

NUOVE MINACCE
ALLA
SOVRANITA' ECONOMICA NAZIONALE

(Conferenza su "Crisi Economica e Sicurezza Nazionale",

Link Campus University,

Roma, 12.3.2009)

[LASTRINA 1]

[LASTRINA 2]

L'esercizio della sovranità economica consente al governo di perseguire un suo obiettivo fondamentale nella garanzia del benessere collettivo, ossia il raggiungimento dello "stato ottimo" di sicurezza economica.

La concreta applicazione della sovranità economica fa riferimento a misure di controllo diretto (che **impongono** comportamenti tramite regolamentazioni, controlli, contingentamenti, nazionalizzazioni, privatizzazioni) e indiretto (che **inducono** comportamenti tramite politiche fiscali, monetarie, del lavoro).

[LASTRINA 3]

Obiettivo di tali misure è il conseguimento dello "stato ottimo" di sicurezza economica, quale condizione del sistema economico nazionale che assicuri:

- un tenore di vita soddisfacente dal punto di vista economico e finanziario, un livello accettabile di benessere sociale ed occupazionale, ed una stabilità politica e militare;
- la capacità di affermazione degli interessi economici dello Stato, anche nei confronti di possibili minacce e pressioni, esterne ed interne;
- la salvaguardia del patrimonio collettivo (industriale, finanziario, tecnologico, infrastrutturale). In questo periodo di crisi finanziaria, la salvaguardia del patrimonio collettivo significa salvataggi, ovunque, negli Stati Uniti, in Europa, in Asia, a copertura di perdite in ogni settore (industriale, finanziario, tecnologico).

[LASTRINA 4]

L'attuale crisi finanziaria ha condizionato in maniera più accentuata la sovranità economica e finanziaria di un governo già influenzata dai costi e dai benefici dell'integrazione economica internazionale, che hanno riflessi su ogni decisione nazionale. Questo vale per i livelli interni di "sicurezza economica" così come per i comportamenti che un governo sovrano può decidere di assumere sui mercati internazionali.

La libertà di scegliere se onorare o meno i propri impegni economici, assunti nei confronti di creditori interni o esteri, si scontra con le conseguenze che decisioni a danno di interessi stranieri possono avere sul "merito di credito" futuro del Paese, ossia sull'affidabilità

attribuita a quel Paese come debitore. L'inadempienza (volontaria o involontaria) da parte di un governo nei confronti di obbligazioni assunte, e soprattutto comportamenti non coerenti rispetto ad impegni pregressi, possono restringere l'accesso di un Paese ai mercati (reali e finanziari) internazionali, e, di conseguenza, vincolare i margini di *policymaking* nazionale.

[LASTRINA 5]

Il finanziamento del *policymaking* nazionale, infatti, si basa su tre opzioni: l'emissione di moneta, la tassazione e l'emissione di debito. Tralasciando le prime due (per i riflessi negativi sull'inflazione della prima e sul consenso politico interno della seconda), l'opzione relativa all'emissione di titoli di debito diventa l'unica politicamente opportuna.

In un mercato finanziario integrato, gli Stati sovrani competono nella raccolta del risparmio mondiale, in quanto nessun singolo governo può contare su tutto il risparmio nazionale per finanziare la propria spesa.

Ma quanto può indebitarsi un Paese? La risposta è nel vincolo di bilancio intertemporale (o vincolo di solvibilità), secondo il quale l'indebitamento verso l'estero al quale un Paese può esporsi oggi non può superare il valore attuale di tutti gli avanzi e disavanzi di partite correnti attesi.

Se la spesa totale di un Paese aumenta più della sua produzione (per esempio, a causa di un aumento del disavanzo pubblico), i creditori esteri potrebbero ritenere il Paese non in grado, in futuro, di acquisire abbastanza valuta da poter servire il proprio debito (sia nel senso del pagamento degli interessi sia nel senso del rimborso del capitale) e decidere, per questo, di spostare la loro preferenza verso titoli di debito emessi da altri Stati. Anche qualora, peraltro, decidessero di confermare la loro fiducia nei confronti di quel Paese, la presenza di un rischio di solvibilità comporterebbe, comunque, la richiesta da parte dei sottoscrittori di un premio di rischio da aggiungere al tasso di interesse previsto per l'emissione obbligazionaria, con un conseguente aumento dei costi di indebitamento.

