



**PROSPETTIVE** L'economia ha superato la stretta di liquidità, ma per il sistema finanziario i pericoli non sono finiti. La prossima sfida si gioca sulla qualità dell'attivo. E su nuove forme di sorveglianza in sostituzione delle vecchie. In Italia va resa deducibile la perdita su crediti. Parola di Costamagna

# Alle spalle c'è ben poco

di Giuliano Castagneto

**C**laudio Costamagna, ex capo dell'investing banking europeo di Goldman Sachs, di banche se ne intende. Nel 1993 ha coordinato la privatizzazione dell'allora Credito Italiano. Sempre lui, stavolta da titolare dell'advisory boutique CC & Associati, ha assistito Capitalia nella fusione con Unicredit. Pochi come lui quindi vantano una conoscenza «dal di dentro» del settore bancario italiano e internazionale. Incurante dell'euforia da scampato pericolo cui si sono lasciati andare ultimamente i mercati, e dei conseguenti guadagni in borsa, Costamagna avverte che in realtà solo il problema della liquidità è stato risolto. Ma perché il sistema finanziario torni a girare a pieno regime, restano ancora diversi nodi strutturali da risolvere, che il banchiere d'affari li espone in questa intervista a *MF-Milano Finanza*.

**Domanda.** Dr. Costamagna,

**dall'economia giungono segnali contrastanti. Secondo lei a che punto siamo della crisi?**

**Risposta.** Non vedo ancora una luce in fondo al tunnel. Di sicuro sono stati superati i problemi di liquidità sui mercati monetari. Ma permangono alcuni squilibri fondamentali.

**D. A che cosa si riferisce?**

**R.** Come sottolinea Nouriel Rubini, i consumatori americani assorbono il 70% del pil, mentre quelli cinesi si fermano al 35%. Occorre un riequilibrio: gli americani devono risparmiare di più, i cinesi fare l'opposto.

**D. Stando ai recuperi delle principali banche, per le borse sembra tornato bel tempo.**

**R.** A volte i mercati eccedono in senso negativo, a volte in positivo. Posto che gli interventi statali d'inizio ottobre hanno evitato una catastrofe,

a inizio 2009 si è peccato di eccessivo pessimismo, mentre negli ultimi quattro mesi si è commesso il peccato opposto. Ma sono andamenti legati alla crisi di liquidità e al suo superamento.

**D. Quindi adesso come è la situazione per le banche?**

**R.** Il problema fondamentale oggi risiede nella qualità dell'attivo, l'esposizione alle perdite su crediti, quindi nella patrimonializzazione.

**D. Sotto questo aspetto come vede le prospettive del settore?**

**R.** Se l'economia globale si mantiene sugli attuali livelli, e ancor più in caso di lieve ripresa, il sistema

finanziario può assorbire bene limitati shock. Un'altra recessione sarebbe un bel problema.

**D. In questa situazione di incertezza qual è la posizione delle banche italiane?**

**R.** Buona. Tenga presente che ancora agli inizi degli anni Novanta il 95% degli istituti rientrava a vario titolo nell'area pubblica. Oggi il 90% di essi è privato. Questo fa una bella differenza soprattutto in termini di management, che una volta era molto politicizzato.

**D. Le banche, anche quelle italiane, sono accusate di aver abbandonato la strada maestra del credito. Lei divide?**

**R.** Fare il banchiere non vuol dire solo prestare denaro, ma anche gestire la liquidità, o finanziare l'export. Servizi che dovrebbero essere forniti a prezzi competitivi. Invece vedo che le banche tendono a calcare la mano sulle commissioni, in modo da recuperare quello che perdono sul fronte degli interessi

a causa dei ridotti volumi di credito accordato. Certo, occorre che le banche quando concedono il fido si basino più sulla qualità delle aziende che non sulle garanzie personali dell'imprenditore.

**D. Che cosa bisognerebbe fare per stimolare un'evoluzione generalizzata in tal senso?**

**R.** Il Tesoro potrebbe introdurre la deducibilità fiscale delle perdite su crediti, oggi applicabile solo in misura molto marginale e plafonata. Ciò migliorerebbe la trasparenza dei bilanci bancari, e in tal modo agevolerebbe la creazione in Italia di un mercato secondario dei prestiti, cosa altrettanto importante. Ci sono investitori esteri specializzati in questa classe di asset che in Italia non trovano attivi da comprare. Peccato, perché la liquidabilità dei fidi migliorerebbe, riducendone l'assorbimento di capitale. Detto questo, anche gli imprenditori dovrebbero fare la loro parte.

