



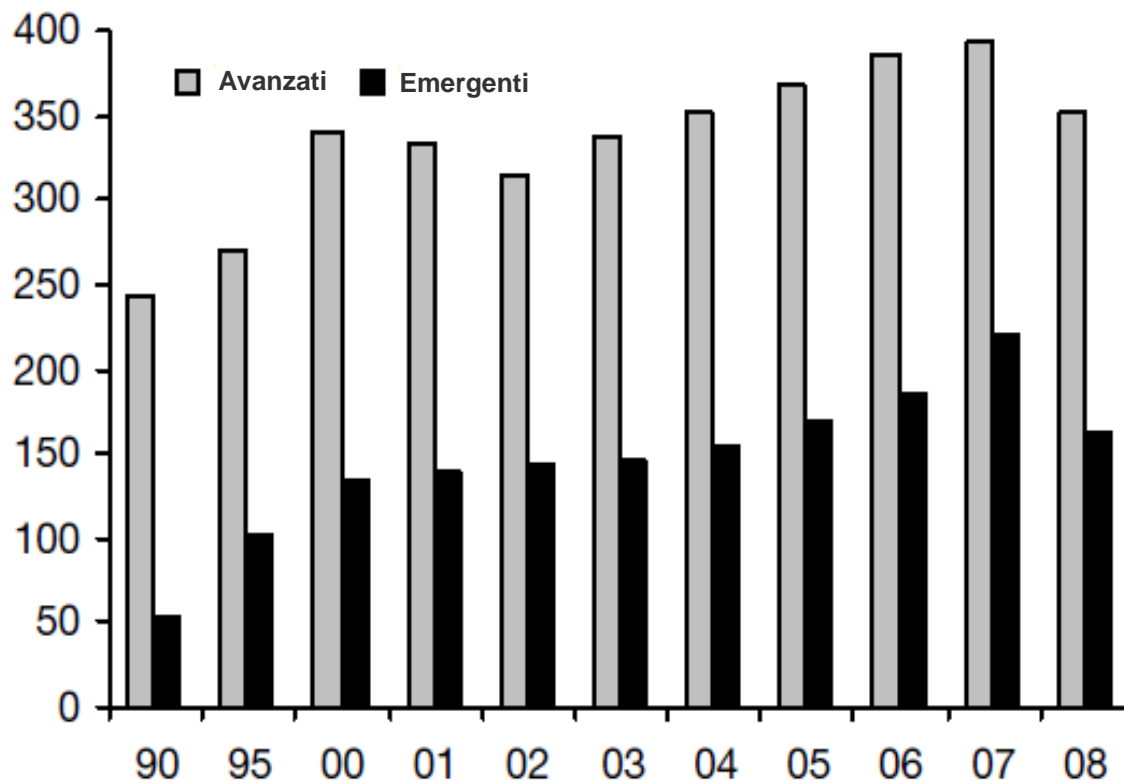
Una crisi lunga, la stessa crisi...

Analisi, view, racconti e aneddoti

Raoul Ascari, *Chief Operating Officer SACE*

28 Novembre 2011

Financial asset (in % del PIL)



Fonte: IIF: Capital Flows to Emerging Market Economies, June 2011

Ampia liquidità



Profonde distorsioni

Forte domanda di asset



Basso rendimento (solo beta*)

Elevata leva



Alto rischio (con alfa **)

- *Mortgage*/Cartolarizzazioni: la diversificazione non migliora la qualità di singoli asset!

- *Commercial Paper* e grandi aerei: il rischio di rifinanziamento non è scomparso!