[LASTRINA 6]

In questo importante consesso, la riflessione, che intendo proporre, è relativa a due nuove minacce alla sovranità nazionale, quali:

1. l'aumento del "rischio di credito" sovrano;

2. il “nuovo capitalismo di Stato”, ossia la crescente dipendenza (soprattutto psicologica) da attori privati amministratori di patrimoni governativi destinati al finanziamento di capitale di rischio.

[LASTRINA 7]

Aumento del “rischio di credito” sovrano

La debolezza della congiuntura e la volatilità delle Borse mondiali cominciano a pesare in maniera evidente sul mercato del credito.

Il “rischio di credito” (ossia il rischio di insolvenza del debitore) è in crescente aumento a causa della necessità di esposizioni di debito che, nell’attuale crisi globale, stanno rendendo finanziariamente insostenibili molte delle politiche economiche necessarie, sia statali sia aziendali.

L’aumento del “rischio di credito” riguarda Paesi e aziende, e va a colpire duramente il sistema bancario-finanziario. La progressiva contrazione dei crediti è stata, infatti, indotta da una diffusione di passività non solvibili nei bilanci di aziende, di società e di Stati.

[LASTRINA 8]

In questa situazione, gli operatori di mercato hanno ricercato la diversificazione del rischio di credito nell’impiego dei derivati creditizi. Questi consentono di separare il rischio dal titolo sottostante e lo trasformano in un titolo trasferibile. Dalla loro introduzione, all’inizio degli anni ’90, il mercato dei derivati sul credito è cresciuto da 900 miliardi di dollari nel 2000 ad oltre 50 mila miliardi nel 2007, raggiungendo il suo picco nel gennaio 2008 quando il “valore nozionale” totale di tali contratti è stato stimato pari a 62mila miliardi di dollari.

Tra le diverse forme di derivati creditizi, i *credit default swap* hanno avuto la diffusione più ampia ed assunto il delicato ruolo di “barometro” del rischio, consentendo di disporre di un indicatore di conoscenza dell’azzardo assunto nell’effettuare un certo investimento.

[LASTRINA 9]

Mediante un *credit default swap* un soggetto A “domanda” protezione ad un soggetto B rispetto al rischio che si verifichi un’insolvenza in relazione ad un credito che A detiene nei confronti di un soggetto terzo (*reference entity* - C). Tra i motivi della diffusione dei

CDS più ampia relativamente alle altre forme di derivati creditizi vi è la caratteristica per cui sia A sia B possono non avere alcun rapporto di credito di C. Per assicurarsi A paga un premio periodico, il *CDS spread* o *CDS premium*, frazione del valore annuo nozionale dello *swap*, a B il quale assume su di sé il rischio di credito verso C.

I CDS sono quotati su mercati *over-the-counter* (OTC), ossia mercati non regolamentati. I titoli negoziati sui mercati OTC generalmente non hanno i requisiti per quotarsi sui mercati ufficiali. I mercati OTC, infatti, sono “non regolamentati” non tanto rispetto all'attività dei broker e dei dealer che vi operano (in ogni caso soggetta a monitoraggio da parte delle autorità di vigilanza), ma per quanto concerne la qualità dei titoli venduti e comprati, su cui mancano i controlli e le garanzie assicurate da piattaforme ufficiali di negoziazione. Le transazioni avvengono tramite dealer (banche attive a livello globale, holding, hedge fund, società di investimento, grandi compagnie assicurative), piuttosto che mediante uno scambio diretto. Negli ultimi anni, JP Morgan, Morgan Stanley, Deutsche Bank e Goldman Sachs hanno rappresentato almeno il 40% delle operazioni totali in CDS.