**D. In termini più espliciti?**

**R.** Le imprese italiane dovrebbero



Claudio Costamagna

## Una valigia carica di bond sta mettendo in imbarazzo Washington

**R**oma, fine '800. Una grave depressione investe il sistema economico. Scoppia una bolla immobiliare. Molti investimenti nel settore edilizio si rivelano fallimentari. La crisi si allarga immediatamente alle banche. Che a quel tempo battevano ancora moneta. Da questi presupposti nacque lo scandalo della Banca Romana che, per coprire le perdite, cominciò a stampare due serie di monete con lo stesso numero. Lo scopo era chiaro: raddoppiare le emissioni senza darlo a vedere ed evitare che la sua carta diventasse straccia. Washington, marzo 2009. Il ministero del Tesoro americano dichiara di avere a disposizione, inaspettatamente, ancora 134,5 miliardi di dollari del Tarp, il fondo di sostegno per i titoli tossici. Il governo americano può evitare di presentarsi in Parlamento a chiedere nuove risorse che in quel momento deputati e senatori non sembrano disposti a concedergli. Chiasso, giugno 2009. Due giapponesi provano a varcare la frontiera tra l'Italia e la Svizzera. Vengono fermati dalla Guardia di

Finanza per un controllo di routine. Nei dopipondi delle loro valigie vengono trovati titoli di Stato americani per un valore complessivo di 134,5 miliardi di dollari. Qui finiscono i fatti e cominciano le ipotesi. Che a volte sembrano uscite direttamente dalla penna di Ian Fleming. Del resto, è stato proprio il comandante provinciale della Guardia di Finanza di Como, Rodolfo Mecarelli, in una recente intervista rilasciata alla blogger Debora Billi, ad ammettere che alla vicenda si sono interessati i servizi segreti americani. Non solo, alla perizia per stabilire l'autenticità o meno dei titoli starebbe collaborando anche la Sec. Il vero problema pare essere infatti che, mentre dieci di questi titoli sembrano smaccatamente falsi, gli altri 249 sarebbero (per usare le parole di un investigatore), «virtualmente indistinguibili dagli originali». Bravi falsari si potrebbe pensare. Già, ma con un particolare. Che a essere stati contraffatti non sono biglietti da 20 o 50 dollari, ma titoli in tagli da 500 milioni e da 1 miliardo

di dollari. Insomma, pezzi che in genere finiscono nelle riserve valutarie dei paesi e che, se fossero falsi, sarebbe complicatissimo piazzare. «Quello che è certo», spiega a Milano Finanza Ermanno Cappa (studio legale La Scala), uno dei massimi esperti italiani di antiriciclaggio, «è che dietro un movimento di questo tipo c'è sicuramente un'organizzazione complessa e con grandissime disponibilità economiche». Ma se c'è un'organizzazione dietro, di chi si tratta e quali fini ha? L'ipotesi uno, avanzata da commentatori americani vicini ai repubblicani, è che si tratterebbe proprio dei fondi Tarp che Barack Obama si è trovato in cassa senza sapere né come né perché. Insomma, la tesi tra le righe è che il Tesoro americano si sarebbe messo a fare quello che a fine '800 faceva la Banca Romana. C'è poi un'ipotesi due. Dietro il traffico ci sarebbero le mafie o la Corea del Nord. L'obiettivo del regime di Kim Jong Il potrebbe essere quello di screditare l'America. L'ipotesi mafie sembra più debole. Per quanto possa

essere forte l'organizzazione criminale, riciclare pezzi da 1 miliardo di dollari è quasi impossibile. C'è poi una terza ipotesi che si fa strada. Quei titoli falsi servirebbero per una manovra speculativa sul dollaro. La sigla Bric (Brasile, Russia, India e Cina) è ormai diventata universalmente nota. I paesi emergenti dicono di non fidarsi più del biglietto verde. Le massicce iniezioni di dollari della Fed per salvare le banche, preoccupano sul futuro della moneta. Dunque il Bric vorrebbe un nuovo conio di riferimento per le riserve. I 134 miliardi, nelle mani di un'organizzazione senza scrupoli, sarebbero più che sufficienti per una manovra in grado di mettere al tappeto il dollaro. Un'ultima annotazione. A latere del G8 dei ministri finanziari, Tim Geithner ha tenuto degli incontri bilaterali con il ministro giapponese Kaoru Yosano e quello Russo Alerci Kudrin. Tra i temi ci sarebbe stato anche il maxi-sequestro di Chiasso. (riproduzione riservata)