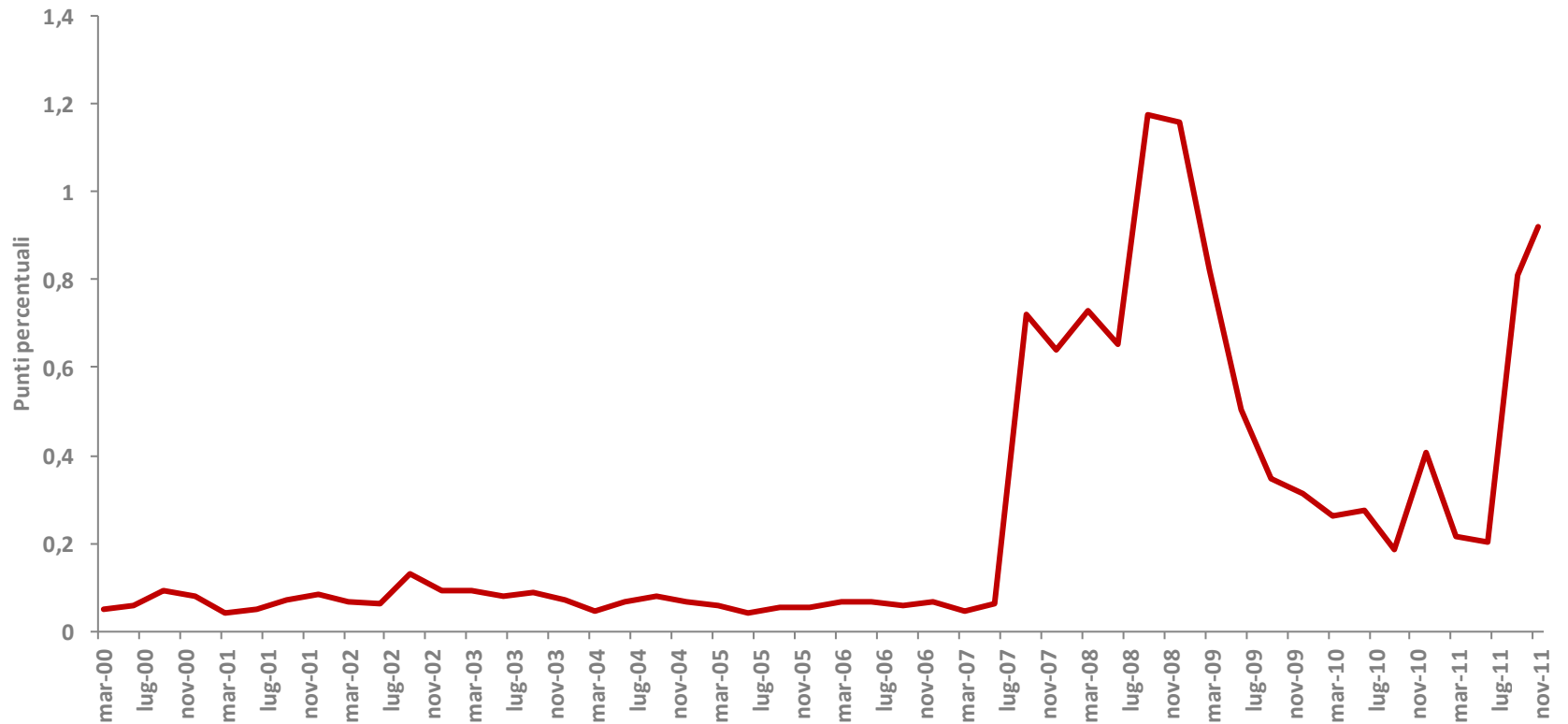
- Navi e *balloon repayment*: il valore degli asset non è sempre e solo crescente nel tempo!

- Rischio sovrano e costo del credito: esiste il rischio zero? E comunque, la probabilità zero non implica che il *default* sia impossibile?

*Beta: misura la variazione che un asset storicamente assume rispetto alle variazioni del mercato

** Alfa: misura l'attitudine di un asset a variare indipendentemente dall'indice di mercato (ad esempio, le capacità del gestore di garantire ritorni più elevati)

Spread Euribor-OIS*

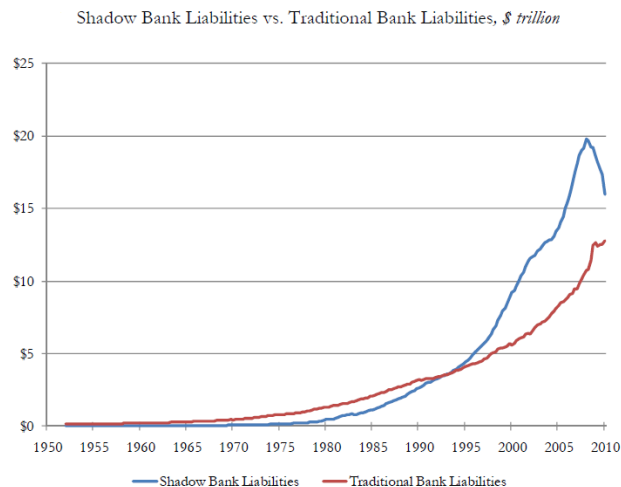


Fonte: Bloomberg

* Il differenziale tra i due tassi è un indicatore di sintesi del rischio di liquidità del sistema bancario

Leva e ingegneria finanziaria in un contesto deregolamentato

- Posizioni *cross-border*
- Posizioni *off-balance sheet*
- *Shadow banking*
- Trasparenza bilanci
- Architettura finanziaria (e frodi)

