

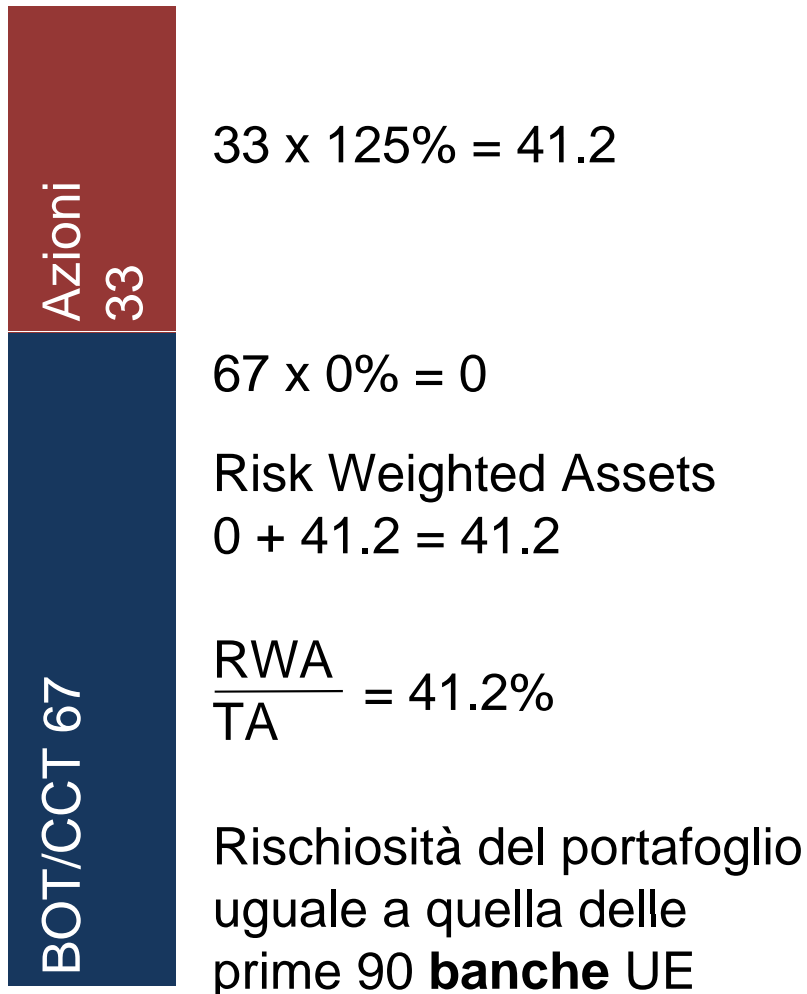
Crisi finanziaria dell'eurozona: quale il ruolo dei mercati?

La crisi è stata 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.
- La crisi dell'Euro è un'evoluzione della crisi finanziaria (o, meglio, delle banche) che ha messo in luce le criticità irrisolte dell'Eurozona.

Il vostro bilancio e quello delle banche

ATTIVO Voi \approx Banche



Voi

Tier1 Ratio:

$$\frac{\text{Capitale}}{\text{RWA}} = \frac{100}{41.2} = 242\%$$

Prime 90 **banche** UE

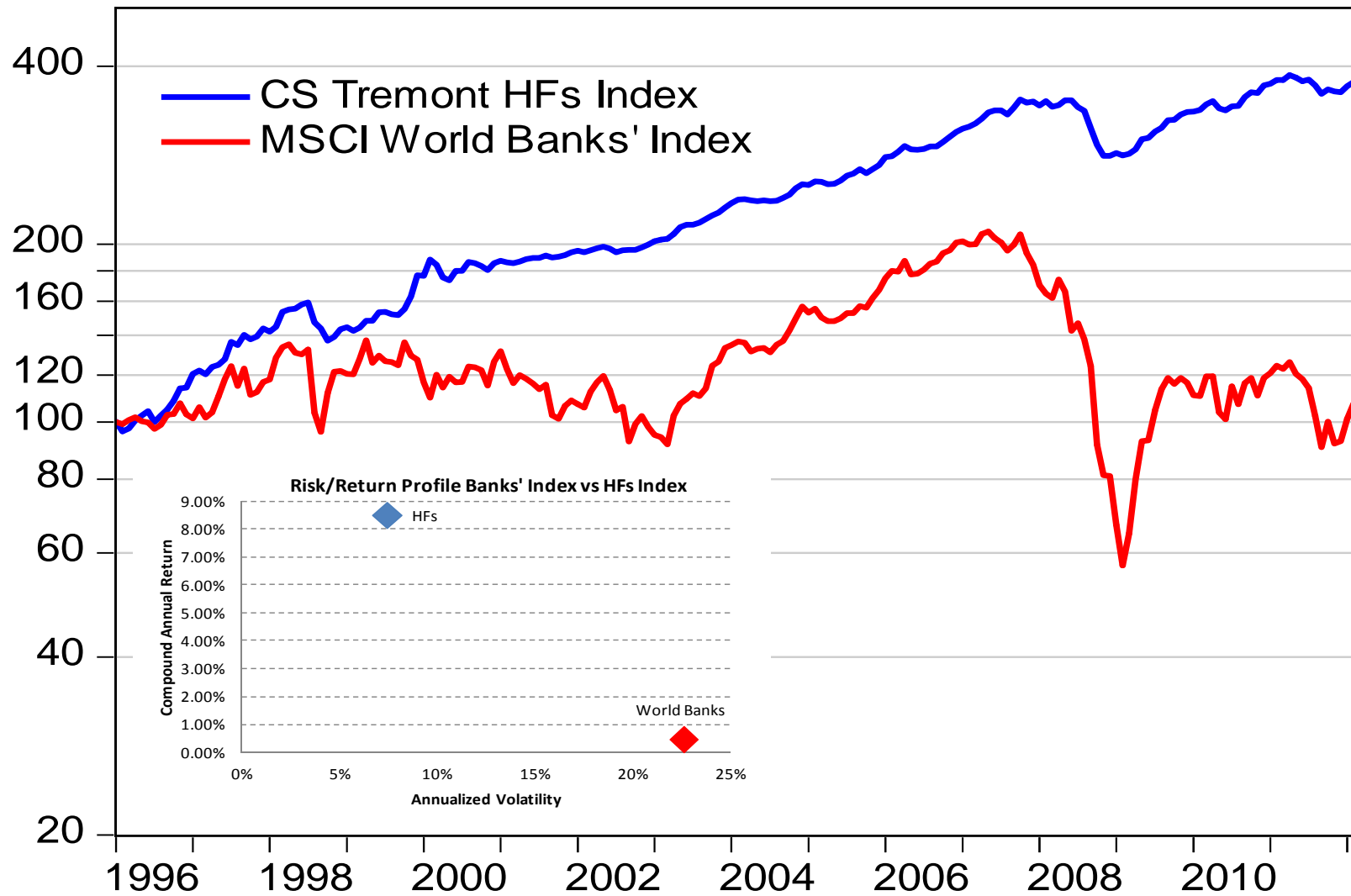
Tier1 Ratio = 10.7%

Voi siete 22 volte più prudenti e meno a rischio delle **banche**

PASSIVO Voi Banche

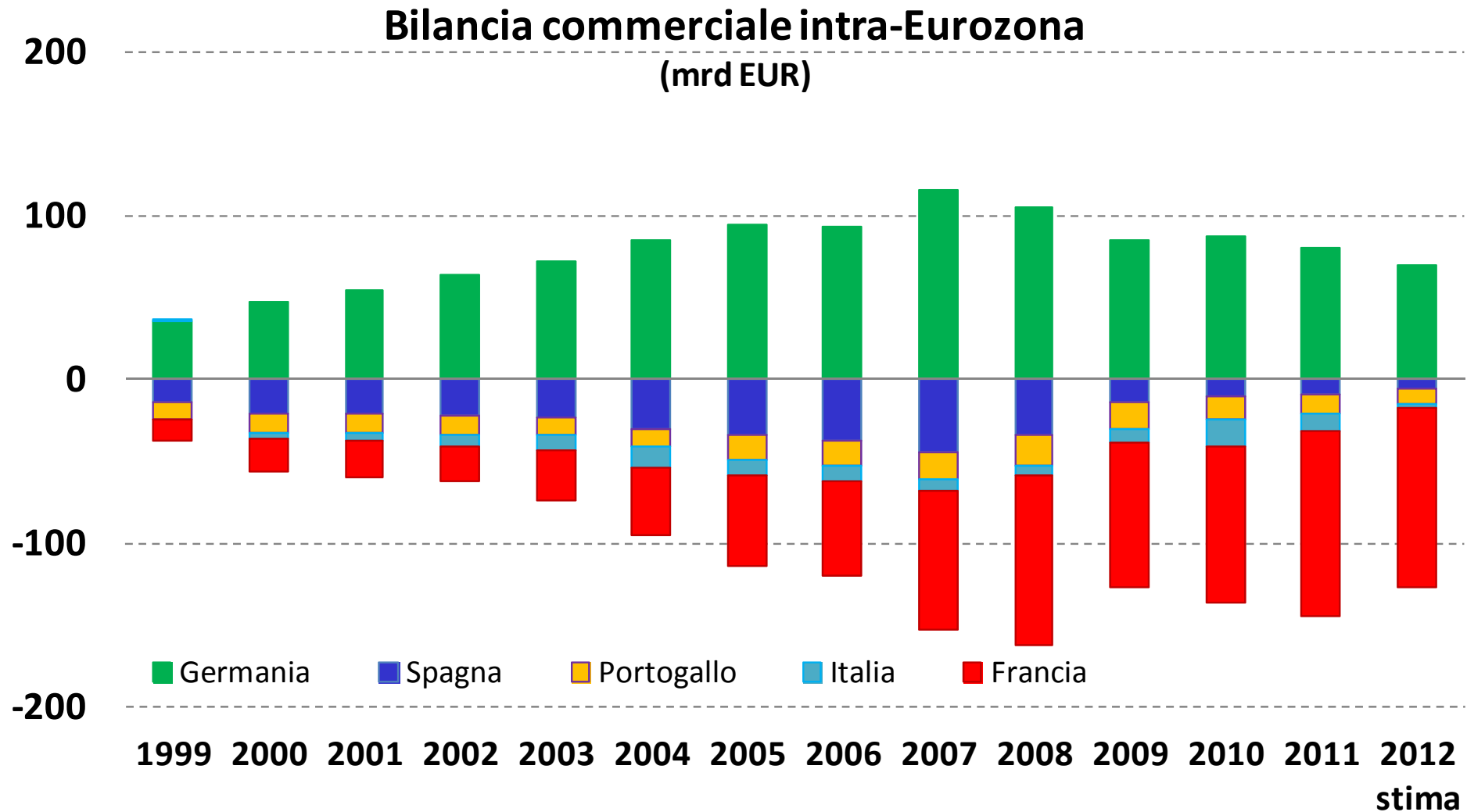


