

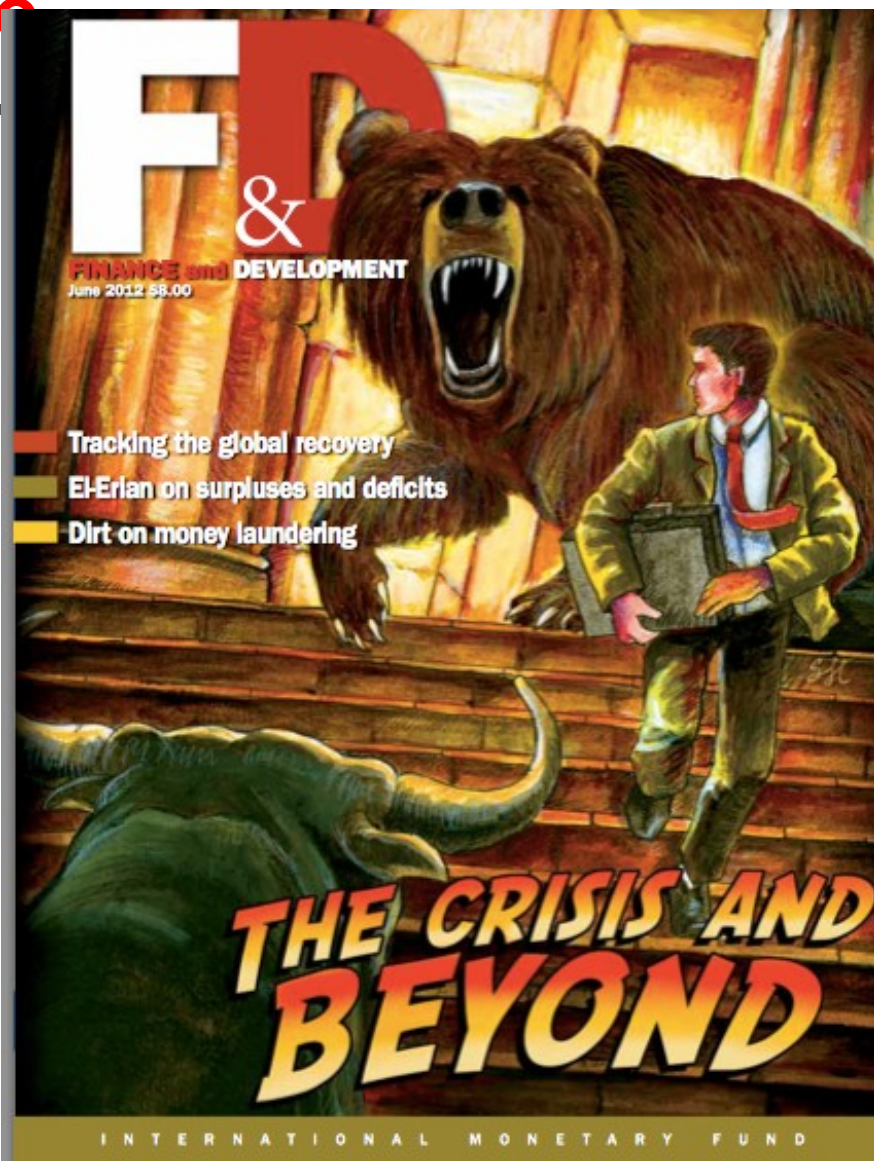
Marco Imbeni per modificare lo stile del sottotitolo dello schema
Summer School Renzo Imbeni
Modena, 4 settembre 2012



Agenda

- **Le cause della crisi finanziaria: troppo debito, poche regole**
- **La crisi del debito pubblico e il circolo vizioso banche-Stati**
- **I problemi specifici dell'Europa e dell'unione monetaria**

A che punto è la crisi secondo il Fondo monetario



Il cruscotto del Fmi

Il livello del debito nei principali paesi (Apr 2012)

	United States	Japan	United Kingdom	Canada	Euro area	Belgium	France	Germany	Greece	Ireland	Italy	Portugal	Spain
General government debt¹													
Gross	107	235	88	85	90	99	89	79	153	113	123	112	79
Net ²	84	135	84	35	70	84	83	54	n.a.	103	102	111	67
Primary balance	-6.1	-8.9	-5.3	-3.1	-0.5	0.5	-2.2	1.0	-1.0	-4.4	3.0	0.1	-3.5
Household debt³													
Gross	88	74	99	89	70	53	63	59	70	120	51	105	89
Net ⁴	-226	-235	-178	-151	-123	-191	-127	-118	-48	-68	-171	-124	-72
Nonfinancial corporate debt													
Gross ^{5,6}	87	143	118	53	138	178	152	63	75	244	112	154	195
Debt divided by equity (percent)	82	184	86	45	106	53	85	107	264	84	139	144	149
Financial institutions													
Gross debt ⁸	87	177	742	60	142	124	169	97	33	691	97	63	109
Leverage of domestic banks ⁸	11	23	22	18	23	27	24	28	15	24	19	16	20
Bank claims on public sector ⁹	7	79	8	18	n.a.	23	17	21	29	27	32	19	26
External liabilities													
Gross ^{3,7}	146	66	717	93	191	403	255	219	207	1,717	142	286	221
Net ^{3,7}	16	-52	11	11	14	-64	9	-33	97	93	23	107	93
Government debt held abroad ⁸	30	19	25	17	25	57	56	48	87	66	49	62	28



Perché il debito è cresciuto tanto?

- Politiche monetarie accomodanti: tanta liquidità (bassi tassi di interesse) e credito abbondante
- Global financial imbalances
- Il credito facile copre molti problemi:
 - I surplus di Cina (altri paesi emergenti, ma anche Germania) finanziano i paesi avanzati e forniscono merci a basso costo (controllo inflazione)
 - Il reddito delle famiglie non cresce (spostamento a favore profitti e top 1% popolazione) ma i consumi (e il reddito) crescono: LA GREAT MODERATION

