



## LETTERA ANESTI

Giugno 2009

All'incirca 18 anni or sono, come CFO della Breda Costruzioni Ferroviarie e responsabile finanziario del gruppo che la stessa Breda aveva costituito con la Fiat Ferroviaria, fui incaricato di assicurare la stabilità del cambio di sterline e franchi francesi che sarebbero pervenuti al raggruppamento a seguito del contratto di vendita di carri navetta da impiegare nel collegamento ferroviario sotto la Manica del progetto Eurotunnel. In quella occasione **mi colpì un episodio legato alla capacità –mostrata all'epoca dalla banca centrale italiana- di monitorare pressochè istantaneamente il mercato dei derivati e le operazioni di swap sulle valute in particolare.**

L'iniziativa era significativa sotto il profilo dei volumi perché si trattava di assicurare la stabilità del cambio di un ammontare valutario che corrispondeva a qualche centinaio di miliardi di lire dell'epoca. Ricordo che la mattina in cui lanciammo l'operazione di swap, pervenne a Federico Imbert, che allora operava come dirigente della banca d'investimento che ci assisteva nell'operazione, una telefonata di **Banca d'Italia** che chiedeva *“cosa fosse mai quella operazione che si stava conducendo quella mattina sul mercato e che risultava essere la più grossa di sempre di quel tipo mai effettuata in Italia in sterline e franchi ?”*

Dopo circa un'ora di sospensiva e chiarimenti l'operazione riprese e si chiuse felicemente.

**Ho voluto citare questo episodio perché quello che fù possibile a Banca d'Italia nella circostanza non sarebbe ripetibile oggi.** Il mercato dei derivati negli anni seguenti ha subito una esplosione assimilabile alla deflagrazione di una bomba termonucleare più che non a quella di qualche candelotto di dinamite, che ha reso molto difficoltosi i controlli di una tale massa di operazioni, pari oramai a 10 volte il prodotto lordo annuo globale.

Infatti appena qualche anno dopo, ossia all'inizio del corrente decennio, la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) stimava in 100.000 miliardi di \$ la dimensione del mercato dei contratti sui derivati. Alla fine del 2008 questi contratti avevano raggiunto, sempre secondo la BRI, la imponente dimensione di 600.000 miliardi \$ come riportato anche dal Financial Times in una analisi condotta nel numero del 20 maggio 2009 a pagina 7 dal titolo rivelatore *“Let battle commence”* (*“Derivatives as the Us Administration tackles what it sees as the main cause of the crisis, an arcane and unruly industry is seeking to defend its lucrative turf...By late 2008 there were nearly 600,000 billion dollars of outstanding deals, **16 times global equity market capitalisation and 10 times global gross domestic product**”).*

Anche se calcolata al netto delle transazioni reciproche (speculari) che porterebbe, sempre secondo BRI, il valore dei contratti in essere alla cifra di 34.000 miliardi \$, l'entità di questo mercato è tutt'altro che trascurabile: vuoi perché le banche che vi operano raccolgono commissioni non su 34.000 miliardi ma su 600.000 miliardi \$, vuoi ancora perché controllare la regolarità di un mercato di queste dimensioni pone una sfida formidabile alle banche centrali; e non solo (*cfr “...many outstanding contracts offset each other in economic terms. Indeed, the BIS estimates that, after such netting, the real net market of derivatives deals was “only” \$ 34,000 billion last year” FT May 20, 2009*)

In questo oceano sconfinato di operazioni, solo in parte controllabili, è normale che siano finiti anche **contratti capestro**, a danno soprattutto dei soggetti più inesperti in questo tipo di transazioni come sono alcuni enti o società pubbliche non dotate di particolari skill linguistici e di approfondite conoscenze finanziarie (cfr “*OeBB-Holding AG, Austria’s state-owned railroad company, reported a record 966 million-euro loss after writing down the value of derivatives that went awry... The Vienna-based company, which bought the contracts in 2005 and 2006, is appealing a February court ruling dismissing a claim that the lender didn’t disclose the risks associated with the derivatives. State-owned companies and local authorities from Germany to Italy reported more than 1.13 billion euros of losses on derivatives that allow buyers to speculate or protect against risk, leaving taxpayers to pick up the tab*”. April 29 Bloomberg). **Dunque a fare le spese, per oltre un miliardo di euro, di queste pratiche improprie sarà proprio il contribuente, che sarà chiamato a ripianare le perdite dei soggetti pubblici con il pagamento di imposte.**

