

# Il punto sull'Eurocrisi

Antonio Foglia

# Tre anni fa concludevo: Le politiche degli struzzi...



EU



USA

# La vera sfida della Politica Economica: riconoscere che la crisi è causata da errori cognitivi

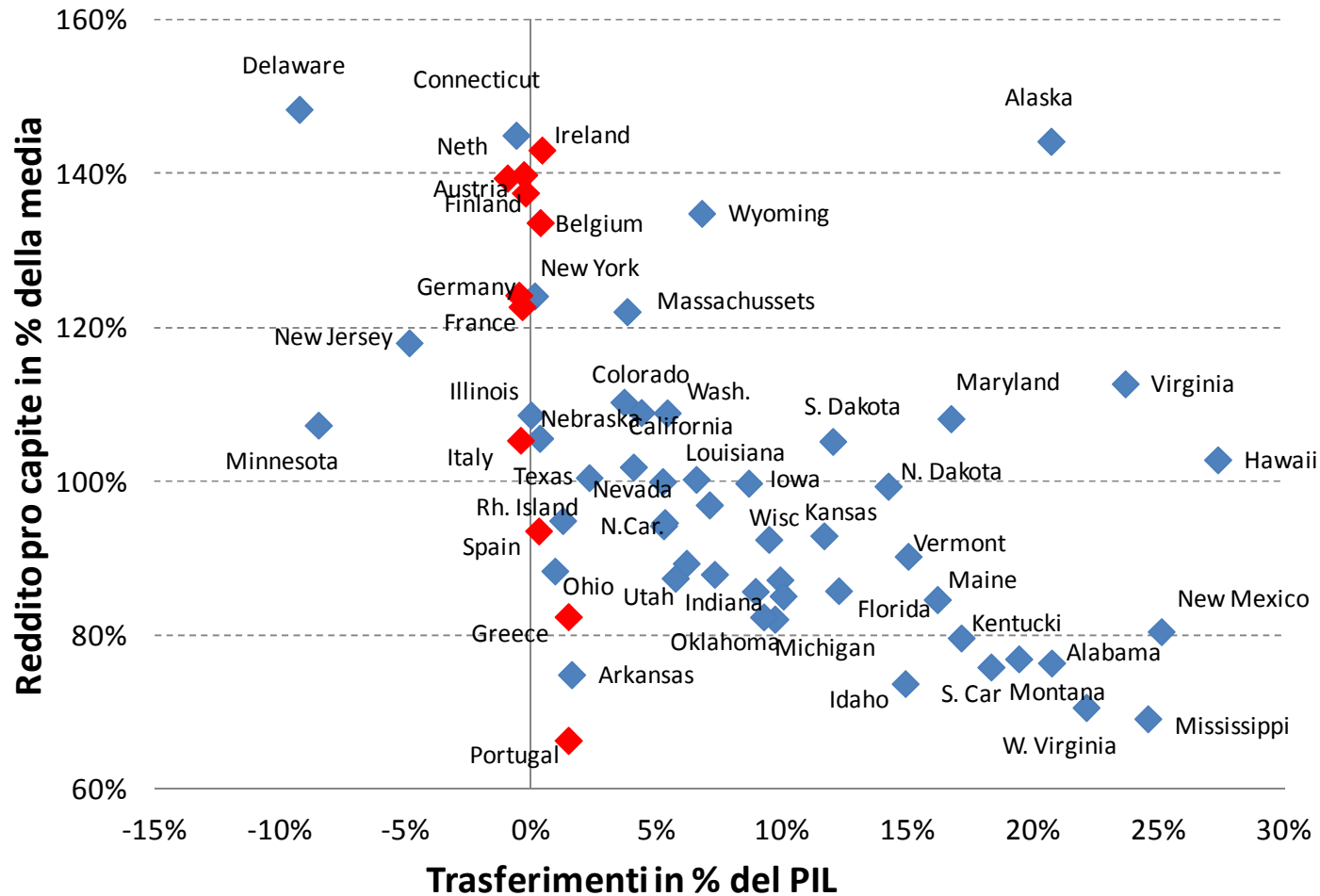
- Errori delle autorità bancarie, dei banchieri, degli eurocrati, dei politici.
- Errori inevitabili di persone fallibili con conoscenze imperfette alle prese con sistemi dinamici complessi.
- Errori che devono instillarci diffidenza verso soluzioni stataliste che ci allontanano dalla disciplina di riconoscimento precoce e correzione degli errori che il mercato invece impone.

# Verso la soluzione dell'Eurocrisi

- In un'area monetaria si possono e si devono sostenere squilibri.
- Gli squilibri si sostengono o con denaro pubblico (Transfer Union) o con finanziamenti privati.
- Il finanziamento privato non funziona più perché le banche sono balcanizzate e il debito pubblico è eccessivo.
- Alcuni dei problemi sono stati messi a fuoco e saranno risolti.
- Altri no, come la debolezza strutturale delle banche e l'evoluzione verso una centralità dei mercati come unica soluzione possibile ai problemi cognitivi.

