



A private banking tradition

BANCA DEL CERESIO

**MACRO-PENSIERI CONTROCORRENTE
INCONTRO CON LA STAMPA 2018**

Hotel Splendide Royal, Lugano
26 febbraio 2018



Agenda

1. Introduzione

Gabriele Corte, membro della Direzione Generale di Banca del Ceresio

2. Macro-Pensieri Controcorrente

Antonio Foglia, membro del Consiglio d'Amministrazione di Banca del Ceresio



Agenda

1. Introduzione

Gabriele Corte, membro della Direzione Generale di Banca del Ceresio

2. Macro-Pensieri Controcorrente

Antonio Foglia, membro del Consiglio d'Amministrazione di Banca del Ceresio



Il 2018 si preannuncia "trasparente"...

Trasparenza Servizi

Mifid (UE / Novembre 2007)

Mifid II (UE / Gennaio 2018)

LSF (CH / Open?)

Trasparenza Cliente

LINFI - Borsa Svizzera (CH / Gennaio 2018)

LINFI - Derivati OTC (CH / Gennaio 2018)

EMIR - Derivati (UE / Gennaio 2018)

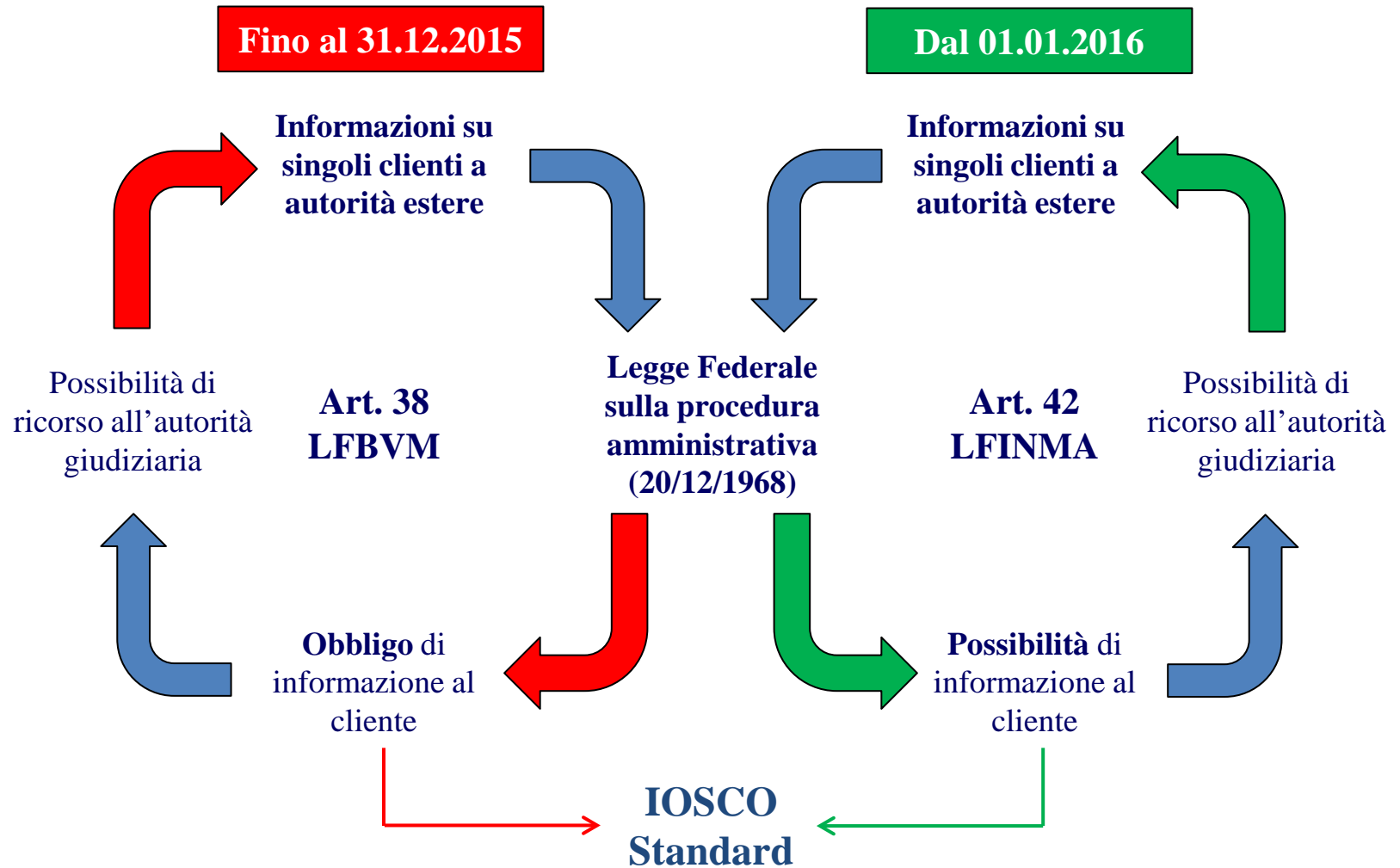
MIFIR - Borse Europee (UE / Marzo 2018)

CRS (Internazionale / Giugno 2018)

Costi (illimitati) vs. **Benefici** (limitati)



...ma non consideriamo abbastanza quanto già fatto





"Trasparenza" vs. "Opportunità"

Nuove opportunità transfrontaliere

Ipotesi

- ✓ Pari garanzie per l'investitore
- ✓ Pari condizioni di gestione
- ✓ Solidità bilanci
- ✓ Approccio boutique, non distributore
- ❑ Pari accesso al mercato

Tesi

- ✓ Diversificazione (giuridica) gratuita
- ✓ Visione "ampia" del patrimonio privato





Conclusioni

- La piazza finanziaria svizzera è oramai **pienamente integrata** a livello internazionale,
 - ✓ Nel rispetto della normativa sull'assistenza amministrativa
 - ✓ Nello scambio di informazioni sulle transazioni finanziarie
 - ✓ Nello scambio di informazioni sulle disponibilità depositate da investitori esteri
- ma ad oggi non possiamo parlare di un suo **libero accesso ai mercati** esteri, Unione Europea *in primis*, anche se si stanno facendo passi in avanti e "Brexit" potrebbe essere d'aiuto.
- Per tradizione e per attività caratteristica, la piazza finanziaria svizzera gode di **vantaggi chiave** nell'attuale contesto economico
 - ✓ Solidità bilanci bancari
 - ✓ Approccio non "distributivo" ma "consulenziale"
 - ✓ Opportunità d'investimento
- Si apre quindi un' **opportunità potenziale** notevole sulle principali fonti di accumulo di risparmio
 - ✓ Il cosiddetto risparmio "mobile"
 - ✓ Le aziende, PMI in particolare



Agenda

1. Introduzione

Gabriele Corte, membro della Direzione Generale di Banca del Ceresio

2. Macro-Pensieri Controcorrente

Antonio Foglia, membro del Consiglio d'Amministrazione di Banca del Ceresio



Indice

- I nuovi paradigmi sono già obsoleti?
- Preoccupanti frizioni sul mercato dei cambi?
- La forza del Franco: comprato dagli svizzeri
- Tassi negativi e propensione al rischio
- Eurozona irrisolta
- E se le banche italiane fossero un affare?



