe stato nessun uragano. A sua volta, in settembre, il capo della Commissione Federale delle Banche (Cfb), Zuberbühler, dichiarava che "nessun istituto di piccola e media grandezza si è lanciato in grandi investimenti senza capire cosa stesse facendo", aggiungendo pure che "i nostri istituti hanno imparato la lezione dopo la crisi del settore immobiliare in Svizzera negli anni Novanta". Differente è però la situazione per le due grandi banche, Ubs e Credit Suisse: hanno infatti dovuto

La bolla dei subprime e le Borse

I sottostanti grafici mettono in evidenza le conseguenze che ha avuto sui principali mercati azionari internazionali lo scoppio della bolla dei subprime. Sulla base dei soli indici di borsa Dow Jones (Stati Uniti), Dj Euro Stoxx 50 (Europa), Nikkei 225 (Giappone) e Sux Swiss Exchange (Borsa svizzera), nel periodo da metà/fine giugno fino a

metà agosto 2007, nel computo globale scaturisce che sono stati polverizzati qualcosa come il controvalore di 1650 miliardi di franchi circa, corrispondenti a quasi tre volte il Pil svizzero. Da non dimenticare che le maggiori Banche centrali hanno dovuto a più riprese iniettare miliardi per evitare una crisi di ben più grandi dimensioni. A fine anno queste Borse avevano recuperato in media circa il 5.00 % del valore globale.



dichiarare importanti perdite a causa della crisi apertasi con i *subprime*.

Sebbene a livello di capacità finanziaria il problema non si ponga, fatto peraltro confermato anche dalla Cfb, sono due le considerazioni che possono essere fatte: la prima è che Ubs, la banca che apparentemente sembrava avere i più completi e sicuri sistemi di controllo dei rischi, con non poca sorpresa è rimasta intrappolata, con perdite annunciate a singhiozzo per un totale di circa 16 miliardi di franchi, ben superiori a quanto ci si potesse attendere. All'inizio di questa estate, e prima ancora che si parlasse del problema dei subprime, il No. 1 Peter Wuffli aveva lasciato la banca, in apparente accordo con gli organi

direttivi dell'istituto. Va però detto che il Ceo di una banca come Ubs non lascia certo per una bazzecola; col senno di poi questo avrebbe dovuto essere un primo campanello d'allarme. I conseguenti 'investimenti' provenienti da Singapore e dal Medio Oriente, ed il pagamento del dividendo in azioni, invece che in contanti, per un totale di 20 miliardi di dollari circa, la dicono lunga sulla situazione venutasi a creare. Il fatto che vi siano altri istituti europei e soprattutto americani che hanno a loro volta dovuto annunciare, e che quasi certamente annunceranno in un prossimo futuro, importanti perdite è una magra consolazione; rimangono poi gli interrogativi al riguardo dei tanto

decantati controlli dei rischi. Nel frattempo non solo presso Ubs, bensì anche altrove sono cadute teste, e ciò perfino presso le agenzie di rating. Rimane da vedere se e come i mercati si sapranno riprendere da questo choc, che ci ricorda altre situazioni analoghe, non da ultimo lo scoppio della bolla del mercato *high tech* di inizio millennio.

Un'ultima considerazione, pur ovvia che sia, è da indirizzare anche e soprattutto all'investitore: ad un rendimento elevato corrisponde un maggiore rischio. Una volta ancora sembra proprio che la storia si ripeta, anche se sotto altri connotati.

La domanda che ci dobbiamo perciò porre è: impareremo mai?