

Muzinich & Co

La Fantasia e la Realta' Finanziaria

Febbraio 2014

Experienced. Focused. Independent.

I Quattro Cavalieri dell'Apocalisse

Muzinich & Co



1. L'eccessiva Leva Finanziaria
2. Riflessioni Eccessivamente Brevi
3. Mancanza di Trasparenza
4. L'eccessiva Avidita'

Nel mondo di oggi ci sono in corso tre esperimenti principali

1. Quantitative Easing

2. La Valuta dell'Unione Europea

3. La China - Capitalismo in un Paese Comunista

“Siamo entrati in un nuovo mondo coraggioso (“a brave new world”) ... La crisi economica ha messo in discussione molte delle nostre convinzioni. Dobbiamo accettare la sfida intellettuale.”

- Olivier Blanchard, International Monetary Fund's chief economist, 2011.

Titoli di Stato: Senza Rischi?

Yield storico del 10 Year Treasury
Sta finendo la tendenza al ribasso dei tassi di interesse?

U.S. 10 Year Treasury Yield to Maturity



Banks warned on sovereign debt risk

“Jens Weidmann, presidente della Bundesbank, ha rischiato di irritare i governi europei colpiti dalla crisi mettendo in guardia contro i pericoli rappresentati da elevati livelli di debito sovrano nei bilanci bancari”

The art of
the Medicis
is a lesson in
absolution
for bankers

“Il Banco dei Medici concesse un prolungamento dei prestiti a Edoardo IV, il quale aveva perso una fortuna nella guerra delle Due Rose. Lo stesso accadde ai Bardi e ai Peruzzi nel XIII e nel XIV secolo.”

Risk models fuel fears for bank safety

Wide disparities in calculation of assets

Basel study focuses on capital holdings

By Brooke Masters and Patrick Jenkins in London

Some global banks are using models that let them hold only one-eighth of the capital held by their competitors against the same assets, according to a study that will boost claims that lenders are manipulating the main measure of bank safety.

The study by the Basel Committee on Banking Supervision comes at a time when investors, regulators and some bankers have called into question the way banks calculate their risk-weighted assets (RWA), which in turn determine how much capital they

have to hold. The Basel committee handed the same hypothetical trading portfolio to 15 large banks in nine countries and asked them to calculate the total capital required to support it.

The results ranged from €13m to €35m, but the variation within individual asset classes – such as credit risk or interest rate portfolios – in several cases was more than eight times.

Regulators such as Andy Haldane at the Bank of England and Thomas Hoenig at the Federal Deposit Insurance Corporation have openly expressed their worry that some banks are using models that understate the riskiness of their portfolios in order to cut their capital requirements.

The chief executives of JPMorgan and Santander have complained that their competitors may be cheat-

Supervisor takes tough line

The head of the Basel Committee on Banking Supervision has stressed his determination to stamp out inconsistencies in the way banks' financial strength is measured around the world, write Patrick Jenkins and Tom Braithwaite.

Stefan Ingves, Sweden's central bank governor, told the Financial Times that the days were over when countries could take an "à la carte" view of Basel rules.

"In the past... countries said, 'We'll do so and so', but then they went home and only did part of it," Mr Ingves said. "Now [we are] in a much better position to carry out the conversations we need to carry out if there's divergence."

He was also unapologetic

on the need for tough standards, despite growing fears among policy makers that regulatory overload is crimping growth. "My view hasn't changed," he said. "If you have problems with your banks in any country, then you need to restructure your banks and then credit will come."

It was difficult to try to engineer a supply of credit "if the bankers and the banks know in their hearts and minds that they're not OK. You have to go through the [steps] – recapitalising, setting up a bad bank, doing all these things you normally do when you have issues in your banking sector – then credit flow will normally come."

In full, www.ft.com/europe

ing under the guise of "optimising" their models. A recent Barclays study found that for European banks, RWA comprised 32 per cent of total assets, down from 53 per cent two decades ago.

"There is variety and there is a lack of transparency. It's hard to judge from publicly available information how banks come up with their weightings," Stefan Ingves, the Swedish central banker who heads the Basel group, told the Financial Times.