# Squilibri reddituali

Trasferimenti tra Stati (USA e EU - 2010)

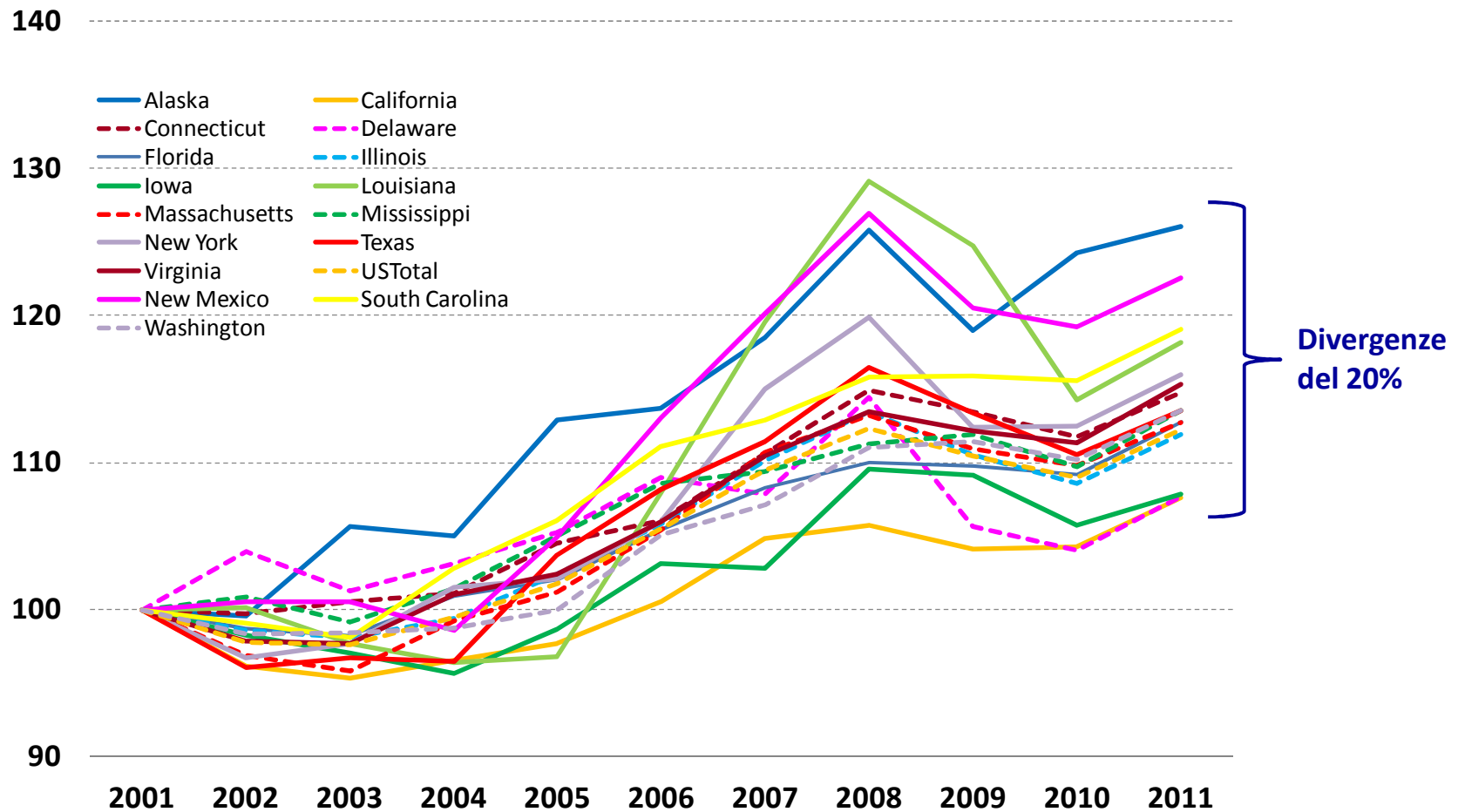


# Transfer Union

- I trasferimenti fiscali sono legittimati se si ritiene giusto che i servizi pubblici siano di qualità omogenea nell'unione.
- Ciò avviene esplicitamente negli USA e in Svizzera.
- Ma solo implicitamente per ora in Europa:
  - il mercato comune implica una analoga capacità di difendere il diritto;
  - Schengen implica una analoga capacità di gestire i confini;
  - etc.