Andrea Bassi

usare di più il capitale. E per fare ciò, gli industriali dovrebbero pensare un po' meno al controllo dell'azienda, e un po' più alla trasparenza dei bilanci.

**D. A proposito, lei ha suggerito l'abolizione dei collegi sindacali. Il motivo?**

**R.** Le aziende sono soggette a troppi controllori. Alla fine ciò va a discapito del controllo stesso.

**D. Secondo Mario Draghi è giunto il momento di elaborare una exit strategy dalle politiche di sostegno alle banche e all'economia. Lei è d'accordo?**

**R.** È un buon momento per cominciare a parlarne. Ma bisogna mettere in guardia dall'idea che tutto possa tornare come prima. Deve cambiare il comportamento delle persone. E perché ciò avvenga, non occorrono più regole, ma migliori regole.

**D. Che cosa intende per migliori?**

**R.** Prima che parlare di un Global legal standard, occorre intervenire a livello di competenza territoriale. Se un mercato globale ha generato una crisi globale, non si può pensare di controllarlo con normative di respiro nazionale.

**D. Può fare un esempio?**

**R.** Guardi a Unicredit, una banca che opera in tanti paesi, e deve riportare a tante autorità di vigilanza diverse.

**D. Lei che cosa proporrebbe?**

**R.** Una sola autorità a livello europeo, per esempio.

**D. E si va in questa direzione?**

**R.** Se ne sta parlando molto ma dobbiamo vedere i fatti. Finora si è vista la Mifid, che secondo me non è altro che un'ulteriore complicazione burocratica.

**D. Si è anche parlato di introdurre limiti quantitativi alle retribuzioni dei manager delle banche. Lei cosa pensa in proposito?**

**R.** È giusto per i manager delle banche soccorse dallo Stato. Ma per le banche che hanno mantenuto la propria indipendenza ciò non è altrettanto giustificato. È una misura che sa troppo di economia pianificata. Ritengo sia più efficace pagare i bonus con strumenti a lungo termine, come le azioni vincolate. E poi, perché non applicare i tetti alle retribuzioni anche agli industriali? Gli eccessi ci sono stati anche lì.

**D. Secondo lei c'è il rischio che tutto torni come prima?**

**R.** Questa crisi si è prodotta dopo che era caduta la distinzione, soprattutto negli Usa, tra banca commerciale e banca d'affari. Mestieri del tutto diversi. Anche chi faceva investment banking dava troppa importanza ai risultati a breve e poca alla relazione di lungo termine col cliente. Nella finanza post crisi bisognerebbe impedire che ciò si verifichi di nuovo. (riproduzione riservata)

**SCENARI** La crisi ha travolto tutti i mercati. Ma soprattutto ha spazzato via tutte le teorie utilizzate in passato nella gestione del risparmio. E ora? Bisogna ripartire da zero e costruire nuovi modelli per la finanza del futuro

## Cosa resta dopo la tempesta

L'attuale crisi è stata definita «la tempesta perfetta» per la serie bolle che si sono sgonfiate contemporaneamente in tutti i mercati del mondo: mutui subprime, cdos, derivati, corsi di borsa, leveraged buy-out e infine la stessa solvibilità di tante grandi banche e aziende. Dalla finanza la crisi passa all'economia reale e non c'è angolo della Terra o segmento di attività che non sia impattato. Come durante ogni tempesta, ci sono danni evidenti: posti di lavoro persi, apprensione diffusa, consumi rimandati, deficit pubblici stellari, il tutto con un effetto da spirale perversa.