Due nuovi paradigmi già obsoleti?

- **La società e l'economia visti come sistemi dinamici complessi:**

Data imprevedibilità intrinseca, i progressi avvengono solo per tentativi ed errori. Quindi i risultati migliori si dovrebbero ottenere attraverso il decentramento delle decisioni, gli incentivi vincenti e la solidarietà con i perdenti. Eppure i regimi autoritari sembrano coagulare il consenso e fare meglio.

- **Mercati e concorrenza:**

Mercati e concorrenza per selezionare i prodotti ed i processi migliori. Eppure le economie di scala di internet spingono verso monopoli naturali di cui sembriamo felici.



La governance di sistemi dinamici complessi

- La società e l'economia, visti con gli occhi della matematica e della fisica, sembrano avere le caratteristiche di sistemi dinamici complessi.
- Data l'imprevedibilità intrinseca dei sistemi dinamici complessi, sono i sistemi sociali ed economici dove le decisioni sono più decentralizzate e l'iniziativa individuale incoraggiata che hanno storicamente raggiunto i migliori risultati.
- La crisi finanziaria ha dimostrato clamorosamente i disastri combinati da tecnoburocrazie in inevitabile deficit cognitivo. Eppure la risposta è stata ancora meno libertà e maggior peso delle tecnoburocrazie, sia nella regolamentazione che nella politica economica.
- Inoltre oggi si osservano i successi di regimi autoritari come in Cina, Russia, Ungheria etc. Quindi burocrazie e politica ci spingono verso un mondo dove tutto è strettamente regolamentato e controllato e che comincia ad assomigliare più alla ex DDR che a quello che ci ha dato il benessere di cui godiamo.
- Il paradigma dei sistemi dinamici complessi è errato? O la realtà momentaneamente sospesa? O gli effetti nefasti si manifestano in decenni invece che anni? Qualche sintomo, anche in Svizzera, purtroppo fa propendere per quest'ultima ipotesi...



Efficienza e mercati

- Mercati e concorrenza ci hanno da sempre dato i risultati migliori per uno sviluppo economico duraturo.
- Per funzionare, i mercati necessitano di rendimenti marginali decrescenti che assicurino lo sviluppo della concorrenza.
- Rendimenti marginali crescenti creano dinamiche winner-takes-all. L'esempio classico sono le tastiere QWERTY, che ancora ci affliggono. Talvolta è il progresso tecnologico che rende obsolete le radicate tecnologie inferiori.
- La network economy rende le esternalità di rete un fattore determinante nel creare nuovi monopoli come Facebook, Amazon, Netflix, Google che hanno sviluppato i protocolli vincenti, ma non necessariamente i migliori, nei nuovi servizi. Storicamente i protocolli vincenti sono diventati di pubblico dominio (la stampa, la corrente alternata, gli SMS...).
- I margini enormi e la delocalizzazione dei profitti delle grandi società di internet sono problematici, ma anche la fiscalità svizzera contempla il baratto. Perché non si chiede, come si dovrebbe, il pagamento di IVA e altre imposte nello scambio tra servizi gratis e dati degli utenti?
- La Cina dimostra l'utilità per i regimi autoritari di social media monopolistici ed in simbiosi con lo stato. Un nuovo pericolo per le società aperte?



Parità coperta dei tassi d'interesse

La parità coperta dei tassi di interesse definisce una condizione di arbitraggio secondo cui il differenziale tra i tassi di interesse nominali di due paesi deve essere pari alla differenza del cambio a pronti sul cambio a termine. La parità coperta dei tassi di interesse ipotizza perfetta mobilità di capitali e perfetta sostituibilità delle attività finanziarie.

$$(1+i) = (F/S)(1+i^*)$$

Ove i = tasso di interesse garantito da un'obbligazione nazionale.

i^* = tasso di interesse garantito da un'obbligazione estera analoga.

S = tasso di cambio a pronti.

F = tasso di cambio a termine.

Un esempio pratico:

1. Un investitore svizzero può a) investire in una «Créance Comptable» della Confederazione ad 1 anno e «guadagnare» il -0.5% in CHF (i)
b) oppure comprare USD al tasso a pronti, investirli in un Treasury Bill americano ad 1 anno al tasso del 2.4% (i^*), vendendo a USD termine a 1 anno.

In teoria, il cambio a termine dovrebbe essere tale da rendere il rendimento delle operazioni a) e b) uguali.

Nel nostro esempio con il tasso di cambio a pronti USD/CHF a 0.926 (S), il tasso di cambio a termine a 1 anno (F) dovrebbe essere 0.899, mentre in realtà è 0.896. Quindi chi fa l'operazione b) perde più dello 0.3%.

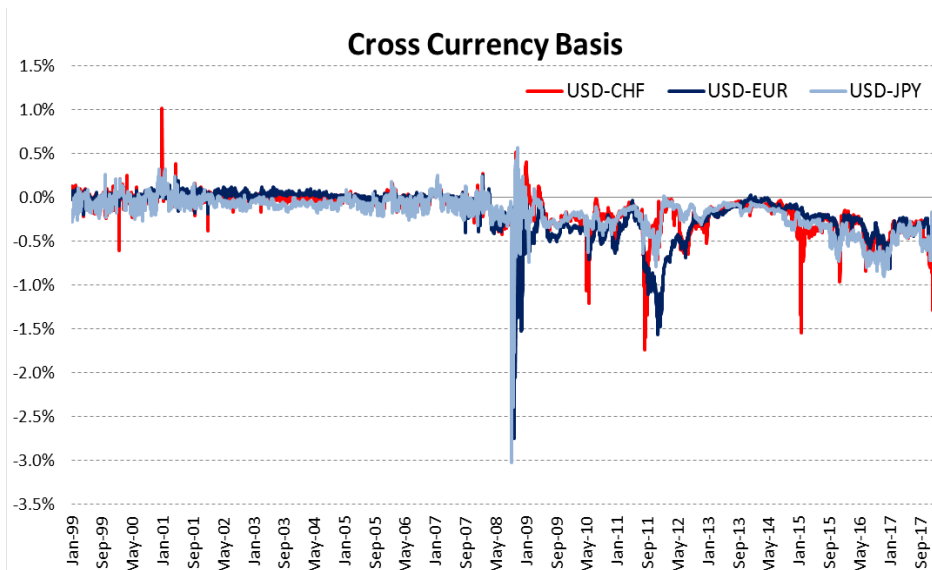
Perché gli investitori svizzeri fanno b) e quelli americani non fanno il contrario?