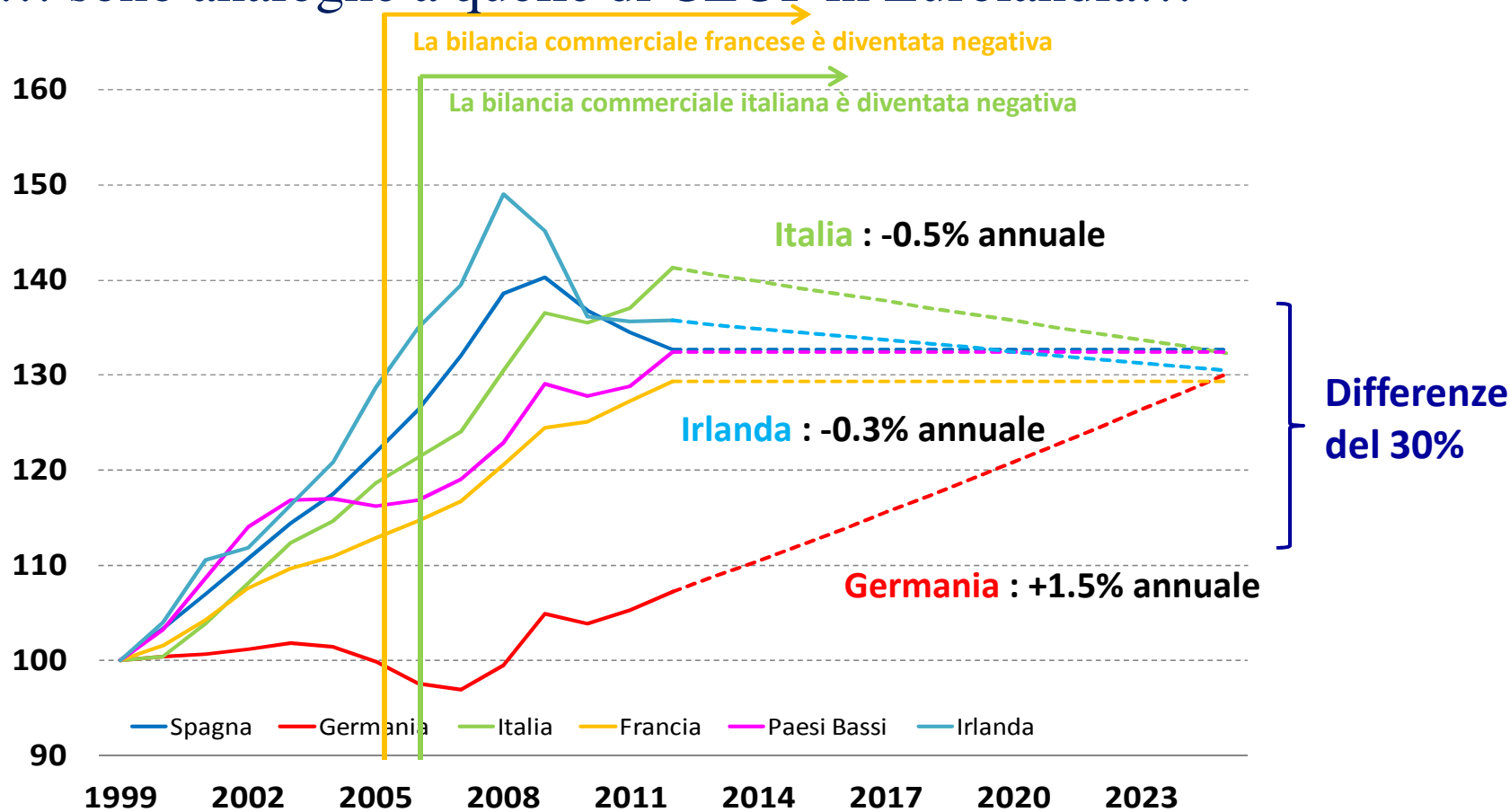
# Squilibri competitivi

Le differenze di CLUP in USA...



# Squilibri competitivi

... sono analoghe a quelle di CLUP in Eurolandia...

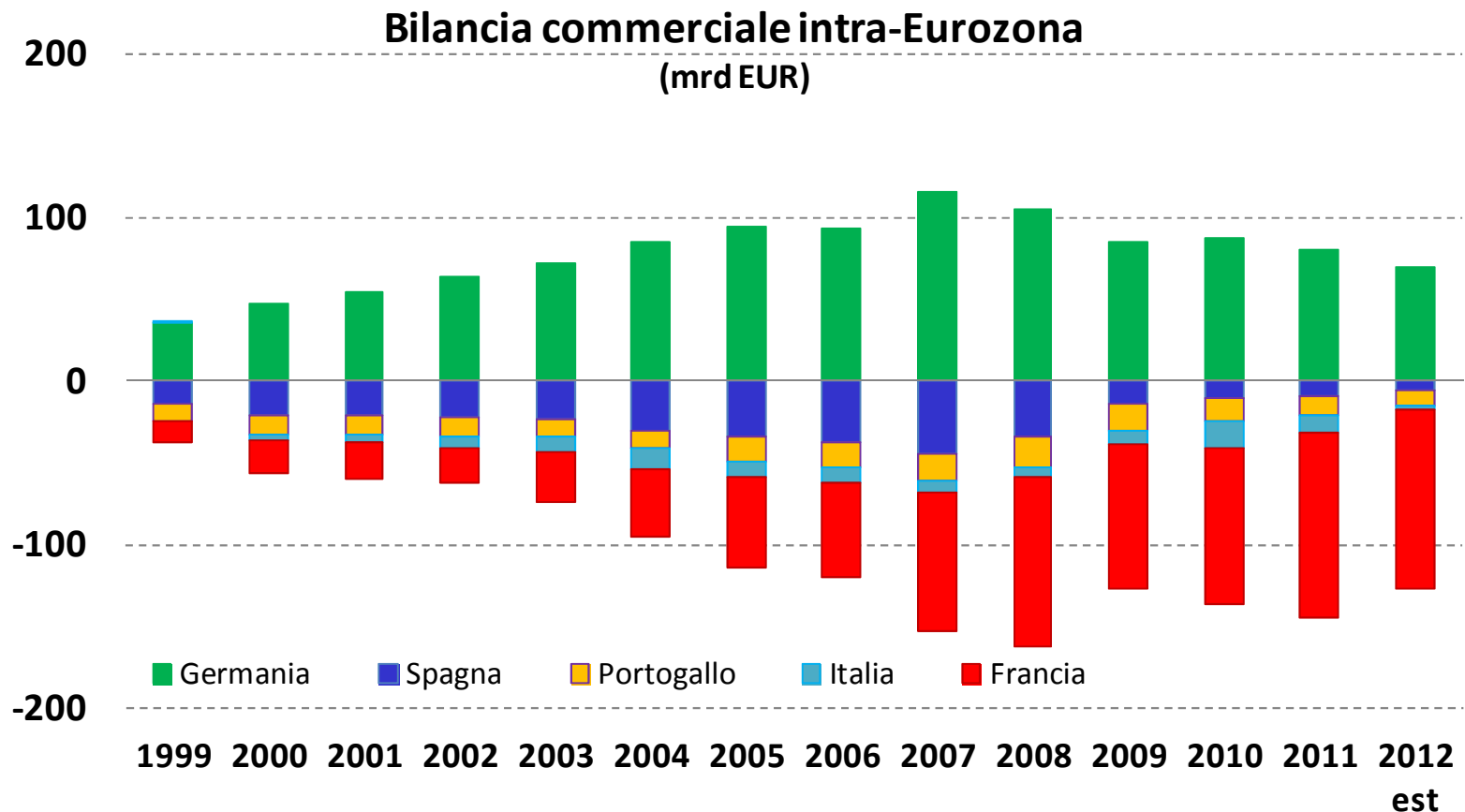


... che stanno convergendo.



