

Banche e mercati finanziari dopo la crisi

Antonio Foglia

Crisi causata da errori cognitivi

- Errori delle autorità bancarie: normativa NON prudenziale
- Errori dei banchieri: portato al fallimento le loro banche.
- Errori degli eurocrati: criticità non capite del progetto €
- Errori dei politici: reazioni sbagliate alle crisi bancaria e €

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.

- 1) Euro problemi
- 2) Banche fragili
- 3) Mercati degenerati



Euro: la disciplina del Gold Standard con una politica monetaria flessibile. Un sistema ideale... con qualche svista:

Euro problemi:

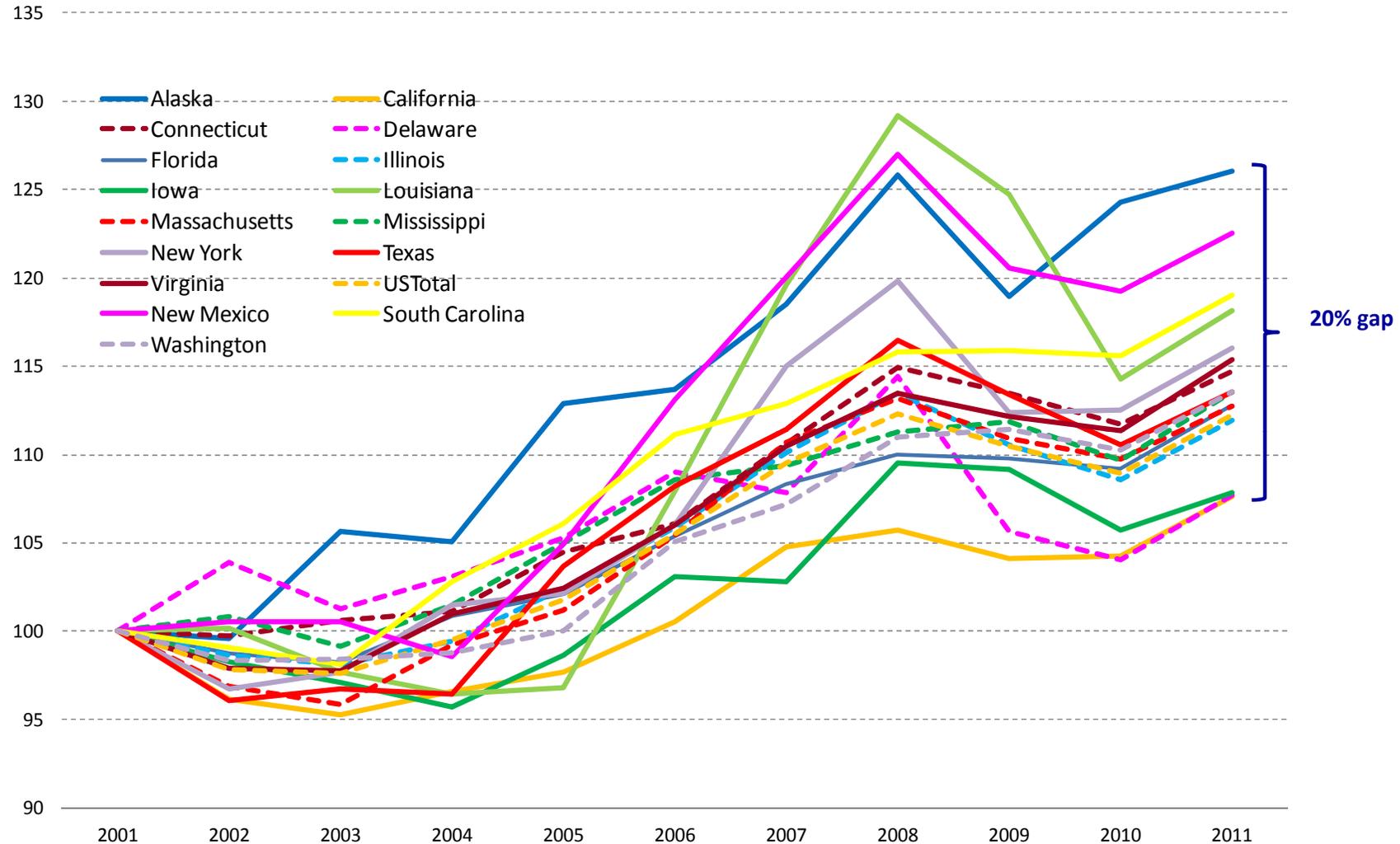
1. Squilibri di Bilancia dei Pagamenti regolati con crediti/debiti
2. Debito pubblico in moneta estera
3. Sistema bancario balcanizzato

Squilibri di Bilancia dei Pagamenti

1. Dinamiche NON insostenibili
2. I paesi in surplus DEVONO accettare i debiti di quelli in deficit come pagamento
3. Un minimo di 'Transfer Union' è inevitabile