The Basel group, made up of regulators in 27 financial centres, is examining whether to place limits on the use of models or to set floors on certain assets to prevent banks from pushing RWA too low. A few regulators want to drop risk-weighting and set capital levels based on total assets.

In one surprising discovery, the study found that

about a quarter of the variation resulted from supervisory decisions. In some countries, supervisors routinely instruct individual banks, or all banks of a certain class, to hold extra capital against particular kinds of assets. Similarly, some supervisors have restricted what kinds of model can be used, while others allow banks more free rein, the study found.

"There is wide variation in the treatment of risk weightings and not enough transparency for investors on the differences," said Huw van Steenis, banks analyst at Morgan Stanley. "What's interesting is the Basel report suggests the variance is as much driven by different supervisors' decisions as bank models."

Mr Ingves told the FT: "In the past, we haven't known why RWAs vary: is it because of different model-

ling techniques or because of the way supervision differs? In the past this has kind of been in the air, but no one has known. This is our way of struggling with the empirical facts at this very detailed level."

Even as the study was being completed, several banks have announced efforts to cut their RWA through increased use of models and "improvements" to existing models. Yesterday, Deutsche Bank announced it had cut RWA by 12 per cent in 2012 partly through model improvements, and SEB bank reported that it had cut RWA by 14 per cent since the end of 2012 by using models more extensively.

"It's not a good day for RWA credibility, I am afraid," said Simon Samuels, a Barclays analyst.

Deutsche Bank loss, Page 13

Inflazione - C'e' Da Preoccuparsi?

January 15, 2014 8:58 pm

Global economy battles decline in productivity growth

“La produttività non è tutto, ma nel lungo periodo è più o meno tutto.”

- Paul Krugman,

Economics Nobel Laureate

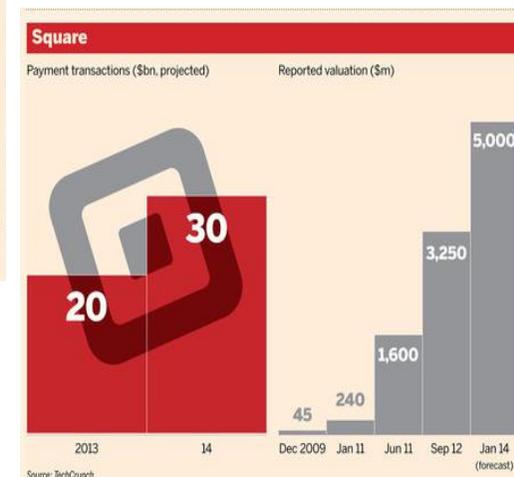
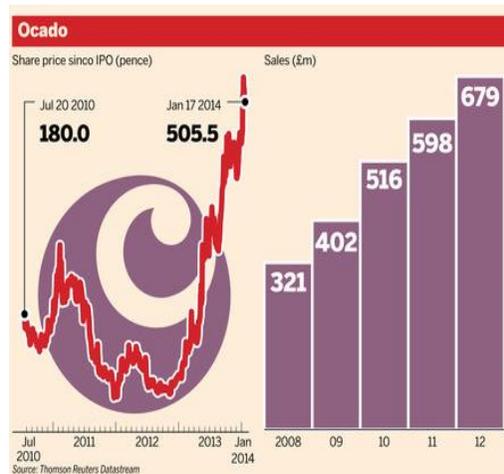
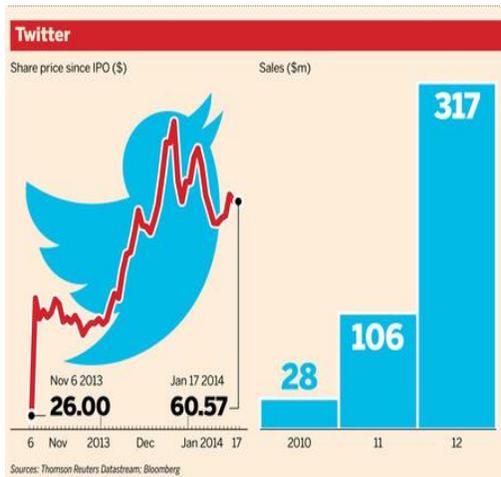
“...nel 2013 la produttività totale dei fattori, nella sua definizione più ampia, è diminuita per la prima volta da decenni, indicando che l'anno scorso il mondo non ha migliorato le modalità di sfruttamento e distribuzione della forza lavoro e del capitale...”

