



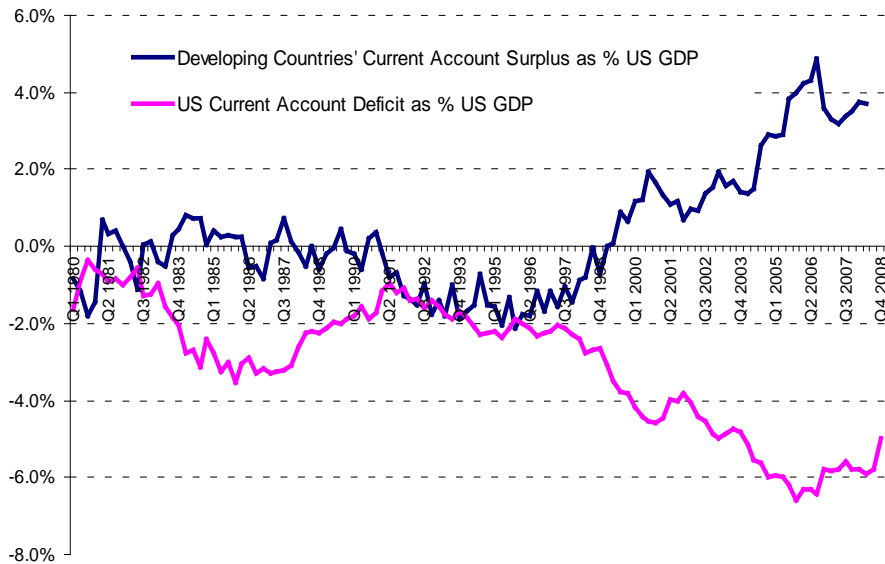
**BANCA DEL CERESIO**

**ECONOMIA E MERCATI FINANZIARI.  
A CHE PUNTO SIAMO?**

**Aprile 2009**

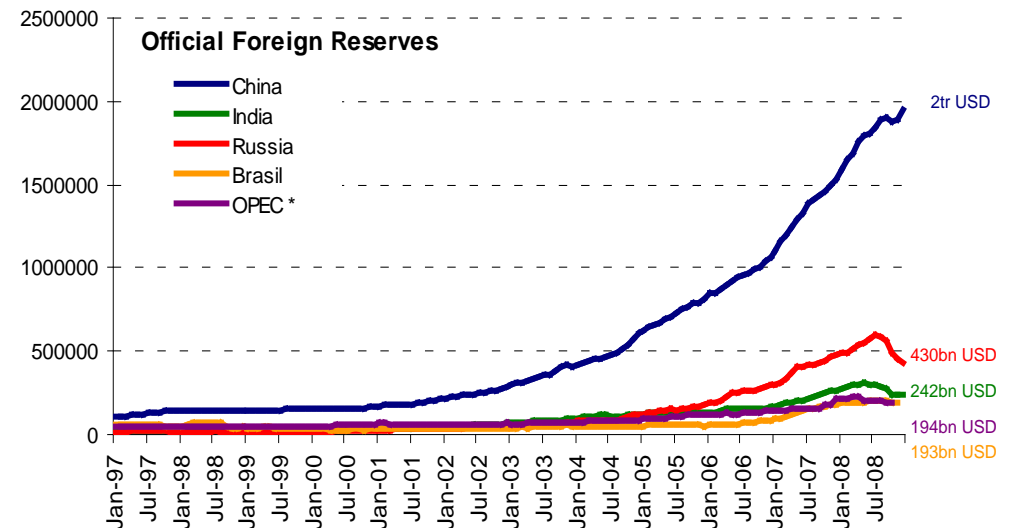


## Origini della crisi: l'esplosivo



- Negli ultimi 7/8 anni, le banche centrali di Cina, India, Russia, Brasile e dei paesi OPEC hanno accumulato riserve in valuta estera pari a circa 3tr USD, a cui si aggiungono 3.9tr USD gestiti da fondi sovrani. Tutto questo risparmio forzoso necessita di una collocazione ...

- La brillante crescita economica globale degli ultimi 10 anni è stata in gran parte il prodotto dell'accumulazione di ingenti squilibri economico-finanziari.
- L'esplosione dei surplus commerciali di paesi esportatori di beni e materie prime è stato favorito dalla loro volontà di mantenere artificialmente competitivi i loro cambi, ancorandoli al Dollaro.



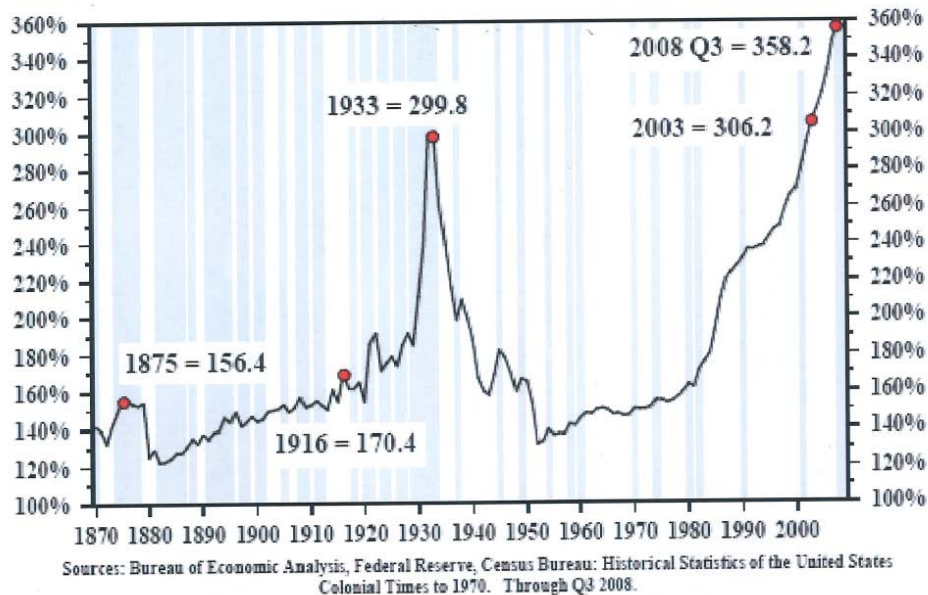
Fonte: Datastream, elaborazioni BdC.

\* OPEC = Saudi Arabia, UAE, Nigeria, Kuwait, Oman, Venezuela.



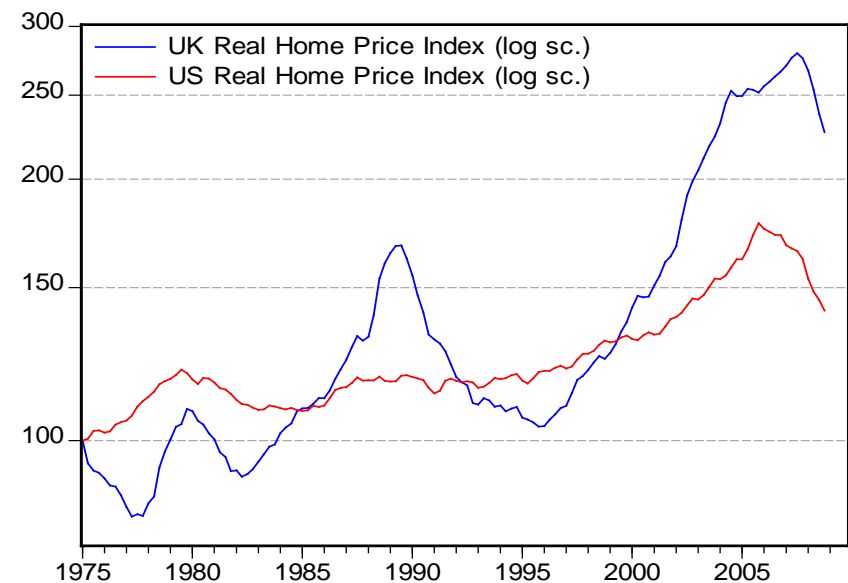
## Origini della crisi: l'esplosivo

### Total US Debt as Percent of GDP



- La presenza di ingenti disponibilità finanziarie e lo scoppio della bolla di TMT hanno mantenuto bassi i tassi di interesse favorendo lo sviluppo di “bolle” nei mercati immobiliari anglosassoni. L’indebitamento del consumatore è conseguentemente esplosivo.

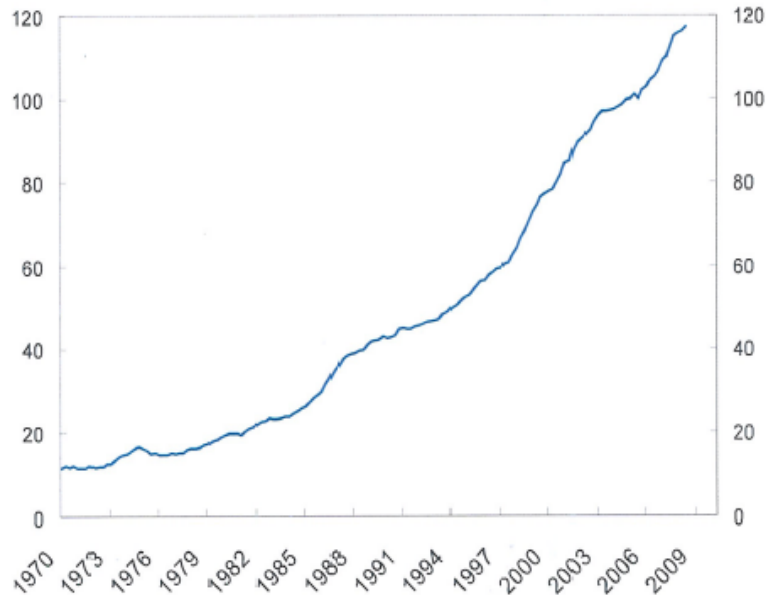
- I deficit dei paesi importatori erano compensati da afflussi di capitale che finanziavano, direttamente o indirettamente, la crescita dei loro consumi.
- Si assisteva quindi al vertiginoso incremento del debito nelle economie sviluppate, che trovava facile finanziamento in questi abbondanti flussi di liquidità estera.





# Origini della crisi: le bombe

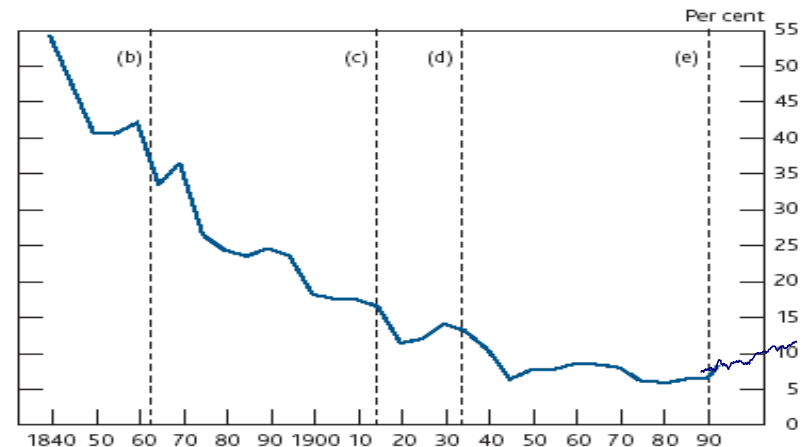
US Financial Sector Debt as Percent of GDP



- L'aumento del debito però è anche legato alla crescita della specializzazione dei processi produttivi e dell'intermediazione finanziaria. Non era oggettivamente semplice separare il trend crescente sano dalla bolla congiunturale.

- Il settore bancario, che è stato chiamato ad intermediare questi flussi finanziari crescenti, era ed è regolamentato da una normativa "prudenziale" che permette livelli di leva demenziali.