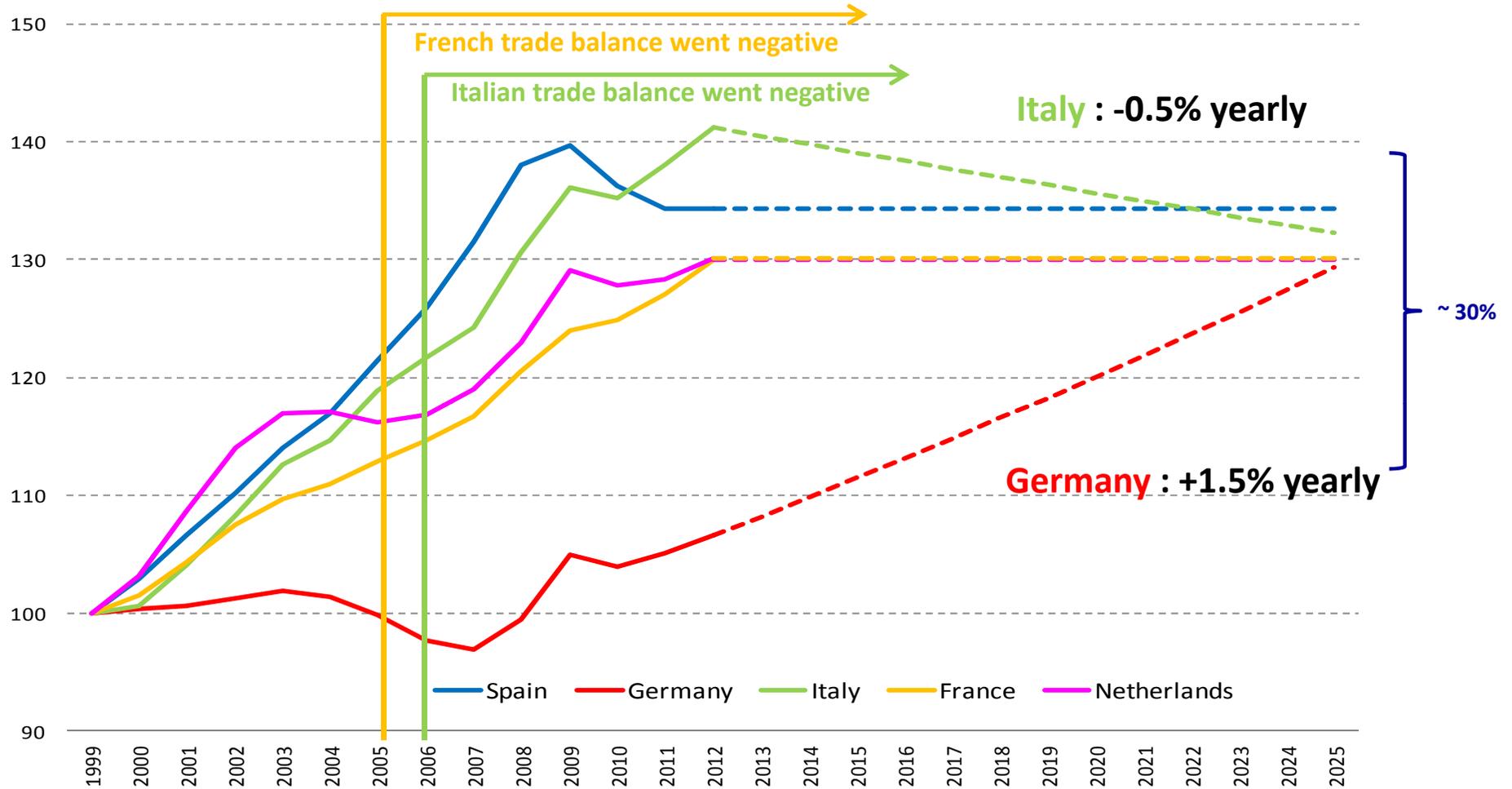
Dinamiche NON insostenibili

Le differenze di CLUP in USA...



Dinamiche NON insostenibili

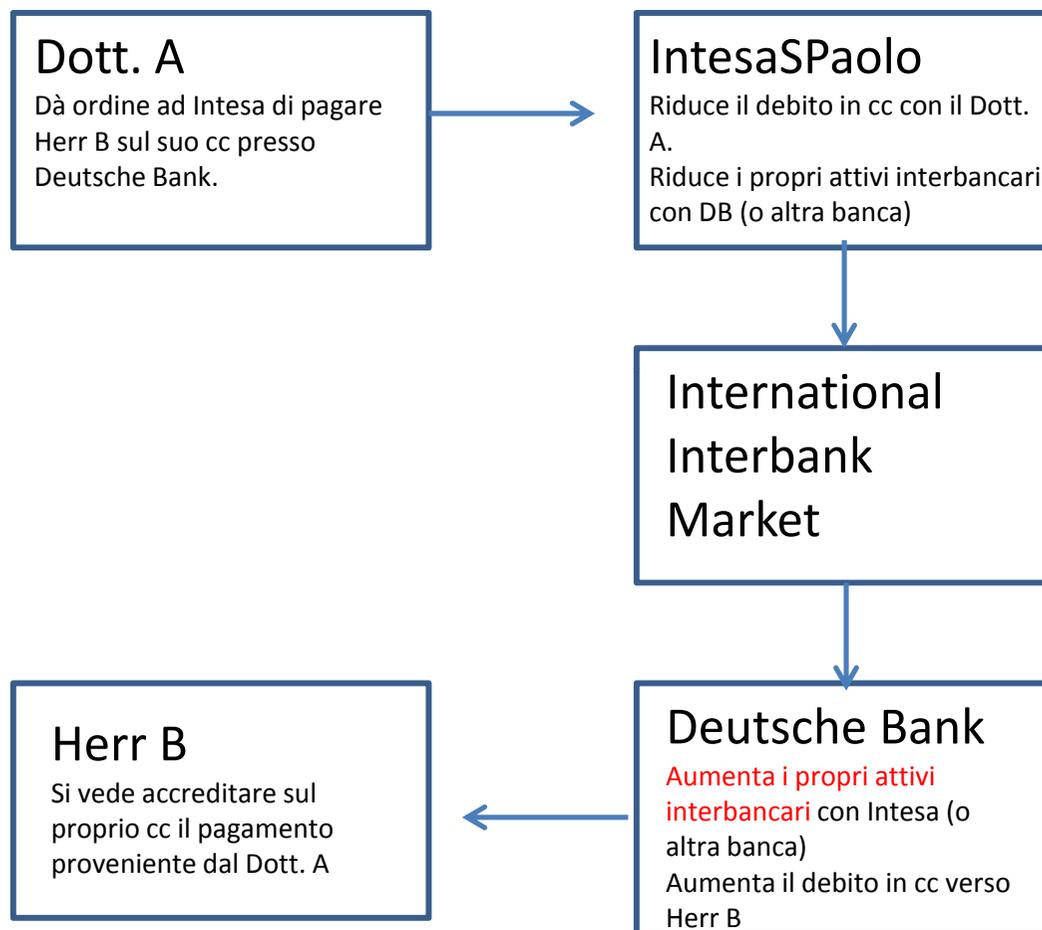
... sono analoghe a quelle di CLUP in Eurolandia...