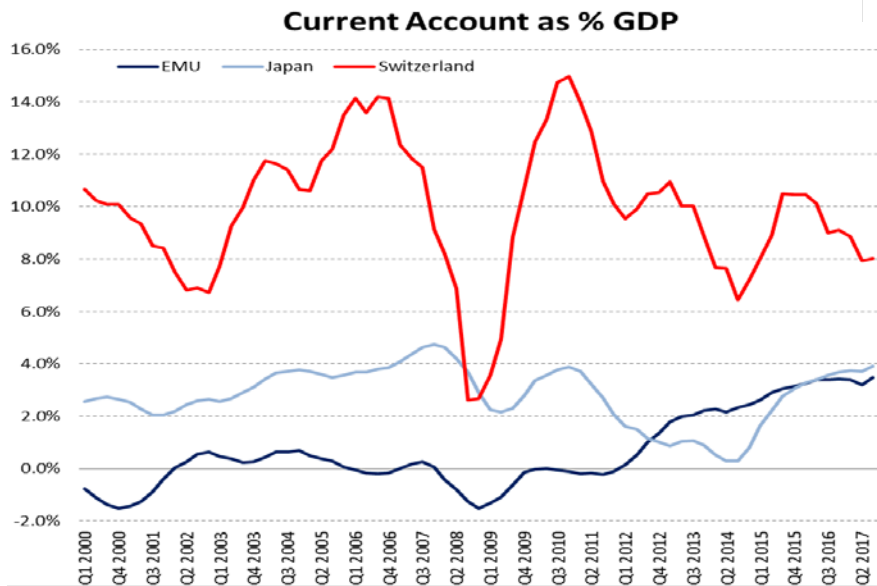
Un nuovo, anomalo, mercato dei cambi

Sul mercato dei cambi a termine, la parità coperta dei tassi di interesse non vale più da oramai quasi 4 anni, nonostante sia un arbitraggio privo di rischi e nonostante questi non siano stati anni di crisi finanziaria/bancaria.

Per un investitore europeo, svizzero o giapponese coprire il rischio valutario di investimenti in dollari costa sensibilmente di più che ad un operatore statunitense fare il contrario.



La «basis» tra due valute rappresenta la differenza esistente tra il tasso di interesse pagato per prendere a prestito in una valuta e convertirla in una seconda ed il costo di indebitarsi direttamente in questa seconda valuta. Una «basis» diversa da zero implica una violazione nella parità coperta dei tassi di interesse.



Forse non è casuale che tale anomalia coinvolga le valute di quei paesi che vantano ampi surplus commerciali con l'estero...



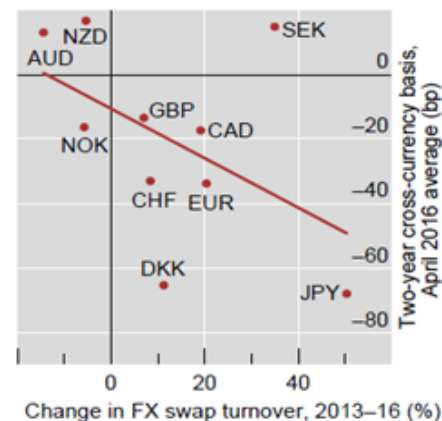
Nuovi fattori che influenzano i cambi?

Da un lato, paesi dall'ampio surplus commerciale sono costretti a riciclarlo all'estero (per definizione un surplus nelle partite correnti implica un deflusso di capitali), alimentando un'ampia domanda di copertura valutaria.

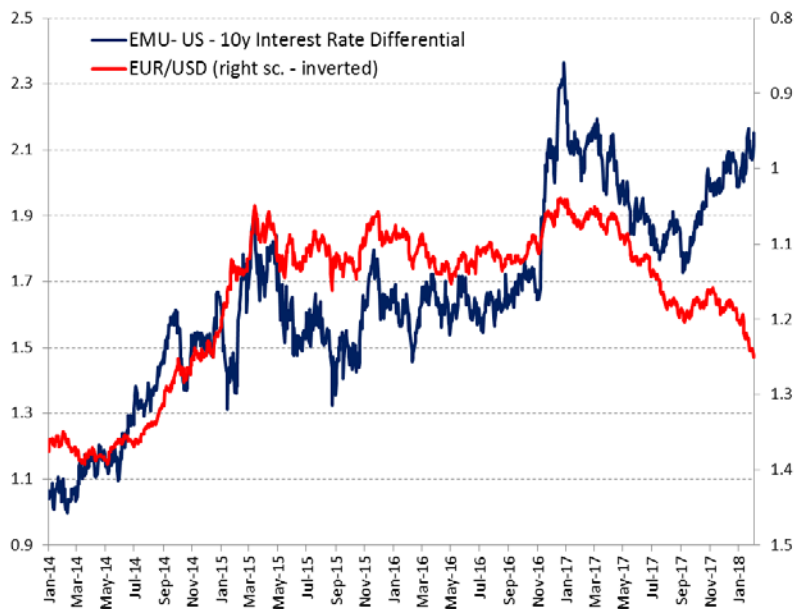
Dall'altro, la regolamentazione di Basilea su banche ed assicurazioni limita la possibilità di queste istituzioni di offrire copertura valutaria, essendo un'operazione che incide sulle dimensioni del bilancio.

Il difficile incontro di Domanda e Offerta comporta un aumento del costo della copertura valutaria («basis»).

L'aumento delle operazioni a termine è correlato con l'ampliamento della «basis».