Long-run capital levels for US commercial banks 1840–1993(a)



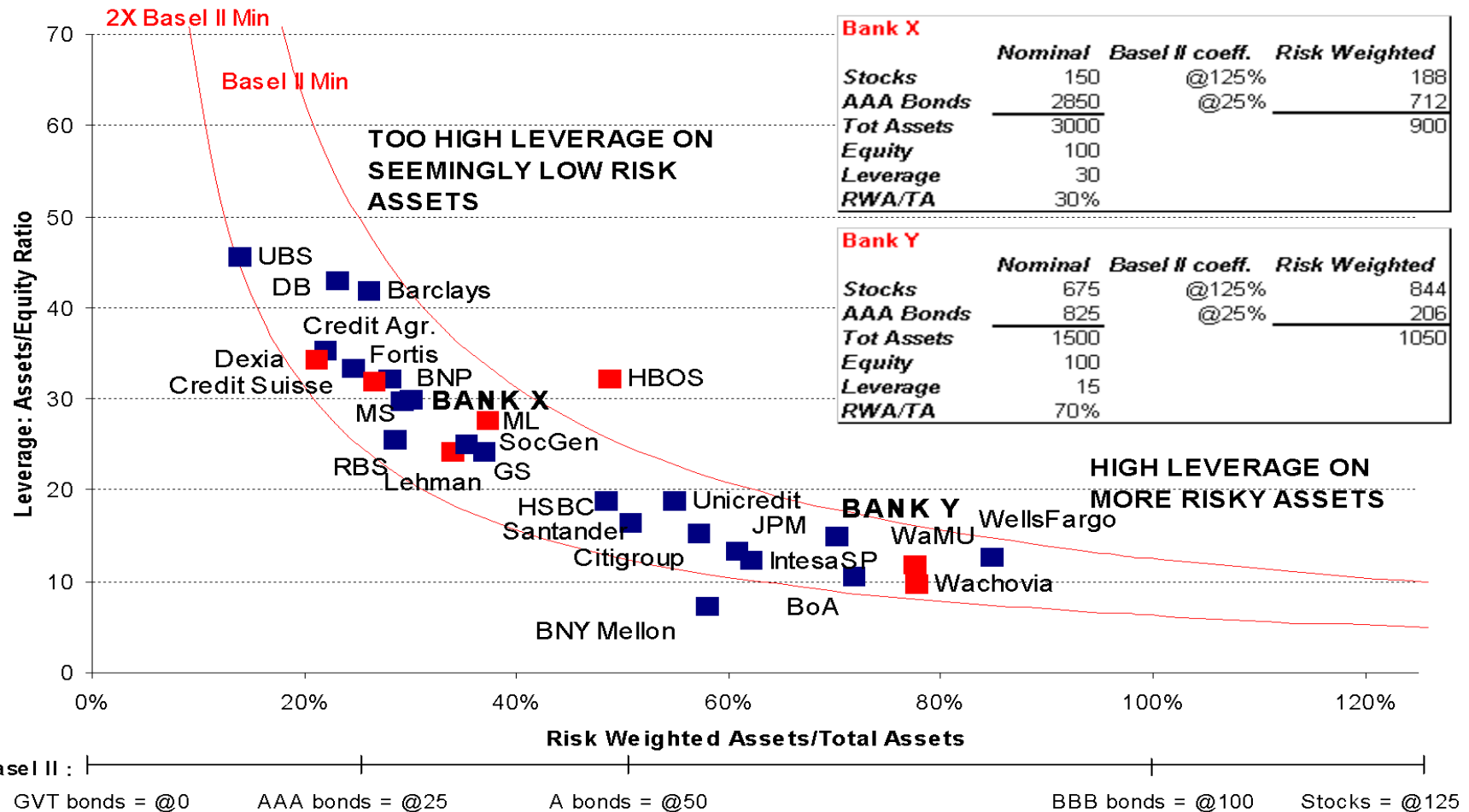
Source: Berger, A., Herring, R. and Szegö, G. (1995), 'The role of capital in financial institutions', *Journal of Banking and Finance*, pages 393–430.

- (a) Equity as a percentage of assets (ratio of aggregate dollar value of bank book equity to aggregate dollar value of bank book assets).
- (b) National Banking Act 1863.
- (c) Creation of Federal Reserve 1914.
- (d) Creation of Federal Deposit Insurance Corporation 1933.
- (e) Implementation of Basel risk-based capital requirements 1990.



# Origini della crisi: le bombe

## RISCHIO & LEVA NEL SETTORE BANCARIO MONDIALE



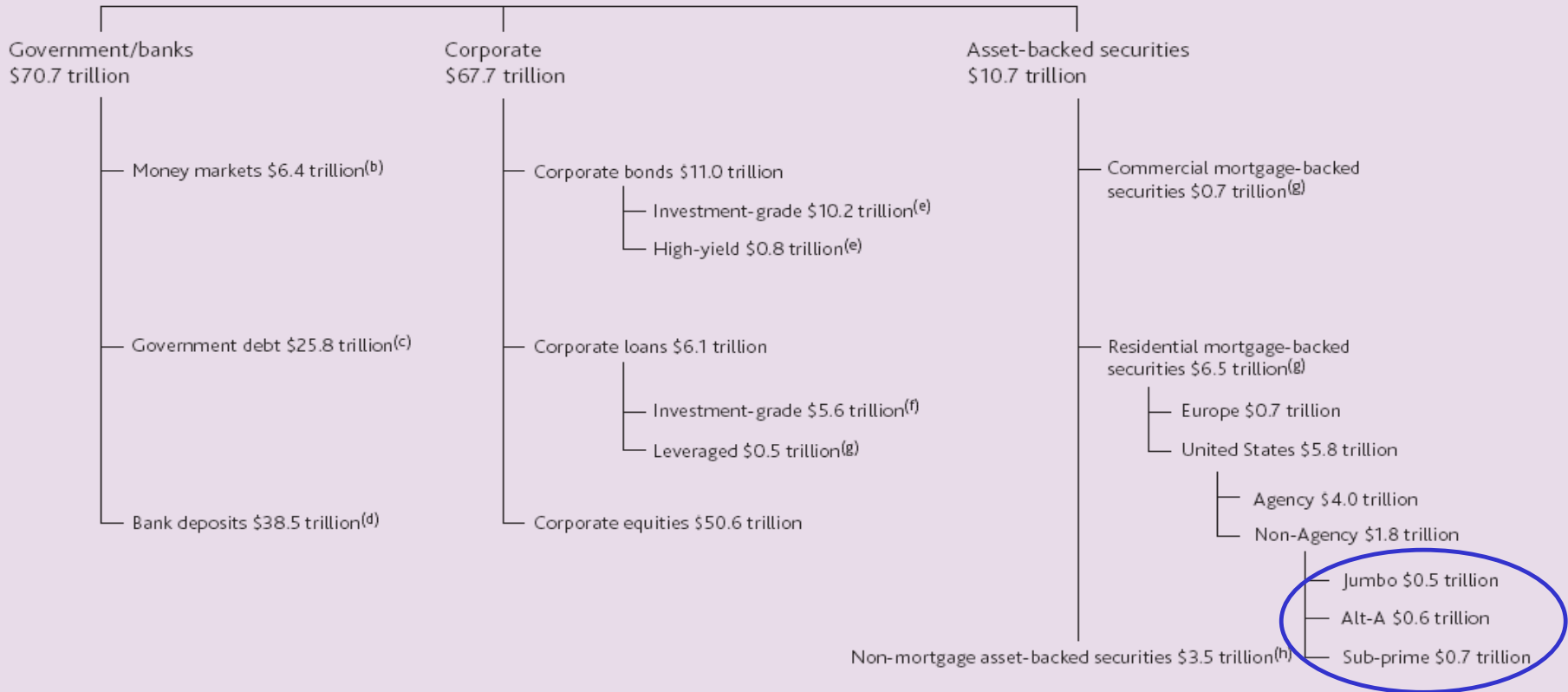
Fonte: Bilanci bancari –

- Pur operando all'interno di limiti "prudenziali" posti dalla regolamentazione vigente, l'intero universo bancario si è rivelato insolvente.



# Origini della crisi: la scintilla

Figure A Size of global securities markets<sup>(a)</sup>



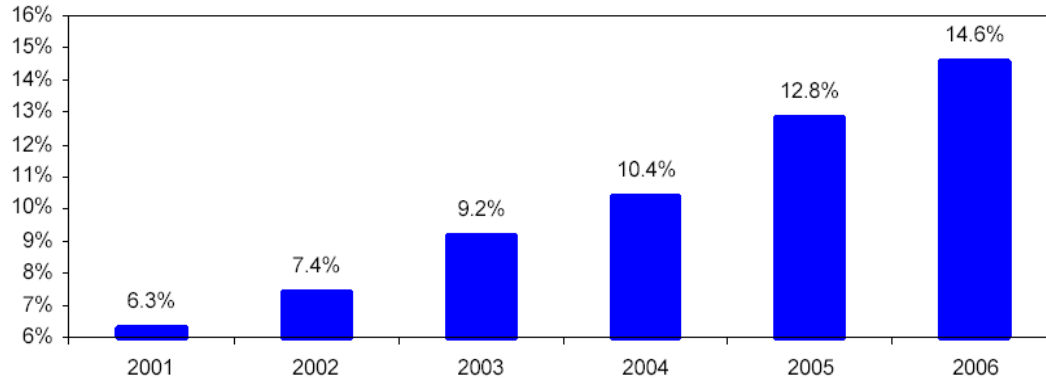
Sources: BIS, Board of Governors of the Federal Reserve, European Securitisation Forum, Eurostat, Fitch Ratings Ltd, McKinsey Global Institute, ONS, Securities Industry and Financial Markets Association, Standard and Poor's, World Federation of Exchanges and Bank calculations.

- (a) All data are global at end-2006 unless stated.
- (b) Euro area, the United Kingdom, the United States and international money market instruments outstanding.
- (c) Excludes local government debt and government agency debt. In the United States, for example, agency and municipal debt totalled \$4.6 trillion at 2007 end-Q1.
- (d) End-2005 except for the United Kingdom and the United States.
- (e) Aggregate of Africa, Europe, the Middle East and the United States.
- (f) Aggregate of euro area, the United Kingdom and the United States.
- (g) Aggregate of Europe and the United States.
- (h) Aggregate of Europe and the United States. Includes securitised home equity loans, auto loans, consumer loans, credit card debt, student loans and other sorts of non-mortgage loans.

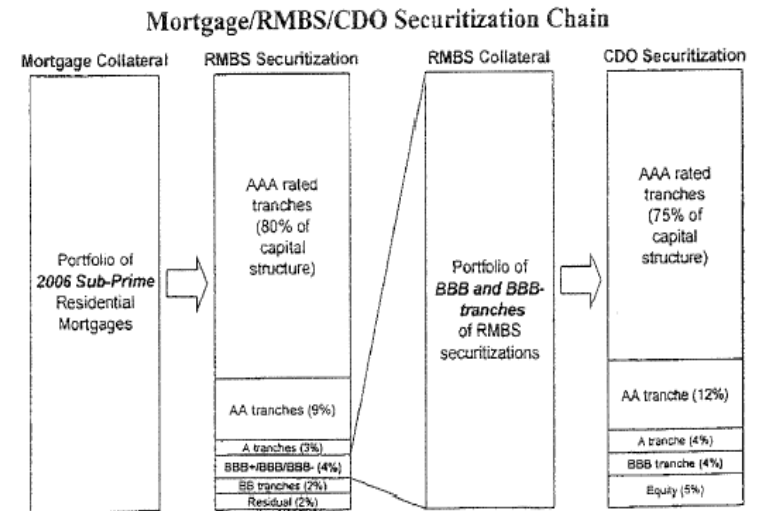
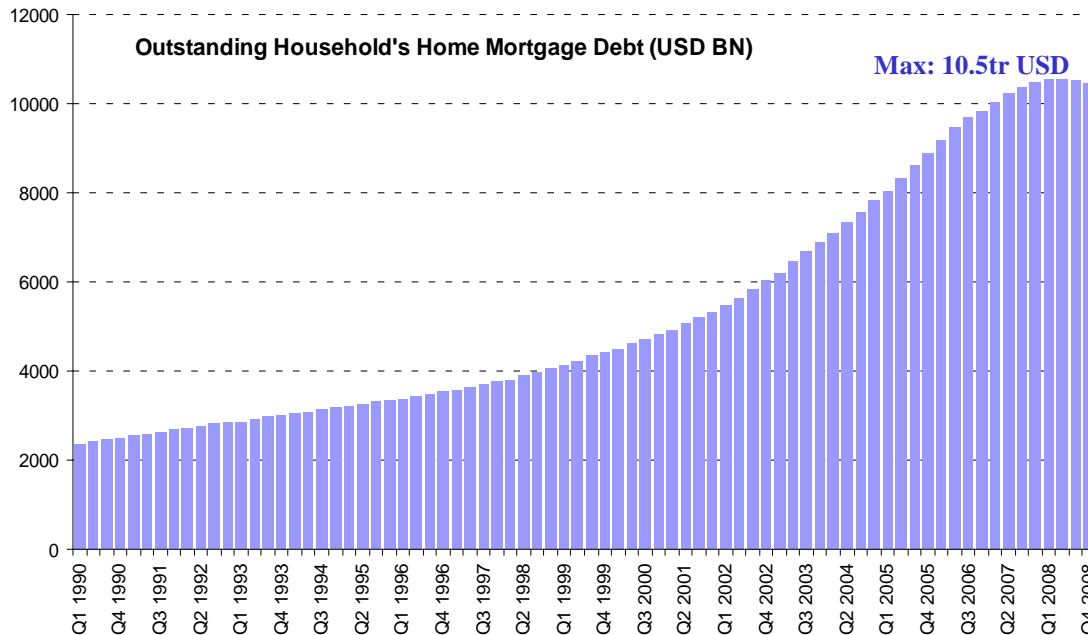


# Origini della crisi: la scintilla

Subprime Loans as % of Outstanding Mortgage Debt



• I mutui “sub-prime” rappresentavano una frazione non particolarmente rilevante dell’intero debito immobiliare statunitense (circa il 15% di 10tr USD a fine 2006), ma avevano registrato tassi di crescita vertiginosi negli ultimi anni.