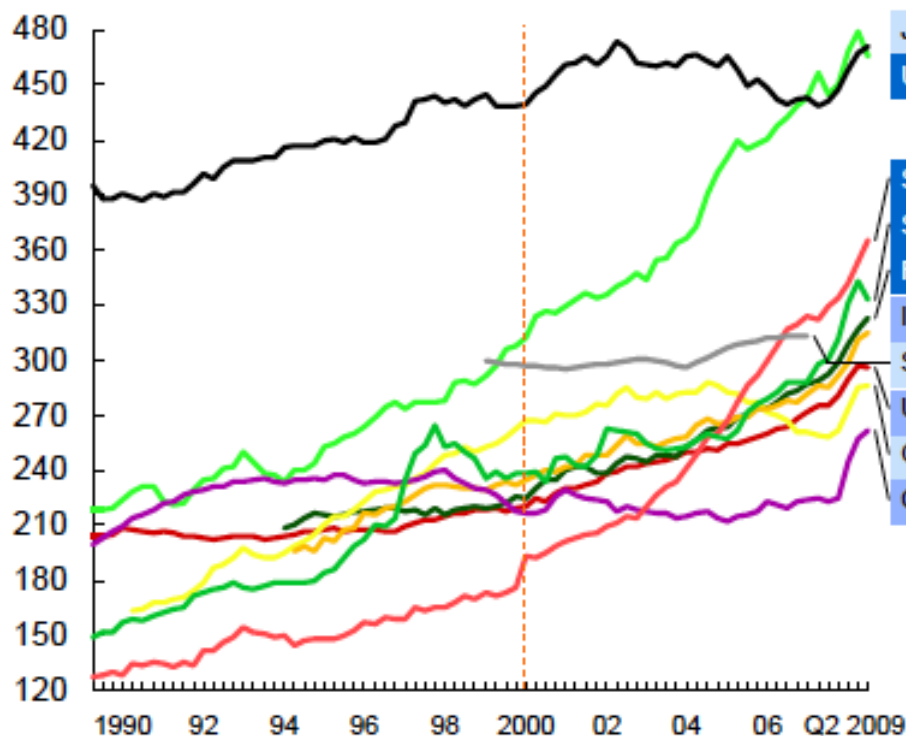


Un piccolo particolare: il debito va rimborsato

La crescita del debito privato nei paesi avanzati

Debt grew in most mature economies

Domestic private and public sector debt¹ by country
% of GDP

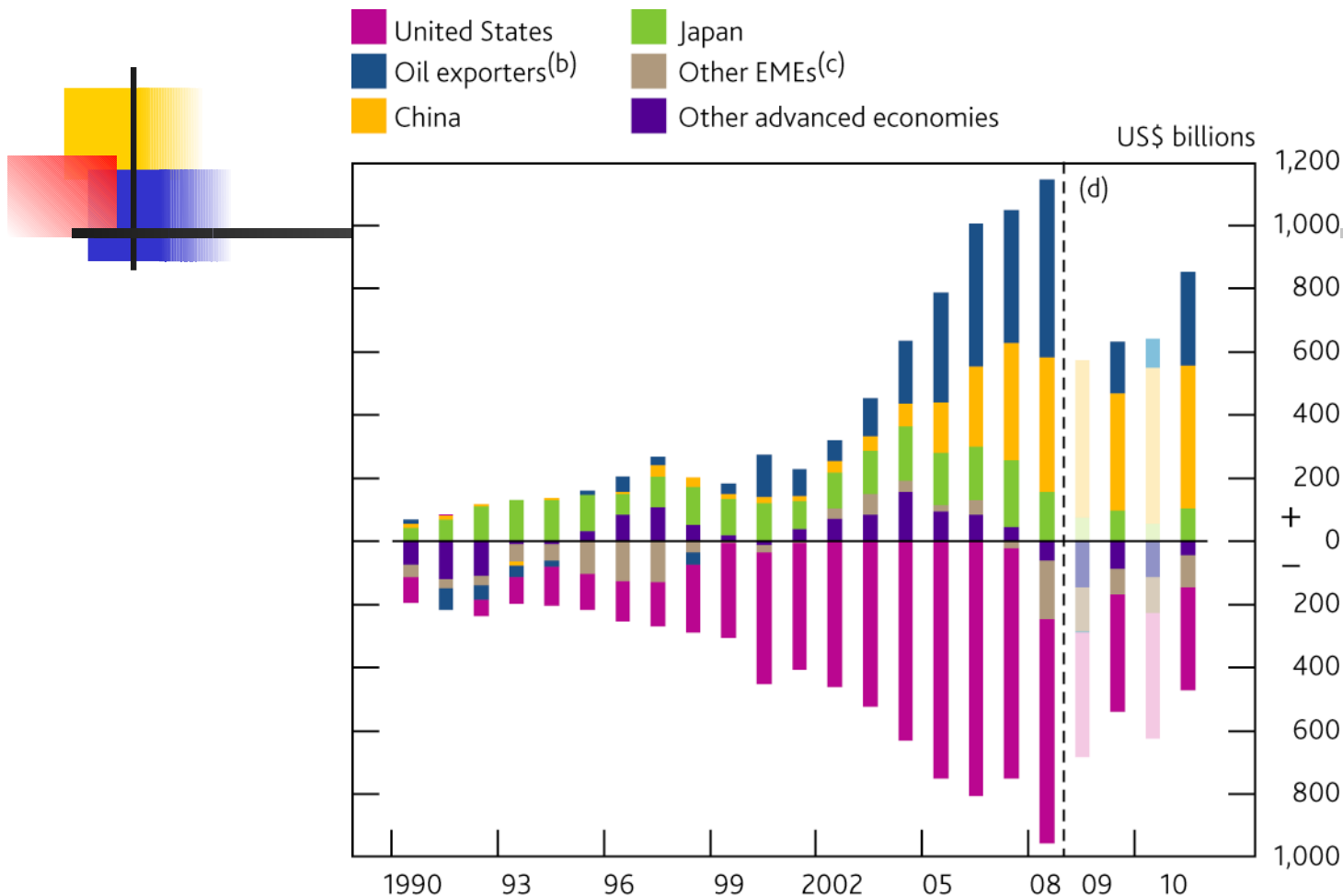


CAGR², % Change, p.p.
1990-00 2000-08 2000-08

Japan	1.2	0.5	19
UK ³	3.3	5.2	157

Spain	4.1	7.4	150
S. Korea	4.3	4.2	93
France	1.2	3.9	83
Italy	2.9	3.1	64
Switzerland	N/A	0.8	17
US	0.6	3.5	70
Germany	5.6	0.3	7
Canada	0.3	1.5	28

1. Le cause della crisi 2. il circolo vizioso 3. La crisi europea



Sources: IMF World Economic Outlook (April 2009 and October 2009) and Bank calculations.

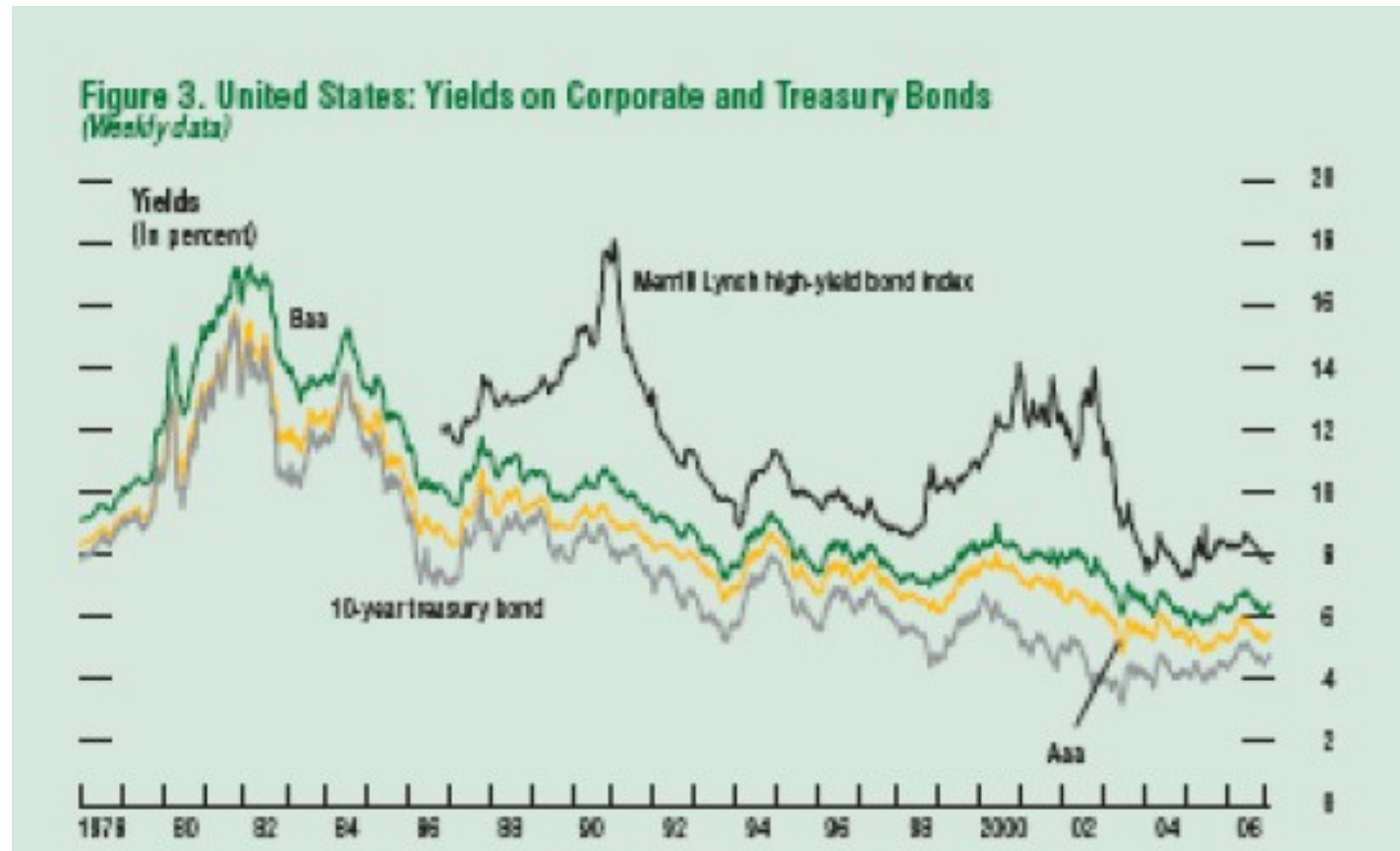
(a) May not sum to zero due to errors and omissions.