**La tempesta perfetta** però ha dimostrato l'inefficacia di teorie e competenze che si erano formate in tanti anni di sviluppo continuo dei mercati finanziari. Migliaia di gestori specialistici di

fondi avevano perseguito il miraggio di poter prevedere il futuro e quantificare i rischi e quindi di dare ritorni ai propri investitori superiori al benchmark

(risk adjusted) o significativi in termini assoluti (absolute returns). Le migliori menti matematiche, i migliori programmatori di software, i più smaltizzati trader di borsa si erano accaniti per anni a cercare le imperfezioni nei meccanismi di funzionamento dei mercati finanziari e alcuni li avevano anche trovati, almeno temporaneamente. La maggioranza dei gestori non è mai riuscita a battere gli indici di riferimento in modo sistematico, per cui anche in periodi in cui tutte le borse crescevano i gestori veramente abili erano pochi; certamente non erano abili i gestori interni delle banche, scelti non in base a merito (track record) e competenza ma solo in base alla capacità di «impacchettare» prodotti che poi la rete degli sportelli vendeva alla clientela. Non deve stupire che alla fine i risparmiatori (italiani in primis) si siano resi conto che è illogico pagare una commissione per perdere più soldi di quanti non ne avrebbero persi da soli; in un anno le borse mondiali sono scese del 50% e non deve stupire che in Italia ci sia stato l'esodo in massa dai fondi.

**Tutta l'industria** della gestione dei fondi era basata sull'analisi di serie storiche e in particolare della volatilità dei titoli; misure come l'indice di Sharpe (volatilità) o formule per la valutazione delle opzioni come quella celebre di Black-Sholes (option pricing model) si basavano sempre sull'analisi puntigliosa di serie storiche. Qualunque analisi

di Gianfilippo Cuneo

però dà per scontate alcune assunzioni di base: per esempio 2+2 fa 4 se usiamo un sistema di misura a base 10. Nel tempo ci si dimentica delle assunzioni di base perché non variano; i mercati finanziari sono sempre cresciuti (almeno per chi ha una memoria limitata a sette anni), le economie dei vari Paesi sono diventate correlate, le discontinuità forti erano considerate improbabili (e quindi trascurabili). Conseguentemente, l'industria della gestione del risparmio si è potuta concentrare sulla costruzione di prodotti sempre più sofisticati e complessi; alla base c'era sempre la ricerca della pietra filosofale, e cioè di una imperfezione temporaneamente non scoperta da molti altri, che si poteva sfruttare per generare un margine relativamente sicuro. Ma il rischio complessivo non si può

mai ridurre, si può solo trasferire; per esempio, se chi acquista una casa pagando solo una rata di mutuo del 10% rappresenta un forte rischio di default quando i prezzi, oggi eccessivi, scenderanno, il rischio può essere trasferito vendendo il mutuo a uno sprovvedito. Ma se un intero Paese come gli Usa si comporta in tal modo, prima o poi la bolla scoppia nei portafogli di banche e famiglie.

**Abbiamo però anche imparato** che il rischio non si può misurare e gestire perché gli squilibri non si aggiustano gradatamente; quando qualcuno si accorge che è meglio scappare, se ne accorgono tutti e salta il sistema: le controparti non ci sono più e falliscono, i risparmiatori

passano da un'accettazione di un rischio non noto a non voler prendere alcun rischio, il tutto a velocità massima e contemporaneamente in tutti i mercati. Ci sono

in fisica le teorie della catastrofe, ma nell'economia non si è mai dimostrato di saperle applicare alla gestione del risparmio. Un altro elemento importante nelle assunzioni implicite era che si potesse prevedere la reazione degli altri: già Keynes notava che a tutti quelli che si occupano di investire in borsa non importa se un titolo sia buono o cattivo, importa invece sapere se gli altri pensano che sia da comprare o vendere. Si è quindi sviluppata una serie di analisi di correlazione che davano l'illusione di poter prevedere il comportamento degli altri: se le

statistiche pubblicate regolarmente sull'economia degli Usa mostravano risultati (occupazione, inflazione, ecc.) superiori o inferiori a quello che si attendevano gli analisti, la

borsa (cioè l'indice S&P) saliva o scendeva. Avere le informazioni qualche ora in anticipo diventava così una ricetta sicura per guadagnare. La stessa cosa si verificava per l'andamento dei titoli di una specifica società, che sostanzialmente dipendeva dalla differenza tra le attese prevalenti e i risultati comunicati e dall'andamento complessivo del mercato finanziario.