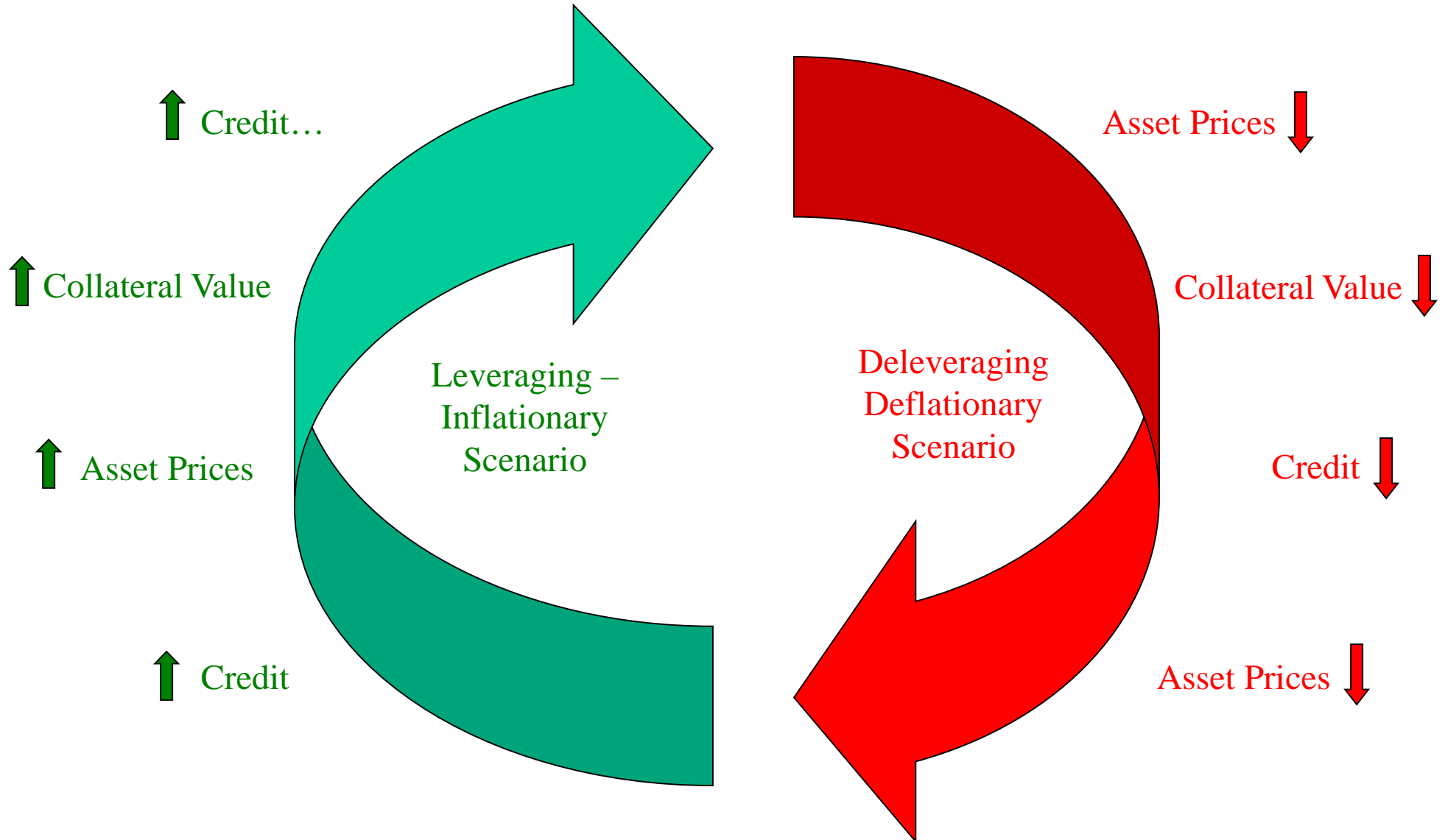


Fonte: Bridgewater, Datastream (elaborazioni BdC).



# La crisi: la spirale del debito

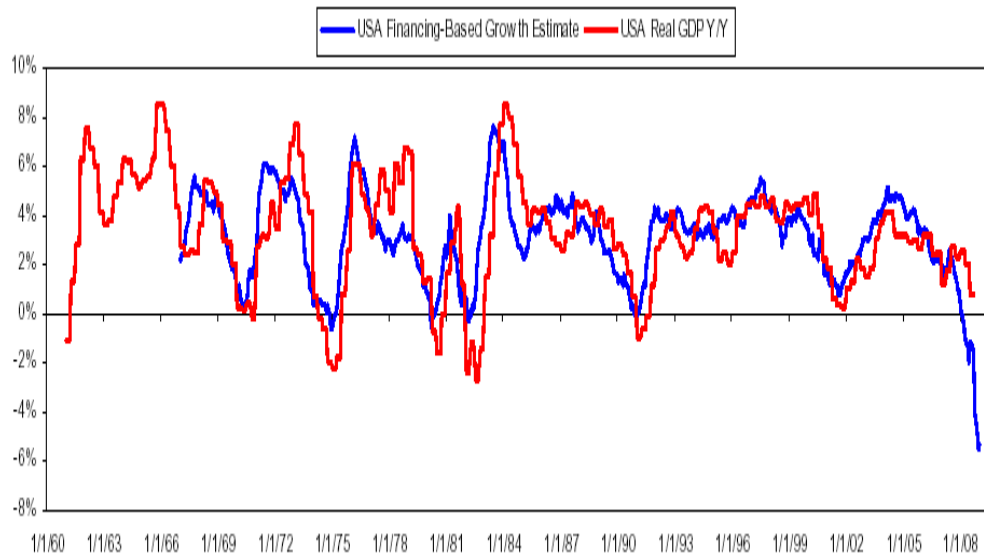
Da uno scenario inflattivo ad un incubo deflattivo.





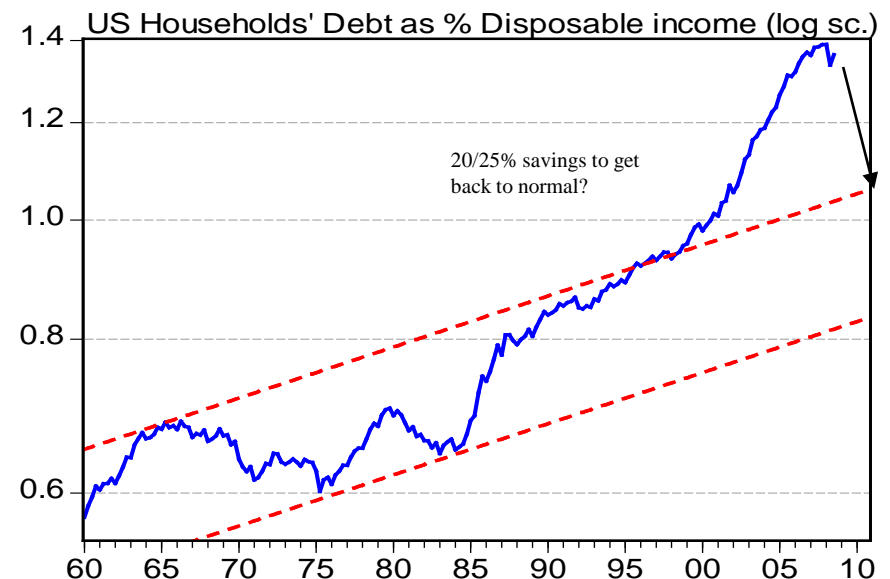


## La crisi: “debt deflation”



- La necessità del sistema bancario US di consolidare i propri bilanci a fronte delle perdite registrate sui propri asset “sicuri”, ha provocato una drastica riduzione della disponibilità di credito all’intera economia.

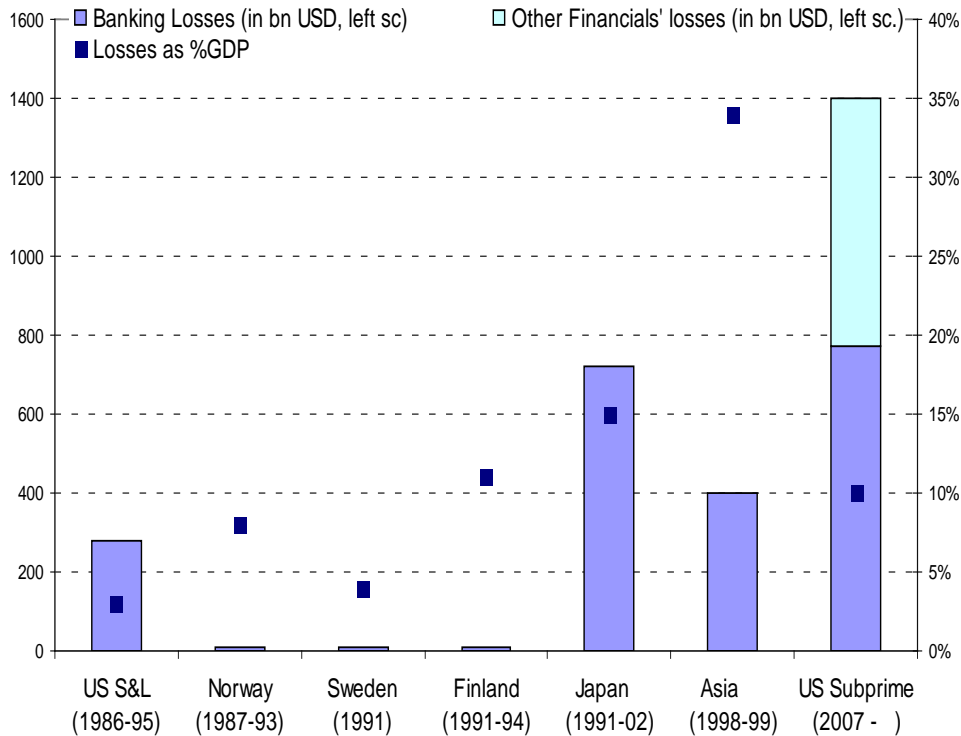
- Ciò si traduce per il sovra-indebitato consumatore americano in un forzato rientro dal proprio debito, in un aumento del proprio risparmio a discapito dei consumi.



Fonte: Bridgewater, Datastream (elaborazioni BdC).



