

Italië leent nu tegen negatieve rente #HoeDan

Hoe gaat het eigenlijk met de begrotingen van landen in de periferie van de eurozone, zoals dat zo eufemistisch wordt uitgedrukt? Best goed. Tenminste, een land als Italië mag nu tegen een negatieve rente obligaties de markt in zetten. Dat betekent dat beleggers geld willen toelagen op een lening aan Italië, omdat het alternatief nog vervelender is. Maar zijn de Italiaanse financiën dan echt zo veel verbeterd in de afgelopen jaren?

Totally mad world! Investors pay more & more to lend to highly indebted [#Italy](#): Rome sold €2bn 2y paper at record low yield of -0.337%.

pic.twitter.com/T7H2xfSoBz

— Holger Zschaepitz (@Schuldensuehner) [November 27, 2017](#)

Appetite

Niet dat Italianen geen leuke mensen zijn, maar de cijfers van dat land verbeteren niet bepaald, of bepaald niet. Het land mag een staatsschuld hebben van 60 procent van het BNP maar die grens is niet eens in zicht. Ondanks bezuinigingen en beloftes neemt de staatsschuld alleen maar toe, bij een stagnerende economie. De output zit bijvoorbeeld op het niveau van 20 jaar geleden. Groeien is ook lastig, bij een krimpende bevolking die ook nog eens reeds teveel kredietjes heeft openstaan. De totale externe schuld is nu meer dan \$ 2.000 miljard. Waar komt de 'appetite' voor Italiaans schuld papier dan vandaan?

U raadt het al: die markt is niet helemaal zuiver. Ten eerste is er een centrale bank die het proces beïnvloedt, ten tweede houden overheid en bankwezen elkaar kunstmatig in leven (wat verboden is maar dat maakt niet uit) en er is een vreemd securitatieprogramma in de steigers gezet om Rome van de schulden af te helpen. Hoe dat in zijn werk gaat? Leest u [dit artikel van een half jaar geleden](#) maar, over reddingsfonds Atlante.

QUAESTIO

CAPITAL MANAGEMENT

Banking Sector Issues Comparison of the discount between Italian and European Banks

- Comparison between Italian and European discount rates with respect to their *Tangible Book Value*

RANKING	BANK	COUNTRY	PRICE/ TANGIBLE BOOK VALUE
1	CYBG	GB	1.91x
2	Ringkjøbing Landbobank	DK	1.91x
3	Banque Cantonale Vaudoise	CH	1.76x
4	Bankinter	ES	1.73x
5	Swedbank	SE	1.72x
6	Svenska Handelsbanken	SE	1.71x

RANKING	BANK	COUNTRY	PRICE/ TANGIBLE BOOK VALUE
26	CaixaBank	ES	0.81x
27	Credit Agricole	FR	0.77x
28	Credit Suisse Group	CH	0.75x
29	Royal Bank of Scotland	GB	0.72x
30	Standard Chartered	GB	0.67x
31	RPM	IT	0.65x

7	Skandinaviska Enskilda	SE	1.41x
8	KBC Groupe	BE	1.40x
9	Nordea Bank	SE	1.27x
10	UBS	CH	1.25x
11	Danske Bank	DK	1.22x
12	Sydbank	DK	1.19x
13	Erste Group Bank	AT	1.17x
14	BBVA	ES	1.13x
15	ABN AMRO	NL	1.11x
16	St.Galler Kantonalbank	CH	1.10x
17	Banco Santander	ES	1.09x
18	Bank of Ireland	IE	1.07x
19	Credito Emiliano	IT	1.02x
20	Intesa Sanpaolo	IT	1.02x
21	HSBC Holdings	GB	0.92x
22	Banco de Sabadell	ES	0.90x
23	BNP Paribas	FR	0.87x
24	Bankia	ES	0.83x
25	Valiant Holding	CH	0.82x

32	Société Générale	FR	0.64x
33	Banca Pop. di Sondrio	IT	0.63x
34	Barclays	GB	0.62x
35	Raiffeisen Bank	AT	0.56x
36	BPER	IT	0.56x
37	Banco Popular Espanol	ES	0.55x
38	Banco Comercial Portugues	PT	0.52x
39	UniCredit	IT	0.51x
40	Deutsche Bank	RESID.	0.44x
41	UBI Banca	IT	0.42x
42	Alpha Bank	GR	0.40x
43	Commerzbank	RESID.	0.40x
44	National Bank of Greece	GR	0.39x
45	Eurobank Ergasias	GR	0.36x
46	Credito Valtellinese	IT	0.36x
47	Banco Popolare SC	IT	0.35x
48	Piraeus Bank	GR	0.30x
49	Banca CARIGE	IT	0.26x
50	Banca MPS	IT	0.22x

Note: data as of 22 April 2016. source: Factset Research Systems. European Banks with a capitalization of at least € 800 million.