... che stanno convergendo.

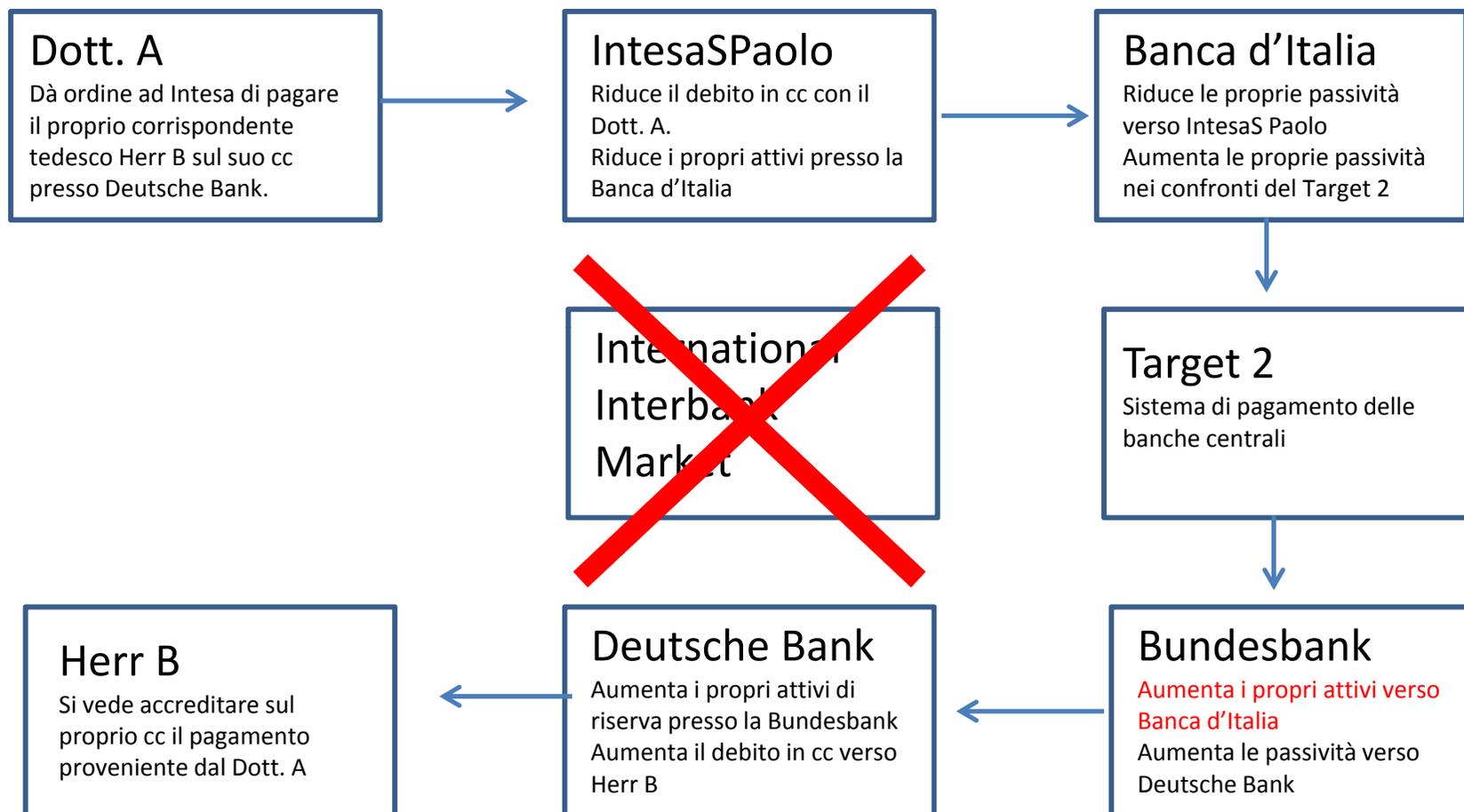
Quando il Dott. A paga a Herr B...