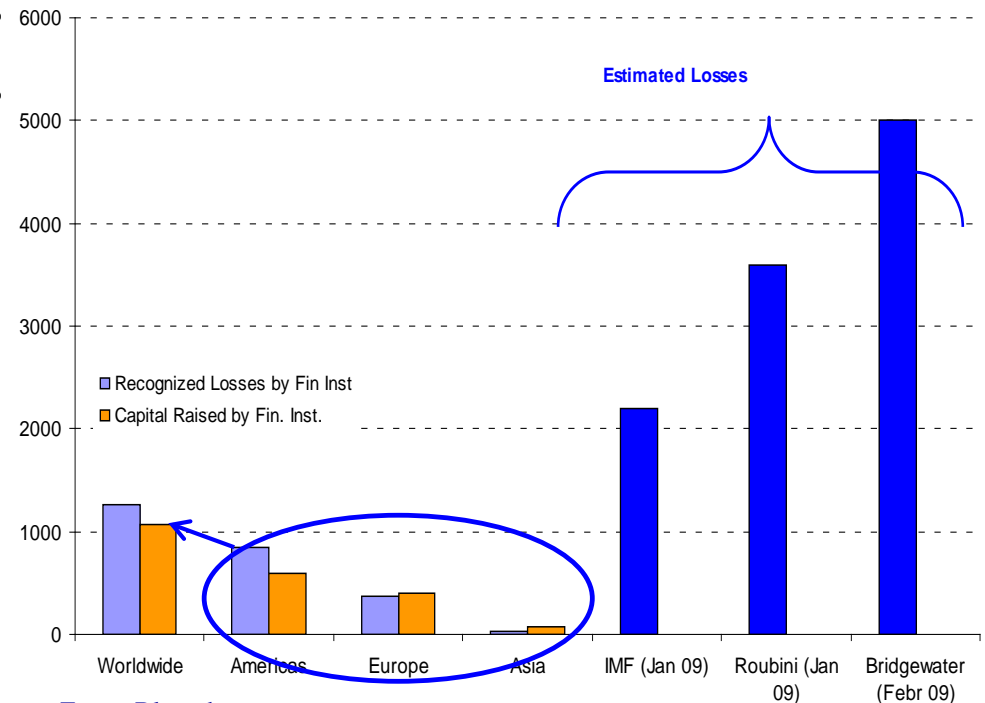
## A che punto siamo? Le banche



Fonte: IMF, elaborazioni BdC

- Il settore bancario ha iniziato il doloroso processo di riconoscimento delle perdite e di conseguente ricapitalizzazione, processo che, secondo le stime, è ancora lontano dall'essere vicino alla fine.

- I costi dell'attuale crisi rischiano di superare, in termini nominali, tutte le crisi bancarie dell'ultimo ventennio, toccando valori rilevanti anche in termini reali (rapportati al GDP).

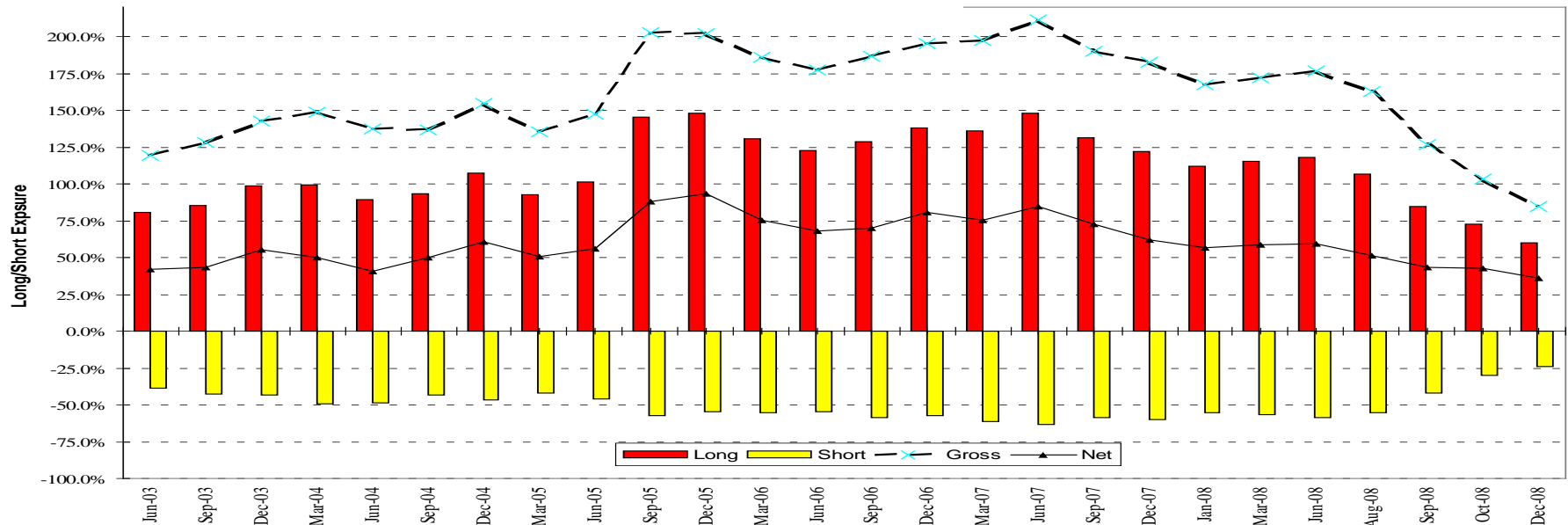


Fonte: Bloomberg

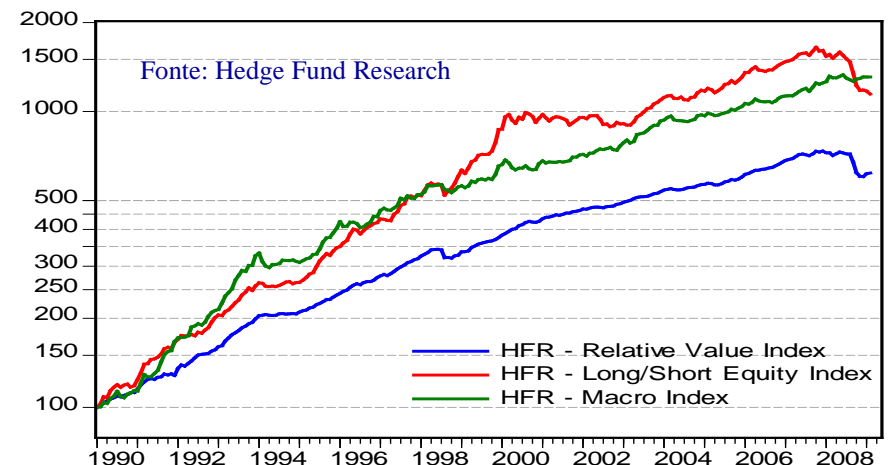


# A che punto siamo? Gli Hedge Funds

GLOBAL MANAGERS SELECTION FUND: Esposizione ai minimi

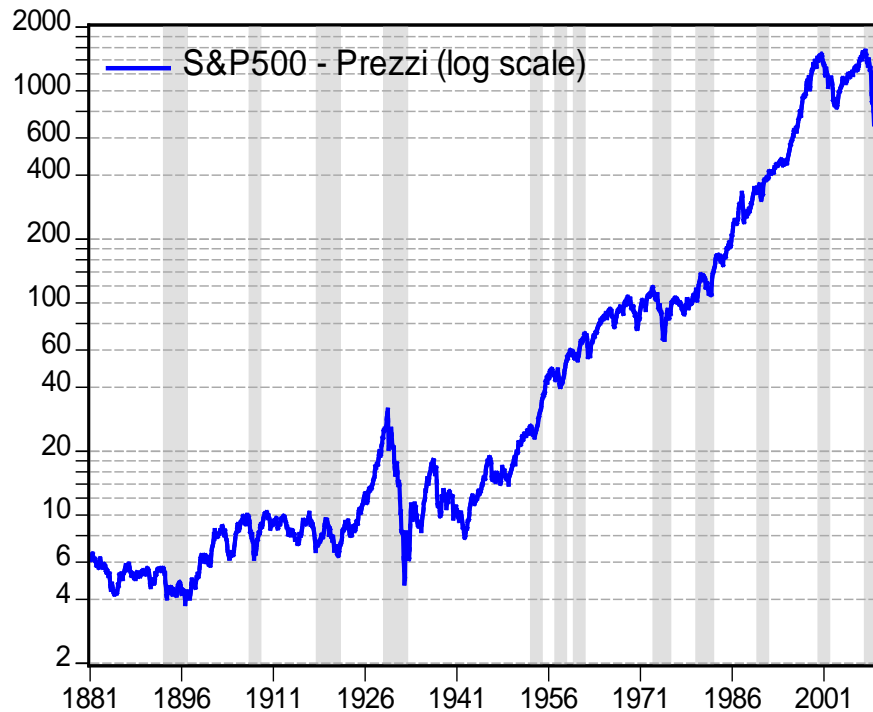


- La volatilità dei mercati e il venir meno della disponibilità di credito hanno indotto i gestori di hedge funds ad un sostanziale “deleveraging” dei propri portafogli.
- I fondi aggressivi e direzionali come i nostri hanno sofferto per l’esposizione alle borse ma oggi sono liquidi e con poche posizioni.
- I fondi a bassa volatilità sono illiquidi e rischiano di scomparire avendo tradito le attese.