Fonte : BIS



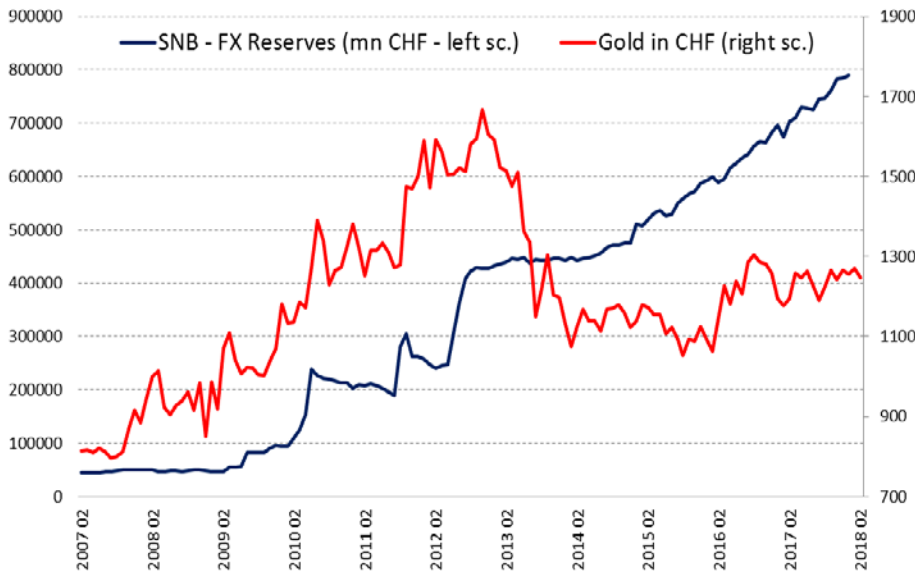
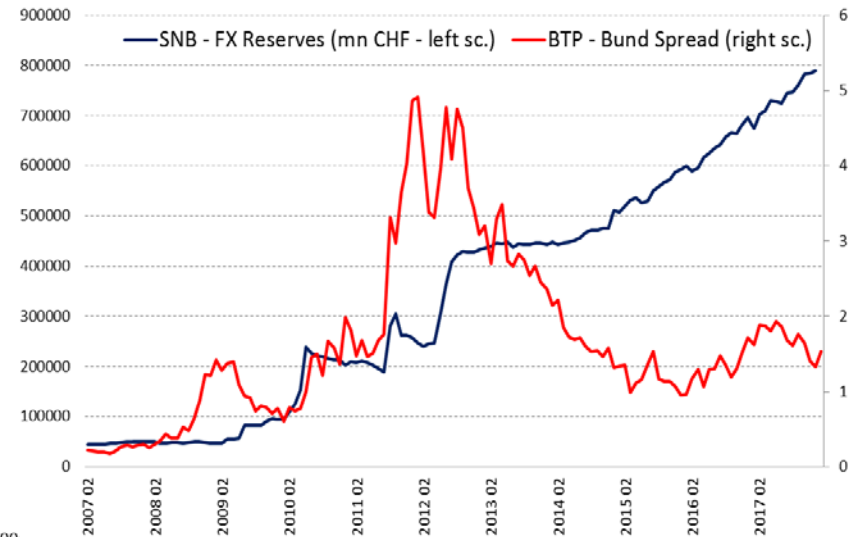
La persistenza dell'anomalia della «basis» può anche aiutare a spiegare il perché di un dollaro debole in presenza di un differenziale dei tassi di interesse in ampliamento, in contrasto rispetto al più recente passato.

I movimenti valutari potrebbero essere ora dettati da flussi obbligati di capitali «da riciclarli», che non sono però più disposti a correre il rischio di cambio.



La forza del CHF sotto una nuova luce

La BNS ha sempre motivato la forza del CHF, e la necessità dei propri interventi, adducendo come causa una forte domanda estera, che individua nel CHF un bene rifugio.



Una spiegazione difficilmente plausibile, se si considera il fatto che tutti gli indicatori di stress (spread, oro, volatilità...) sono crollati, e ciò nonostante la BNS ha continuato ad acquistare valuta estera allo stesso ritmo, se non aumentato.



Operatività della BNS fin troppo tattica

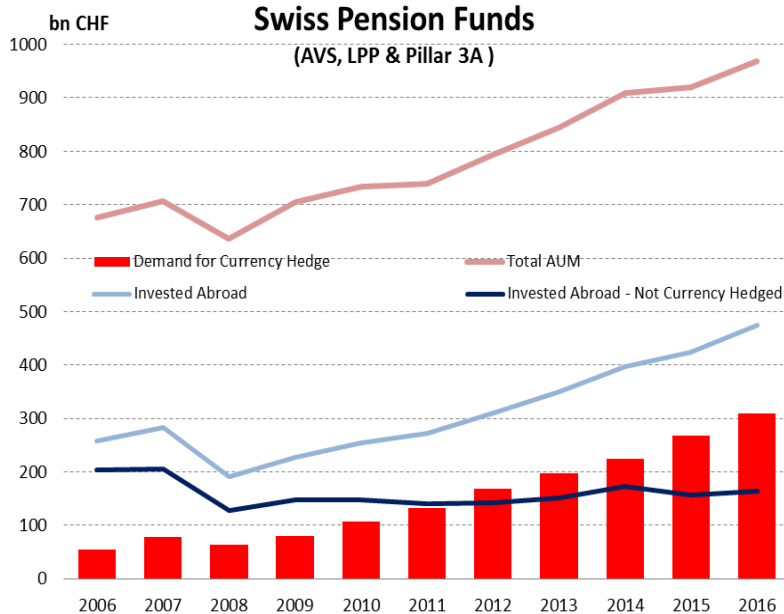


Acquisti tattici che talvolta sembrano proprio avere i connotati di manipolazioni del cambio...



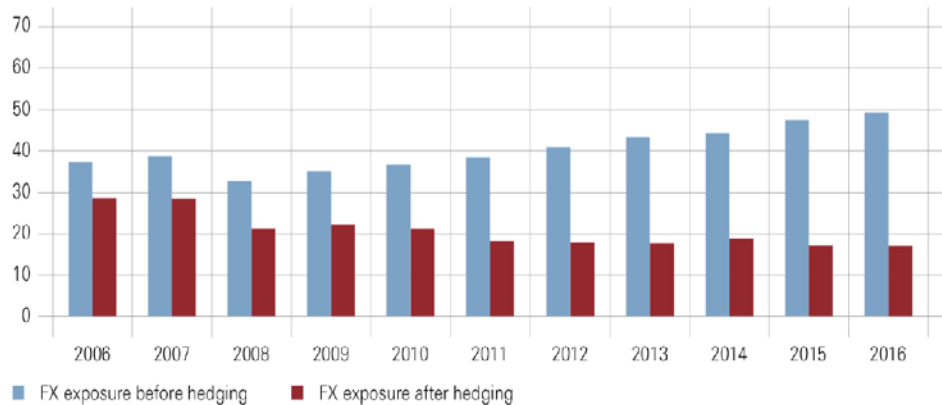
E se la politica della BNS fosse controproducente?