Normalmente i privati finanziano gli squilibri...



Quando il Dott. A paga a Herr B...

... se non lo fanno, lo DEVE fare il settore pubblico



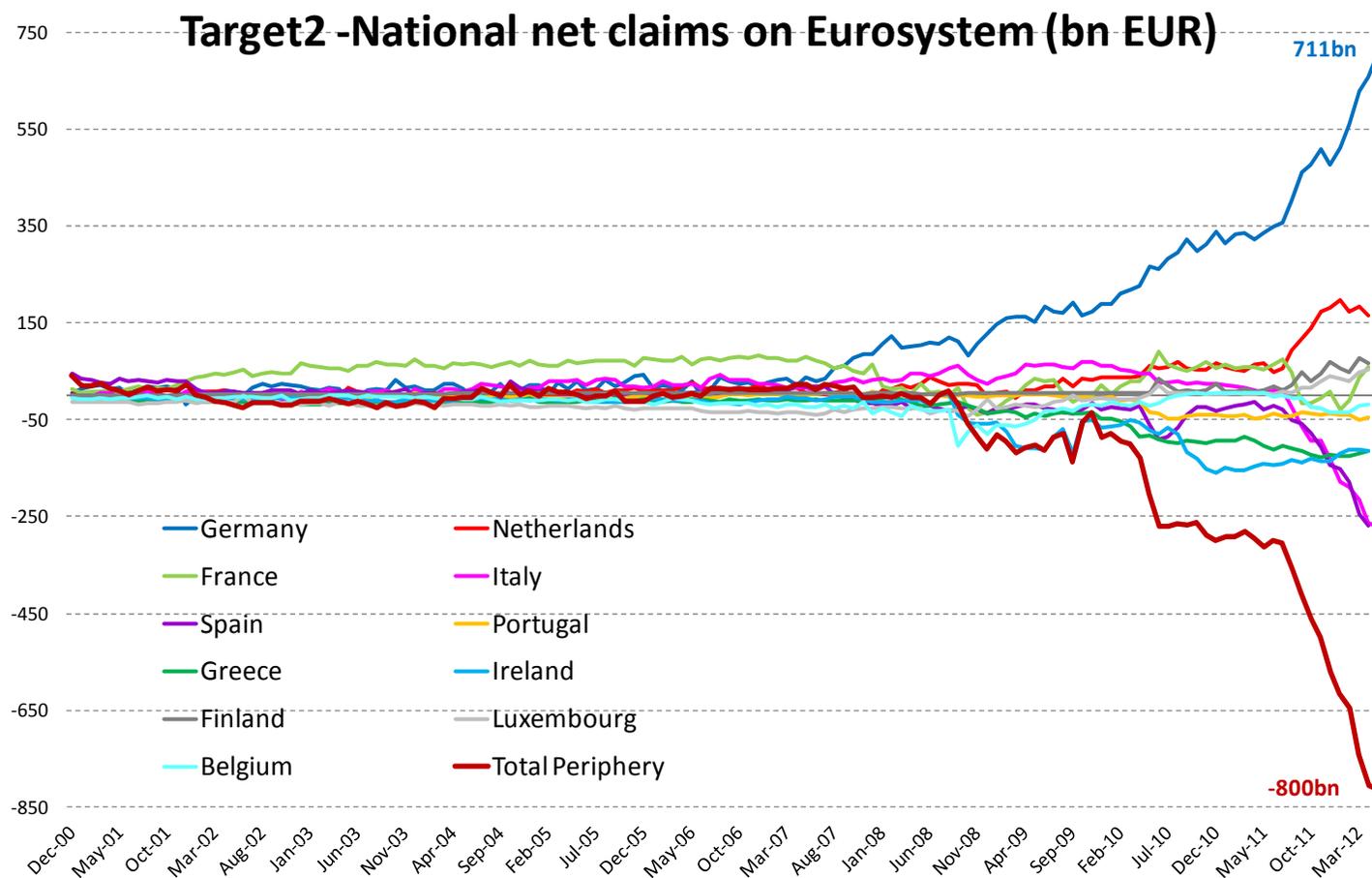
Evoluzione dei saldi Target2

1. Rimpatrio dei capitali: un problema privato tedesco (i crediti privati verso la periferia) diventa un problema pubblico tedesco.
2. Pegging del CHF: un problema Svizzero diventa un problema Europeo
3. Fuga dei capitali: un problema privato della periferia diventa un problema pubblico tedesco

Aumento dei saldi Target2 della Bundesbank

Al ritmo a cui accumula crediti verso la periferia, la Germania ha pochi mesi per decidere come bloccarne la crescita:

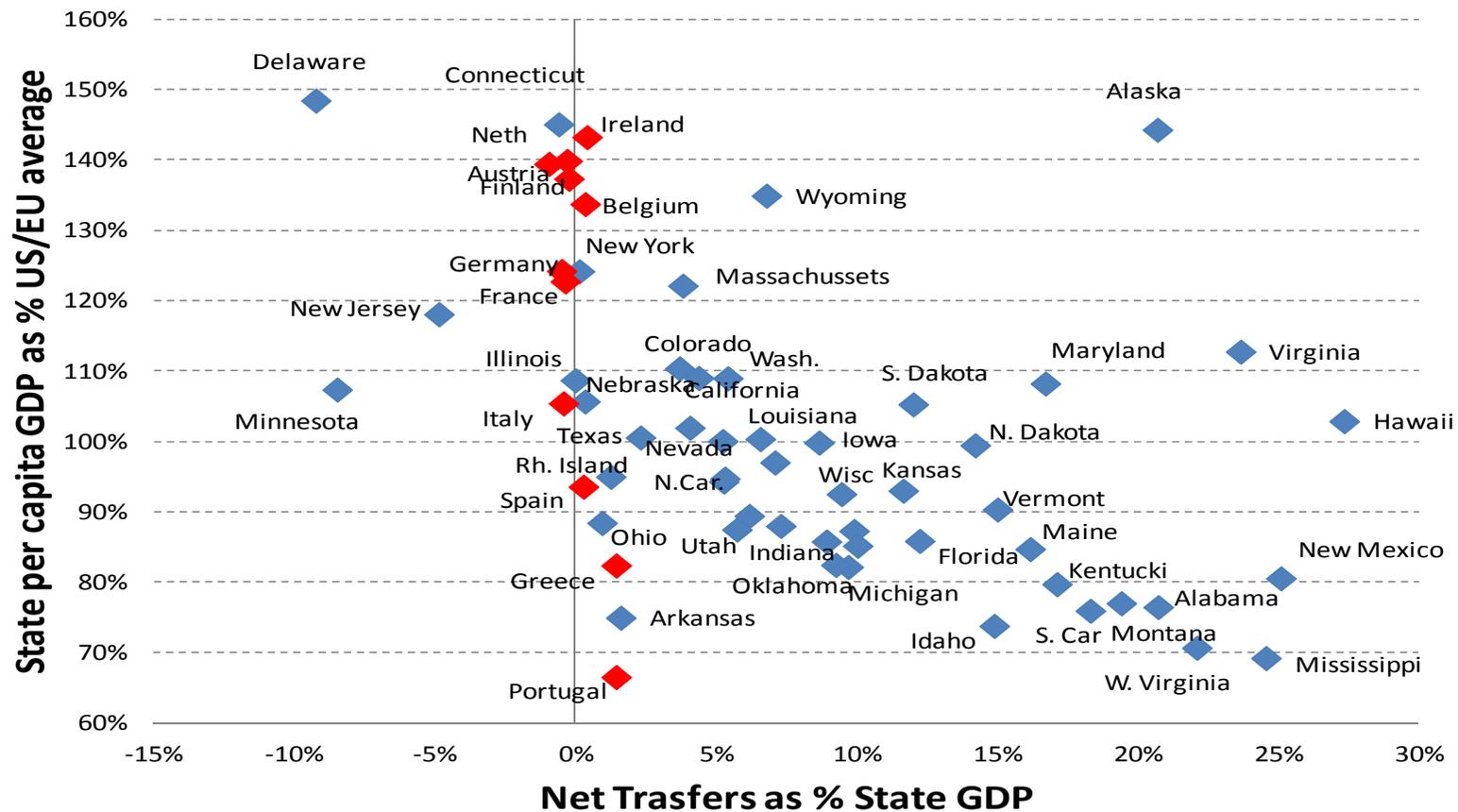
- a) Stando nell'Euro e ricostruendo la fiducia nelle banche e nel debito periferico.
- b) Uscendo dall'Euro e ricreando il Deutsche Mark.



Transfer Union? Nein danke!

... ma è una realtà ineluttabile di qualsiasi area monetaria (Lira, Franco svizzero, Dollaro...). Per l' Euro va costruita.

Net transfers across US/EU States - 2010



Net transfers from the European Union Budget. They do not include EFSF funding. Including the EFSF, net transfers to Ireland amount to 8% of GDP, to Portugal to 10% of GDP and to Greece to 48% of GDP.

Debito sovrano in 'moneta estera'

2011	Deficit/Surplus Primario su PIL	Debito su PIL	Tasso decennale	Batte Moneta?
Giappone	-9.10%	230%	0.83%	✓
UK	-5.80%	82%	1.63%	✓
US	-7.30%	103%	1.58%	✓
Italia	0.80%	120%	5.73%	✗
Spagna	-6.60%	68%	6.30%	✗

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

Debito pubblico in 'moneta estera'

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

	Anno del default	Rapporto debito estero su PIL
Argentina	1982	55.1%
	2001	50.8%
Iran	1992	41.8%
Messico	1982	46.7%
Russia	1991	12.5%
	1998	58.5%
Turchia	1978	21.0%
Venezuela	1982	41.4%
...
Media dei 36 casi di default su debito estero tra il 1970-2008		69.30%

Fonte: This time is different – Eight Century of Financial Folly - C. Reinhart, K. Rogoff.

Sistema bancario balcanizzato

- La crisi bancaria del 2007-2008 ha colto la BCE impreparata.
- 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 per timore di un circolo vizioso tra banche e stati.
 - Incentivo all'acquisto dei titoli di stato del proprio paese che alza la posta del circolo vizioso ulteriormente.
 - Distorsioni enormi del mercato che non premia più i virtuosi.