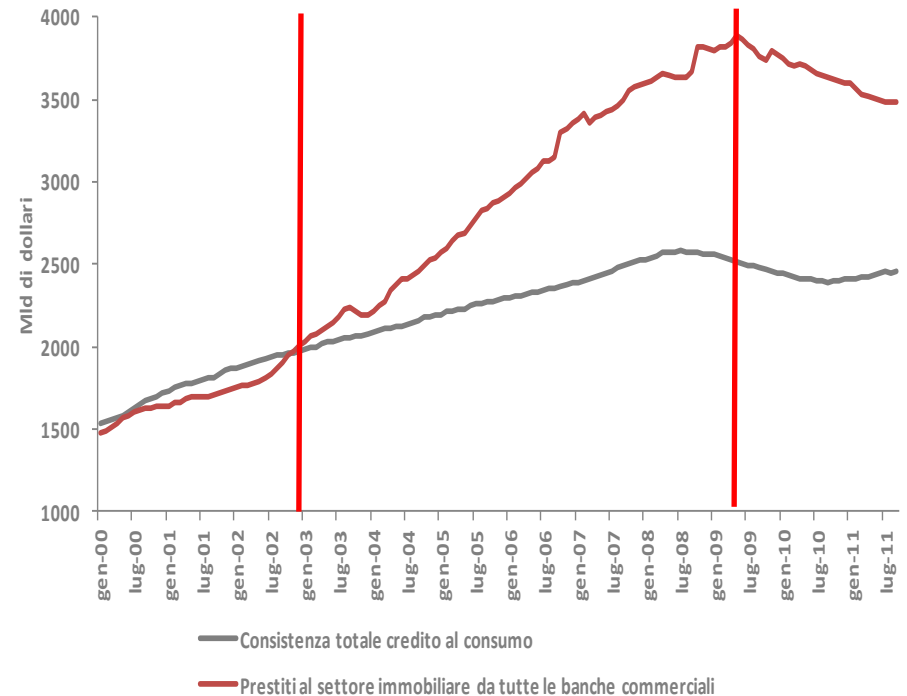


Leva e profondità dei mercati finanziari: speculazione solo in una direzione

- 2000 – 2007: mercati “lunghi” su tutti gli asset
- 2008 - : mercati “corti” su tutti gli asset
- Le correlazioni tra gli asset cambiano e convergono

Greenspan put

- Politica monetaria
- Obiettivi sociali (e.g. abitazioni)
- Interessi reali negativi
- Bolle

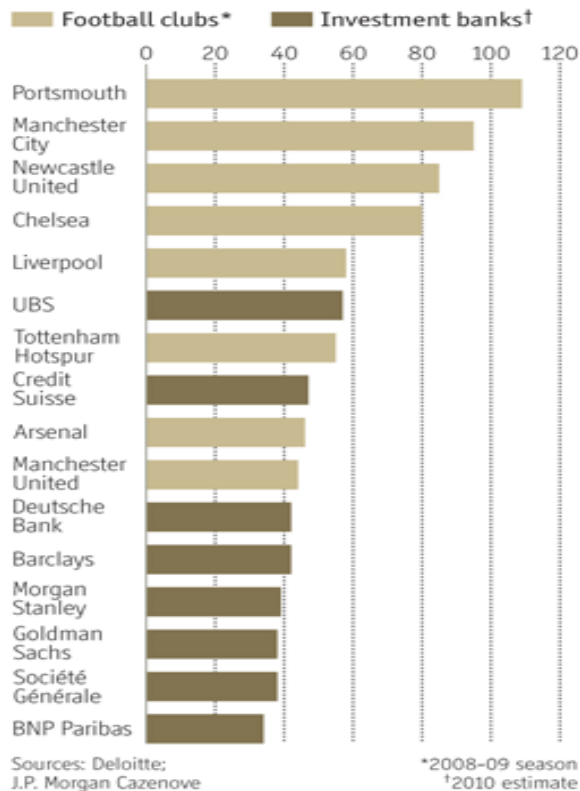


Fonte: Bank of St. Louis

La mitologia del settore finanziario

Worth it?

Pay as % of revenues



Fonte: Deloitte, J.P. Morgan Cazenove

Esempio:

21/09/2010 - A. Profumo, AD Unicredit: liquidazione 40 € mln

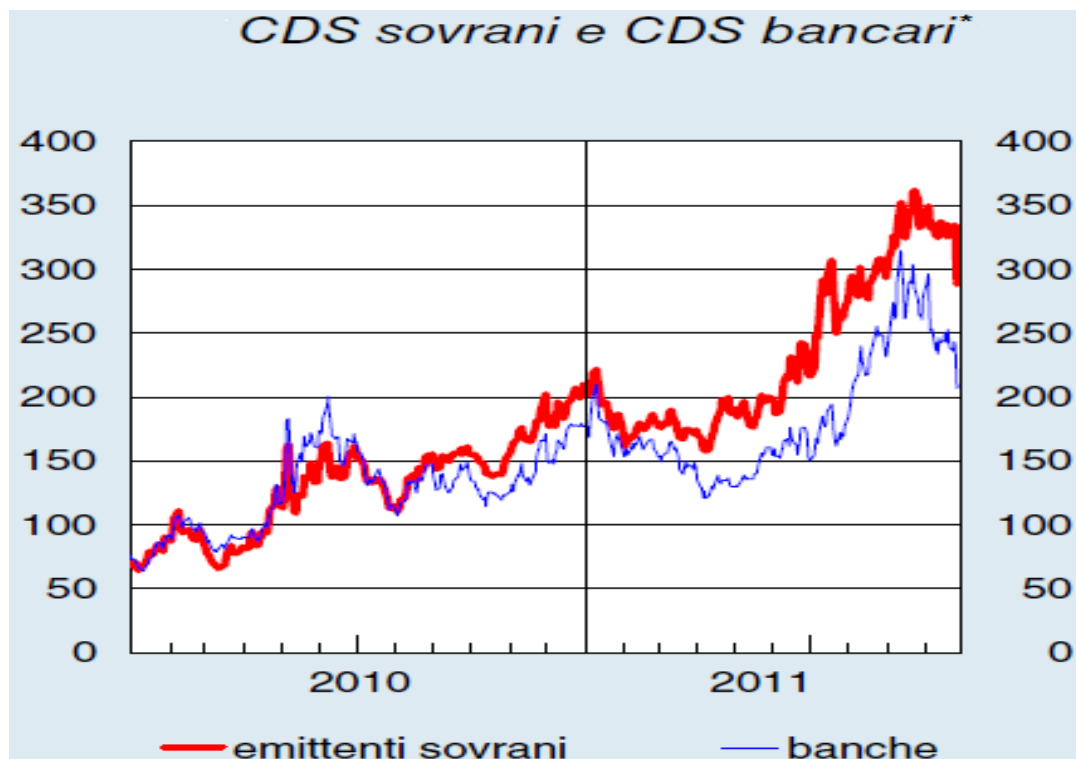
14/11/2011 - Unicredit: 10,6 € mld circa