Gli Hedge Funds sono 3 volte meno rischiosi delle banche

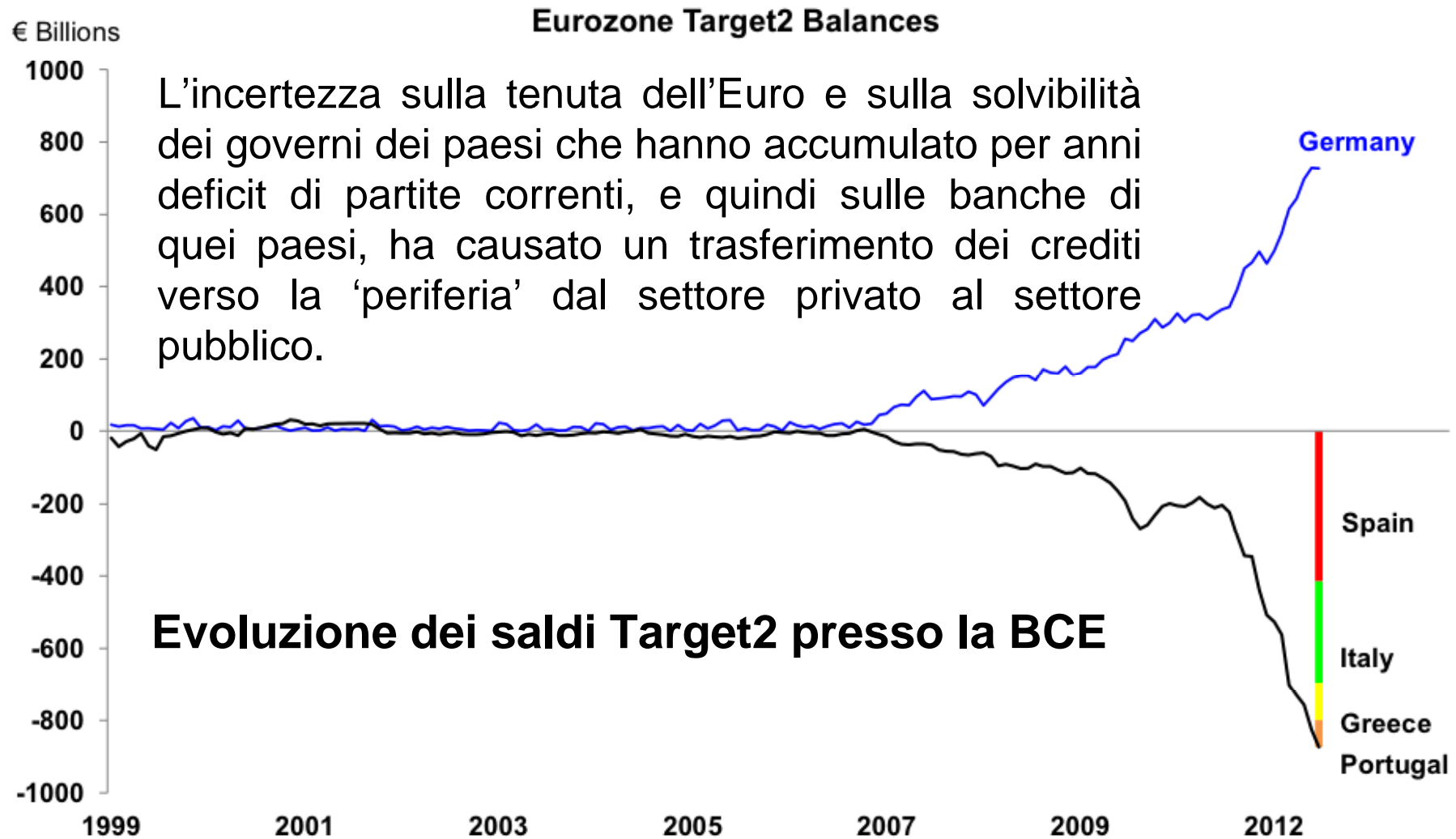


- Euro = Gold Standard + BCE
- Squilibri sostenibili solo se finanziabili
- Finanziamento degli squilibri passato al settore pubblico
- Debito pubblico nazionale in moneta estera