# Squilibri commerciali

La convergenza è già in atto!



# Ma è cruciale COME si converge!

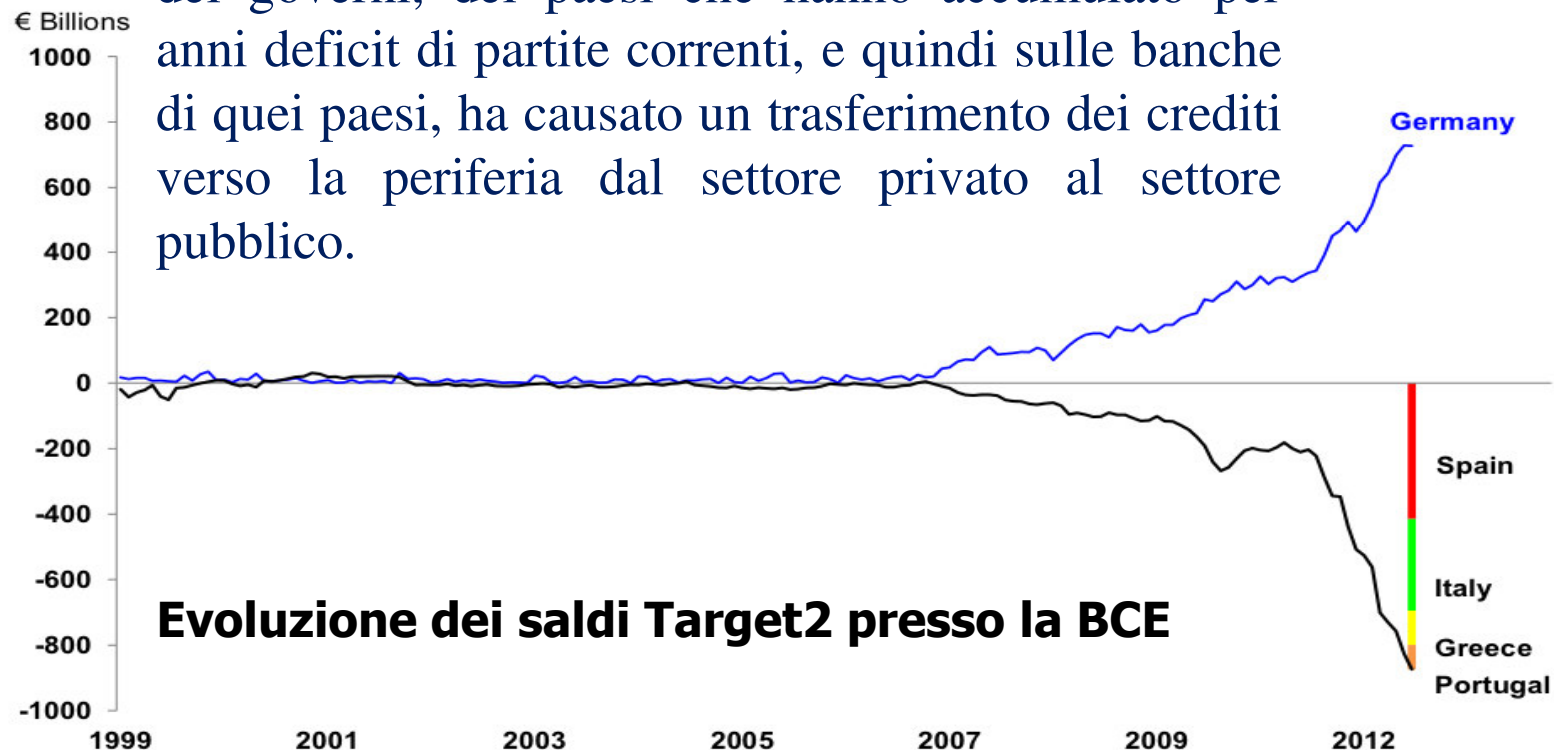
La convergenza può avvenire in due modi:

1. Diminuzione dei redditi reali, diminuzione delle importazioni, contrazione del CLUP;
2. Riforme che risolvano i problemi strutturali dell'Italia.

Per ora si è vista solo convergenza del primo tipo anche perché preferita dalla politica e dalla pubblica amministrazione che così mantengono intatto il loro potere e scaricano la responsabilità dell'impoverimento sui “tedeschi”.

# I saldi passati vanno finanziati

L'incertezza sulla tenuta dell'euro e sulla solvibilità dei governi, dei paesi che hanno accumulato per anni deficit di partite correnti, e quindi sulle banche di quei paesi, ha causato un trasferimento dei crediti verso la periferia dal settore privato al settore pubblico.



Source: Bloomberg.

# Finanziare squilibri sostenibili

Perché gli squilibri in Eurozona non sono più finanziati dai privati?

- Banche balcanizzate, legate al destino del loro stato.
- Debito pubblico eccessivo degli stati perché in 'moneta estera'.
- Banche comunque troppo fragili.

	<i>Riconosciuto</i>	<i>Affrontato</i>	<i>Risolto</i>
Banche balcanizzate, legate al destino del loro stato.	✓	✓	✗
Debito pubblico eccessivo degli stati perché in 'moneta estera'.	✓	✗	✗
Banche comunque troppo fragili.	✗	✗	✗

## Sistema bancario balcanizzato

- La crisi bancaria del 2007-2008 ha colto la BCE impreparata e la Merkel ha imposto salvataggi nazionali.
- Il merito di credito delle banche è stato quindi legato a quello dello Stato loro prestatore di ultima istanza.
  - Blocco dei mercati interbancari internazionali.
  - Incentivo all'acquisto dei titoli del proprio stato.
  - Distorsioni enormi del mercato che non premia più i virtuosi.