(b) The sum of the ten largest oil exporters in 2004: Algeria, Iran, Kuwait, Mexico, Nigeria, Norway, Russia, Saudi Arabia, United Arab Emirates and Venezuela.

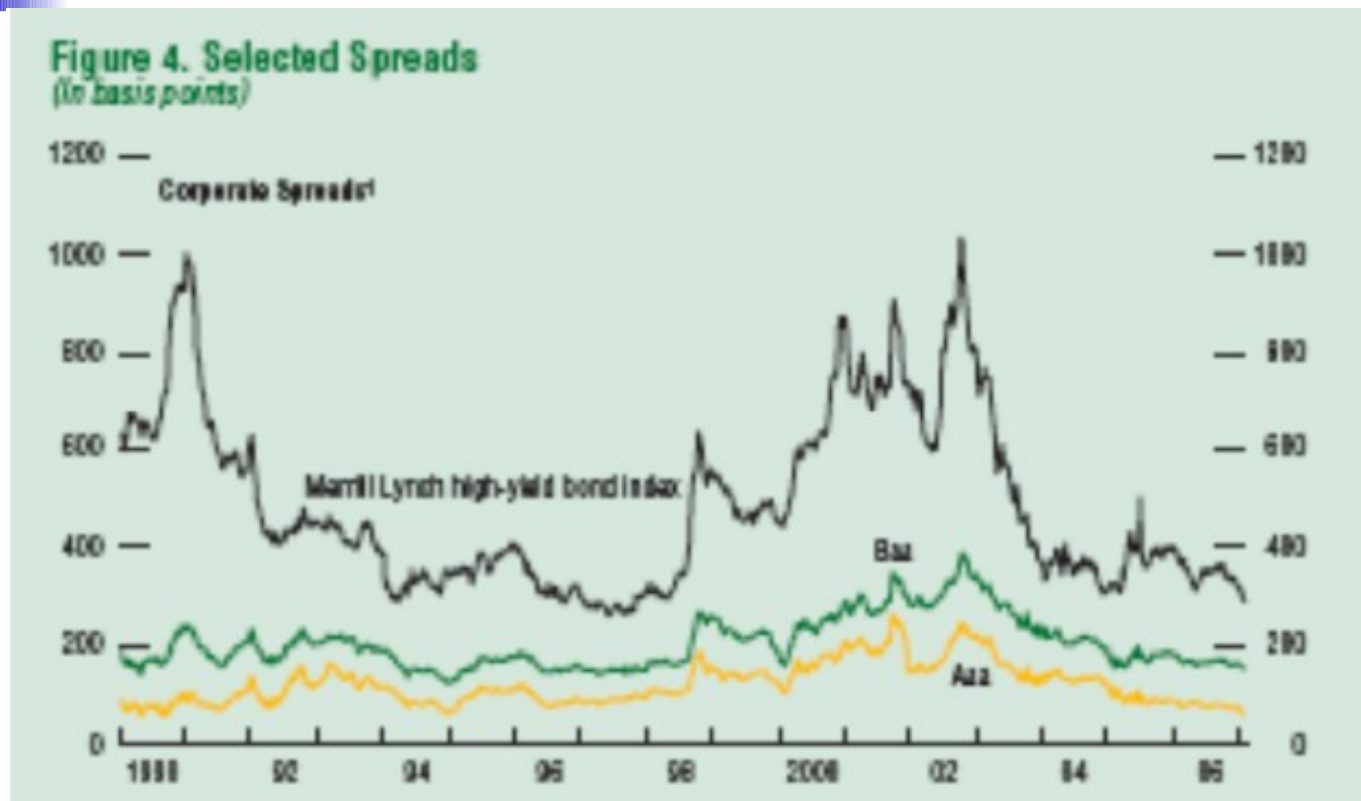
(c) Other EMEs include the newly industrialised Asian economies.

(d) IMF World Economic Outlook forecasts for 2009 and 2010. Lighter and darker bars show forecasts as of April 2009 and October 2009 respectively.

Il livello storicamente basso dei tassi di interesse a lunga ...