Guardando al comportamento dell'investitore domestico svizzero per eccellenza, i fondi pensione, negli ultimi 10 anni l'investimento in titoli denominati in monete estere è costantemente aumentato, fino a raggiungere quasi il 50% degli attivi, mentre l'esposizione valutaria netta (post-hedging) è calata ininterrottamente, dimezzandosi da un 30% a circa il 15%.



SWISS PENSION FUNDS: FOREIGN CURRENCY EXPOSURE

As % of total assets



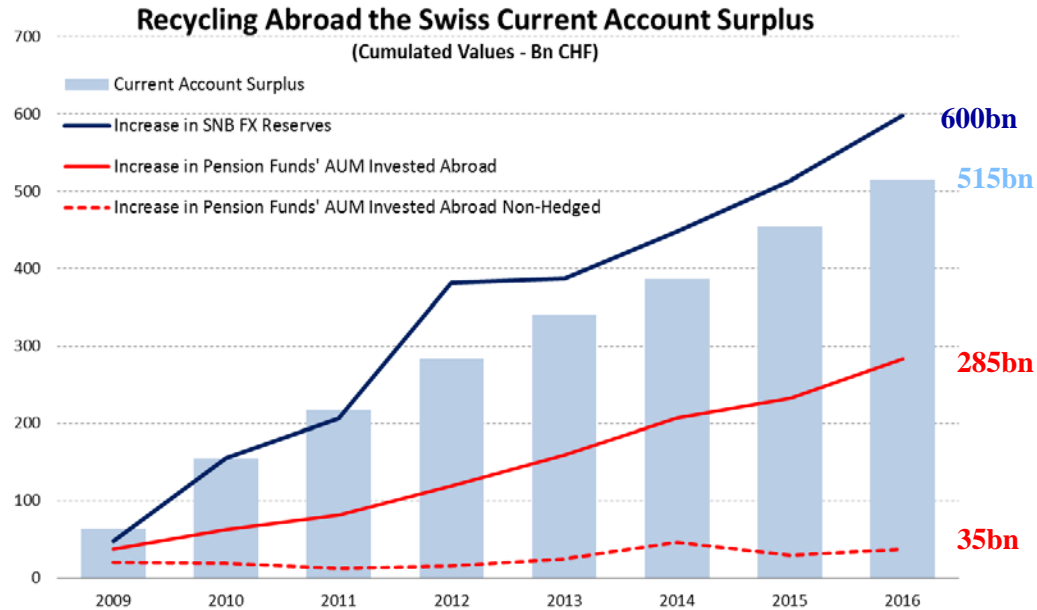
Fonte : «Developments on the Swiss franc capital market and the SNB's monetary policy» A. M. Maechler – Member of the Governing Board of the SNB

Nel 2016, dei 970mld di CHF di AUM dei fondi pensioni svizzeri, quasi 500mld sono stati investiti all'estero, di questi solo 170mld sono però esposti al rischio di cambio.

La politica di tassi domestici negativi della BNS non lascia più ai fondi pensioni lo spazio di assumersi il rischio di cambio su investimenti esteri, avendo eroso ogni possibilità di «risk budgeting».



E se la politica della BNS fosse controproducente?



Tra il 2009 ed il 2016, il surplus cumulato delle partite correnti della bilancia dei pagamenti svizzera ha generato afflussi dall'estero pari a 515mld di CHF, cifra che deve compensarsi con investimenti all'estero.

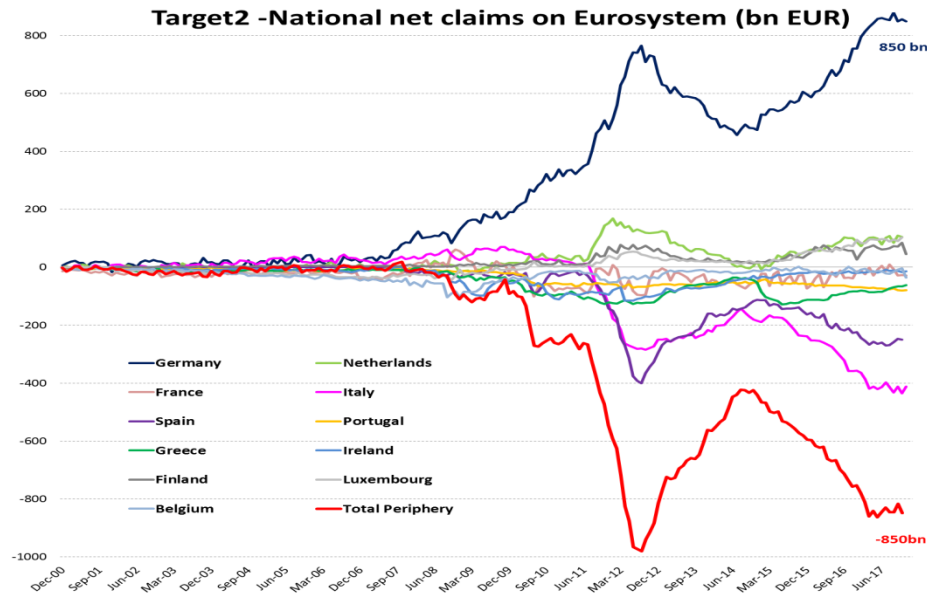
Di questo necessario riciclo risulta essersi fatta interamente carico la BNS, le cui riserve in valuta estera sono infatti aumentate di un ammontare di entità paragonabile (600mld).

I soli fondi pensioni, infatti, pur avendo investito all'estero poco più della metà di questo surplus (285mld), sono stati disposti a correre il rischio di cambio per solo 35mld, lasciando alla BNS il compito di coprirne la differenza con un aumento delle proprie riserve valutarie.

L'avversione al rischio dei risparmiatori svizzeri sembra essere il fattore di gran lunga dominante nella domanda di CHF. La BNS ha socializzato un rischio che i privati, a quel prezzo, non volevano correre.