# La distruzione del Mercato unico bancario...

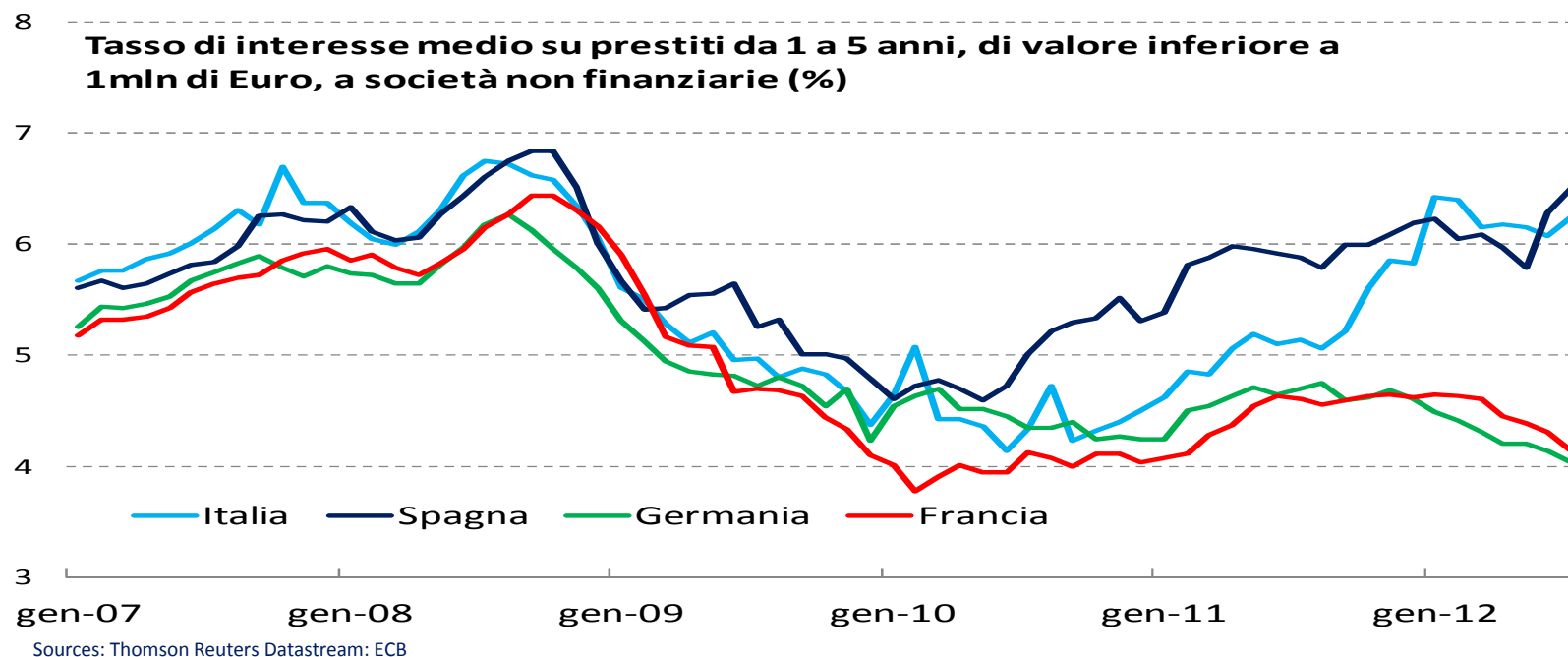
Banche tedesche: fragili ma liquide perché tedesche

Banche italiane: più robuste ma illiquide perché italiane

Fine 2011 (mrd eur)	DB	Intesa
<b>Totale Attivi (TA)</b>	<b>2164</b>	<b>639</b>
<b>Attivi ponderati per il rischio (RWA)</b>	<b>381</b>	<b>325</b>
<b>Mezzi Propri (TE)</b>	<b>55</b>	<b>47</b>
<b>Prestiti</b>	<b>412</b>	<b>377</b>
<b>Depositi</b>	<b>602</b>	<b>197</b>
<b>Leva (TA/TE)</b>	<b>39.6</b>	<b>13.6</b>
<b>Rischio (RWA/TA)</b>	<b>18%</b>	<b>51%</b>
<b>Volatilità MTM degli attivi (Std)</b>	<b>2-3%</b>	<b>4-5%</b>
<b>Robustezza (TE/TA)</b>	<b>2.5%</b>	<b>7.4%</b>
<b>Liquidità (Depositi/Prestiti)</b>	<b>146%</b>	<b>52%</b>

## ...causa la distruzione del Mercato Comune tout court

La differenza nei tassi a cui le banche dei diversi paesi riescono a finanziarsi causa, secondo la BCE, differenze nei tassi di finanziamento delle aziende nei diversi paesi distorcendo la concorrenza.



## Debito sovrano in 'moneta estera'

Situazioni migliori di altre scontano l'impossibilità di monetizzare il debito pubblico stampando euro.

2011	Deficit/Surplus Primario su PIL	Debito su PIL	Tasso decennale	Batte Moneta?
Giappone	-9.1%	200%	0.8%	✓
UK	-5.8%	86%	1.5%	✓
US	-7.3%	98%	1.6%	✓
Italia	0.8%	120%	5.9%	✗
Spagna	-6.6%	68%	6.8%	✗

Il debito pubblico in moneta estera diventa storicamente insostenibile quando supera il 70% del PIL.



## “Eurobonds? Jamais!” (Sarkozy)

- Una volta riconosciuto il problema, le soluzioni tecniche possibili sono varie:
  - Proposta dei 5 saggi tedeschi (in comune il debito oltre il 60% del PIL)
  - Eurobonds
  - EuroUnionBonds, etc...
- Importante mantenere la pressione alle riforme che solo lo spread è riuscito a mettere su politici e pubblica amministrazione.
- Il sostegno della BCE alle emissioni con scadenze solo entro tre anni soddisfa questo requisito.