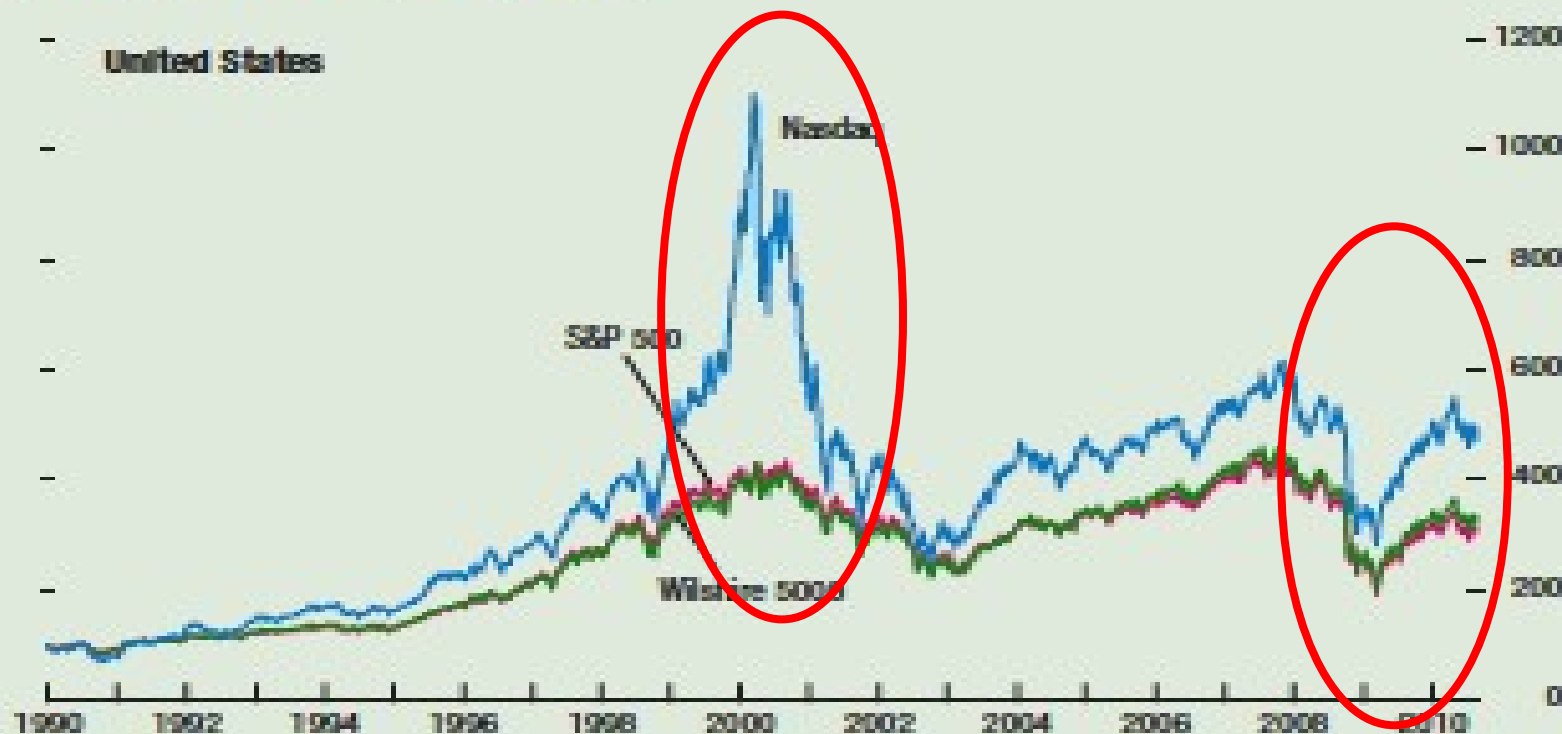


... e degli spread



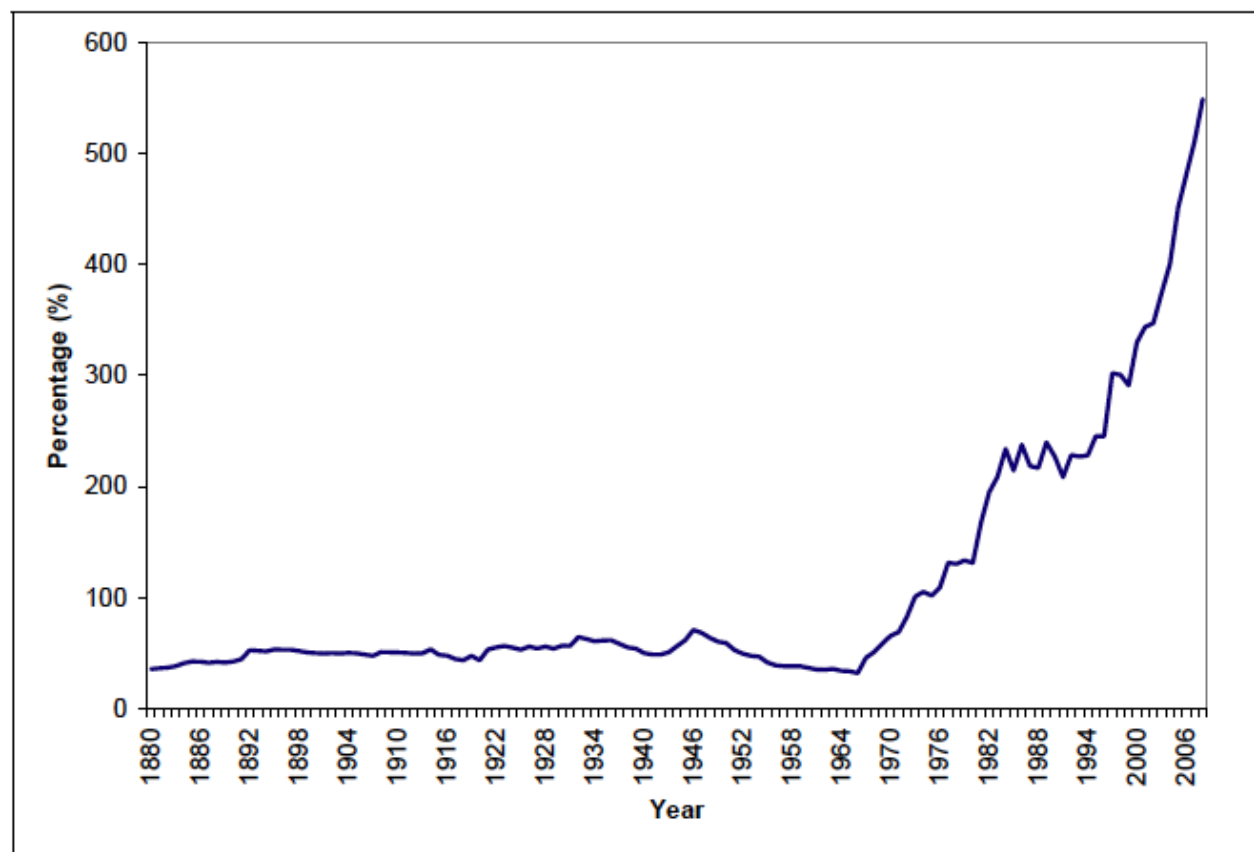
Il credito facile alimenta anche bolle (azioni, case, merci etc)

Figure 6. Equity Markets: Price Indices
(January 1, 1990 = 100; weekly data)



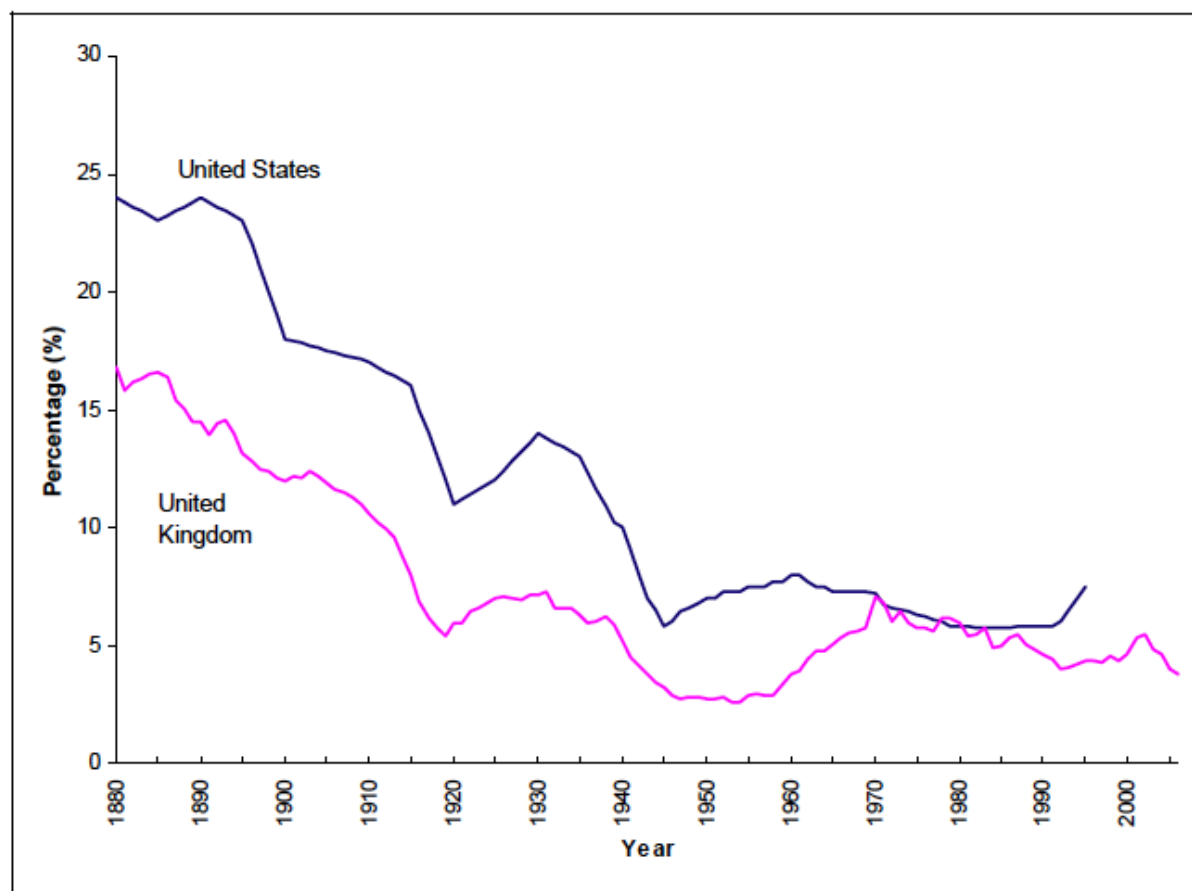
Le dimensioni dei sistemi bancari crescono come mai in passato

Chart 1: UK banking sector assets as % of GDP



E le banche sono proprio i soggetti più indebitati

Chart 2: Capital ratios for UK and US banks





E le regole?