Eurozona: è il momento di cercare una soluzione



- Il 2017 è stato l'anno della «rinascita» economica europea. Il tasso di crescita dell'Area è stato il più elevato dal 2007 ed ha coinvolto più o meno uniformemente tutti i principali paesi. Questo non ha però contribuito a ridurre la frammentazione e nazionalizzazione del mercato finanziario/bancario europeo.
- Il saldo di Target2, una sorta di indicatore di sfiducia interbancaria, è ai massimi storici, con una pesante frattura che corre tra Nord e Sud Europa. L'Area Euro continua ad essere finanziariamente vulnerabile.
- La stabilizzazione delle incongruenze dell'Eurozona è dipesa essenzialmente dalle politiche monetarie ultra espansive operate dalla BCE, ora in fase di rientro. Poco è stato fatto per affrontare e risolvere:
 - ✓ Il circolo vizioso, che attraverso il debito pubblico, lega un sistema bancario alle sorti della nazione di appartenenza e viceversa.
 - ✓ L'elevato indebitamento pubblico di alcuni paesi.
 - ✓ Il riequilibrio dei conti con l'estero.
 - ✓ La mancanza di trasparenza e chiara attribuzione di responsabilità nell'architettura istituzionale dell'Area Euro, soprattutto in ambito di politiche fiscali, coordinamento macroeconomico e sorveglianza. Ciò è continua fonte di divisione tra i membri e di crescente risentimento popolare verso le istituzioni europee.
- La sfida: trovare il corretto bilanciamento tra «condivisione dei rischi» e «responsabilizzazione nazionale».



Le proposte sul piatto: riforma bancaria

La regolamentazione bancaria dovrebbe prevedere incentivi in grado di dissuadere un istituto finanziario dal concentrare l'esposizione sui propri bond nazionali («home bias»).

- **«Sovereign Concentration Charge» *:**

Un'opzione è l'introduzione di una penalità in termini di maggiore capitale da detenersi in caso di superamento di una specifica soglia, ad es. una posizione in bond nazionali superiore ad un terzo del proprio Tier1 capital.

- **«Risk Weighting» delle diverse obbligazioni sovrane europee:**

Una seconda opzione è introdurre una differenziazione, in termini di requisiti di capitale, tra le obbligazioni sovrane delle diverse nazioni europee. Si risolverebbe così l'incoerenza per cui bond di nazioni diverse sono considerati avere il medesimo rischio a livello di regolamentazione bancaria, nonostante sui mercati vengano prezzati ben diversamente.

- **«European Safe Bonds» (ESBies) **:**

Una terza possibilità, più drastica, è la graduale sostituzione dei bond nazionali con uno strumento comune europeo, che diverrebbe l'effettivo «safe asset» per tutti gli istituti bancari. Gli ESBies sono cartolarizzazioni emesse da un istituto europeo, a responsabilità condivisa di tutti gli stati europei. L'attuale fondo Salva Stati (ESM) europeo, da semplice prestatore estremo a nazioni a rischio default, potrebbe essere trasformato nel garante di questo nuovo debito pubblico europeo. Le diverse nazioni vi aderirebbero attraverso un meccanismo assicurativo: paesi rischiosi pagherebbero all'ESM un premio maggiore, correlato al proprio rischio di mercato.

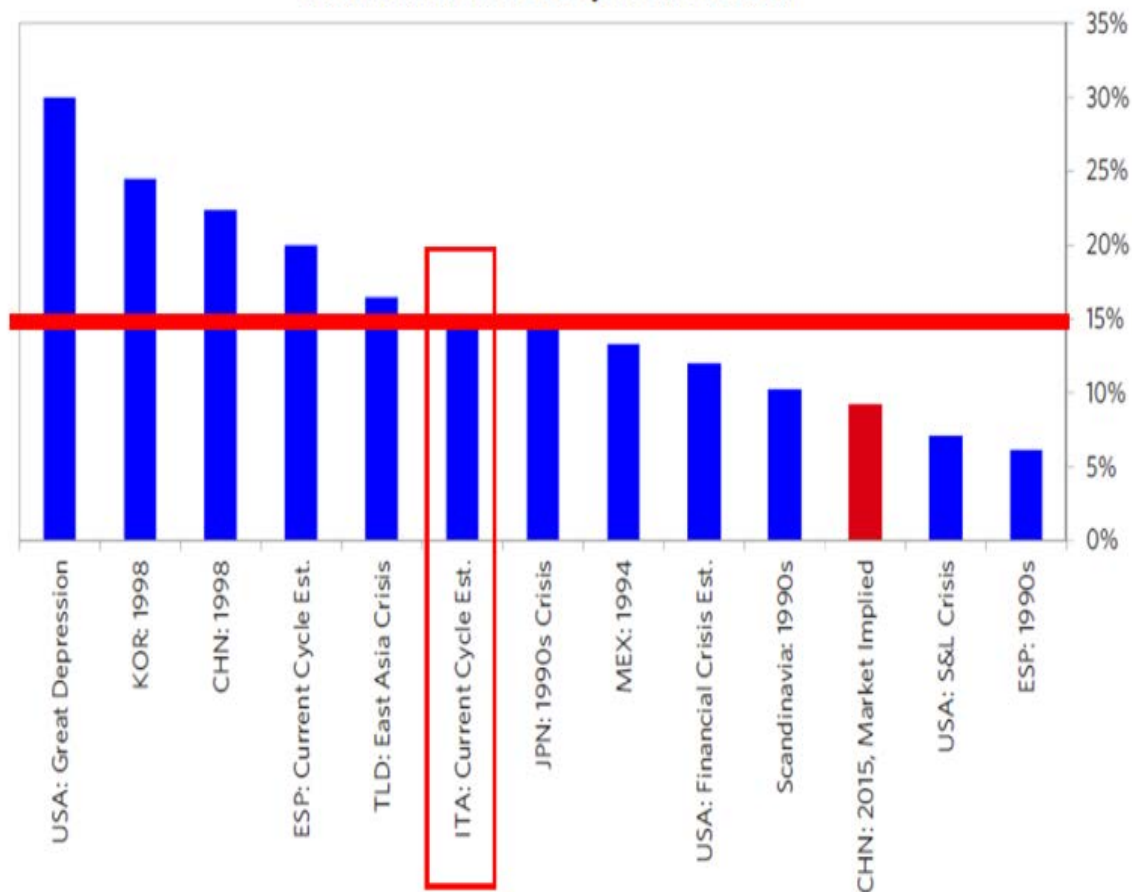
* *«Reconciling risk sharing with market discipline : A constructive approach to Euro Area reform» - CEPR Policy Insight n. 91*

** *«ESBies : safety in the tranches» - European Systemic Risk Board*



Le banche italiane: non così fragili...