Plus Ça Change...

Valuations: Is this nuts?

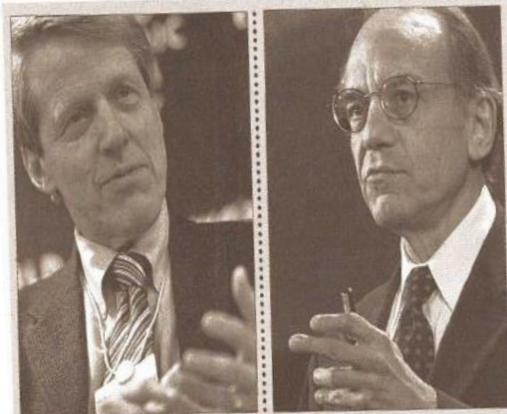
By Paul Murphy

Investors appear to have taken leave of their senses, pumping cash into projects regardless of profitability



Equities: Convenienti o Costosi?

Equities The world's two leading market historians are locked in an intense debate over the true value of stocks. Both are backed by loyal camps of investors. *By John Authers*



Robert Shiller

"Emotions and heightened attention to the market create a desire to get into the game," warned Robert Shiller in 1999. "Such is irrational exuberance today in the United States."

He has devoted his career to analysing how behavioural psychology drives markets occasionally to fail. He defends the Cape because "I'm a behavioural finance type and I understand that people make all kinds of investing errors".

He invests in exchange traded funds based on the principle of fundamental indexing championed by Prof Siegel. But unlike Prof Siegel, his work suggests that sometimes people should stay out of the stock market.

Jeremy Siegel

Jeremy Siegel is the high priest of "buy-and-hold" investing and argues the merits of stocks over other asset classes. "Through time the after-inflation returns on a well-diversified portfolio of common stocks have not only exceeded that of fixed income assets but have actually done so with less risk," he has argued. "Which stocks you own is secondary to whether you own stocks."

Other academics acknowledge the importance of his data but carp that his optimism about stocks has led to some embarrassments. In early 2007, on the eve of the financial crisis, he argued that stock prices should be 25 per cent higher.

Professor Robert Shiller - Yale

Il mercato statunitense e' incrementato del 62% ed e' molto piu' costoso di qualsiasi altro mercato azionario.

Professor Jeremy Siegel - University of Pennsylvania's Wharton School

Gli equities sono convenienti.

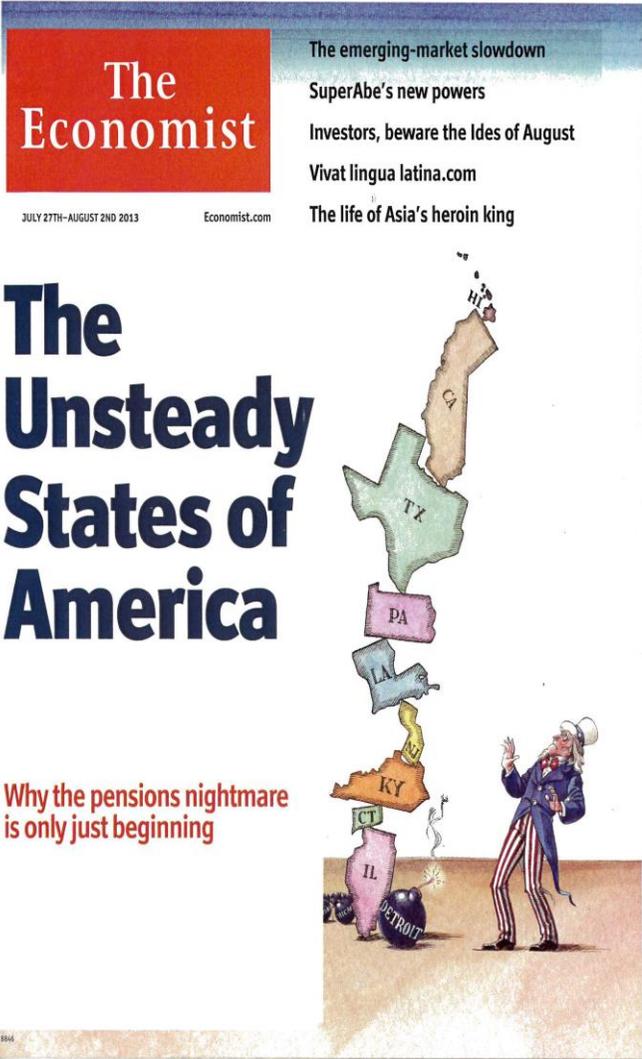
Professors Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton - London Business School