- **Una parte notevole dell'innovazione finanziaria degli ultimi decenni ha alimentato canali che non erano soggetti a regole (shadow banking system)**
- **Mercati dei derivati privi di regole fondamentali di trasparenza (Otc)**
- **L'illusione di Basilea e delle regole di capitale**
- **Stiamo dando le risposte corrette? Molti dubbi...**

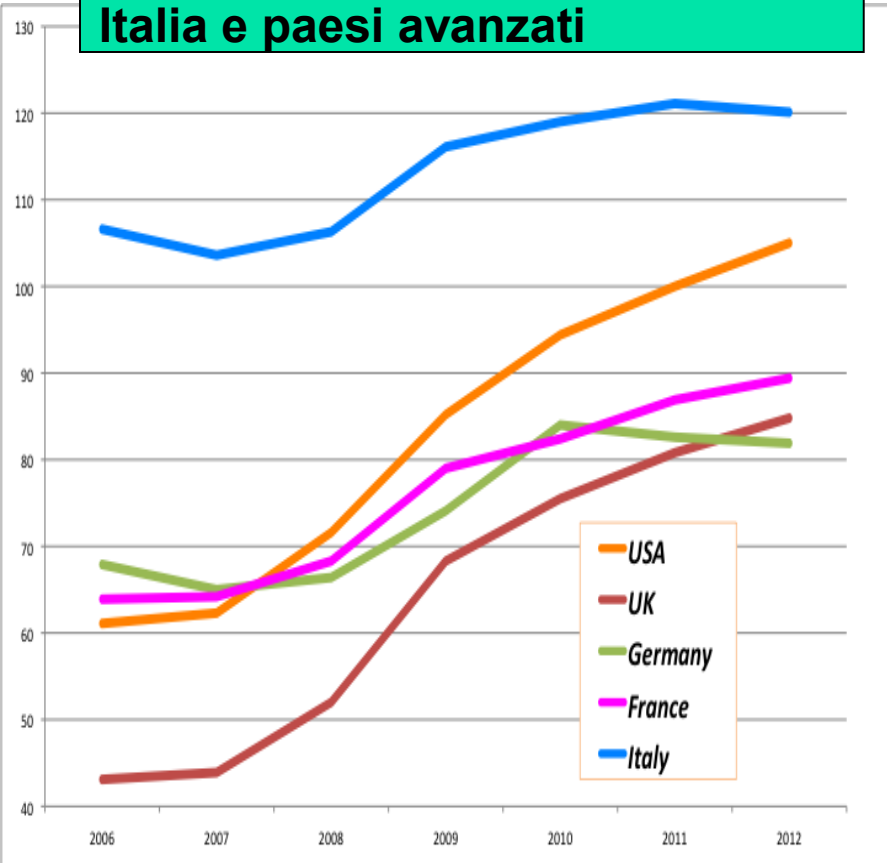


Agenda

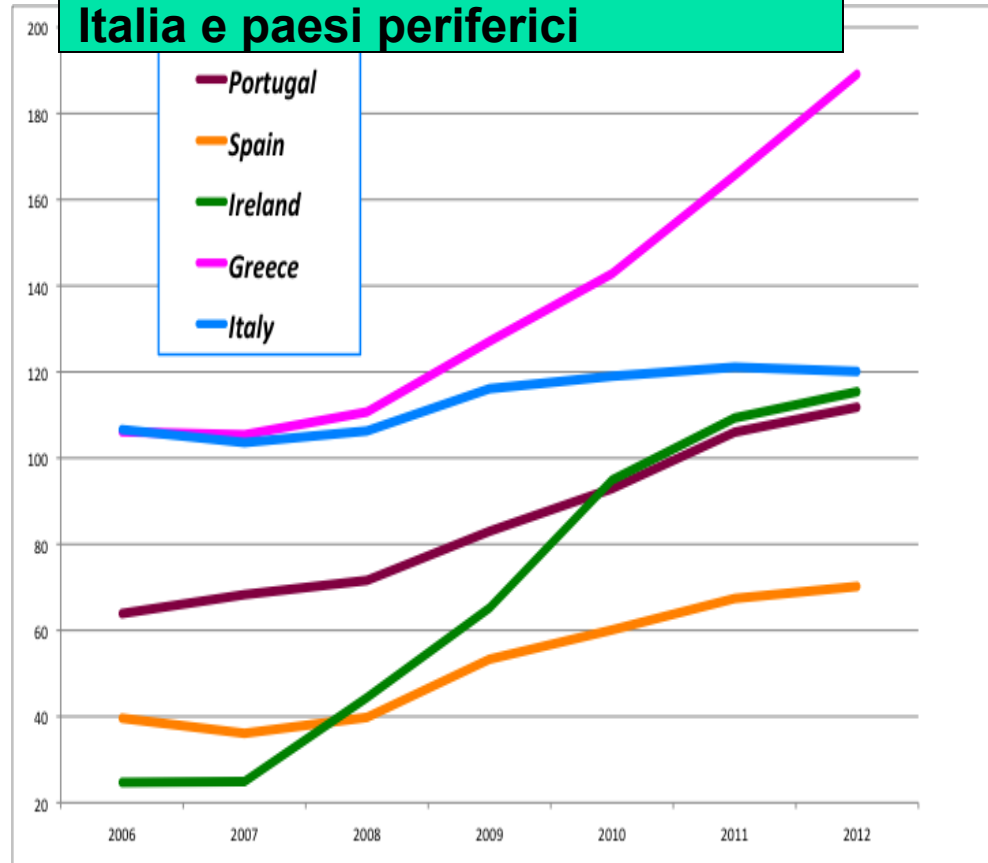
- Le cause della crisi finanziaria: troppo debito, poche regole
- **La crisi del debito pubblico e il circolo vizioso banche-Stati**
- I problemi specifici dell'Europa e dell'unione monetaria

Il debito pubblico prima e dopo la crisi (in percentuale Pil – Imf FM sep11)

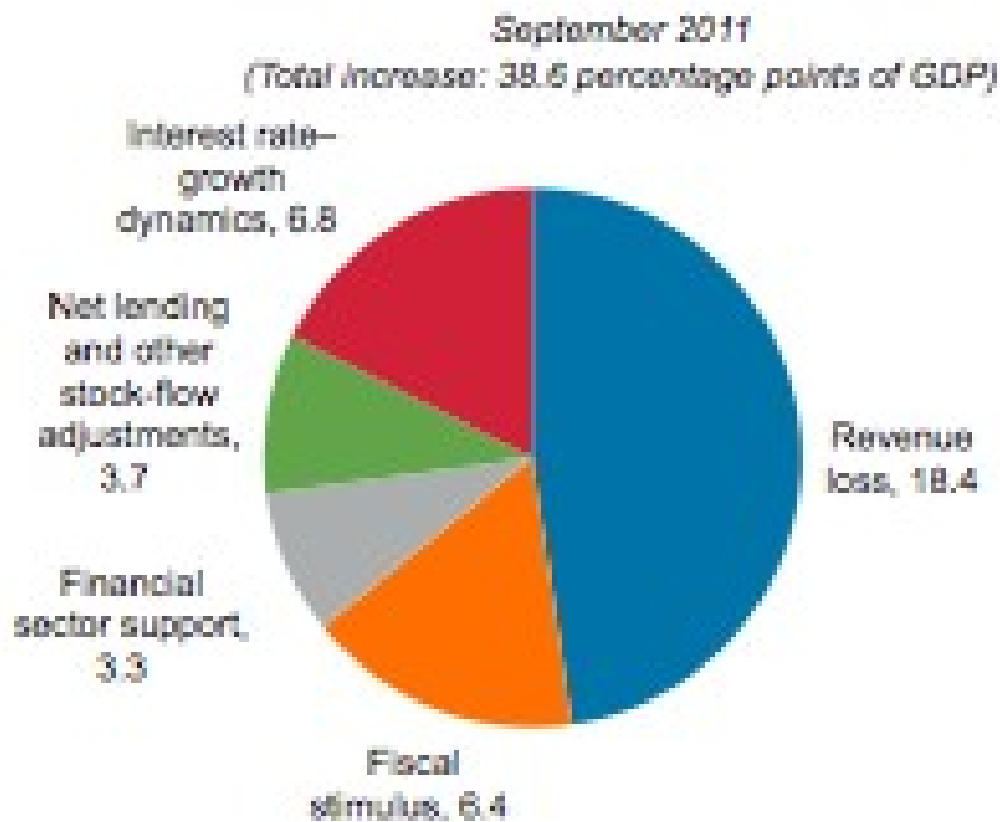
Italia e paesi avanzati



Italia e paesi periferici



Perché aumenta il debito pubblico (stime Imf per i paesi G-20)





Perché il terrore nei mercati?