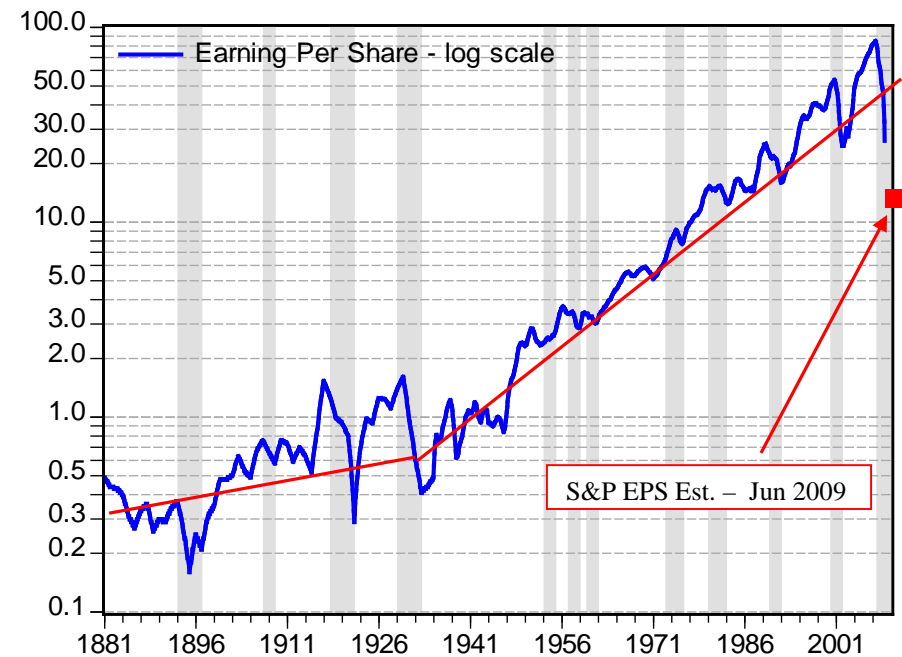




## A che punto siamo? Le Borse



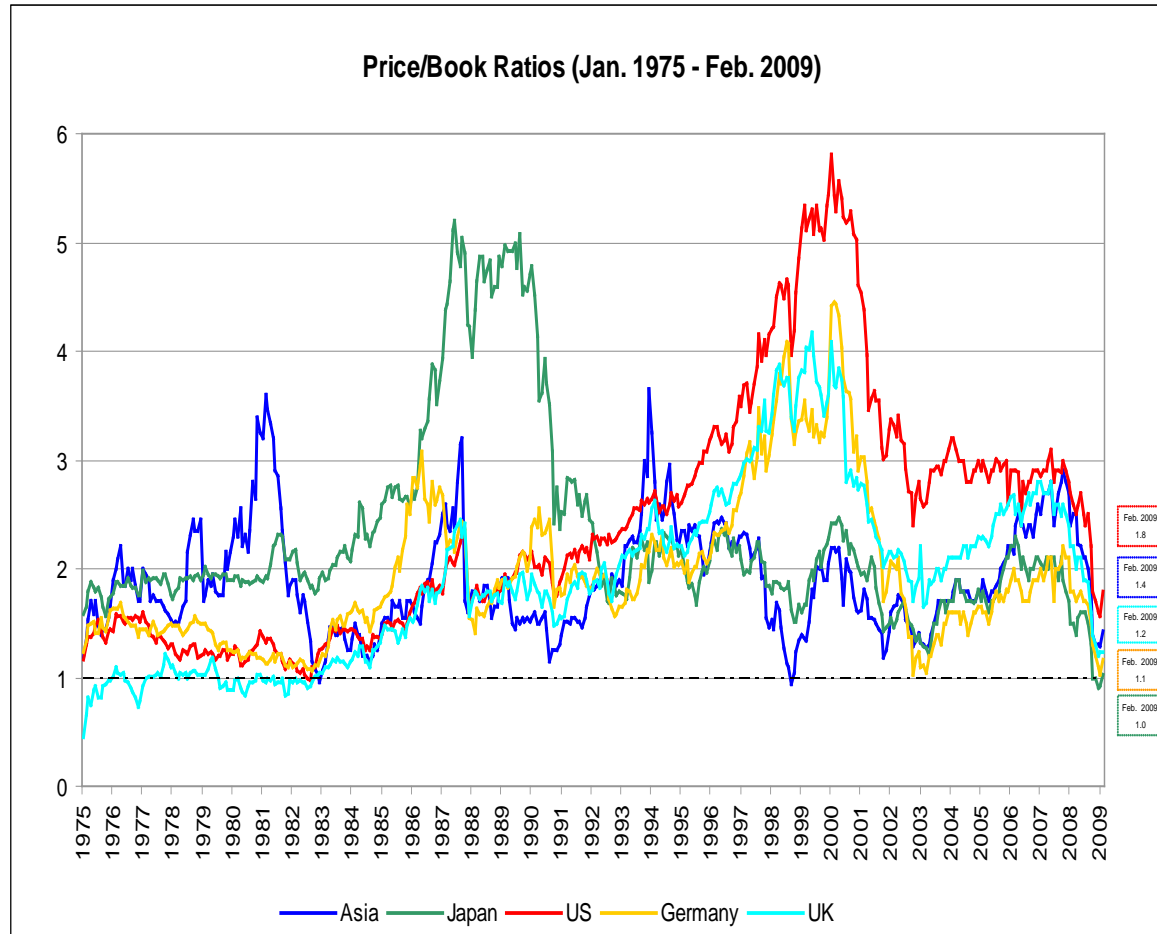
- Il calo dei prezzi è stato accompagnato da un calo degli utili di proporzioni epocali (oltre il 70% dal picco di metà del 2007, rispetto al 75% del 1929).



Fonte: Stock Market Data Used in "Irrational Exuberance" Princeton University Press, 2000, 2005, updated. R.J. Shiller

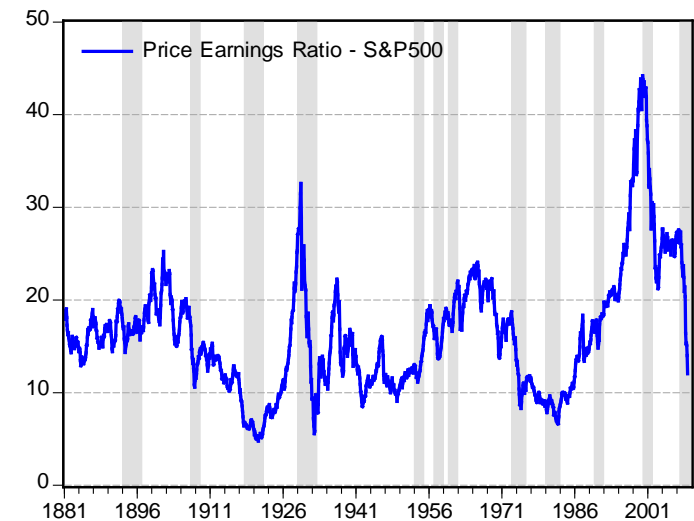


## A che punto siamo? Le Borse



Fonte: MSCI Index

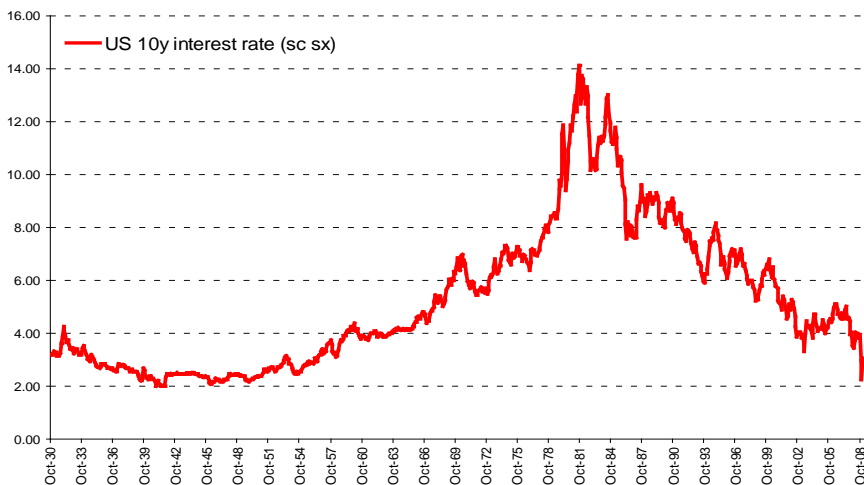
- Le valutazioni azionarie sono collassate su livelli storicamente “cheap”, ma non ai minimi raggiunti n  nella recessione del 1980, che nella Grande Depressione del 1929.



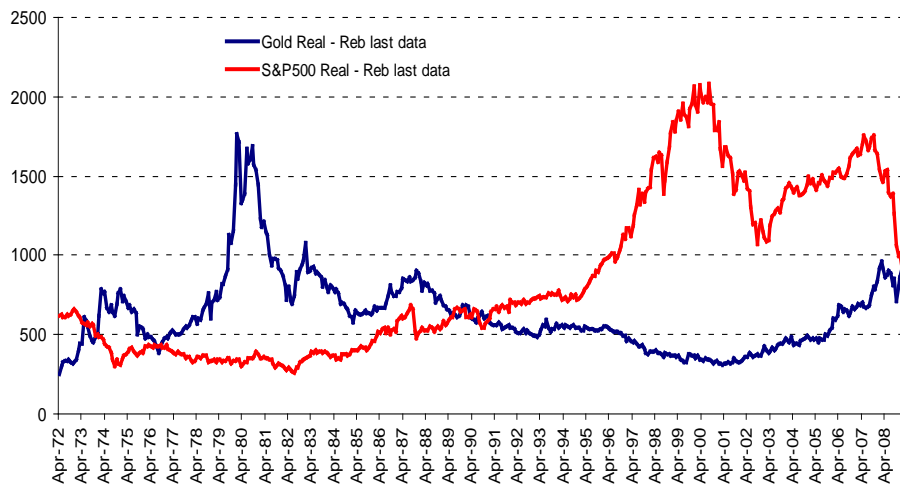
Fonte: Stock Market Data Used in "Irrational Exuberance" Princeton University Press, 2000, 2005, updated. R.J. Shiller



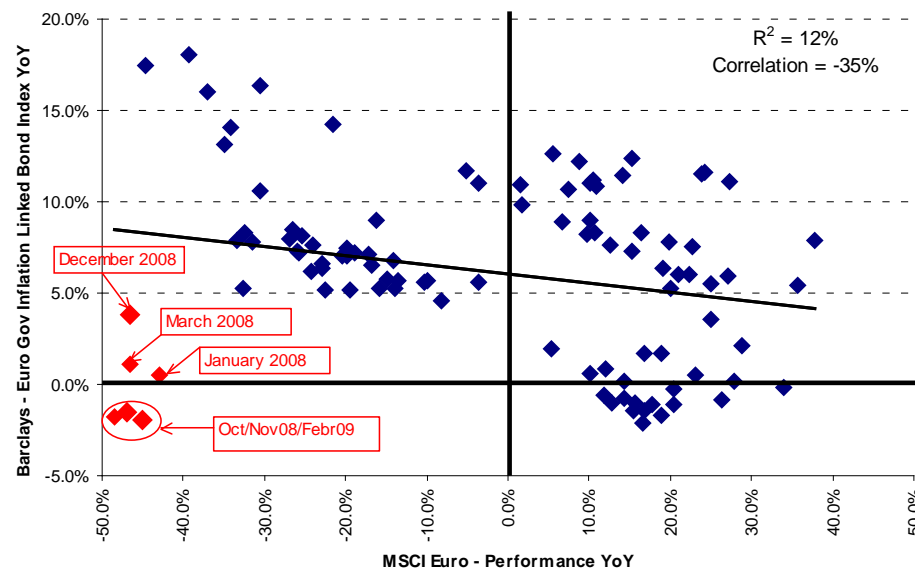
## A che punto siamo? Le obbligazioni e l'oro



- Le obbligazioni indicizzate all'inflazione possono essere una alternativa.



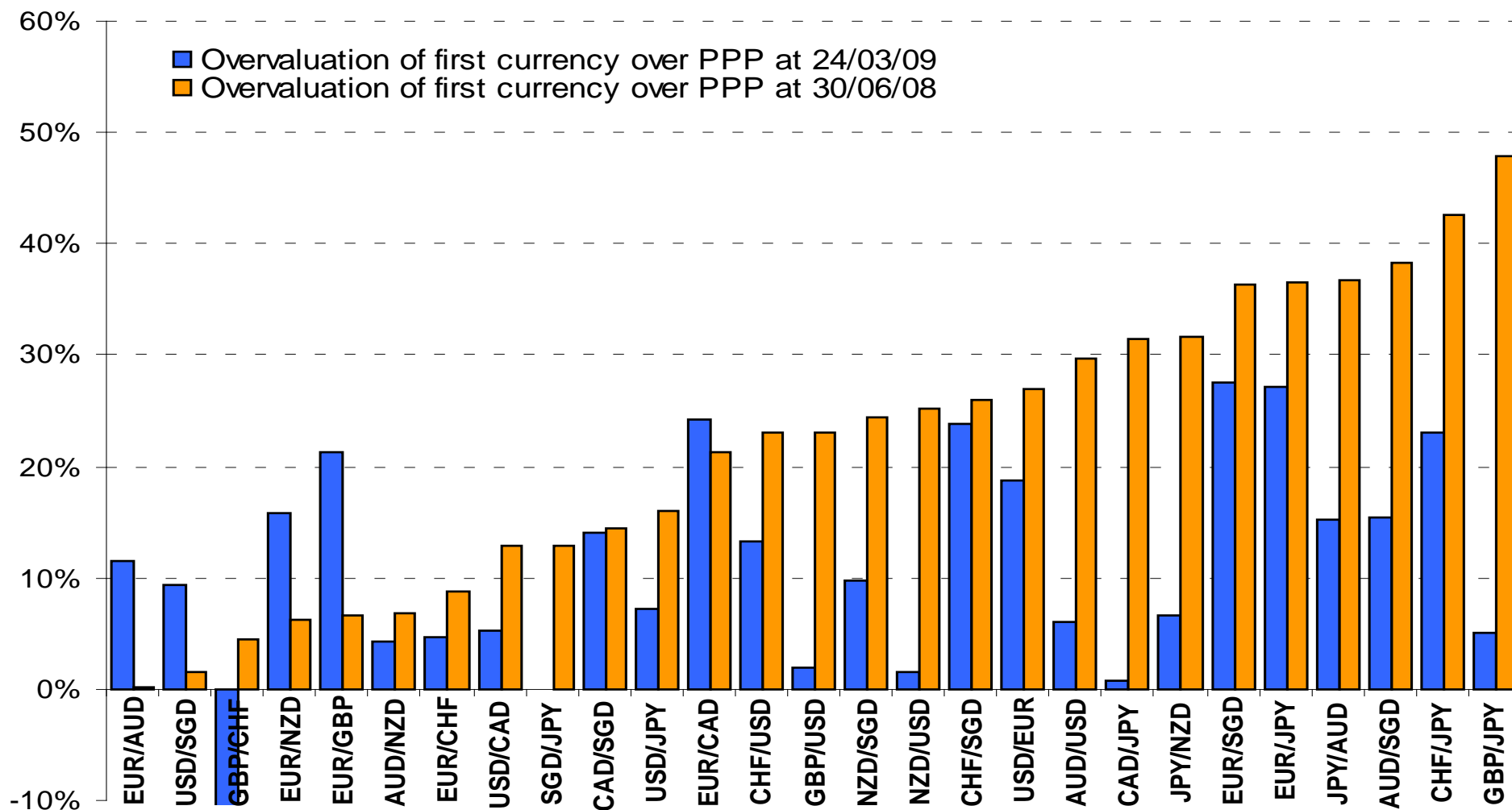
- I tassi di interesse sono a livelli storicamente bassi. L'acquisto di obbligazioni a questi tassi è rischioso.