# Banche fragili

- La normale catena della fiducia è rotta: banche (e stati periferici) si finanziano a tassi più alti delle grandi aziende.

**Rendimenti a 5 anni il 31.08.2012**

	<b>Corporate</b>	<b>Sovereign</b>	<b>Bank</b>
<b>Italia</b>	<b>3.01%</b> (ENI)	<b>4.73%</b>	<b>4.90%</b> (Intesa)
<b>Germania</b>	<b>1.10%</b> (Siemens)	<b>0.35%</b>	<b>1.73%</b> (D.B.)
<b>USA</b>	<b>1.10%</b> (IBM)	<b>0.58%</b>	<b>3.30%</b> (Citi)

- Banche fragili, in sistemi finanziari banco-centrici, bloccano la circolazione del denaro ed esasperano l'incertezza.
- La politica monetaria espansiva della BCE non si trasmette all'economia.

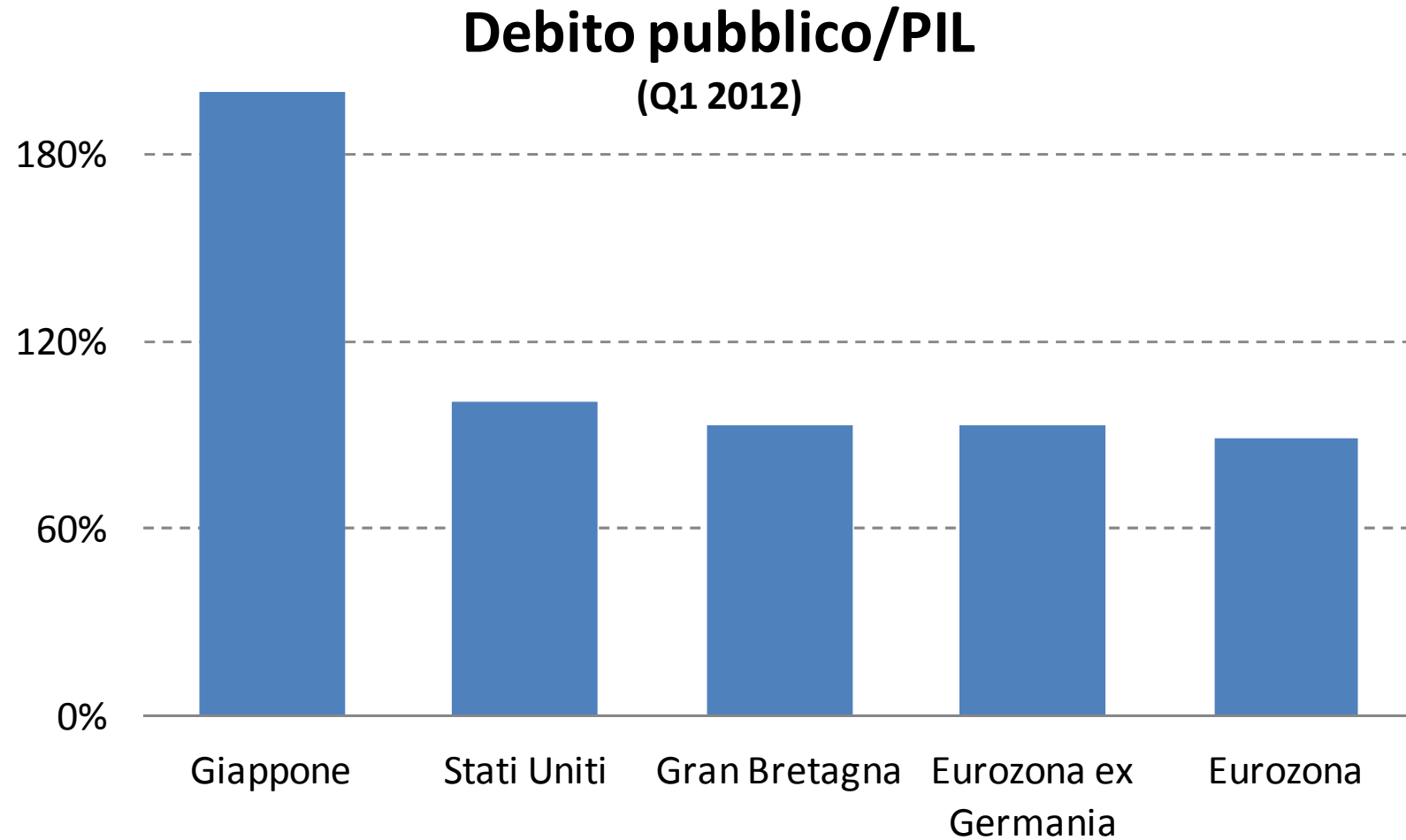
# Quanto capitale per le banche?

- Banche col doppio o il triplo dei loro mezzi propri attuali:
  - Avrebbero mezzi propri pari solo al doppio o triplo della volatilità annuale dei loro attivi.
  - Sarebbero ancora meno “prudenti” di un Hedge Fund aggressivo.
  - Non avrebbero più ROE pre-bonus eccessivi dai quali attingere per compensi assurdi
  - Potrebbero, forse, resistere ad una crisi senza il sostegno dei contribuenti.
  - Ricomincerebbero quindi a fidarsi tra loro.