Svalutazioni sulle acquisizioni fatte negli ultimi anni soprattutto in Est Europa (Ucraina, Kazakistan), per 10,2 € mld circa

Paese	Causa della Crisi	Fondamentali Critici	Effetto sulla Politica
Grecia	Bilancio pubblico falso	Disavanzo e debito pubblico	Governo tecnico
Irlanda	Indebitamento settore finanziario	Disavanzo e debito banche	Nuove elezioni
Portogallo	Scarsa competitività economica	Squilibri fiscali e di bilancia commerciale	Nuove elezioni
Spagna	Crollo settore immobiliare	Disavanzo pubblico	Nuove elezioni
Italia	Crisi di fiducia	Debito pubblico	Governo tecnico
Germania	Nessuna	Nessuno	Asta del 25/11/2011! (6 vs 3,6 mld EUR)

La nuova scoperta: il rischio sovrano esiste ed è elevato



Fonte: Banca d'Italia

*Punti base. Indici iTraxx relativi a panieri di CDS su emittenti sovrani e su emittenti finanziari (in prevalenza, banche) con rating *investment grade*.

Il *conundrum della politica economica**

- **Aumento della spesa pubblica** → debiti già troppo elevati
- **Riduzione della spesa pubblica** → effetti recessivi
- **Bassi tassi d'interesse** → trappola della liquidità
- **Recupero di competitività** → senza la leva della svalutazione?

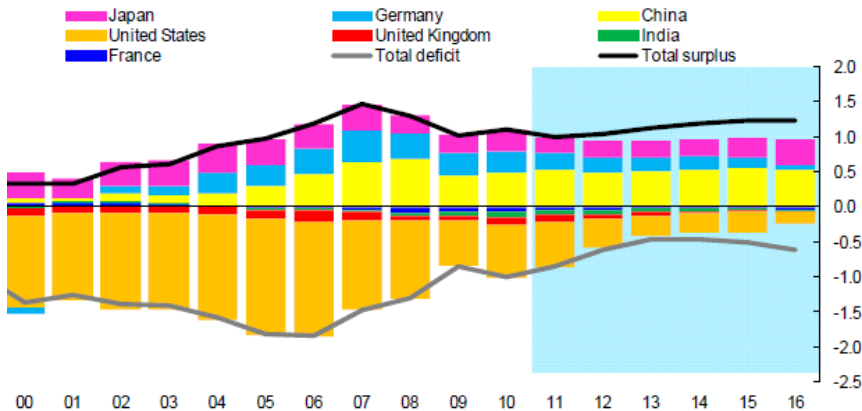
* Un enigma. Una frase con un senso figurato la cui risposta è o implica un gioco di parole

Se tutti riducono la spesa pubblica contemporaneamente:



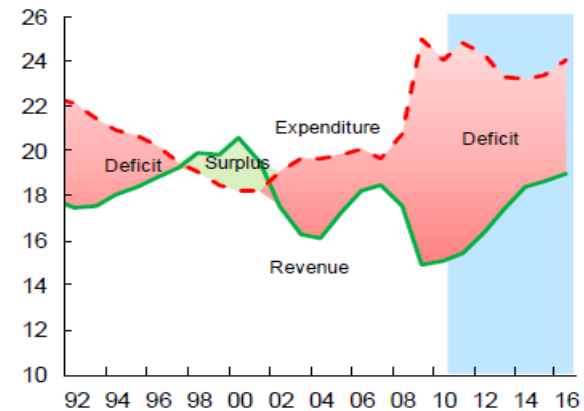
- Maggiore consumo da parte dei paesi virtuosi (Cina e Germania)
- Maggiore spesa immediata a fronte di maggiori entrate future
(Ruolo del “Super Comitato” USA – Tagli alla spesa/aumento entrate: *Dem 2,26 vs Rep 3,87*)

Saldo partite correnti (% del PIL mondiale)



Fonte: FMI

Entrate e spesa federale USA (% del PIL)