[LASTRINA 10]

Secondo il mercato dei CDS, lo Stato italiano rappresenta il soggetto nei confronti del quale vi è la domanda maggiore al mondo di copertura dall'insolvenza nell'adempimento delle sue obbligazioni. La tabella mostrata è relativa alle *reference entity*. I dati sono assunti dal sito *web* della *Depository Trust&Clearing Corporation* (DTCC), società che gestisce il maggiore registro al mondo sul *trading*, *clearing* e *settlement* relativo a derivati *over-the-counter*.

[LASTRINA 11]

La probabilità di *default* sovrano italiano è ritenuta essere maggiore di quella delle sue aziende. Il motivo è facilmente intuibile: i prezzi dei CDS sovrani riflettono il panico dei mercati (più che i “fondamentali” dell'economia), cosiccome un *sovereign risk* crescente (a causa di salvataggi, di coperture su asset tossici e di garanzie fornite ad aziende strategiche, al fine di consentire a queste ultime di potersi indebitare senza dover subire riduzioni di credibilità).

Le attuali quotazioni dei *CDS spread* sono fortemente subordinate al *trend* espansivo delle politiche di spesa governativa, reso necessario dalla crisi finanziaria. Le previsioni di ulteriori indebitamenti comportano rischi più alti per la solvibilità relativa al debito sovrano in essere, e premi di rischio crescenti a fronte di maggiori quantità di titoli di debito di nuova emissione. Il fatto che l'Italia sia il terzo emittente al mondo di titoli di Stato, unito alla pesante posizione debitoria interna, motiverebbe una così alta domanda di copertura rispetto ad una verosimile insostenibilità di future emissioni.

[LATRINA 12]

Una valutazione così negativa dell'affidabilità dell'Italia influenza decisamente l'esercizio della sovranità economica nazionale, anche in maniera immotivata.

[LASTRINA 13]

Un elevato totale nozionale di contratti CDS non può essere indicatore di inaffidabilità per l'Italia, come per nessun Paese. Dall'analisi oggettiva del mercato dei CDS non si evincono, infatti, dati che possano modificare o anticipare le probabilità di *default* di uno Stato sovrano o di un'impresa. La lettura degli andamenti del *CDS spread* deve essere, invece, sia "ponderata" con ulteriori elementi (tipo le valutazioni attribuite al Paese da agenzie di *rating*, oppure le statistiche delle variabili "fondamentali" dell'economia interna), sia "aggiustata" considerando l'eventuale distorsione causata dall'elemento speculativo, o peggio legata a forme di *insider trading*.

Ma questo non tutti lo fanno.

Un esempio può essere fornito dal panico causato dalla notizia riportata il 6 marzo scorso su un quotidiano a diffusione nazionale inerente il lancio di un prodotto strutturato da parte di JP Morgan, denominato "*First to default basket*", con scadenza a 3 anni, cedola trimestrale, e unica liquidazione nel momento del fallimento del primo degli otto paesi compresi nel paniere (*basket*). Il lancio di questo prodotto sarebbe stato accompagnato dalla diffusione di un *report* confidenziale sull'Italia di contenuto negativo.

Nel pomeriggio dello stesso giorno, JP Morgan ha chiesto l'intervento della CONSOB, negando l'esistenza sia del *report* sul debito sovrano italiano che sostenesse la possibilità di un fallimento dell'Italia, sia del prodotto finanziario che implicasse (o indicasse) una visione negativa sul merito di credito della Repubblica italiana.

Pur considerando la creatività di JP Morgan, *leader* nel settore dei derivati¹, i “*Basket Default Swaps*” (BDS) sono una comune (e alquanto nota tra gli operatori di settore) applicazione dei CDS ad un paniere sottostante (*basket*) di *asset* soggetti al rischio di credito. Nel BDS, l’acquirente della protezione si tutela nei confronti del *default* di una serie di *asset* ad un costo inferiore a quello che sosterebbe assicurandosi nei confronti di ciascun *asset* preso singolarmente. La differenza tra un BDS ed un CDS risiede nel fatto che l’evento che fa scattare il pagamento della protezione è l’*n*-esimo *credit event* del *basket* specificato di *reference entity* (il primo evento nel *First-to-default* [n=1], il secondo evento nel *Second-to-default* [n=2], e così via). L’acquirente della protezione riceve la sua liquidazione in caso di *default* di uno degli *asset* presenti nel paniere, ma non riceve ulteriori compensazioni per ogni *default* successivo. Un simile prodotto può fornire una protezione adeguata se la probabilità che vi siano fallimenti multipli è molto bassa.