- E' un problema di illiquidità o di insolvenza?
- E' sostenibile questo livello di debito pubblico?
- La paura del nuovo: non era mai successo che si ponesse un rischio di default di un paese sovrano avanzato (almeno per questa generazione)
- Da cosa dipende la sostenibilità del debito pubblico?

Una semplice formuletta

- Condizione per stabilizzare il debito pubblico rispetto al Pil

$$\Delta d = \frac{D_1}{GDP_1} - \frac{D_0}{GDP_0}$$

$$\Delta d = \frac{D_0(1+r) - S}{GDP_0(1+\gamma)} - \frac{D_0}{GDP_0}$$

$$\Delta d = \frac{D_0(1+r-1-\gamma)}{GDP_0(1+\gamma)} - s$$

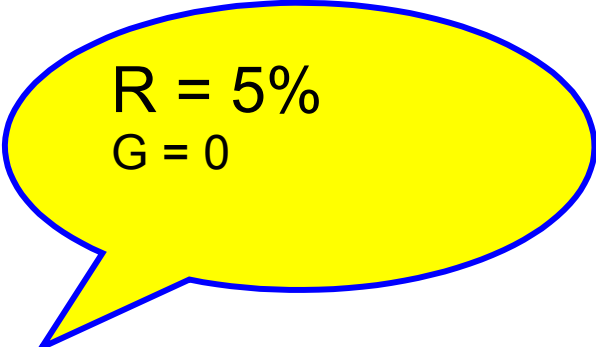
$$\Delta d = -s + \frac{r-\gamma}{1+\gamma} d$$

to · stabilise · d

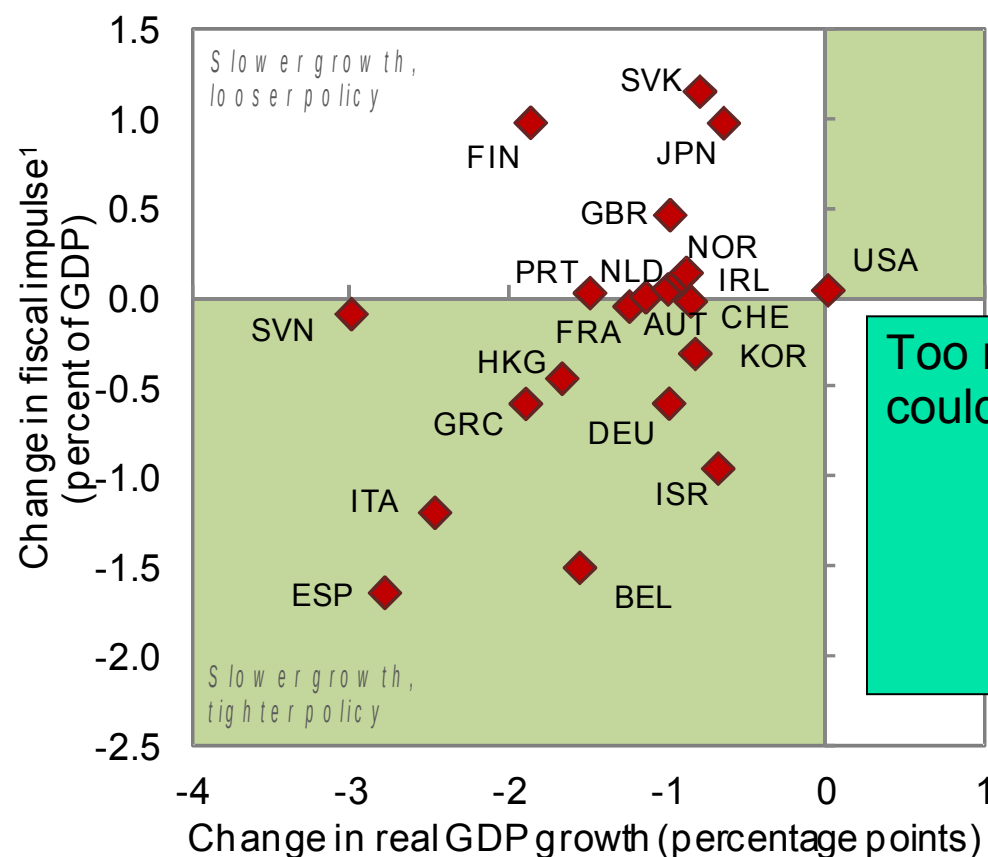
$$s = \frac{r-\gamma}{1+\gamma} d$$



Il surplus primario necessario per STABILIZZARE il debito


$$R = 5\%$$
$$G = 0$$

Il rischio deflazionistico secondo il Fondo monetario internazionale



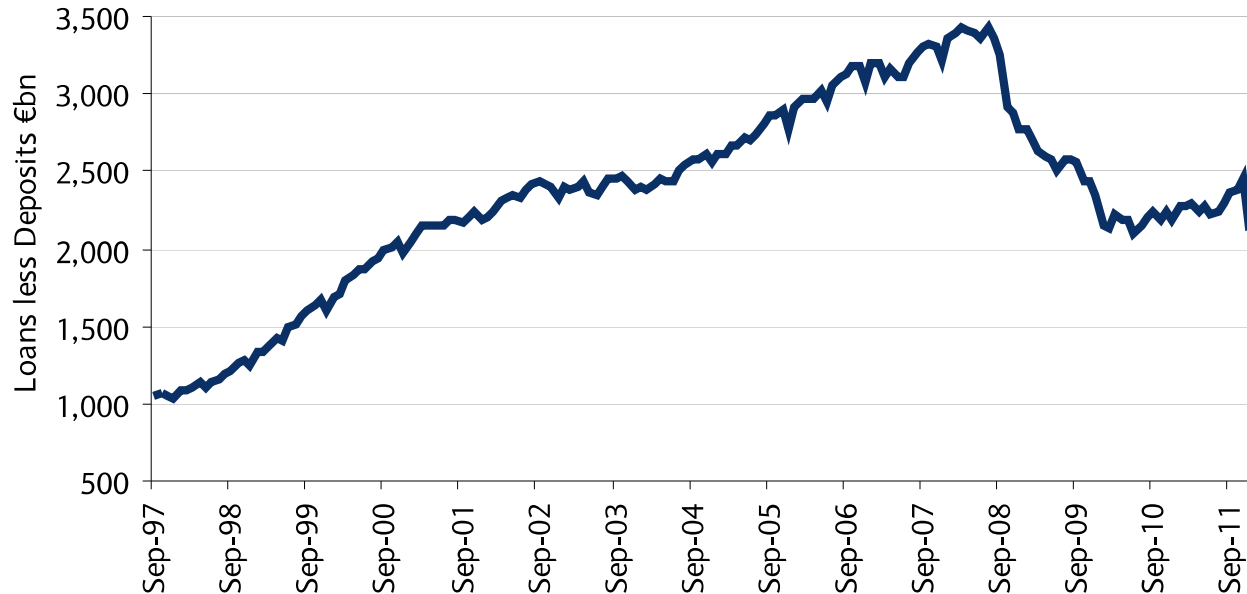
Too rapid consolidation during 2012 could exacerbate downside risks

In un mondo in cui si percepisce un elevato rischio sul debito sovrano, le banche subiscono molti effetti negativi

- Perdite sui titoli e diminuzione del valore dei titoli da usare come collateral
- Downgrading parallelo a quello del paese
- Dubbi sull'adeguatezza del capitale (Basilea sempre basata sull'idea che questo rischio è inferiore a quello dei prestiti alle imprese)
- Aumento degli spread sul finanziamento sul mercato (interbancario e obbligazioni) in linea con spread del paese
- Diminuzione redditività tanto più accentuata quanto maggiore è il **funding gap**

Il tallone d'Achille delle banche europee: il funding.