- A fronte di possibili dissesti finanziari, l'oro può ancora essere un bene rifugio.



## A che punto siamo? I cambi



- Gli squilibri valutari, generati da investimenti volti a sfruttare i facili guadagni del “carry trade”, in un contesto di liquidità sovra-abbondante e bassa volatilità, sono rientrati ad una velocità impressionante nel momento in cui la crisi finanziaria ne ha forzato lo smantellamento.

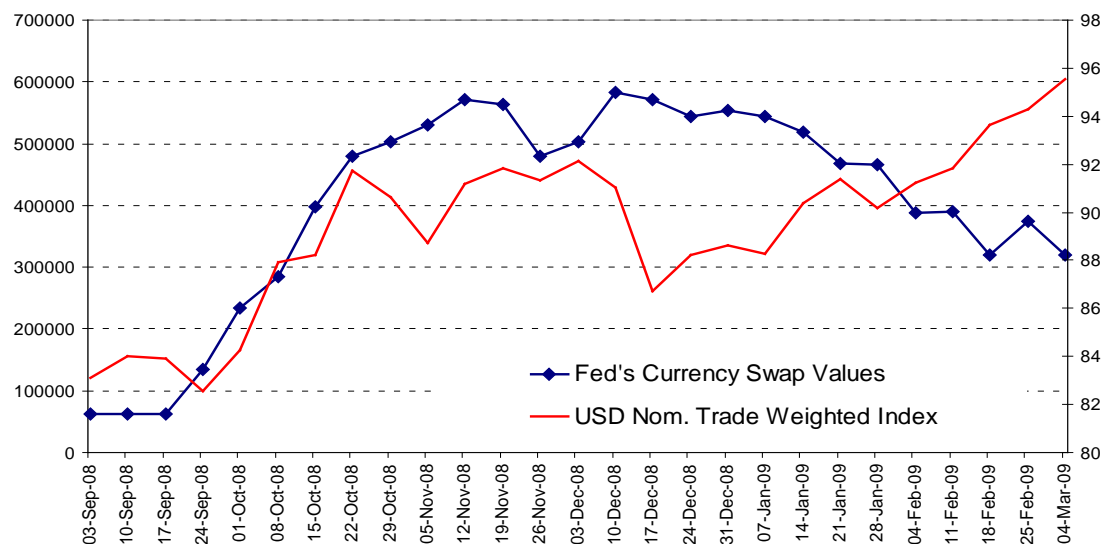


## A che punto siamo? La strana forza del dollaro...



- In modo non intuitivo, il Dollaro è stata la valuta che più ha beneficiato dell'avversione al rischio. Molti degli eccessi erano in titoli in dollari, finanziati in dollari o col rischio di cambio coperto. La liquidazione dei portafogli ha quindi obbligato ad acquistare dollari per coprire le perdite e la minore necessità di copertura al rischio di cambio ha pure causato acquisti di dollari.

Questa domanda di dollari proveniente soprattutto dal sistema bancario europeo è stata soddisfatta dai “currency swap” tra la Fed e le Banche Centrali Europee.

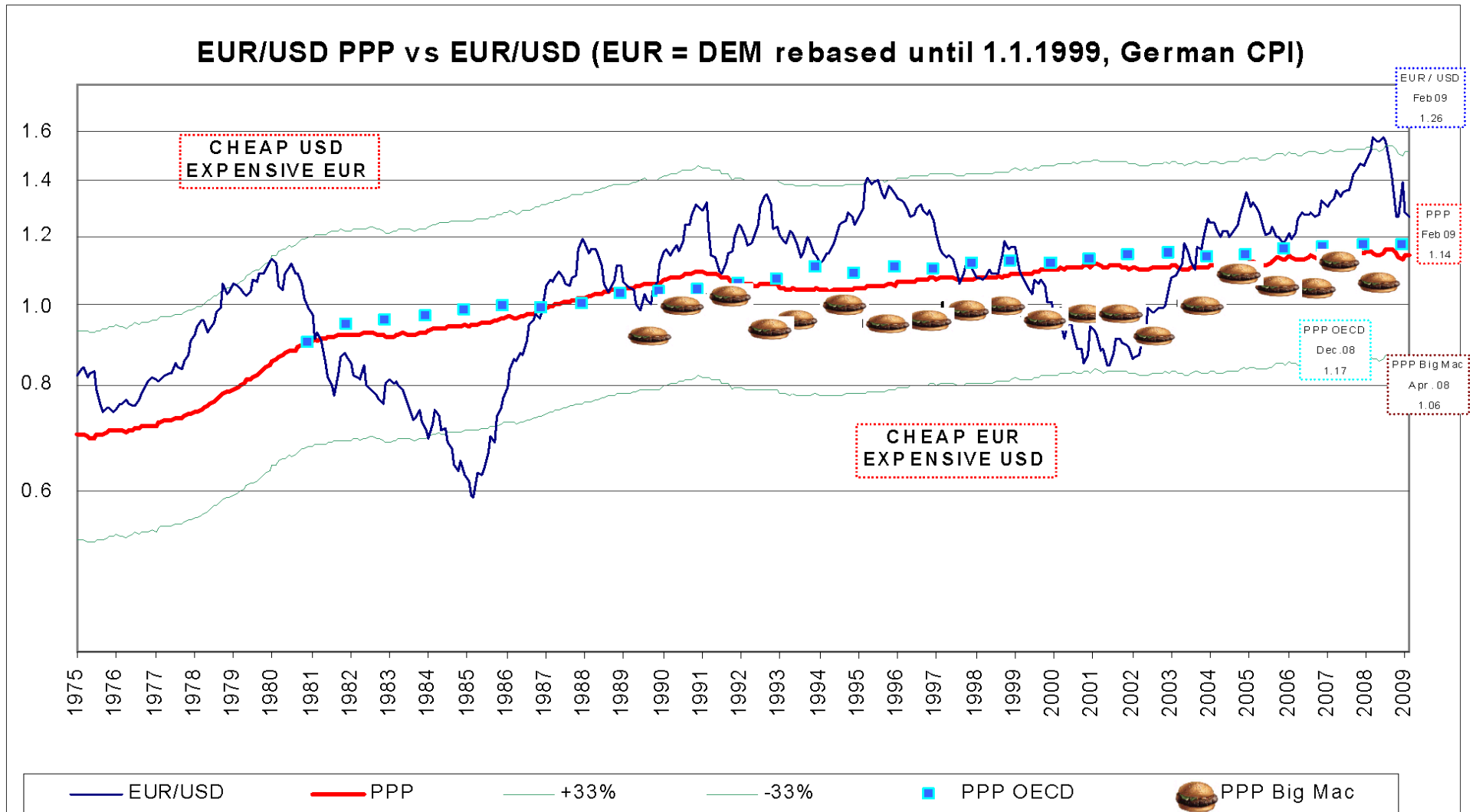






# A che punto siamo?

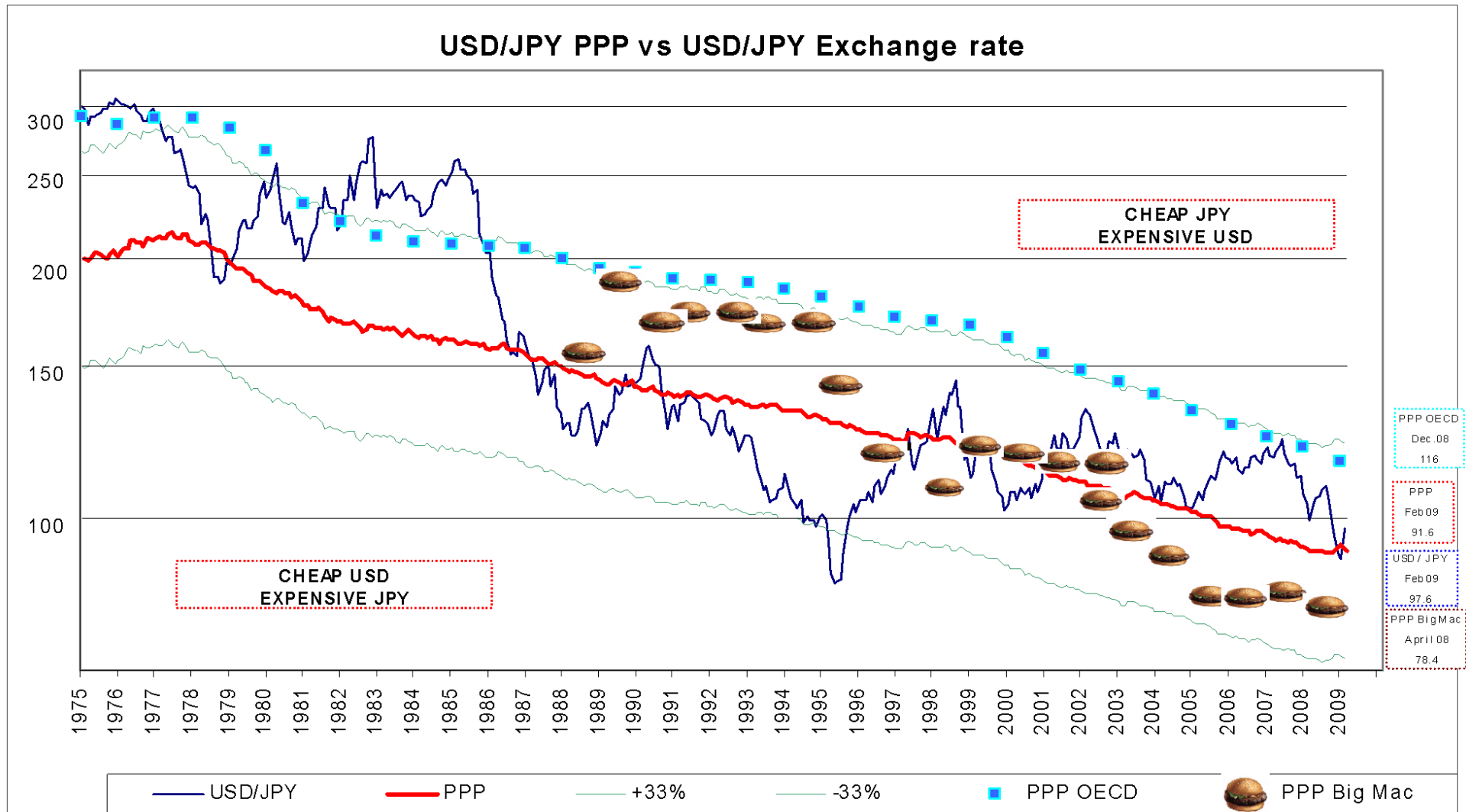
## MERCATI VALUTARI:





# A che punto siamo?

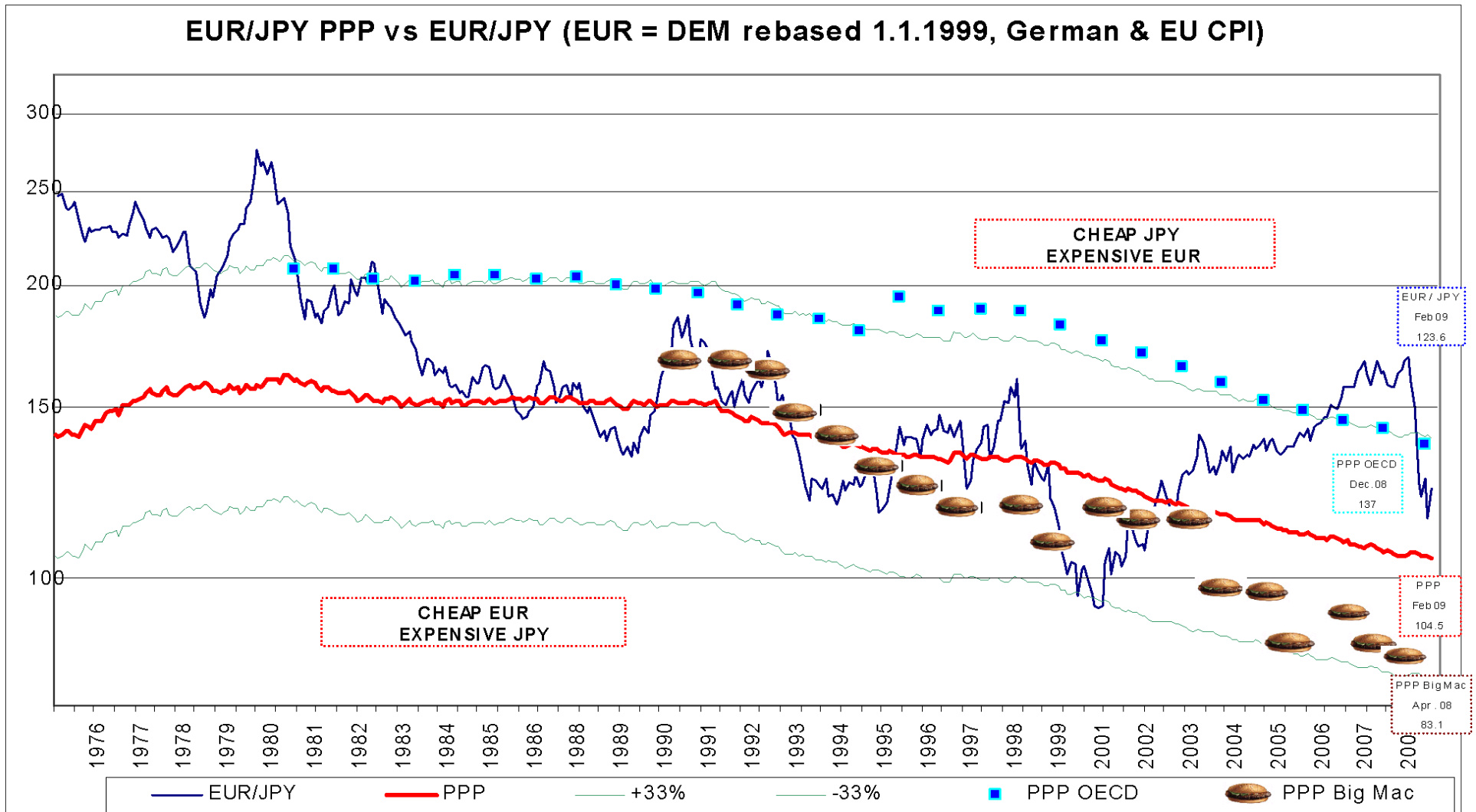
## MERCATI VALUTARI:





# A che punto siamo?

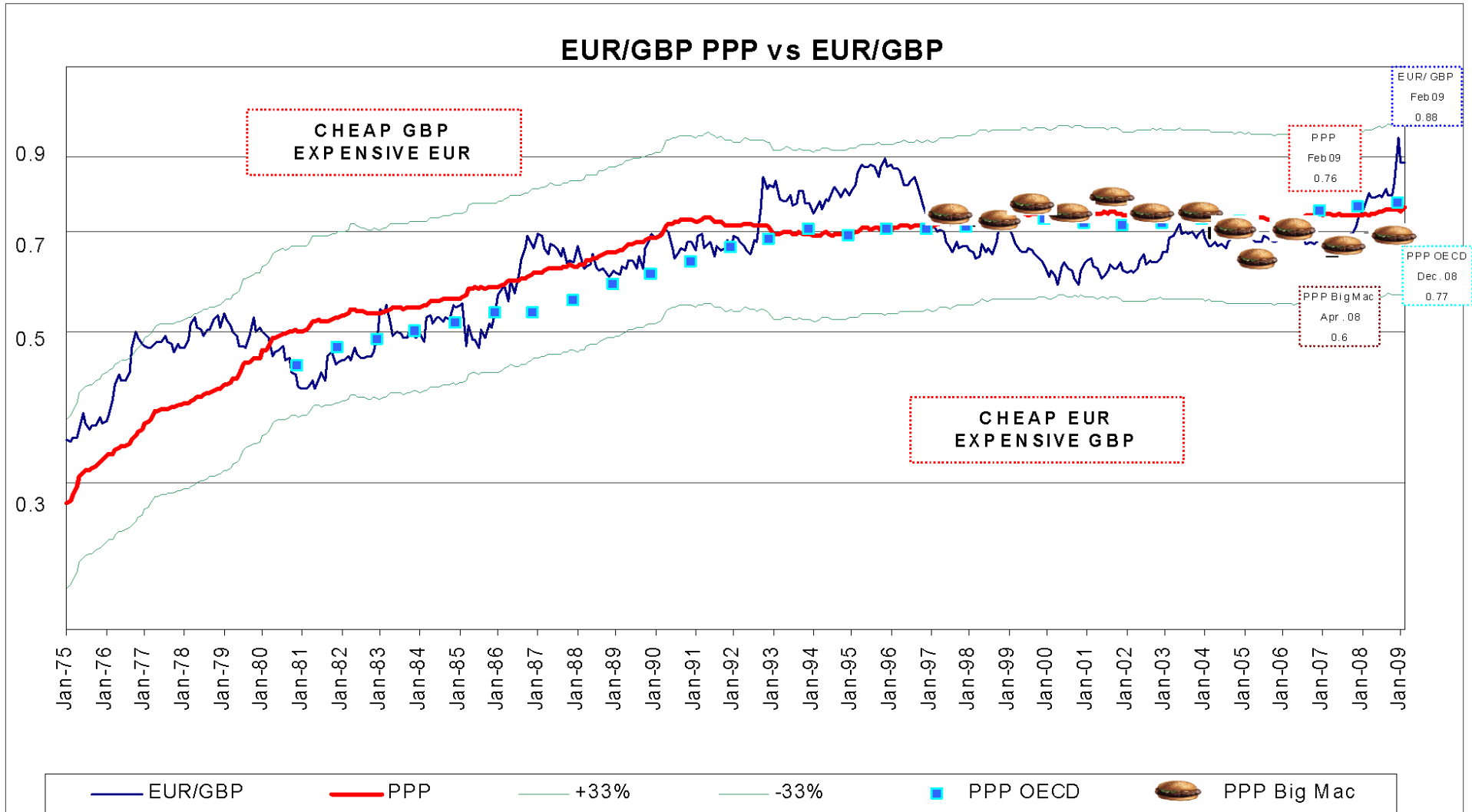
MERCATI VALUTARI:





# A che punto siamo?

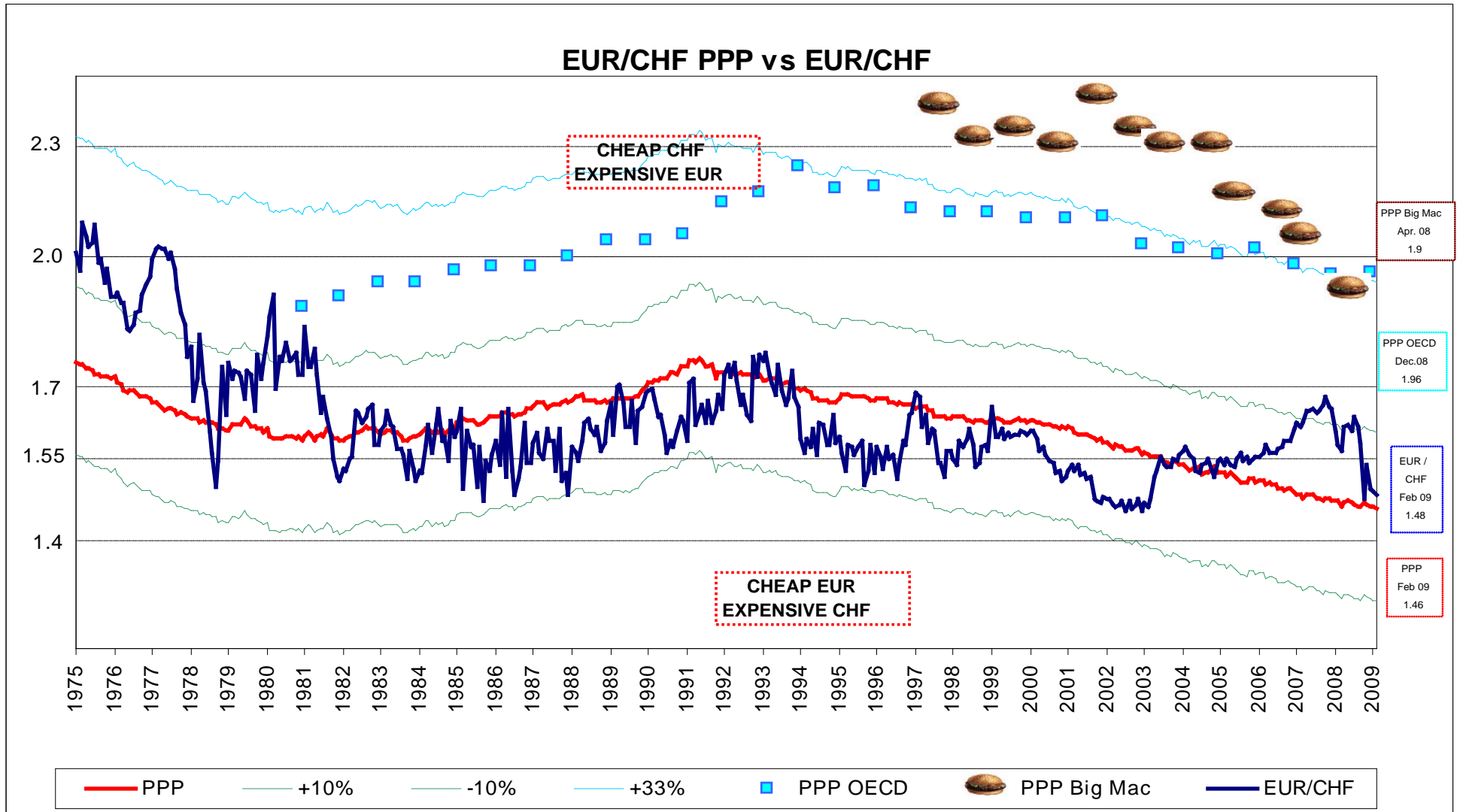
MERCATI VALUTARI:





# A che punto siamo?

MERCATI VALUTARI:

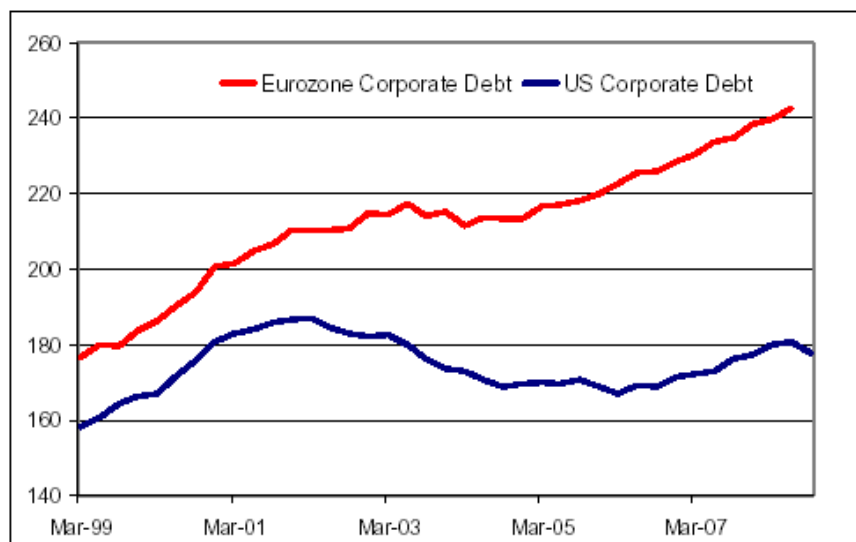




## Cosa ci aspetta?

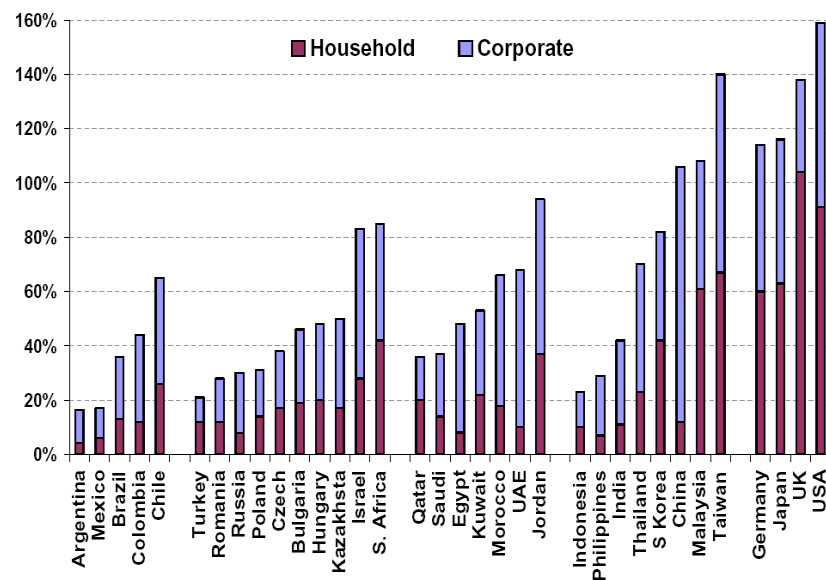
Sarà possibile per l'economia globale ritornare, in tempi relativamente brevi, ad un sentiero di crescita per lo meno in linea con il potenziale o si rischia di cadere in una trappola deflattiva (Japan) o in una spirale inflattiva (Weimar) prima di raggiungere una normalizzazione?