Vero o falso che sia, a causa di queste voci relative sia al *report* sia al prodotto finanziario (dove, verosimilmente, il CDS dell’Italia è stato fissato a 130, un premio anche piuttosto basso), il CDS a 5 anni dell’Italia quotato a New York è subito “schizzato” a 201 punti contro i 195,6 del giorno prima, aumentando di 5 punti base il prezzo per assicurarsi da un’esposizione di 10 milioni di euro su Titoli del Tesoro.

[LASTRINA 14]

“Nuovo capitalismo di Stato”

La decisione comune negli Stati Uniti e in Europa di ricorrere a stanziamenti pubblici a sostegno del sistema creditizio è documentata da una ricerca di Mediobanca per la quale, da fine ottobre 2008 ad oggi, sono stati impegnati 399 miliardi di euro a favore di 451 banche.

In questo contesto di continui “salvataggi”, la creazione di *pool* di finanziatori spesso avviene ricercando e auspicando la presenza di attori privati, amministratori di patrimoni governativi, destinati al finanziamento di capitali di rischio. Emerge, dunque, una nuova vulnerabilità, intesa nel senso di crescente dipendenza, soprattutto psicologica.

¹ Nel 2008 JP Morgan ha conseguito la quasi totalità dei suoi utili (5,6 miliardi di dollari) con il *trading* su prodotti derivati OTC. La banca ha beneficiato dell’incorporazione di *Bear Stearns* e della scomparsa di *Lehman Brothers* come controparti nella compravendita di strumenti derivati. JP Morgan ha potuto godere di un maggior potere contrattuale nei confronti delle controparti, nonché di una maggiore preferenza da parte del mercato nel “*flight-to-quality*” grazie al numero minore di istituzioni considerate affidabili. Cfr. “*JP Morgan guadagna 5 miliardi di dollari con i derivati*”, Milano Finanza, 4.3.2009.

Assumendo la definizione di Gerard Lyons della banca d'investimento *Standard Chartered*, il "nuovo capitalismo di Stato" si caratterizza per l'uso di fondi controllati da governi finalizzato all'acquisizione di partecipazioni strategiche a livello globale. I tre attori comunemente citati sono le Banche Centrali, i fondi sovrani e i fondi pensione statali.

[LASTRINA 15-LASTRINA 16]

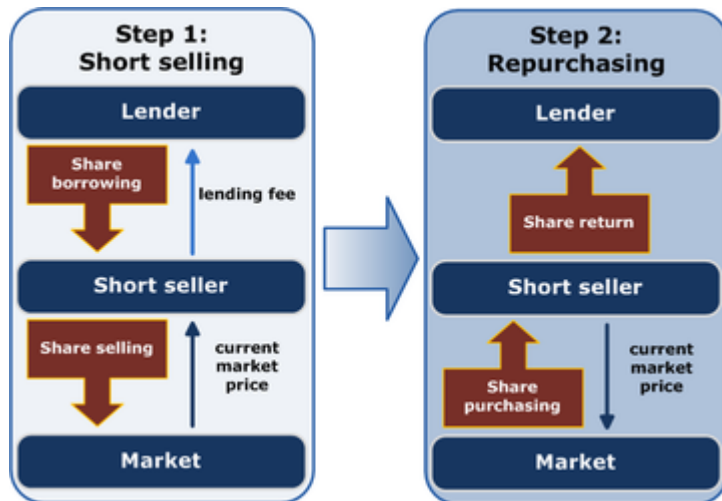
Nella tabella presentiamo alcuni tra i principali investimenti effettuati da fondi sovrani nel 2008.