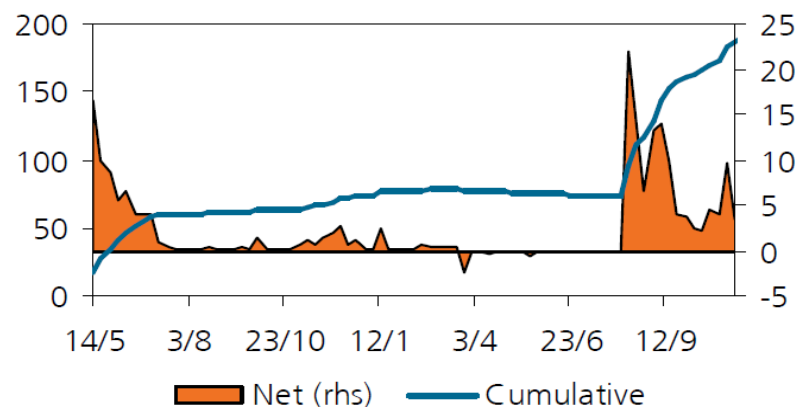
Fonte: FMI

Il disegno dell'Unione Europea e gli strumenti di governo

- **Politica monetaria comune**
- **Politiche fiscali indipendenti**
- **Diverse dinamiche dei prezzi e di competitività**

- **BCE:** la stabilità della moneta vs il finanziamento del debito
- **EFSF (ESM dal 2013):** pochi soldi, difficile da usare
- **PSI:** adesione volontaria privati a ristrutturazioni debito (es. Grecia, 50%?)
- **Eurobond*:** la media di Trilussa

Il *Securities Markets Programme* della BCE (mld €)



Fonte: Intesa Sanpaolo

*Eurobond (*proposta EC, maggio 2010*): un'obbligazione garantita sia dal Paese che lo emette sia dagli altri Stati dell'Unione Europea. Esistono altre tre proposte: Titoli emessi dallo *Efsf-Esm*, *Project bond* (titoli emessi da società private per grandi progetti infrastrutturali, rischio trasferito su bilancio UE e BEI) e *EuroUnionBond* (titoli emessi dal Fondo Finanziario Europeo con l'obiettivo di stabilizzare il mercato del debito sovrano europeo e sostenere gli investimenti infrastrutturali).

	New EFSF Guarantee Committments (€m)	New EFSF contribution key (%)	EFSF Amended Guarantee Committments* (€m)	EFSF amended contribution key* (%)
Austria	21,639	2.78	21,639	2.99
Belgium	27,032	3.47	27,032	3.72
Cyprus	1,526	0.20	1,526	0.21
Estonia	1,995	0.26	1,995	0.27
Finland	13,974	1.79	13,974	1.92
France	158,488	20.31	158,488	21.83
Germany	211,046	27.06	211,046	29.07
Greece	21,898	2.81	-	0.00
Ireland	12,378	1.59	-	0.00
Italy	139,268	17.86	139,268	19.18
Luxembourg	1,947	0.25	1,947	0.27
Malta	704	0.09	704	0.10
Netherlands	44,446	5.70	44,446	6.12
Portugal	19,507	2.50	-	0.00
Slovakia	7,728	0.99	7,728	1.06
Slovenia	3,664	0.47	3,664	0.51
Spain	92,544	11.87	92,544	12.75
Total	779,783	100	726,000	100

* The amended contribution key and Amended Guarantee Committments take into account the stepping out of Greece, Portugal and Ireland

- L'EFSF è un fondo per la stabilità finanziaria all'interno dell'UME che offre aiuti finanziari temporanei agli stati membri in difficoltà. Le sue emissioni di obbligazioni (*rating AAA*) sono garantite da ogni stato membro secondo la proporzione della quota di capitale che detengono nella BCE.
- L'importo complessivo garantito del fondo è stato recentemente aumentato da 440 miliardi di euro iniziali a 780 miliardi di euro
- EFSF: “the vehicle that is supposed to borrow on behalf of countries that can't borrow, can't borrow.” (G. Jenkins, Evolution Securities Ltd)

- **Default sovrani** → Quali modalità?
- **Uscita dall'Euro** → Quali meccanismi?



- **Espulsione dei paesi in *default* (non prevista dai Trattati)**
- **Recesso volontario dei paesi in *default* (previsto dai Trattati)**
- **Recesso volontario dei paesi “virtuosi” (ipotesi rivoluzionaria)***

* Lavoce.info – Si può uscire dall'Euro? di Pietro Manzini

Paese “debole” che lascia l'area Euro

- Fallimenti di aziende a catena
- Collasso del sistema bancario
- Crollo del commercio internazionale
- Costo: **40/50% del PIL** nel primo anno
- Da **9,500 € a 11,500€ pro capite** nel primo anno