Historical Credit Loss Cycles (% Loans)



Source: Bridgewater

La formazione di sofferenze bancarie in Italia è stata fisiologica, data la crisi, non patologica.

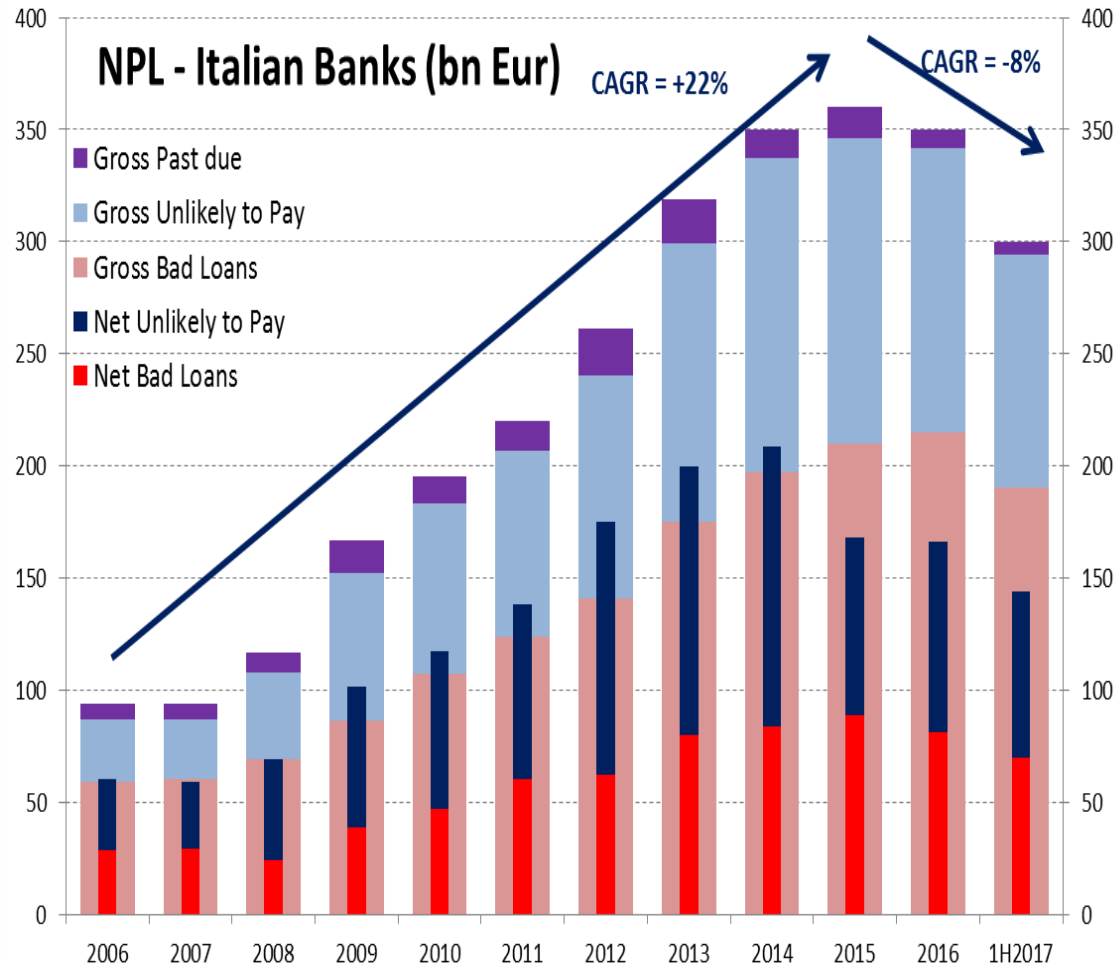
Dal 2014, da quando la normativa italiana ha migliorato la deducibilità fiscale degli accantonamenti su crediti in sofferenza (NPL), questi sono giunti a coprire circa la metà del valore lordo delle sofferenze (stabilizzatosi a circa il 15% del totale prestiti).

Anche senza pressioni esterne, le banche italiane stavano già riducendo il valore dei NPL a livelli tali da risultare appetibili ad un acquirente esterno, da permettere un ricavo a due cifre senza ricorrere alla leva.

Le recenti pressioni della BCE sui NPL, tese a forzare write-downs e ricapitalizzazioni, sono forse finalizzate a preparare le banche italiane per il risk-weighting del debito sovrano.



Le banche italiane: non così fragili...



Il volume dei crediti deteriorati (Non-Performing Loans) nel settore bancario italiano sia lordi che netti diminuisce da oltre 3 anni. Dopo aver toccato un massimo a fine 2015 (360mld di Euro in termini lordi), i crediti deteriorati sono scesi a 324mld a giugno 2017.

In termini netti, tenendo conto degli accantonamenti, i crediti deteriorati ammontano a metà 2017 a meno di 150mld, il 7.5% del totale dei prestiti.



Le banche italiane: non così fragili...

The Italian Banking System			
The impact of sovereign risk weighting			
Q22017 (bn Euro)	Current situation with 0% risk weight on It Gvt Bonds	If It. Gvt Bonds had a 50% risk weight (BBB risk weight)	With a "Sovereign Concentration Charge" of 28% (as proposed for a 160% ratio of Gvt Bonds to T1 Cap)
Total Assets	3878	3878	3878
Total Italian Gvt Bonds	373	373	373
RW of Italian Gvt Bonds	0	186.5	104
Total Capital Ratio	24.1%	21.9%	22.8%
Total RWA	1818	2005	1922
Tier 1 Capital	233	233	233
Tier1 Ratio	12.8%	11.6%	12.1%
Total Capital	438	438	438

Applicare il risk-weighting al debito sovrano di governi che non controllano più la propria politica monetaria, condizione che lo equipara di fatto a debito in valuta estera, è del tutto appropriato.

Il debito pubblico italiano, con un BBB di rating, avrebbe un risk-weight del 50%. I 373mld di debito sovrano italiano nei portafogli bancari italiani equivarrebbero a 187mld, se pesati per il rischio. Sarebbero quindi necessari 24mld di capitale in più per mantenere l'attuale Tier1 ratio, oppure questo calerebbe di 1.2ppt da 12.8% a 11.6%.