# Nazionalizzare temporaneamente le banche?

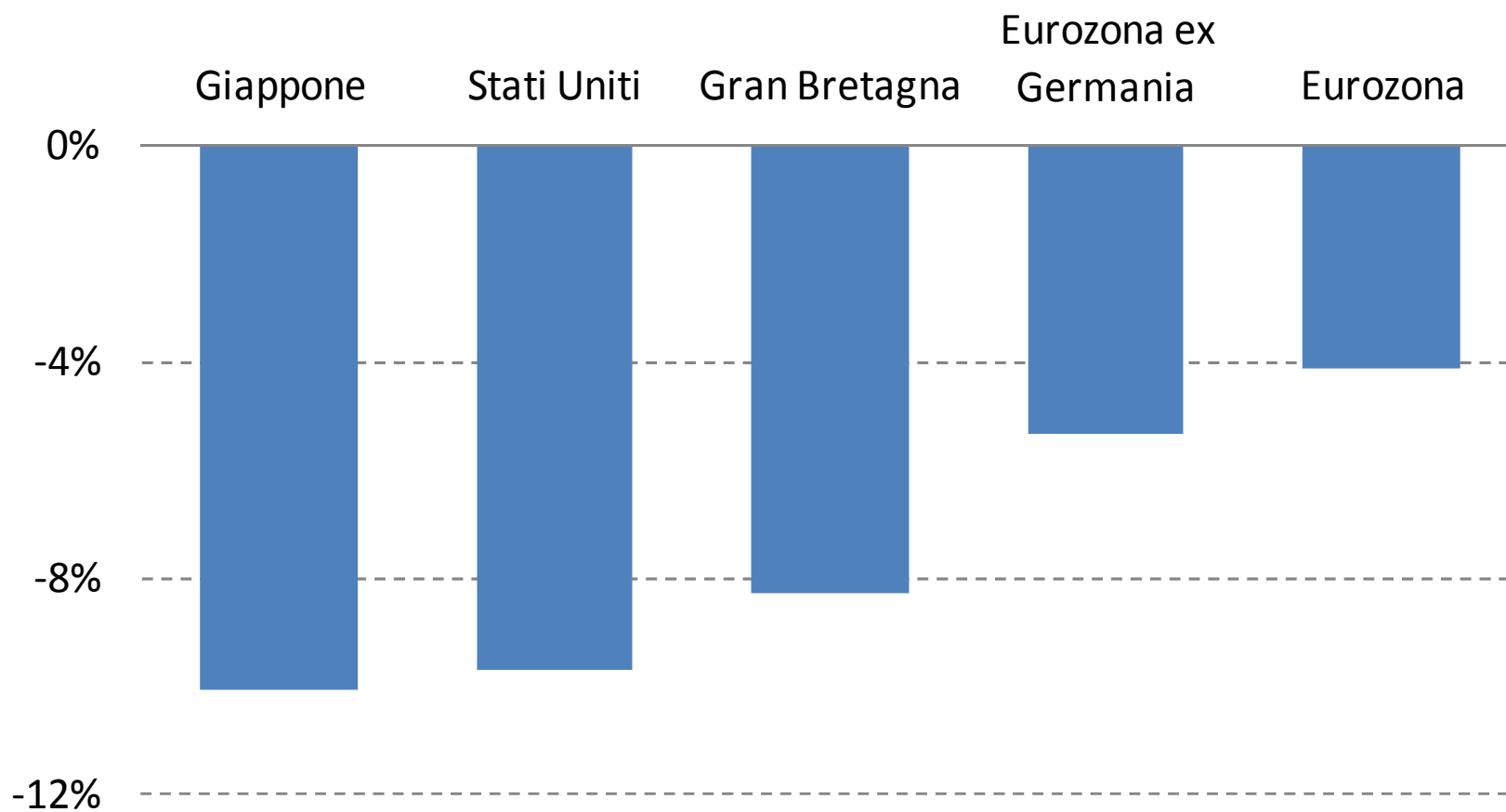
- È necessario iniettare 1.000-1.500 miliardi di euro, nel capitale delle banche europee (~10% del PIL).
- L'Europa dovrebbe sottoscrivere questo massiccio aumento di capitale, al rischio di nazionalizzare a livello europeo le banche.
- Se venisse fatto:
  - si fermerebbe il *deleveraging* in atto e il credito fluirebbe all'economia;
  - la politica monetaria della BCE sarebbe finalmente efficace;
  - si spezzerebbero i legami tra banche e politica;
  - l'Europa farebbe probabilmente un grosso utile sull'operazione.