Ma il discorso non si ferma ai contraenti pubblici. Alcune società di consulenza finanziaria stanno cominciando a fornire assistenza anche alla clientela privata e istituzionale per verificare che le condizioni di sottoscrizione di alcune emissioni siano state applicate correttamente dall’emittente bancario. Ne sta venendo fuori un museo degli orrori generalizzato, con commissioni (indebite: perché diverse da quelle contrattuali) che sfiorano il 40/50% e oneri finanziari impropri che erodono quanto resta del rendimento dei titoli. Il tutto naturalmente spacciato all’improvvido investitore come “semplice conseguenza della crisi in atto”.

Molti investitori infatti non hanno la strumentazione professionale per verificare tutti i calcoli e le motivazioni contrattuali sottostanti gli addebiti applicati, alla cui base ci sono formule contrattuali che spesso sono di una certa complessità. Il risultato è che chi ha posto in essere le operazioni sta divorando (si sta appropriando indebitamente) di somme ingenti, di fatto appartenenti alla clientela. La corsa a colmare le perdite –nonostante gli apporti della mano pubblica a favore delle banche - spinge infatti quelle meno ispirate a criteri di correttezza ad un ricorso massiccio a stratagemmi nella gestione del loro passivo privando il sottoscrittore del giusto rendimento.

Quanto all’attivo, le perdite causate dai cosiddetti “bad assets” sfiorano, secondo una prudente (per difetto) stima del Fondo Monetario i 3.000 miliardi € ossia 4.100 miliardi di dollari. Di tale cifra sempre secondo il Global Financial Stability Report (April 2009) del FMI, ben 2.800 miliardi di dollari sarebbero imputabili al sistema bancario **con una netta prevalenza di perdite in capo al sistema europeo rispetto a quello americano** (“*Of the total 4,100 bn dollar, the global banking system accounts for 2,800 bn dollars. Of that; a little over half -1,426 bn dollar- is sitting in European banks, while US banks account for only 1,050 bn dollar*”). Dunque si può parlare per l’Europa di una situazione del tipo “**Qui Apollo 13 chiama Houston. Abbiamo un problema !**”. Un grosso problema, anche perché, dei 740 miliardi di dollari di svalutazioni in bilancio già effettuate dalle banche, il 70% è da far risalire a banche americane mentre le banche europee hanno inciso su queste pulizie solo per il 14% (cfr FT April 27, 2009 page 7 “*The Eurozone needs a co-ordinated strategy*”).

**L’Europa è anche la più esposta a shock di natura energetica oltre che finanziaria.** E il mercato energetico è quello che attualmente, nonostante l’andamento fiacco dei consumi, sta mostrando i segni più evidenti di nervosismo e tensione, come peraltro abbiamo già avuto modo di riportare nei più recenti numeri di Lettera ANESTI ([www.anesti.it](http://www.anesti.it) > Lettera ANESTI > Aprile 2009 e Maggio 2009). La frenata degli investimenti, che nel decorso decennio aveva investito solo il settore della raffinazione di petrolio causando non poche strozzature e un sistema di prezzi flessibile solo verso l’alto, si sta ora estendendo anche alla **ricerca ed esplorazione di nuovi idrocarburi** e comporta prezzi crescenti dell’energia pur in presenza di consumi calanti o stabili (“*As lower oil and natural gas prices have translated into less cash in their coffers, the top integrated majors have had to retool their balance sheets through a combination of increased debt, capital spending cuts and project deferrals. Exxon Mobil remains the exception. But, after stockpiling nearly \$41 billion by the end of March 2008, Exxon has been drawing down its cash at an accelerating rate.*” (cfr Petroleum Intelligence Weekly, May 18, 2009). Le difficoltà di investimento riguardano, oltre quelle private, anche le compagnie petrolifere nazionalizzate.