PRO per ritorno alla "normalità": Non tutti i paesi /settori economici hanno fatto eccessivo affidamento sul debito per finanziare la propria crescita. Non si deve sottovalutare le potenzialità di questa porzione sana dell'economia mondiale.



In % of gross value added. Source: Federal Reserve, Eurostat

**Settore produttivo US**



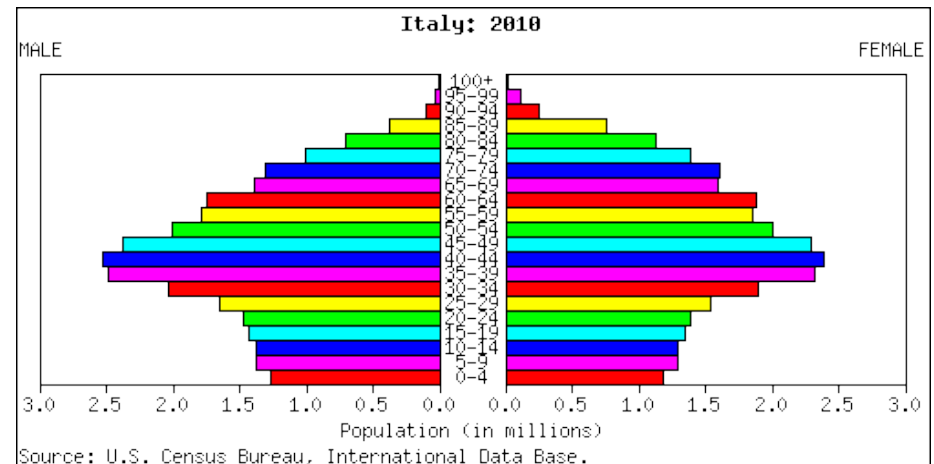
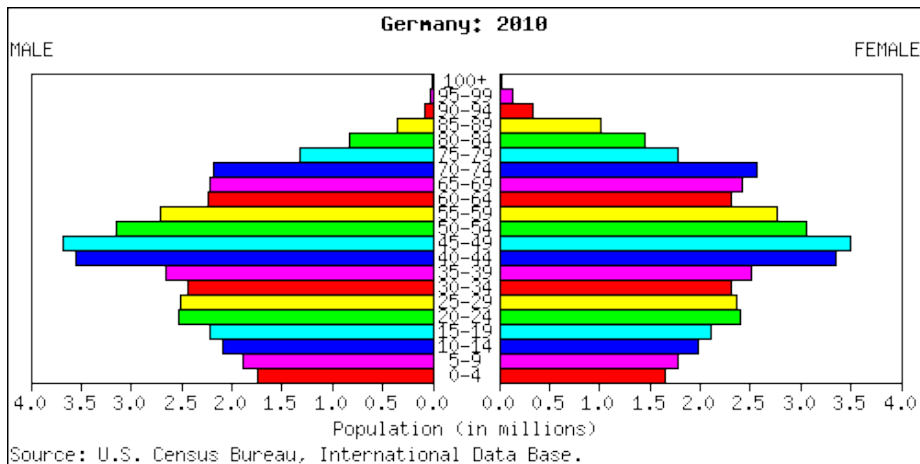
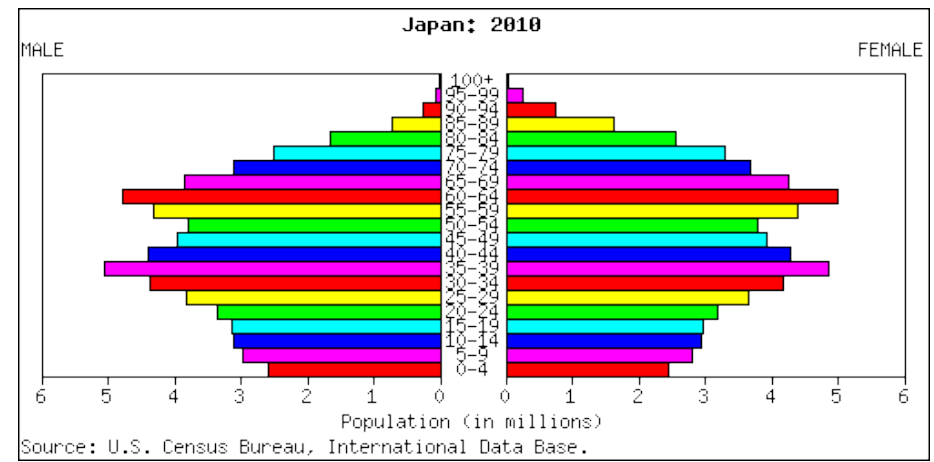
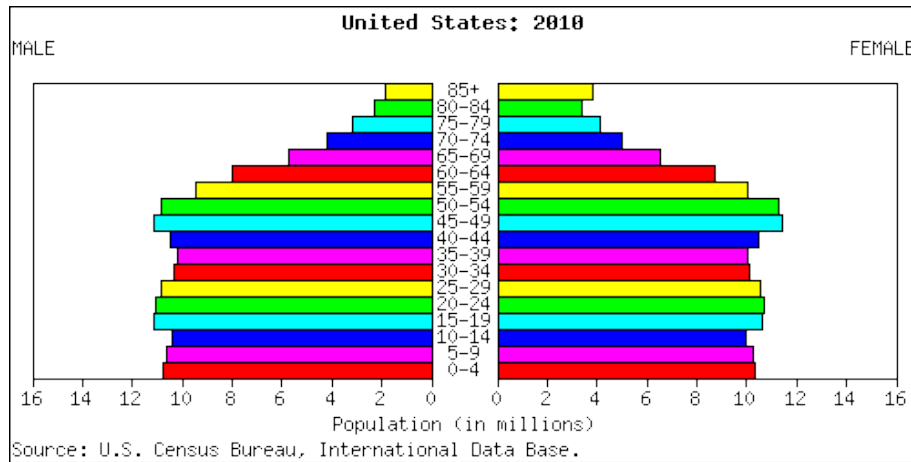
Fonte: MS Research

**Paesi Emergenti**



# Cosa ci aspetta?

Rischio “JAPAN”: Il dinamismo demografico degli US (e soprattutto di gran parte del mondo emergente) rispetto ad una situazione “a là Japan”, potrebbe rappresentare un fattore capace di scongiurare questa eventualità. Purtroppo lo stesso non può dirsi per l’Europa.



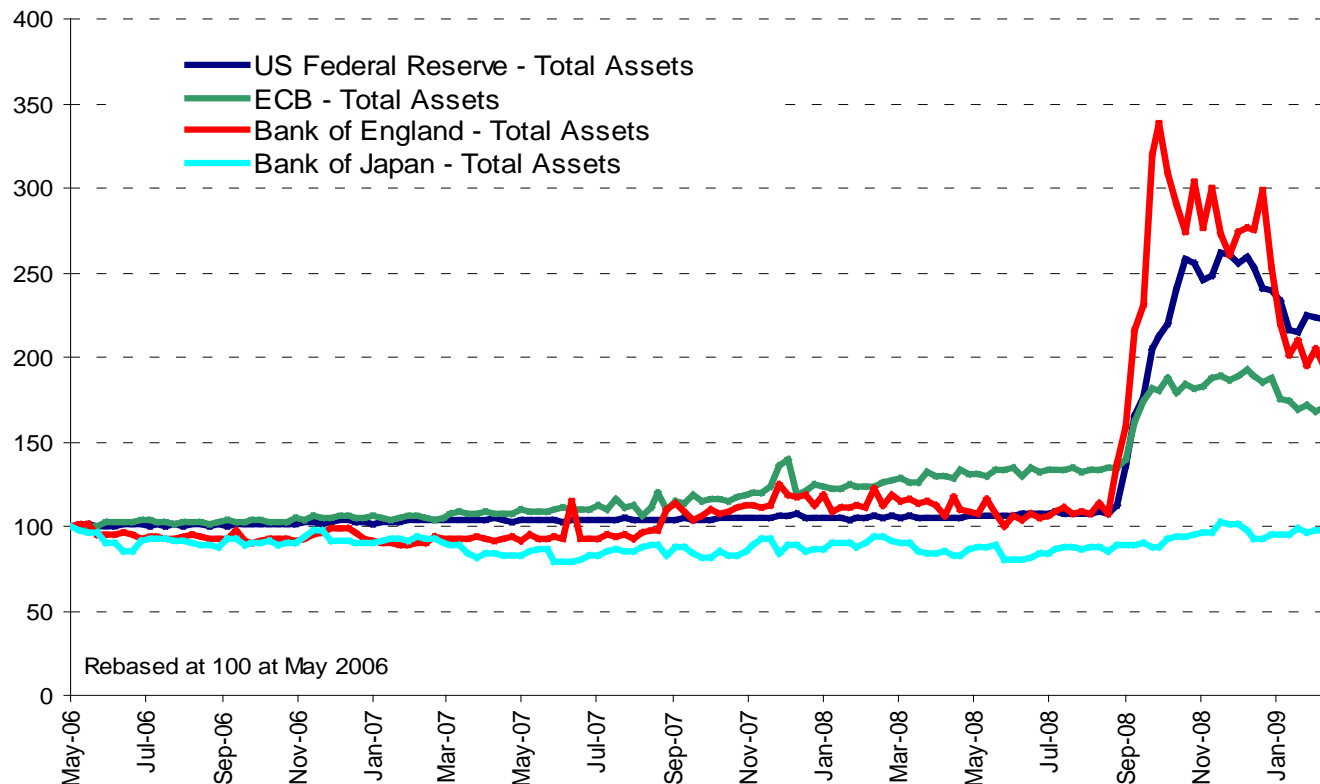
Fonte: US Census Bureau



## Cosa ci aspetta?

Rischio “WEIMAR”: Tutti i governi stanno espandendo il proprio deficit ed emettendo obbligazioni in quantità inusuali. Tutte le principali Banche Centrali hanno intrapreso aggressive politiche monetarie di “quantitative easing”, comprando debito senza sterilizzare gli interventi. Al momento la forte avversione al rischio ha rallentato la circolazione della moneta, ma nel momento in cui si iniziasse a temere una perdita del valore della moneta, l’accelerazione improvvisa della velocità di circolazione indurrebbe una spirale inflazionistica.

Deflazione seguita da iperinflazione (nonostante l’eccesso di capacità produttiva) sono state storicamente l’esito di politiche monetarie troppo aggressive di sostegno alla domanda.







## Cosa deve essere fatto.

- **L'attuale sistema finanziario è troppo lontano da un'efficiente economia di mercato:**

- Istituzioni finanziarie “too big to fail”
- Domini oligopolistici di mercati Over-The-Counter
- Incentivazione del “moral hazard”

- **Si deve intervenire:**

- Sulla regolamentazione: il sistema normativo creato da Basilea II si è dimostrato fallimentare e pro-ciclico
- Sui mercati: riportare la negoziazione su mercati regolamentati
- Sugli strumenti finanziari: certi derivati come i CDS vanno proibiti.
- Sulla mentalità: deve essere abbandonato il mito della stabilità, accettando l'ineluttabilità della “creative destruction”.