Distruzione del Mercato Comune bancario

Banche tedesche: fragili ma liquide perché tedesche

Banche italiane: più robuste ma illiquide perché italiane

Fine 2011 (mrd eur)	DB	Intesa
Totale Attivi (TA)	2164	639
Attivi ponderati per il rischio (RWA)	381	325
Mezzi Propri (TE)	55	47
Prestiti	412	377
Depositi	602	197
Leva (TA/TE)	39.6	13.6
Rischio (RWA/TA)	18%	51%
Robustezza (TE/TA)	2.5%	7.4%
Liquidità (Depositi/Prestiti)	146%	52%

SINTOMO COMUNQUE DI BANCHE FRAGILI

Banche fragili

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

Rendimenti a 5 anni il 03.07.2012

	Corporate	Sovereign	Bank
Italia	3.04% (ENI)	4.88%	5.40% (Intesa)
Germania	1.47% (Siemens)	0.48%	1.71% (D.B.)
USA	1.25% (IBM)	0.64%	4.17% (Citi)

- Banche fragili, in sistemi finanziari banco-centrici, bloccano la circolazione del denaro ed esasperano l'incertezza.

A cinque anni dall'inizio della crisi

- Le banche sono più o meno solo tornate allo stato di salute precario precedente la crisi.
- Hanno bisogno da 2 a 3 volte i mezzi propri attuali per sostenere l'attività a questi livelli.
- Togliendo dal loro bilancio l'intermediazione di derivati e titoli si libererebbe capitale sufficiente a sostenere l'attività di credito su basi più solide.
- L'attività in titoli e derivati va riportata sui mercati regolamentati, che pure necessitano di importanti riforme.

Quanto capitale per le banche?

Tre approcci diversi per rispondere:

1. Capitale necessario ad abbattere i compensi eccessivi nel settore
2. Capitale necessario per sostenere la volatilità degli attivi
3. Capitale necessario per ridurre la rischiosità delle banche a quella degli hedge funds (!)

Mezzi propri e bonus

L'eccesso dei compensi in finanza deriva da mezzi propri troppo bassi che danno un ROE pre bonus troppo alto

Nel 2010 lo stipendio medio settore finanziario era di \$75'000

	Top 6 banche USA	Top 7 banche EU
Dipendenti totali	1'160'000	818'000
Stipendio medio	\$189'000	\$158'000
ROE medio	7.7%	9.9%
ROE se stipendio medio	16.1%	16.2%
ROE medio se stipendio medio e doppio capitale	9.3%	8.1%

Capitale e volatilità degli attivi

	Titoli di Stato	Obblig. AAA	Obblig. A	Obblig. BBB	Azioni
Ponderazione di Basilea (Swiss Finish)	0%	25%	50%	100%	125%
Capitale Minimo Basilea III + Add On (13%)	0%	3.3%	6.5%	13%	16.3%
Leva permessa	∞	30x	15x	8x	6x
Volatilità annuale degli attivi	2.9%	3.1%	4.6%	7.5%	15.8%

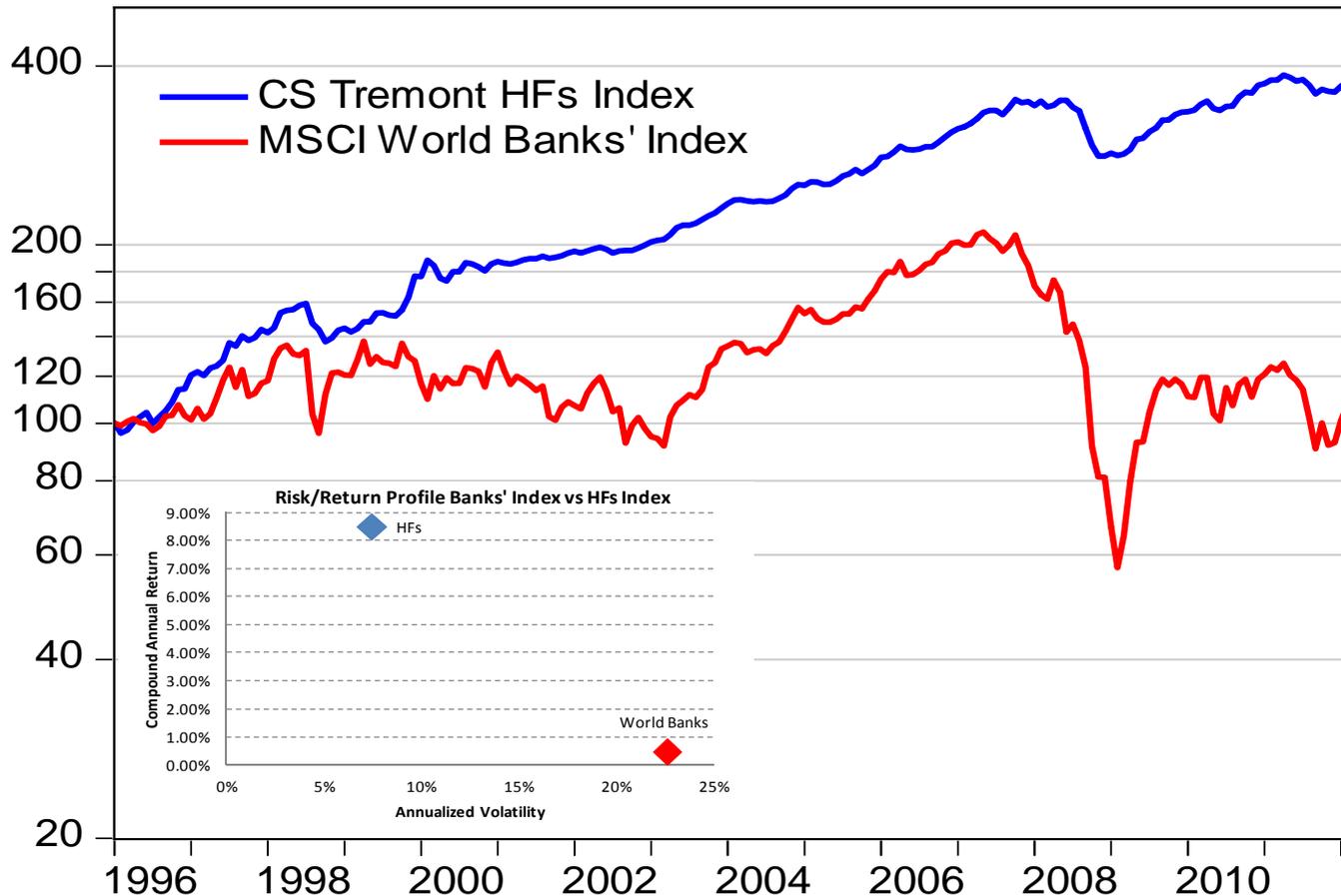
Con un capitale di entità analoga allo scarto quadratico medio annuale degli attivi si ha il 50% di probabilità di fallire entro 4 anni ed il 90% entro 13 anni.