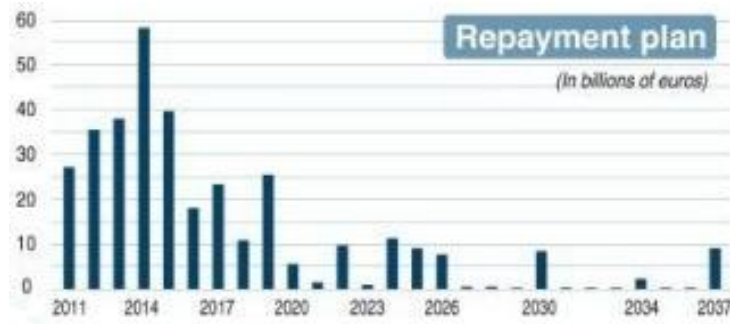
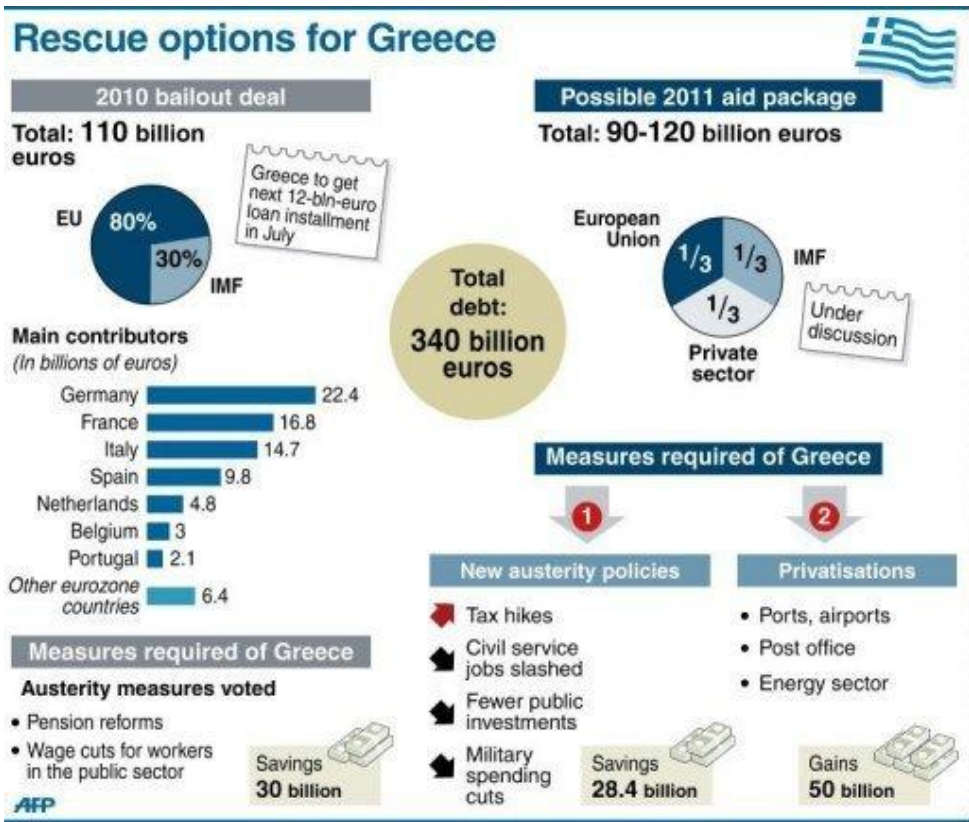
Paese “forte” che lascia l'area Euro

- Ricapitalizzazione delle banche
- Collasso del sistema bancario
- Crollo del commercio internazionale
- Costo: **20/25% del PIL** solo nel primo anno
- Da **6,000€ a 8,000€ pro capite** nel primo

Le istituzioni finanziarie internazionali (FMI *in primis*)

- Assunto: le crisi colpiscono solo i paesi emergenti...
- Spiegazione di *Political economy*: se i guardiani sono i paesi avanzati, chi guarda i guardiani?
- Strumenti (inadeguati): confronto delle risorse necessarie (Es. Corea 1997: 51 mld €; Grecia 2011: 240 mld €; Italia 2011: 1.400 mld € ??)
- Nuovi strumenti: il gioco delle aspettative (es. *Flexible Credit Line – FMI; Precautionary and Liquidity Line – FMI*)