**Tutto questo non esiste più;** forse non esisteva nemmeno prima (sappiamo che le correlazioni non implicano un nesso di causa-effetto) ma qualcuno ci ha anche fatto i soldi: in molti casi si trattava di fortuna, ma quando la fortuna durava nel tempo c'era anche un'abilità differenziale. Oggi nessuno può ragionevolmente dire che l'analisi storica degli ultimi tre mesi può dare un'indicazione di imperfezioni del mercato finanziario che si possono sfruttare; nessuno può illudersi che esista un mercato non correlato a un altro, per cui i margini di arbitraggio sono praticamente spariti. Inoltre nessuno ha esperienza di come si possano anticipare enormi discontinuità e quindi nessuno sa come quantificarne il rischio. Con la crisi economica che ha creato una fortissima discontinuità, i risultati dell'ultimo trimestre delle singole aziende non sono predittivi di quello che saranno i risultati del trimestre successivo; le aziende non hanno la

più pallida idea di quali risultati si potranno ottenere in futuro in un contesto di consumatori impauriti e che non comprano più niente. Quando i fatturati possono calare

del 30% non c'è più una relazione matematica con il profitto, sia perché il conto economico ha costi fissi incompressibili, sia perché anche lo stato patrimoniale viene impattato da clienti che non pagano e da banche che ritirano gli affidamenti.

**Infine, è saltata anche** la possibilità di predire il comportamento di chi investe in borsa sulla base di indicatori macroeconomici: non s'era mai visto il deficit pubblico americano schizzare al 12% del pil o i risparmiatori americani aumentare il tasso di risparmio dall'1 al 5% in

pochi mesi. Chi mai può azzardarsi a prendere posizioni (cioè vendere o comprare titoli per miliardi) contando sulla possibilità di prevedere il comportamento degli altri? Come diceva Paul Valery, «il futuro, purtroppo, non è più quello che era».

Anche i più bravi operatori di borsa e gestori di fondi hanno perso i riferimenti; è come se milioni di adepti di una religione all'improvviso avessero la consapevolezza

che quel loro dio non c'è, o magari non c'è mai stato. Tutto le teorie economiche, le regole per investire in borsa, i modelli matematici, i guru rispettati si rivelano irrilevanti per operare nel contesto attuale e presumibilmente in futuro. Migliaia di gestori allenati a elaborare ipotesi e poi testarle retroattivamente sulle statistiche, e infine impegnati ad attuare quelle metodologie che almeno sulla carta sembrano essere vincenti, non hanno più alcun riferimento in cui credere. L'industria della gestione del risparmio, che va dalla consulenza all'intermediazione alla gestione costava, negli Usa e in Gran Bretagna, circa il 20% dei profitti delle aziende quotate; milioni di occupati che, se mai sono stati utili, certamente non servono più perché non sono in grado di produrre risultati migliori, all'interno di ogni asset class, di quanto il risparmiatore possa fare da solo investendo in indici.

**L'effetto collaterale** della tempesta perfetta è la distruzione della fede, o dell'illusione, che scavando nei numeri, studiando i comportamenti degli altri, misurando i fondamentali si possa trovare una formula che permetta di quantificare e gestire i rischi, valga di più di tirare i dadi, e possa giustificare il pagamento di una commissione. Dove può quindi rifugiarsi il risparmiatore: nell'oro? nell'immobiliare? nei francobolli? Se chi ti consiglia sa di non sapere, che cosa ti consiglia a fare? A maggior ragione se pensa di sapere. In teoria, in questo momento in cui il risparmiatore rifiuta di prendere qualsiasi rischio, ci dovrebbero essere possibilità di acquisire, dalla enorme «svendita per cessazione di attività», alcune azioni che potrebbero successivamente apprezzarsi. Ci sono precedenti in occasione di crisi che hanno colpito i Paesi in via di sviluppo. Ma come si quantifica il rischio? Chi ha la credibilità per dare suggerimenti? Non certo le banche, che hanno gestito i propri capitali ancora peggio di quelli dei clienti. Sapere che non c'è una risposta è meglio che illudersi che da qualche parte ci sia. (riproduzione riservata)

**ANCHE I GURU HANNO FALLITO E IL RISPARMIATORE ADESSO NON SA PIÙ DOVE RIFUGIARSI**