La situazione attuale delle banche

	Top 90 (€bn) EU BANKS	Top 19 (\$bn) US Banks
Total Assets	27'473	12'188
Risk Weighted Assets	11'360	7'356
RWA/TA	41%	60%
Tier 1 cap	1'218	907
of which Tangible Common Equity	754	741
Tier 1 Ratio (T1/RWA)	10.7%	12.3%
Leverage (T1/TA)	22x	13x
Tangible Leverage (TCE/TA)	36x	16x
Tangible Common Equity/Total Assets	2.7%	6.0%
Volatilità annuale stimata degli attivi	3-5%	4-6%

... e tutte queste banche usano modelli propri di ponderazione, meno prudenti e col beneficio di correlazioni imperfette. Deutsche Bank (18% RWA/TA) stima che i suoi attivi siano del 30% meno rischiosi di una obbligazione AAA (25%)!

Banche prudenti almeno quanto gli hedge funds?



Gli hedge funds hanno avuto una volatilità pari a un terzo di quella delle banche.

Un'analisi del bilancio degli hedge funds attraverso i criteri di Basilea III mostra che detengono normalmente mezzi propri più che doppi rispetto ai minimi richiesti (13%) che le banche ancora non hanno (Tier One > 30% per gli HF)

Rinforzare le banche

Tre approcci indipendenti portano a concludere che le banche hanno meno della metà dei mezzi propri necessari a fronte dell'attivo che hanno.

Se le banche sono fragili possono rinforzarsi riducendo gli attivi o aumentando il capitale.

Una banca con €500 mrd di attivi e €33 mrd di capitale (leva 15x) può dimezzare la leva o riducendo di €250 mrd gli attivi o aumentando di €33 mrd il capitale.

Meno della metà del bilancio delle grandi banche è dedicata a retail e commercial lending. Il resto è al servizio di investment banking e capital markets di cui le banche commerciali possono (dovrebbero?) disfarsi.

Che mercati finanziari vogliamo?

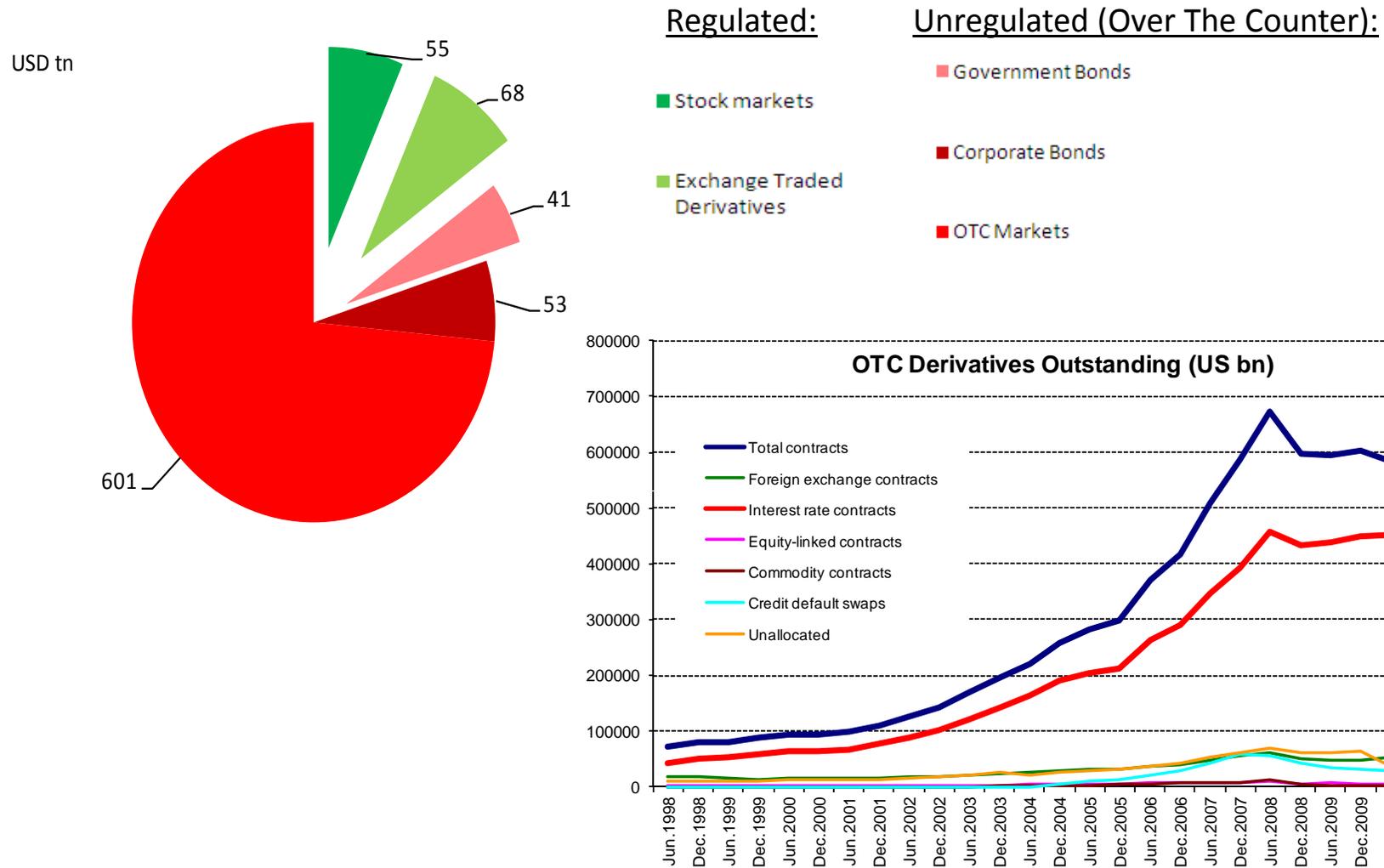
Dalla ipotesi di mercati efficienti alla comprensione di come renderli più efficienti.