[LASTRINA 17-LASTRINA 18]

Un'attività di gestione patrimoniale "sovrana" pone interrogativi relativi sia all'interesse nazionale sia alla sicurezza nazionale degli Stati oggetto degli investimenti.

[LASTRINA 19]

L'incremento della partecipazione straniera in un settore dell'economia interna è sicuramente un problema di interesse nazionale. Questo aspetto non riguarda la sicurezza nazionale, fino a quando la tutela dei mercati interni da comportamenti non concorrenziali



di soggetti esteri sia garantita da Enti pubblici preposti dal Governo.

In questo caso, l'acquisizione di posizioni *short* su importanti gruppi finanziari o industriali, approfittando anche della bolla ribassista dovuta ai fallimenti e alle insolvenze, già rappresenterebbe un motivo di attenzione. La pratica dello "*short*

selling" (realizzata senza disporre della proprietà dell'*asset* ceduto) ha spesso, infatti, l'intento di preparare l'acquisizione successiva dell'*asset* stesso ad un prezzo inferiore. Gli investimenti mostrati nella tabella precedente, invece, sono rappresentativi di posizioni *long* e sono gli unici noti.

[LASTRINA 20]

La presenza straniera nell'economia interna assume carattere di sensibilità allorché si intravedano rischi di un controllo futuro di tecnologie o brevetti (di natura industriale, finanziaria o militare) o della disponibilità di infrastrutture critiche (telecomunicazioni, energia o porti) o delle risorse naturali strategiche presenti sul territorio.

[LASTRINA 21]

In questo caso, lo strumento di tutela a disposizione del governo per salvaguardare la propria sovranità economica è **l'imposizione di un compromesso con il soggetto-investitore (ed implicitamente il suo governo)**, al fine di garantire la necessaria reciprocità e, soprattutto, mostrare l'intenzione di voler conservare un attento controllo dei propri *asset* strategici. La ricerca di "soluzioni cooperative" è positiva anche per il Paese-investitore, in quanto consente di imporre, alla base dell'investimento, rendimenti garantiti e scongiura il pericolo di nuove regolamentazioni dedicate a questi investimenti sovrani.

Questa strategia è *win-win* e tutela lo Stato-obiettivo nei confronti di situazioni di condizionamento futuro, nelle quali uno Stato-investitore, che ha rilevato - tramite il suo fondo sovrano - la proprietà di un importante gruppo farmaceutico mondiale, intendesse imporre un cambiamento dei programmi di investimento a detrimento degli interessi (occupazionali o di sviluppo) dello Stato-obiettivo, oppure richiedesse clausole di favore per gli investimenti del proprio fondo sovrano come contropartita al sostegno di un determinato processo politico (Iraq, Territori Palestinesi, Afghanistan o altre aree critiche).

Al di là di aspetti concorrenziali che richiedono una tutela dell'interesse nazionale, è importante capire se la gestione patrimoniale di uno Stato sovrano possa determinare una prospettiva di ingerenza nelle scelte future del Paese-obiettivo. Il fatto che dietro un fondo ci sia uno Stato è poco significativo. E' importante, piuttosto, capire cosa induce uno Stato ad investire liquidità in eccesso mediante un fondo sovrano.

Oltre ad un discorso ovvio di *asset allocation*, uno Stato investe per "acquistare" conoscenza che non ha. E' questo, ad esempio, il caso dell'investimento del *China Investment Corporation* (CIC) del 9,3% di *Blackstone*, fondo statunitense di *private equity*. Alla base dell'investimento vi è l'accesso consentito a Pechino al *know-how* intellettuale e manageriale del fondo statunitense, per apprendere quanto necessario al settore del *private*

equity cinese. Attualmente, il fondo cinese sta fronteggiando perdite superiori al 50% rispetto al valore contabile dell'investimento, ma da questo ha iniziato un *knowledge transfer* fondamentale nell'impostare una propria industria del *private equity*. Medesimo discorso può essere fatto per il settore delle carte di credito con l'investimento del CIC di più di 100 milioni di dollari in *Visa*.