I programmi di aggiustamento e le conseguenze

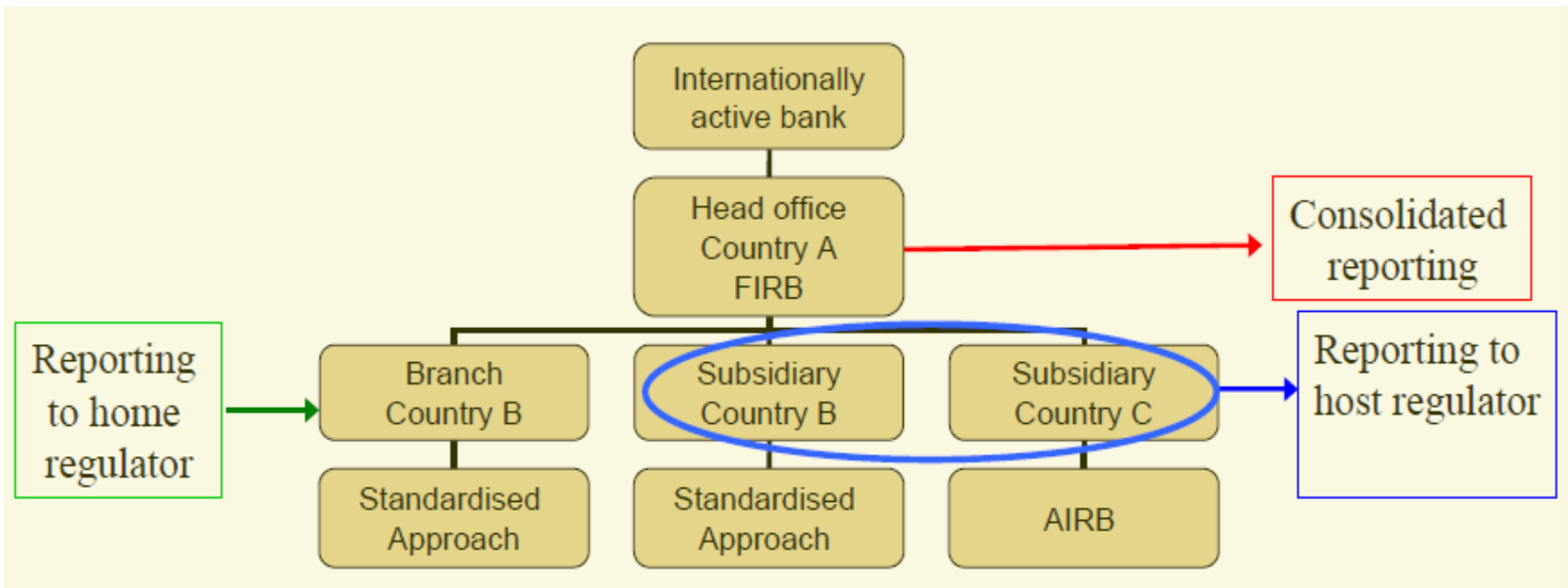


Fonte: EC, BRI, UBS (Luglio 2011)

Le autorità di vigilanza

- Natura nazionale del *regulator* vs dimensione globale del settore finanziario
- Natura settoriale *regulator* vs incroci settoriali (banche + assicurazioni)
- Attività non regolamentate (*shadow banking*)
- Gli effetti pro-ciclici nella normativa: *mark-to-market*? (Es. una valutazione a prezzi di mercato dei titoli di Stato sotto pressione da parte delle banche europee richiederebbe una ricapitalizzazione delle stesse, 106 mld EUR?)

Cross-border supervision



Fonte: Basel Committee on banking supervision

- La confusione nella valutazione del rischio: liquidità o solvibilità?

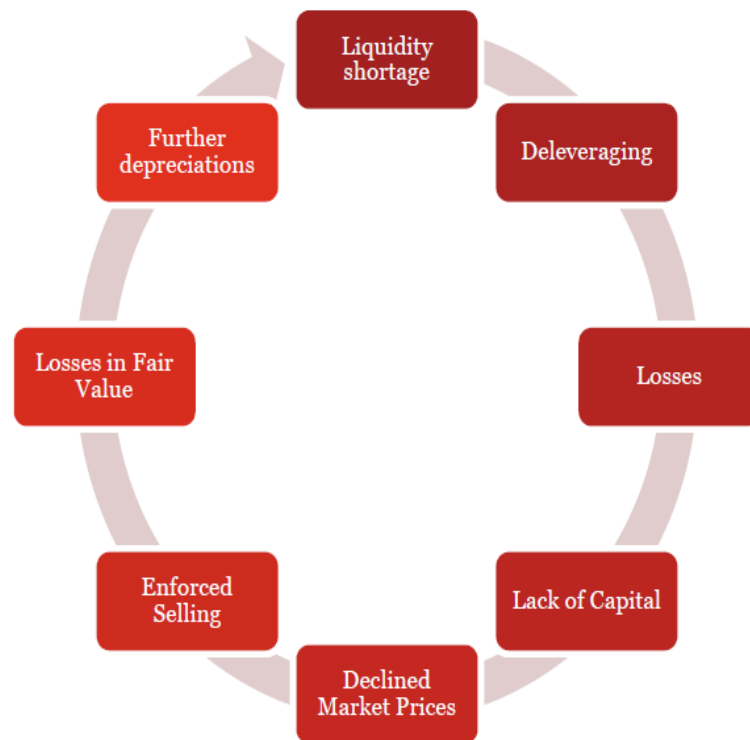
Il circolo vizioso (1)

- La confusione nella valutazione del rischio: fondamentali o mercato?