Nei prossimi 20-30 anni i rendimenti azionari saranno tra il 3-3.5%.

“Qual è il Problema dell’America? (“What’s the Matter with America”)’ [...] “Il nostro paese sta attraversando un inquietante periodo di tensione. C’è qualcosa che non funziona... Da dove ha origine il possente fiume di malcontento che sta erodendo il nostro rispetto per il governo, sradicando la fiducia nei partiti politici e provocando la messa in discussione dei modelli e delle convenzioni del vecchio ordine?”

- Amos Pinchot, 1912
‘What’s the matter with America’

Sicurezza negli Stati Uniti?



Sicurezza negli Stati Uniti?

Sicurezza in Europa?

“La situazione politica in Italia e negli Stati Uniti presenta delle similitudini per quanto riguarda le inquietanti implicazioni che comportano nel lungo termine. Entrambe agiscono seguendo la tendenza delle moderne democrazie che accumulano debito facendo promesse insostenibili agli elettori, e che poi non riescono soddisfare. “

- Gideon Rachman, “Italy’s vote, America’s cuts and why nations fail,” Financial Times, Tuesday, February 26, 2013



Europe's
peripheral
SMEs face
loan crisis

“...i nuovi prestiti bancari alle PMI nei paesi europei periferici si sono ridotti di oltre la metà negli ultimi cinque anni....”

European banks cut corporate lending

By Daniel Schäfer in London

“...Le 16 principali banche europee hanno incrementato la loro esposizione al rischio del debito sovrano del 26% (o di EUR 550 miliardi) nel 2011 e nel 2012. Allo stesso tempo le banche hanno ridotto la loro esposizione al rischio di credito connesso a emittenti corporate del 9% (o EUR 440 miliardi)...”

Per le Società':

- Un approccio diverso al finanziamento. Solo grandi imprese avevano accesso al mercato dei capitali. Adesso, anche le medie imprese hanno questa possibilità'.
- Cio' richiederà disciplina del mercato dei capitali che renderà le imprese più forti e più indipendenti.
- Forniamo tipologie di finanziamento da fonti tradizionali, non disponibili in precedenza, adattando i termini e le condizioni alle esigenze specifiche delle medie imprese.

Per gli Investitori:

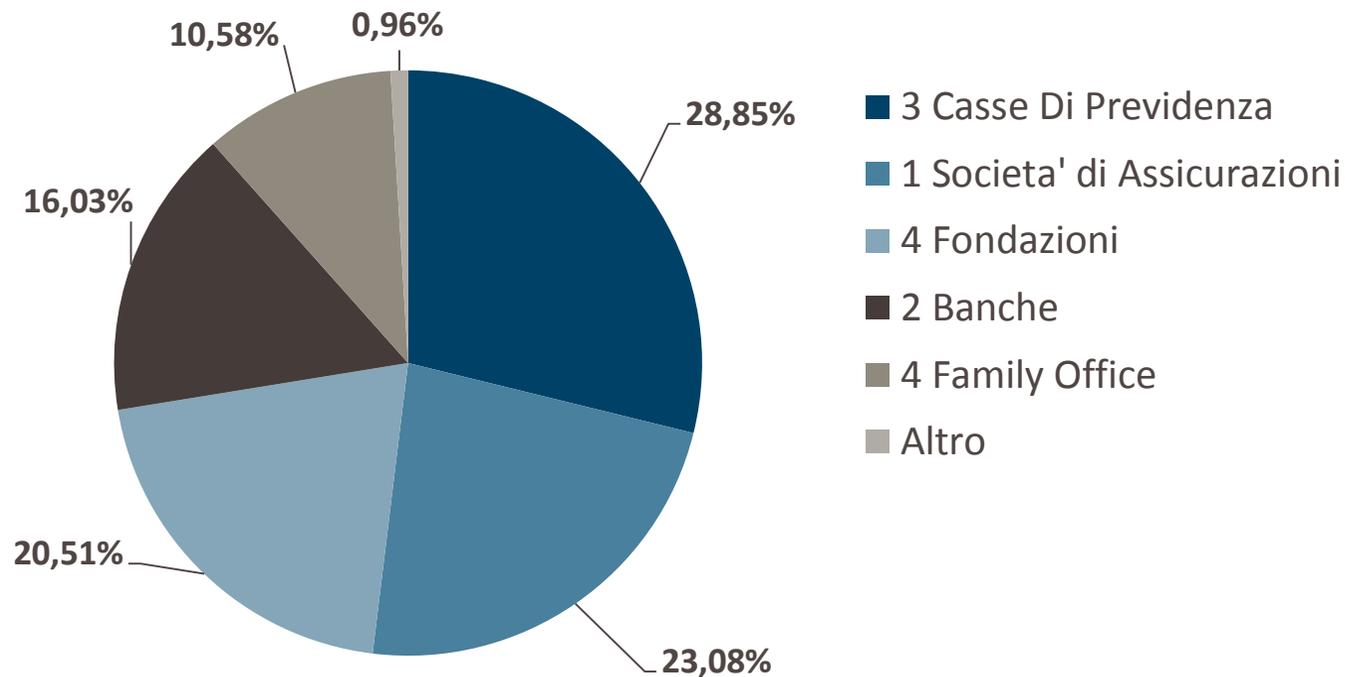
- Un flusso di reddito costante da un pool diversificato di investimenti
- Protezione da un incremento dei tassi di interesse
- Portafogli con bassa volatilità, un rifugio sicuro “safe haven” dai movimenti di mercati arbitrari e la necessità di mark to market

Muzinich Italian Private Debt Fund

Lanciato il 7 marzo 2014

Assets: €156 mln

Investitori sia italiani che stranieri al primo closing



Informazioni Importanti

Muzinich & Co

AD USO ESCLUSIVO DI CLIENTI PROFESSIONALI - NON PER L'UTILIZZO DI CLIENTI AL DETTAGLIO NÉ PER LA DISTRIBUZIONE

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e gli investitori potrebbero non recuperare l'intero capitale investito. Il valore dell'investimento può variare e non è garantito. Quando si fa riferimento alle linee guida o alle caratteristiche del portafoglio, questi possono essere soggette a variazioni nel corso del tempo e delle condizioni di mercato prevalenti.

Ogni ricerca contenuta nella presente presentazione è stata fornita da Muzinich e può essere stata utilizzata da quest'ultima per i propri fini. Gli esiti di tali ricerche sono rappresentati a scopo esclusivamente informativo e non si forniscono garanzie in merito alla relativa precisione. Le opinioni espresse e le informazioni contenute nella presente presentazione riguardo le tendenze dei mercati finanziari dipendenti da condizioni di mercato sono espressione della nostra opinione e possono essere soggette a cambiamento in qualsiasi momento senza preavviso. Le opinioni espresse non costituiscono un'offerta di acquisto o di vendita né un invito ad intraprendere alcuna attività d'investimento, ma hanno fini esclusivamente informativi.

Rilasciato in Europa da Muzinich & Co. Ltd, società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Muzinich & Co. Ltd è registrata in Inghilterra e in Galles, N. 3852444. Indirizzo registrato: 15 Portland Place, London W1B 1PT.