Nel caso in questione, finché il trasferimento di conoscenza è inserito nel suddetto contesto "cooperativo", lo Stato-obiettivo dell'investimento estero sovrano potrà far valere condizioni di reciprocità, sviluppando proprie attività sul territorio dello Stato-investitore. Diverso il caso, invece, di una soluzione "non cooperativa", la quale si caratterizzerà esclusivamente per aspetti di ingerenza nei confronti dell'interesse nazionale e, in caso di conoscenza sensibile, nei confronti della sicurezza nazionale.

[LASTRINA 22]

Dato un processo di erosione della sovranità economica nazionale, già causato dall'integrazione tra i mercati finanziari e dall'interdipendenza tra le economie, ed oggi consolidato dai meccanismi di contagio della attuale crisi globale, si individuano (i) nell'acuirsi del "rischio di credito sovrano" e (ii) nell'emergere del "nuovo capitalismo di Stato", due minacce innovative alla piena affermazione dell'interesse economico nazionale.

Queste minacce si traducono in una limitazione di sovranità tramite (i) un vincolo di bilancio più ristretto sui provvedimenti di spesa pubblica, una tendenza alla "nazionalizzazione" del risparmio (ed un contestuale effetto "spiazzamento" nei confronti dell'investimento privato) ed una più aspra concorrenza sul mercato mondiale dei titoli di Stato in termini di migliori condizioni creditizie (obbligando, talvolta, paesi più deboli ad offrire rendimenti troppo elevati, con relativi costi insostenibili); (ii) il rischio di una perdita nel controllo futuro di tecnologie o di brevetti (di natura industriale, finanziaria o militare), nonché di una gestione straniera di infrastrutture critiche nazionali (telecomunicazioni, energia o porti) o di risorse naturali strategiche, presenti sul territorio interno.

Gli strumenti di tutela da parte del governo includono (i) una ponderata valutazione di eventuali distorsioni causata dall'elemento speculativo o da forme di insider trading; (ii) un compromesso con il soggetto-investitore (ed implicitamente il suo governo), al

fine di garantire la necessaria reciprocità e, soprattutto, mostrare l'intenzione di voler conservare un attento controllo dei propri asset strategici.

L'Italia, vista come Paese debole dell'Eurozona per l'eccessivo debito interno, sta subendo una ingiustificata campagna di denigrazione sostenuta anche da informazioni tratte dal mercato dei CDS. Acuendo il rischio di credito di un Paese, diventa più complesso selezionare i partner di investimento.

Contrastanti con questo tipo di considerazioni sono due fatti:

- il successo nell'asta di titoli a medio e lungo termine (BTP triennale e decennale) per oltre 10 miliardi di titoli, registrato alla fine del febbraio scorso. Un collocamento decisamente migliore di quello svoltosi nella stessa settimana relativo ad obbligazioni di Irlanda e Portogallo;
- la positiva considerazione da parte di *Moody's*, relativamente al settore privato dell'Italia, di un debito privato molto più contenuto di quello di altri Paesi, circostanza che potrebbe favorire, in un contesto di *deleveraging*, un minore impatto sulla crescita economica complessiva.

Nella percezione dei mercati, nei confronti di un rischio di *default* sovrano nell'Eurozona, i timori devono riguardare la situazione nel suo complesso e non il dettaglio di Paesi particolari. Ad esempio, il rifiuto tedesco di condividere una responsabilità comune per le passività di un singolo Paese nonché la non considerazione dell'ipotesi di obbligazioni emesse congiuntamente dai Ministeri del Tesoro europei rappresentano posizioni, comunque, ineccepibili (in quanto nel pieno rispetto dello spirito del Trattato UE), ma poco opportune congiuntamente.

Non è necessario attendere che un Paese fallisca per subire un attacco speculativo. Basta la consapevolezza delle difficoltà che sta vivendo la Germania, che rappresenta il *benchmark* monetario dell'Eurozona.