Il circolo vizioso (2)

- La pro-ciclicità nella zona del *downgrade*

- Il conflitto di interesse e la qualità del *rating*

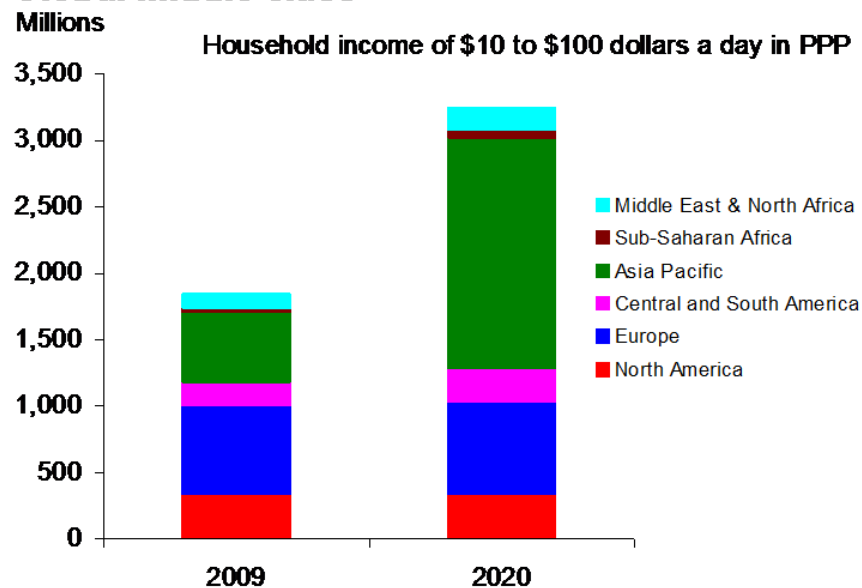


Fonte: Liquidity risk and financial solvency (Settembre 2011) - PWC

Paesi emergenti: la migliore situazione economica

- Spazio di manovra per le politiche economiche (ma in riduzione)
- Fondamentali più solidi (non ovunque)
- Elementi strutturali di crescita (popolazione, classe media)

Global middle class



Fonte: OCSE

Quanto è realistico il salvataggio da parte dei paesi emergenti?

- Ruolo dei Fondi Sovrani nella prima parte della crisi
(Es. 21 mld USD fondi di Singapore, Kuwait e Sud Corea per acquisti quote in CITI e Merrill Lynch). Sono ancora disponibili?
- Ruolo da Cina nella seconda parte della crisi?
- *Surplus* BoP (2010): Cina (5,2% del PIL) vs USA (-3,2% del PIL)
- PIL *pro capite* (2010): Cina (7,800 \$) vs Italia (31,500 \$)

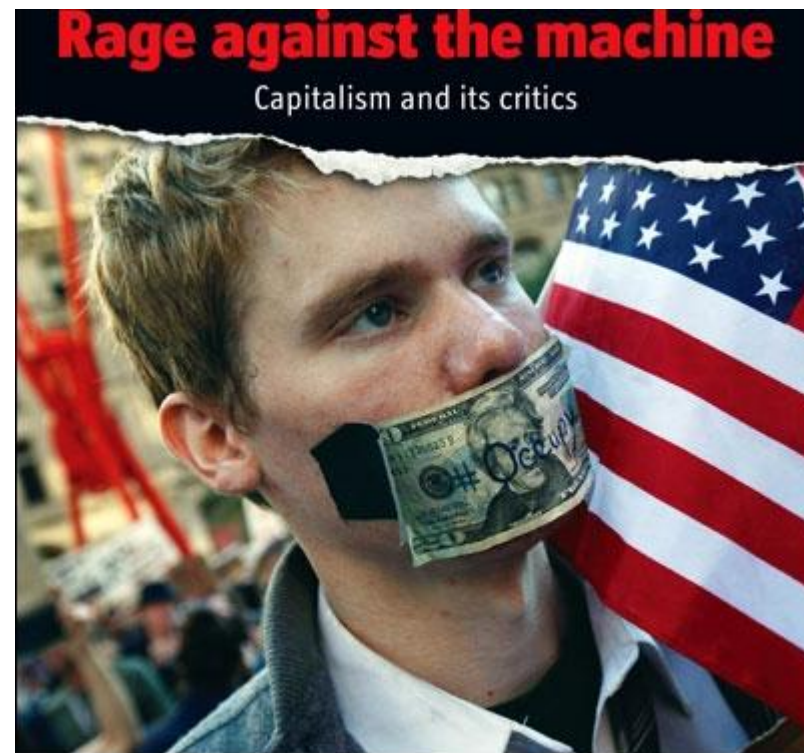
Moody's

Prima della crisi - Il salvataggio delle banche: il loro merito di credito è sempre più allineato a quello del sovrano (↑)

Dopo la crisi - La crisi dello Stato: il merito di credito delle banche è sempre più allineato a quello del sovrano (↓)

La crisi delle banche e dello Stato sono la stessa crisi

- La riforma delle istituzioni sovranazionali
- Nuovi criteri di supervisione: Basilea 3, *Solvency 2*
 - Gli indignati



Quale nuovo capitalismo?

“We have to do better on inequality...A general posture for government of standing up for capitalism rather than particular well-connected capitalists would also serve to mitigate inequality”

L. Summers, FT (20 Nov. 2011)