Figure 6: European banks' "funding gap"



La differenza fra Usa e Europa

Figure 5: Funding gap (quoted banks only)

	Europe	US
	€bn	US\$bn
Customer Loans	10,837	4,533
Customer Deposits	9,561	5,828
Funding (Cap)/Surplus	(1,276)	1,294
Funding (Gap)/Surplus if.....		
US banks had European Bank LDRs		(534)
European banks had US Bank LDRs	3,095	

Source: FDIC, Barclays Capital



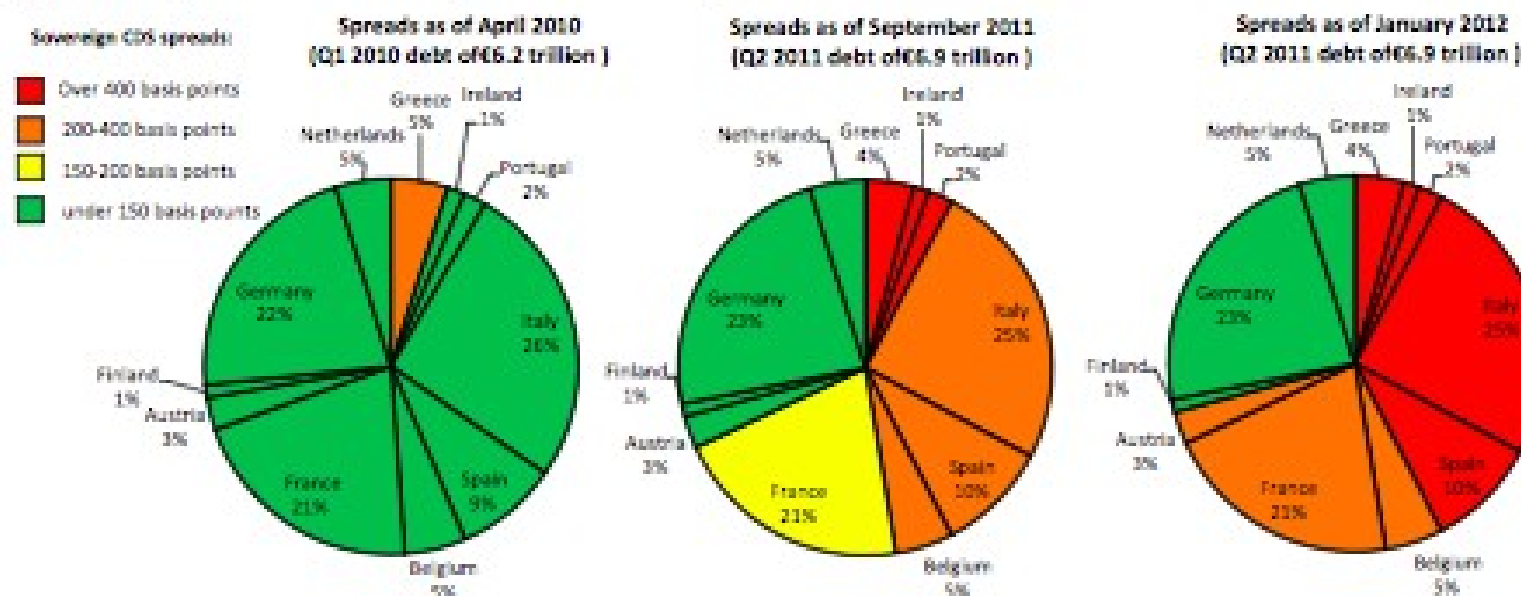
Agenda

- Le cause della crisi finanziaria: troppo debito, poche regole
- La crisi del debito pubblico e il circolo vizioso banche-Stati
- **I problemi specifici dell'Europa e dell'unione monetaria**

Perché lo scenario è cambiato: il contagio europeo 2010-2012

Figure 1. Euro Area Government Bond Markets

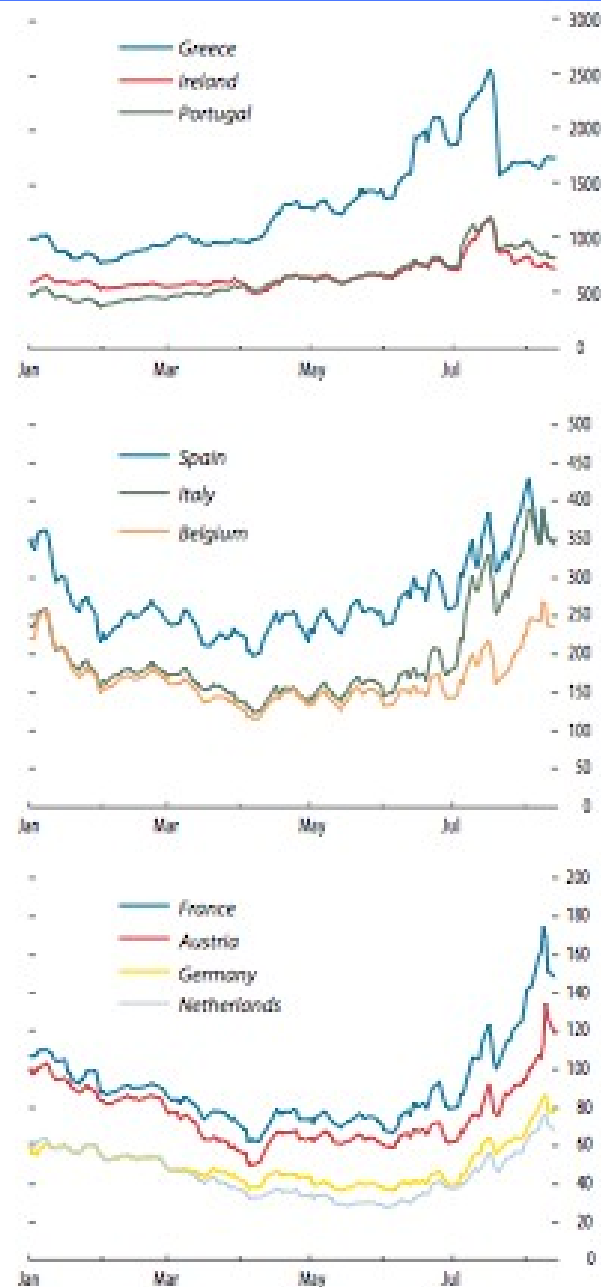
(In percent of total euro area government debt)