- Balcanizzazione bancaria
- Crescita

La convergenza è già in atto!



I saldi passati vanno finanziati



Source: Bloomberg.

La distruzione del Mercato Comune bancario...

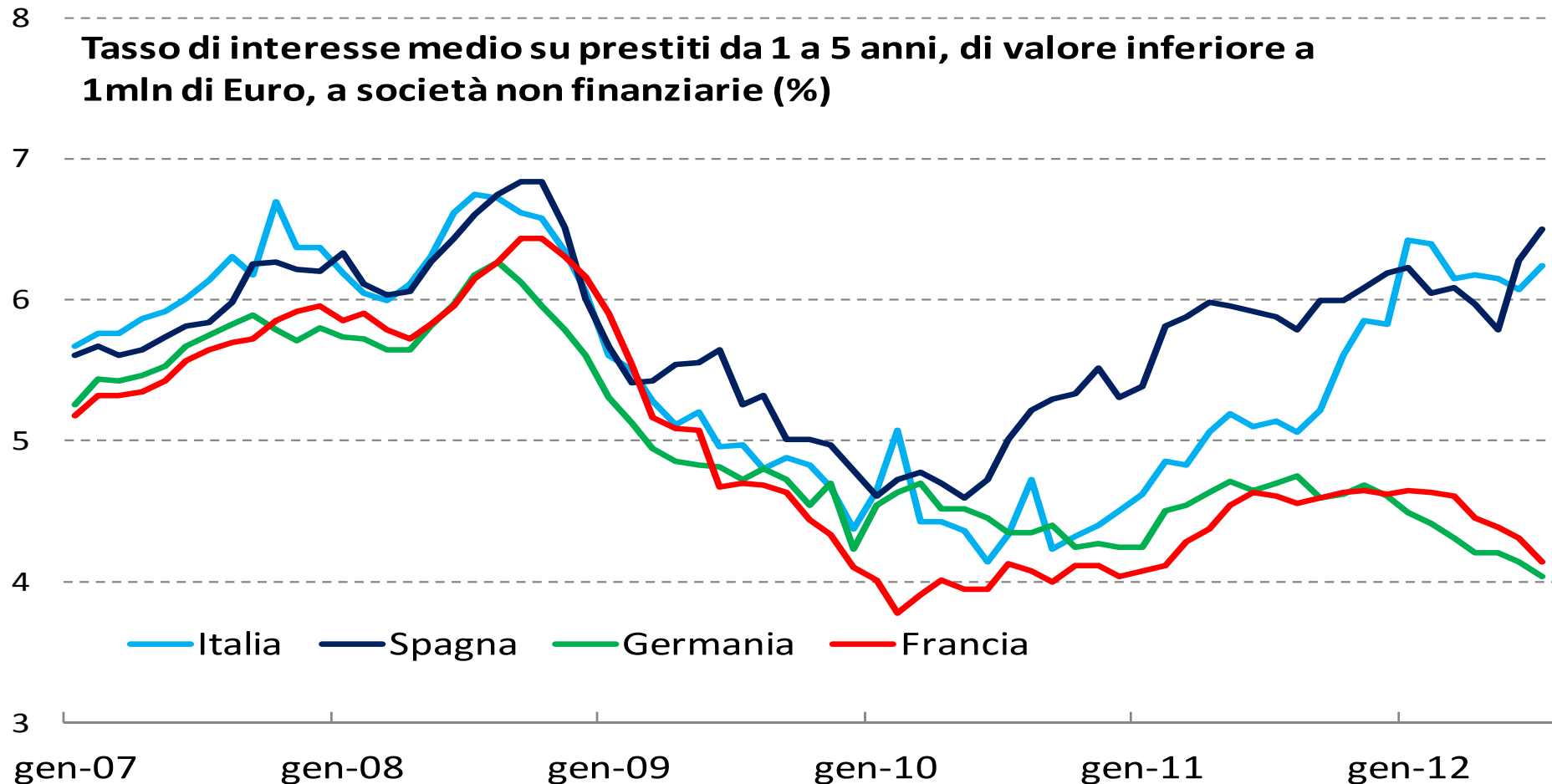
Banche tedesche: fragili ma liquide perché tedesche