12

Kort en goed gaan we via securitizatie de schuldenlast van de Italianen verspreiden onder argeloze beleggers, die zonder impliciete steun uit Europa wel uit zouden kijken. Dat gaat zo. Heel veel schulden in het Italiaanse bankwezen komen nooit meer terug. Auto verkocht met krediet aan een inmiddels gepensioneerde, leenklant met de noorderzon vertrokken, zakelijke kredietnemer failliet: bedenk het maar. Een land met een stagnerende economie en een bedenkelijke plek op lijstjes voor de meest corrupte landen heeft het zwaar, dat is logisch.

Nonperforming Loans

Als gevolg daarvan dumpen beleggers het aandeel tot ver onder de boekwaarde. Intesa wordt nog wel gezond geacht, maar Unicredit noteert tegen de helft van de waarde die de accountant eraan durft te geven. Wegrennende beleggers, een veeg teken. Er zit voor een paar honderd miljard aan nonperforming loans (NPL) in het Italiaanse systeem, een soort lijken in de kast waarvan iedereen weet dat ze er zijn. Om de zoveel tijd is er een schandaaltje in het Italiaanse bankwezen, maar met de grote schoonmaak moet nog begonnen worden.

De managers van het Italiaanse reddingsfonds hebben een verklaring voor de lage waardering van Italiaans schuld papier (en aandelen), wie het ook uitgeeft. De markt heeft niet gewoon gelijk (gegeven het bovenstaande), nee, er is sprake van kuddegedrag onder beleggers. [Het staat er echt.](#)

- The resolution of four Italian banks towards the end of 2015 was an unexpected event for the market that introduced an additional risk premium for the whole banking system.
- A self-sustaining risk of: (1) low valuation multiples, (2) a need for share capital increases, (3) no financing from the market, (4) bail-in fear (5) liquidity crisis, (6) solvency crisis.
- **Behavioural Theory** tells us that when totally unexpected events occur – an event with practically zero probability of occurring – there is a sudden change in the general perception of risk (*Herding Behaviour*).



13

Om dat in te dammen zal Atlante een tijdelijke toevloed van verkooporders beantwoorden met extra vraag naar dat aandeel, zodat de koers stijgt. Interessant genoeg bepaalt Atlante dus kunstmatig de prijs van effecten via een interne berekening, zodat beleggers bereid zijn geld te steken in riskante (private) schulden waar ze anders met een grote boog omheen zouden lopen. Waar kennen we dat van?

In addition, the SEC and banking regulators are examining the disruption in the subprime mortgage market that began in the summer of 2007. Their efforts have focused on a wide range of issues, including the origination and securitization of mortgages, the sale of collateralized debt obligations and other securities backed by those mortgages, and valuation and pricing of those securities internally and for customers. In addition to reviewing the sales of subprime-backed securities to customers, regulators have expressed interest in reviewing the proprietary positions taken by firms who have underwritten them, including broker-dealer exposure to subprime-backed securities, and capital treatment and

-12-

LEHMAN BROTHERS HOLDINGS INC.

financial reporting, including off-balance sheet vehicles with subprime mortgage exposure. As the regulatory efforts are in their early stages, it is unclear what, if any, action will be taken.

Hedge Fund Activities. In recent years, high-profile hedge fund failures and concerns about hedge fund transparency and systemic risk have brought increased regulatory attention to hedge funds as well as to their counterparties and other entities that service them. In addition to Lehman Brothers' proprietary funds, the Firm provides services and is a counterparty to unaffiliated hedge funds and is subject to regulation concerning all of these activities. We also have investments in a number of hedge fund managers. Because most hedge funds are not directly regulated, financial regulators in the U.S. and abroad are increasingly focused on counterparty credit risk management practices of other financial institutions as the optimal way to control hedge fund leverage and limit systemic vulnerabilities.

Lehman Brothers! Ook die bank gaf opgeknipte, risicovolle leningen uit, aan beleggers die er anders niet aan zouden willen, tegen prijzen die intern werden vastgesteld. [En we hoe dat afliep, is bekend.](#)

Hoe ironisch is het dan dat we de Amerikanen en hun banken de schuld geven van de eurocrisis (met die gekke financiële producten), terwijl Europese magistraten nu juist kiezen voor het securitiseren van Italiaanse NPL's?