Gli spread schizzano verso l'alto

**Il contagio dall'area periferica (in alto)
agli altri paesi**

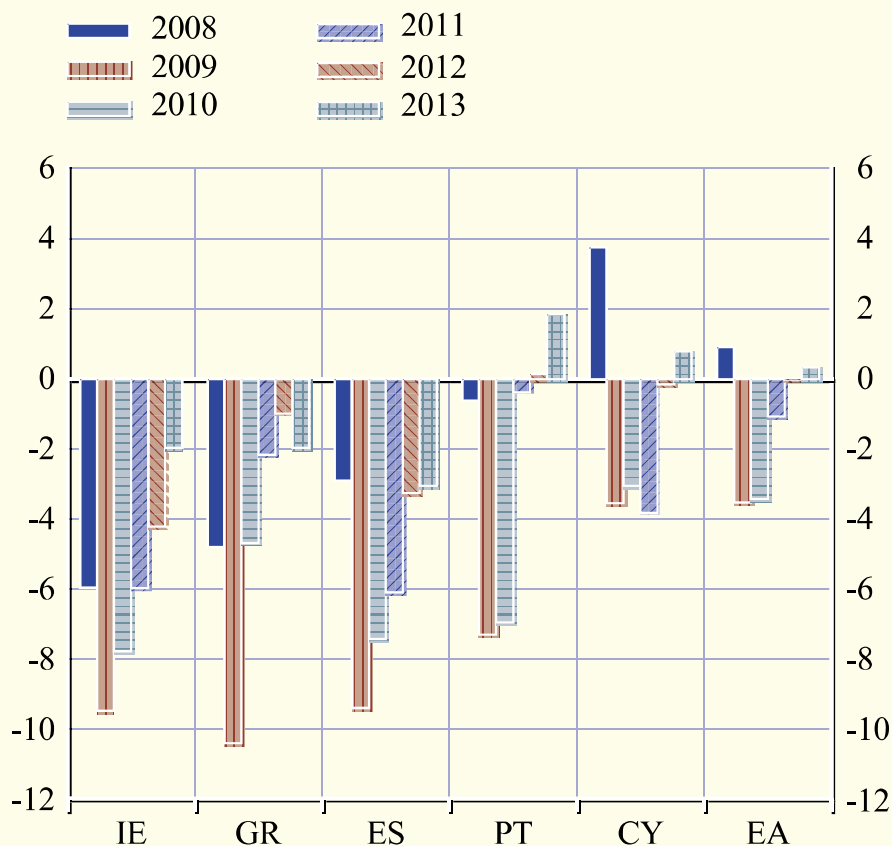
**(ma i paesi centrali oggi
hanno un grande vantaggio
comparato)**



Gli aggiustamenti drastici ma inadeguati (anche per colpa del reddito che crolla)

Chart B General government primary balance

(as a percentage of GDP)



No crescita, no occupazione, no party

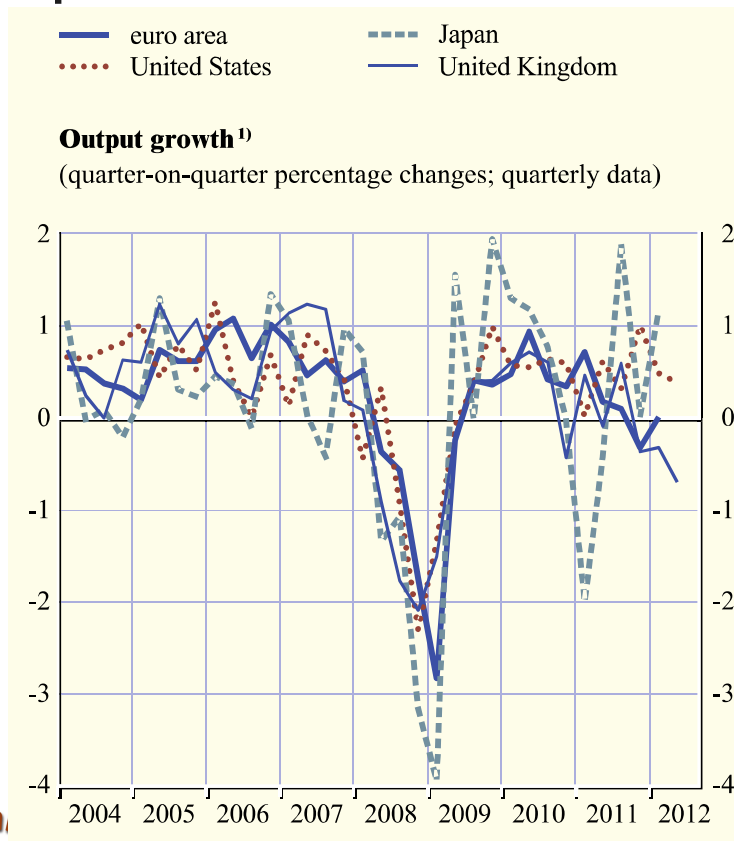
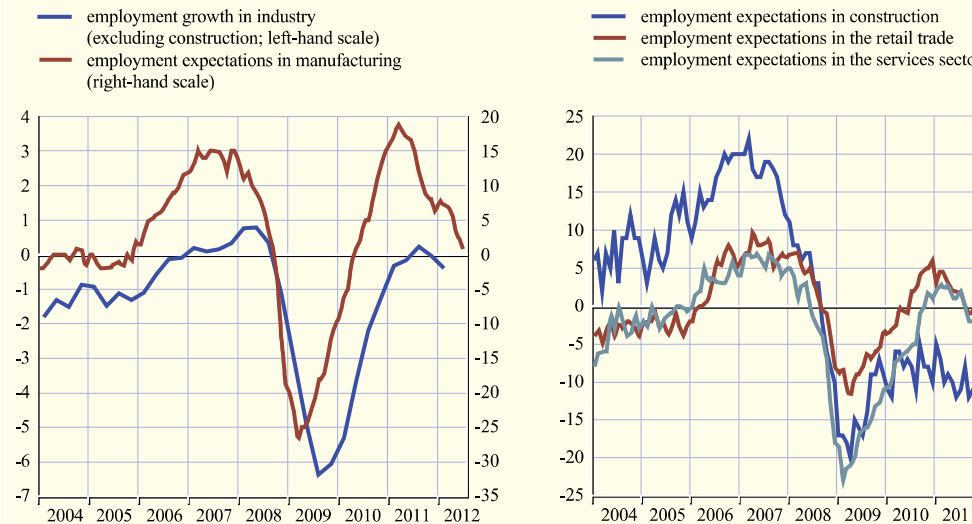


Chart 31 Employment growth and employment expectations

(annual percentage changes; percentage balances; seasonally adjusted)



Le autorità: le decisioni del consiglio europeo di ottobre al culmine della crisi

- **Potenziare il Fondo “Salva-Stati” (EFSF);**
- **Interventi a favore di Grecia (3 piani), Portogallo, Irlanda e ora Spagna (Italia in anticamera);**
- **Rassicurare i mercati sulla garanzia statale dei nuovi debiti delle banche a medio e lungo termine;**
- **Chiedere alle banche europee uno sforzo di ricapitalizzazione (EBA)**
- **Interventi della Bce (SMP; LTRO: 1 tn di euro)**



Le conseguenze delle risposte europee

- Tutti gli interventi sono stati giudicati “too weak too late” (l’opposizione tedesca)
- FT – Lex Column: As Ferrari says to Victor Laszlo in Casablanca, “Might as well be frank, Monsieur. It would take a miracle to get you out of Casablanca, and the Germans have outlawed miracles”.

Quali alternative, oggi?

- I costi di rottura dell'unione monetaria sono enormi 
- E' difficile che l'unione monetaria possa sopravvivere anche all'uscita di un paese piccolo come la Grecia
- Le risposte fino ad oggi, comprese quelle della Bce, hanno “comprato tempo”, ma non hanno risolto il problema di fondo
- Il rischio di un avvitamento deflazionistico
- Come la Germania negli anni Venti?



Le stime dell'Economist sui costi della rottura dell'unione monetaria



Le cose da fare per salvare euro ed Europa

- Più unione fiscale
- Un vero fondo europeo (magari con licenza bancaria)
- Più unione bancaria (vigilanza alla Bce, assicurazione dei depositi, meccanismi di risoluzione delle crisi) per togliere potere a regolatori nazionali che hanno reso il sistema bancario europeo fragile
- Più crescita!!!

The Economist, l'Europa e Cappuccetto Rosso