La venezuelana PDVSA ha ad esempio accumulato miliardi di dollari di debito con società che erogano servizi di ricerca, esplorazione, produzione e trasporto all'industria petrolifera nazionalizzata. Nel contempo, avvalendosi di una nuova legge venezuelana che ha confiscato 60 tra imprese locali ed estere (inglobandone il personale tecnico) operanti nel comparto idrocarburi, PDVSA spera di continuare le estrazioni dall'area del Lago Maracaibo dove si trovano importanti giacimenti; ma il risultato operativo conseguente al fatto di dover gestire una massa di circa 8.000 nuovi dipendenti, assimilandoli in poco tempo, potrebbe essere deludente almeno nel breve periodo (cfr *Intelligence Brief n.11 by Cannistraro Associates*).

In allarmante **discesa** è anche la produzione di petrolio dell'Irak (cfr *"Iraq hopes to lure Big Oil's billions and its cutting-edge technology to arrest and reverse an alarming decline in oil production with its first postwar licensing round. But sceptics say Baghdad's ambitious deadline to award deals by the end of June and sign 20-year service contracts by August will never be met, making a further drop in output inevitable"* PIW, May 18, 2009).

**Tale situazione sta rimettendo in moto capitali finanziari a carattere speculativo (non destinati ad effettivi investimenti nella ricerca di greggio e nella raffinazione) sui mercati borsistici mondiali.** Inoltre, in alcune aree come la Cina, questo scenario sta determinando un accaparramento di prodotti collegato ad **aspettative di aumento dei prezzi**, al punto che sia la compagnia petrolifera CNPC, sia quella petrolchimica Sinopec, hanno dovuto razionare le forniture escludendo temporaneamente dagli acquisti quei compratori in odore di mercato nero (*"China's State-owned oil giants China National Petroleum Corporation (CNPC) and China Petroleum and Chemical Corporation (Sinopec) yesterday refuted earlier media reports that they had halted refined oil wholesaling operations in some areas in China, according to Xinhua News Agency"...*"The two companies also claimed that in order to support reconstruction work, they have adopted measures to ease the refined oil supply shortages in Chengdu, Sichuan province, caused by strain on railway transportation. **Some purchasers have stocked up on refined oil because of price hike expectations, which were viewed as abnormal demands by Sinopec. The company stopped wholesaling refined oil to these purchasers, while for common buyers, wholesaling businesses went on as usual, Sinopec said"** *China Daily May 21, 2009*).

Le autorità cinesi stanno anche effettuando investimenti nella raffinazione per poter lavorare una gamma più ampia di tipologie di greggi e diversificare così in futuro le fonti geografiche di approvvigionamento (*"China plans to raise its annual crude oil processing capacity to 405 million tons by 2011. That would represent an increase of about 18.4 percent over its processing volume last year, which topped 342.1 million tons, according to the January figures from the National Bureau of Statistics. China is scheduled to build three to four major oil refining plants in the Yangtze River Delta in eastern China and the Pearl River Delta in southern China by 2011. Each plant would be capable of processing 20 million tons of oil annually, according to plans published Monday by the General Office of the State Council"* cfr *China Daily May 21, 2009*). Questa diffusa sensazione di inflazione strisciante la si ha anche osservando il mercato dei noli delle navi che trasportano rinfuse (granaglie, carbone, minerali non ferrosi etc). Il **Baltic Exchange Dry Index** ([www.anesti.it](http://www.anesti.it) > Link di Servizio > Baltic Dry Index ) ha infatti superato l'indice 2.600 mentre segnava quota 1.900 appena tre mesi fa (cfr [www.anesti.it](http://www.anesti.it) > Lettera ANESTI > Marzo 2009).

Speriamo che questi fattori non siano il segnale di un ennesimo naufragio economico in aggiunta a quelli in essere ma come ne "La tempesta" di William Shakespeare, usando le parole dello spirito aereo Ariele, si possa dire *"La nave del re è salva nel porto in quella profonda insenatura, dove una volta mi facesti venire a mezzanotte perché ti recassi della rugiada dalle sempre tormentate Bermude. Colà essa è nascosta. I marinai son tutti vivi e, per un'opera d'incanto combinata con la stanchezza delle loro fatiche, li ho lasciati addormentati. In quanto al resto delle navi che io dispersi, esse si sono di nuovo riunite e sulle onde del Mediterraneo ritornano tristemente a Napoli, poiché tutti sono convinti di aver visto colare a fondo la nave del re e l'augusto personaggio perire"*.

**EUTIMIO TILIACOS**  
**Linacre College**  
**Oxford University**  
info@anesti.co.uk