# Uniti, ce la faremmo...



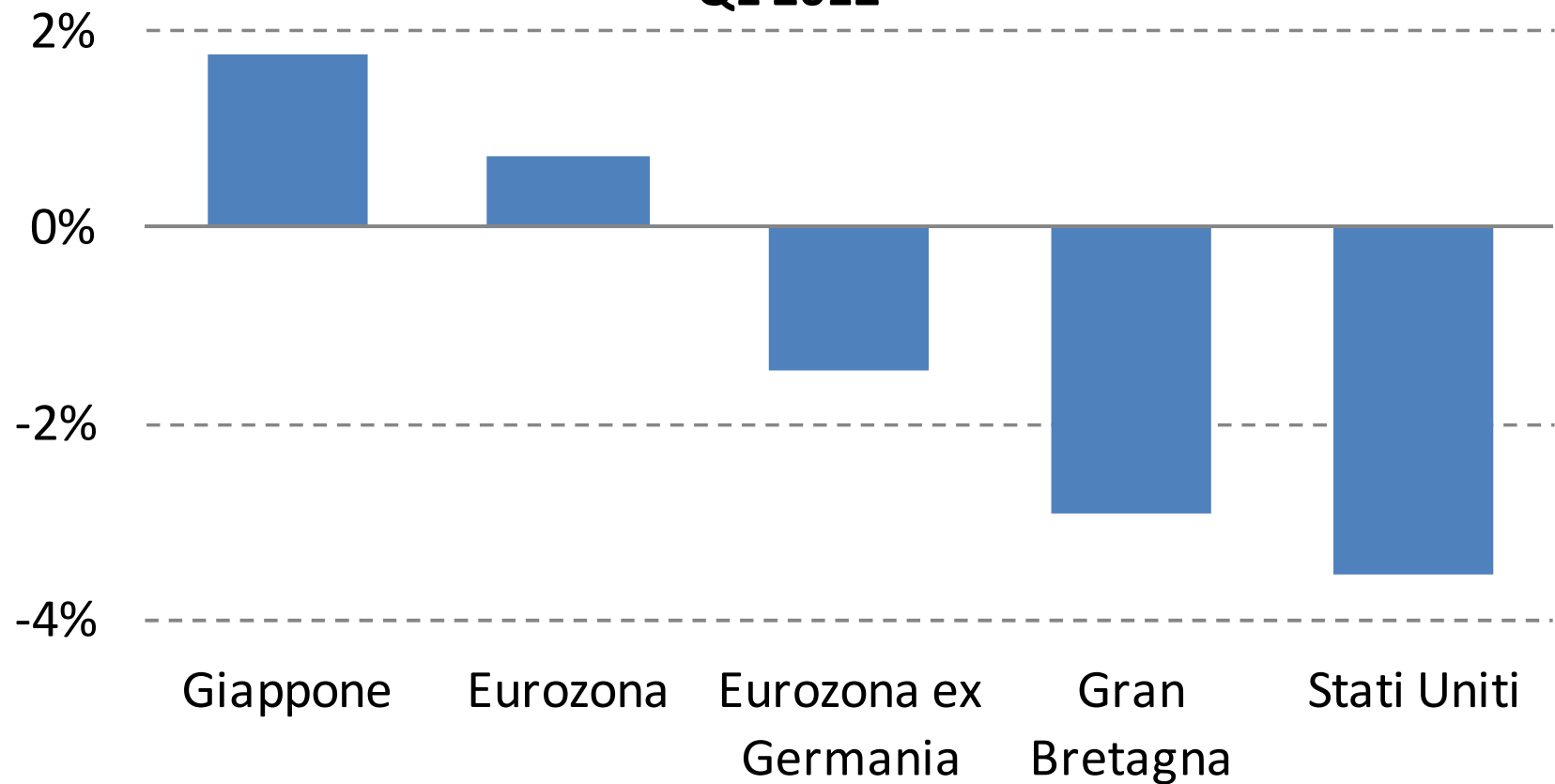
# Disavanzo pubblico/PIL

2011

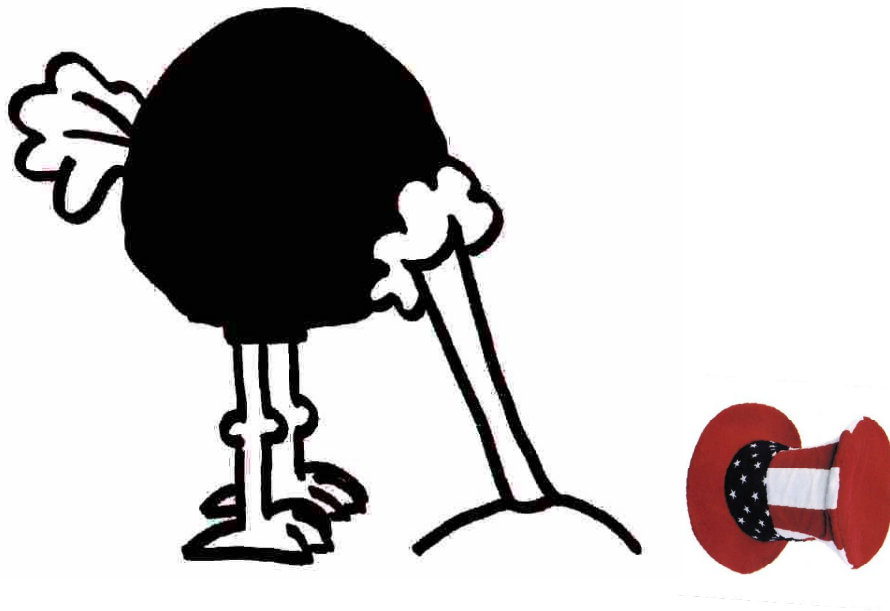


# Bilancia partite correnti/PIL

Q1 2012



... ALLA GRANDE!



USA



EU



Antonio Foglia vive a Londra ed è membro del Consiglio di Amministrazione della Banca del Ceresio, istituto luganese, e delle sue controllate di Londra e Milano. Dopo la laurea in Economia Politica alla Bocconi, ha lavorato a Tokyo, New York, Londra e Lugano. Si è occupato di Private Banking e Hedge Funds sin dalla metà degli anni '80. Oltre a co-gestire primari fondi di hedge, tra cui Global Manager Selection Fund, il maggiore fondo speculativo italiano, e Leveraged Capital Holdings, il più longevo fondo di hedge del mondo, Antonio Foglia è, o è stato, membro del consiglio di primari hedge funds, tra cui il Quantum Endowment Fund di Soros.

Antonio Foglia scrive occasionalmente di finanza sul Corriere della Sera (ed in passato sul Sole 24 Ore). È membro dell'AIAF e della Swiss Society for Financial Market Research. È stato per tre mandati membro del consiglio di fondazione dello Swiss Finance Institute. Ha recentemente pubblicato un saggio sulla crisi dell'Eurozona in Se va bene, andrà peggio, ebook dell'Istituto Bruno Leoni.

Le opinioni espresse e gli eventuali errori sono dell'autore che ringrazia la Dott. Chiara Casale per il lavoro di ricerca e documentazione sulle tesi esposte, parte delle quali negli ultimi anni sono state anche riprese in articoli sul Financial Times.

afoglia@belgrave.com