Banche italiane: più robuste ma meno liquide perché italiane

Fine 2011 (mrd eur)	Deutsche Bank	Banca Intesa
Totale Attivi (TA)	2164	639
Attivi ponderati per il rischio (RWA)	381	325
Mezzi Propri (TE)	55	47
Leva (TA/TE)	39.6	13.6
Rischio (RWA/TA)	18%	51%
Volatilità MTM degli attivi (Annual St. D.)	2-3%	4-5%
Robustezza (TE/TA)	2.5%	7.4%
Liquidità attinta a LTRO (in % attivi)	0.5%	5.6%

...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 pubblico/PIL

Debito Pubblico/PIL	Anno di adesione all'Euro	2006	2011	Peggioramento dall'adesione all'Euro
Francia	59%	64%	86%	27%
Germania	61%	68%	81%	19%
Italia	113%	106%	120%	7%
Spagna	62%	40%	69%	(7%) N.S.**
Irlanda	48%	25%	106%	N.S.**
Portogallo	49%	64%	108%	N.S.**
Grecia	103%	107%	165%	N.S.**

*1999, ad eccezione della Grecia (2001)

**Non Significativo: queste nazioni hanno dovuto salvare il proprio settore bancario per proteggere i creditori esteri

- Molta vecchia speculazione al rialzo: ora ha paura e vende
- Bolle del debito e bolle azionarie
- Poca speculazione al ribasso: non risultano utili spettacolari
- Volumi bassi, negative carry, LTRO collateral
- Solo la pressione dei mercati ha obbligato la politica ad affrontare i problemi che ha creato.

- Deregulation distruttiva: Big Bang UK 1986, annacquamento di Glass-Steagall Act, etc.
- Degenerazione dei mercati in alvei oligopolistici di negoziazione (Over The Counter)
- Perdita della cultura del mercato tra accademici e regulators
- Concorrenza tra mercati: frammentazione controproducente
- Rischio controparte: OTC e Too Big To Fail
- Prodotti folli: Credit Default Swaps
- Trading forsennato: meglio la Tobin Tax?

Regolamentare la finanza

- I mercati come sistemi dinamici complessi in continua evoluzione, ecosistemi artificiali propensi a cambiamenti di stato catastrofici
- La concorrenza, non la regolamentazione, è la soluzione ai problemi cognitivi ed alla fallibilità nell'affrontare la complessità
- La semplificazione aiuta e la storia insegna
- Cambio di paradigma: dalla protezione statica degli intermediari alla difesa dinamica della funzionalità dei mercati
- Variabili chiave: biodiversità degli operatori, incentivi, natura dei rendimenti marginali, architettura della rete di connessioni
- La dinamica dei mercati e la 'creative destruction' implicano una scelta: l'efficienza a lungo termine sembra comportare una volatilità incompatibile col desiderio a breve termine di politici, autorità ed amministratori di vedersi rinnovare il mandato

Antonio Foglia vive a Londra ed è membro del Consiglio di Amministrazione della Banca del Ceresio, istituto luganese che ha diretto per alcuni anni, 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 fondi hedge, tra cui Global Manager Selection Fund, il maggiore fondo speculativo italiano, e Leveraged Capital Holdings, il più longevo fondo di fondi 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 e sul Corriere del Ticino (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. È membro del comitato scientifico di Confindustria per il biennio 2013-2014.

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