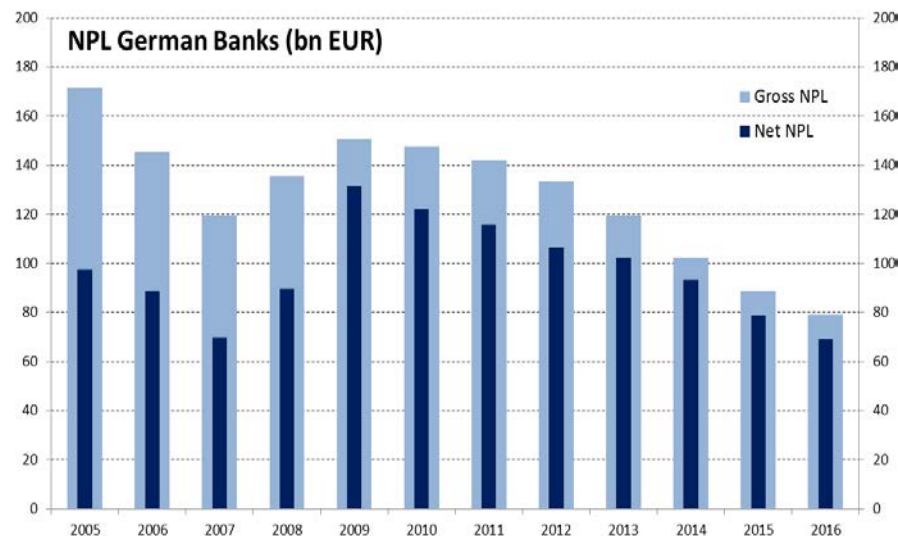
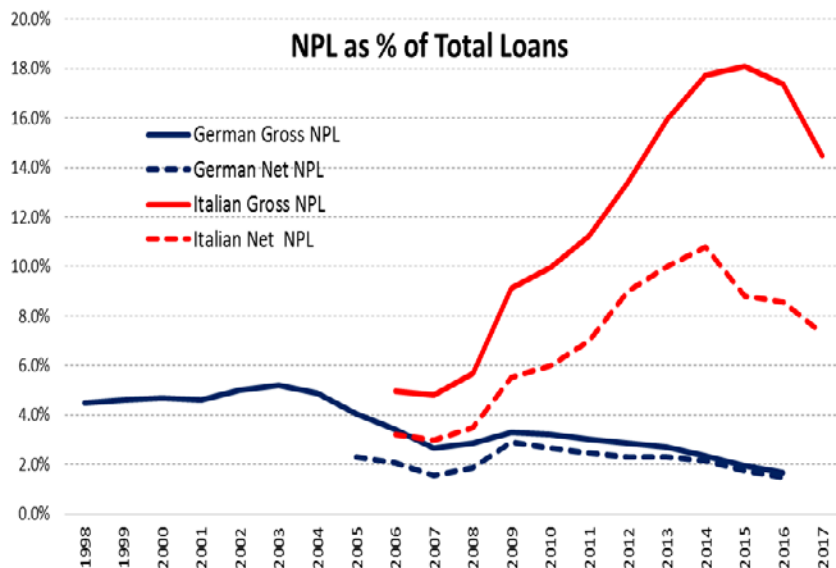
Ancora meno penalizzante risulterebbe l'applicazione di un «Sovereign Concentration Charge».



Le banche tedesche

Le statistiche sulle sofferenze bancarie tedesche sono nascoste e difficili da trovare rispetto a quelle italiane (la Banca di Italia ha una intera sessione dedicata al tema nel proprio Financial Stability Report semestrale).

I dati riportati in questa pagina sono ottenuti da indicatori solidità finanziaria pubblicato dal Fondo Monetario Internazionale, non da fonti nazionali tedesche.



In termini sia assoluti che relativi, le sofferenze bancarie tedesche sono effettivamente marginali a confronto di quelle italiane.

Sorprende però la rilassatezza con cui il sistema bancario tedesco non abbia accumulato accantonamenti, in questo momento favorevole, per farvi fronte.

Anzi, sembrano aver sciolto quasi 100mld di Euro di riserve rispetto al 2005.

Inoltre, se investono poco in titoli di stato, hanno attivi più a rischio di quelli.



Relatori

Antonio Foglia is a London based Italian and Swiss Economist. He is Board Member and shareholder of Banca del Ceresio, a private bank in Lugano, Switzerland and of its subsidiaries in London and Milan.

After earning a degree in Political Economy from Bocconi University in Milan, he worked in Tokyo, New York and London to complete his training. He has been professionally involved in Private Banking and with Hedge Funds since the mid-1980's. In addition to co-managing several leading multimanager Hedge Funds, including Leveraged Capital Holdings N.V., the world's oldest offshore multimanager fund, and Global Managers Selection Funds, the largest Italian Fund of Hedge Funds, Antonio Foglia is or was also a director of several Hedge Funds, including George Soros' Quantum Endowment Fund.

Antonio Foglia is a member of the Swiss Society for Financial Market Research and of the Italian Financial Analysts' Association. He served three terms on the Foundation Board of the Swiss Finance Institute, was for three terms a member of the Scientific Committee of Italy's Confindustria and is a Trustee of the Central European University.

Articles by Antonio Foglia appear on Italy's leading newspapers Corriere della Sera and il Sole 24 Ore.

The author is grateful for research assistance provided by Chiara Casale. The views expressed in this presentation are those of the author only and not of the institutions with which he is affiliated.

afoglia@belgrave.com

Gabriele Corte is a member of the Executive Committee of Banca del Ceresio. He holds a degree in finance from Bocconi University in Milan as well as specializations from the Swiss Training Centre for Investment Professionals in Zurich and the Wharton School of the University of Pennsylvania. Gabriele spent most of his career servicing international institutional clients out of Basel, Zurich and Geneva, where his last position was as European head for a Geneva private bank. Before joining Banca del Ceresio he served 4 years as executive vice-president of a Swiss banking institution responsible for Italian private clients.

Gabriele Corte is a member of the Swiss Association of Financial Analysts and of the Swiss Bankers Association.

gabriele.corte@ceresiobank.com



Avvertenze legali

Il presente documento è stato redatto unicamente ad uso dei destinatari dello stesso.

Le informazioni e dati contenuti nel presente documento sono riportati a titolo puramente informativo e non possono essere utilizzati o altrimenti considerati come un'offerta o sollecitazione alla vendita, all'acquisto o alla sottoscrizione di titoli, veicoli d'investimento o qualsiasi genere di prodotto finanziario; le informazioni ed i dati del documento non costituiscono altresì consulenza o raccomandazioni relative a titoli, veicoli d'investimento o qualsiasi genere di prodotto finanziario. I risultati e le performance passate non sono indicativi per i rendimenti futuri.