In particolare:

- *l'aumento vertiginoso del totale nozionale dei CDS sovrani ha creato le condizioni per l'ingresso, nel febbraio scorso, di Berlino nella graduatoria delle prime 15 reference entity (come dalla Tabella 1);*

- nello stesso mese di febbraio, il tasso CDS sovrano della Germania è aumentato del 39%;
- il mercato dei Pfandbriefe è in crisi², acuita dall'estensione, operata dal Governo di Berlino, delle garanzie ad obbligazioni emesse da banche tedesche, la quale potrebbe aver ridotto il differenziale tra le due opzioni per gli investitori³;
- l'esposizione delle banche tedesche verso gli Stati dell'Eurozona più indebitati (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna) è pari al 26% del PIL tedesco, contro un contenuto 4% dell'Italia;
- le difficoltà registrate nell'asta dei Bund a 10 anni del 7 gennaio scorso e del 10 dicembre 2008 hanno indotto il Cancelliere, Angela Merkel, ad auspicare un coordinamento nelle prossime emissioni di titoli obbligazionari sovrani. Nel 2009 è attesa, infatti, un'ondata di emissioni per un importo totale di 3mila miliardi di dollari, il triplo del 2008, in buona parte necessari a finanziare i piani di salvataggi delle banche e di sostegno alle economie.

La vigilanza e la cooperazione è nell'interesse soprattutto dei Paesi "forti" dell'Eurozona (intesi come tali per una loro maggiore disciplina fiscale interna) per evitare la diffusione di informazioni "distorte" con l'unico obiettivo di colpire l'affidabilità di un Paese "debole". La robustezza dell'Eurozona è percepita, infatti, come dipendente dalla stabilità del suo membro più debole. Le difficoltà di un Paese nel far fronte ai propri impegni in termini di servizio del debito, dunque, si ripercuoterebbero velocemente sui mercati dei titoli di tutti gli altri Paesi, compresi quelli più forti, compromettendo la solidità stessa del sistema bancario europeo.

Gli incentivi all'attività di insider trading, tesa a danneggiare la reputazione di un governo "debole", sono maggiori in (parziale) assenza di condivisione delle informazioni. In particolare, con riferimento al mercato del credito, più si accentua una probabilità di

² I *Pfandbriefe* rappresentano il modello tedesco di cartolarizzazione, ossia una tipologia di obbligazioni emessa da istituti finanziari tedeschi, specializzati in mutui immobiliari. Questi titoli sono originati dall'aggregazione di mutui ipotecari, erogati dagli stessi istituti finanziari, e successivamente frazionati in piccole tranche di titoli per essere ricollocati sul mercato per gli investitori. Rappresentano il segmento più largo del mercato dei debiti privati tedeschi. Le banche ipotecarie tedesche, non avendo abbastanza mutui su cui lavorare in Germania, hanno investito la liquidità in eccesso nei *mortgage backed securities* statunitensi (prodotto finanziario analogo ai *Pfandbriefe*, ma senza la rigida vigilanza della Bundesbank) e si sono fatte attirare nel vortice dei subprime e delle strutturazioni di *asset* tossici. Cfr. Marcello De Cecco, *Innovazioni e crisi finanziaria*, www.econ-pol.unisi.it/blog, 20.2.2009.

³ Il salvataggio di *Hypo Real Estate*, istituto creditizio dedicato al mercato immobiliare, potrebbe essere stato incentivato anche dall'essere, quest'ultimo, uno dei principali emittenti di *Pfandbriefe*.

insolvenza, più il rischio di *insider trading* è maggiore. Per contrastare questi rischi, un governo deve poter disporre di elevate capacità informative e cognitive, messe a "sistema". In particolare, l'azione di *intelligence* finanziaria (non riferita soltanto al comparto *ex* Legge 124/2007, ma ampliata a tutte le componenti istituzionali possibili, quali Banca d'Italia, Consob, Ministeri) è fondamentale e vincente se prevede la condivisione sinergica di informazioni e risorse finalizzata alla completa comprensione di eventi correnti e alla definizione di scenari probabilistici consistenti relativi ad eventi futuri, ponendosi come ausilio al *policymaking* nazionale.