Trent'anni di strapotere bancario hanno fatto dimenticare ad autorità, accademia ed operatori trecento anni di lezioni ed esperienze sui mercati regolamentati.

Mercati degenerati in alvei opachi ed oligopolistici di negoziazione.

La simbiosi perversa tra autorità, banche, principali operatori e mercati regolamentati ostacola l'emergere di soluzioni ad alcune evidenti criticità e disfunzioni dei mercati.

I mercati finanziari



Source: IMF – Financial Stability Report April 2012 and Bank for International Settlements

Alcune criticità dei mercati attuali

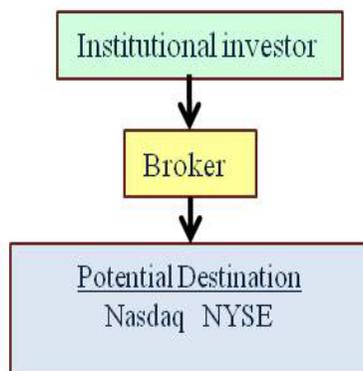
- Circolo vizioso tra merito di credito delle controparti e too big to fail
- Concentrazione delle negoziazioni sui too big to fail e utili da “front running”
- Asimmetria troppo spinta di prodotti derivati come i CdS
- Frammentazione dei mercati in nome di una concorrenza mal compresa
- Costi di transazione, qualità dell’informazione marginale, High Frequency Trading (Tobin Tax?)
- Selezione dei titoli e free riding da indicizzazione

Bye bye, Best Execution!

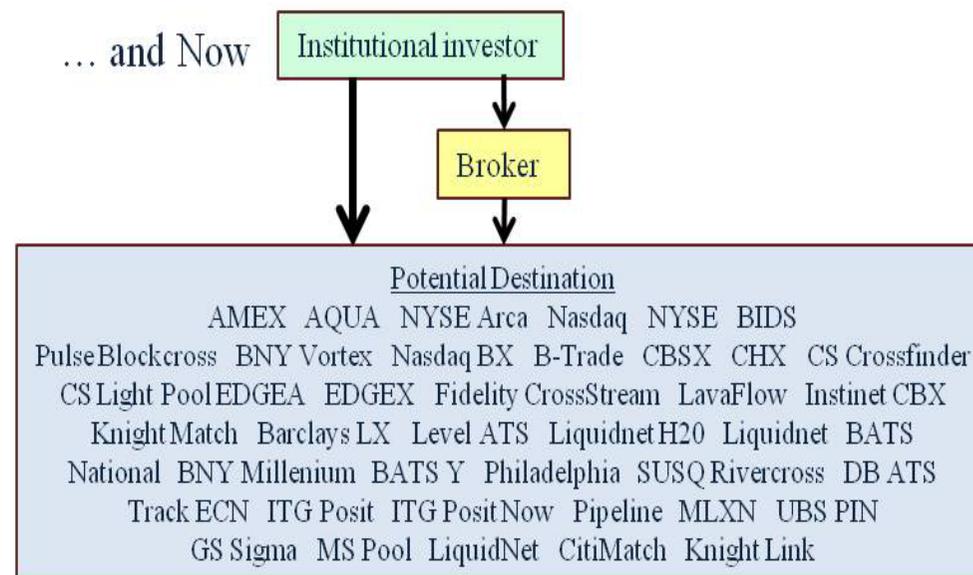
- La 'best execution' non può essere garantita in mercati frammentati.
- La concentrazione degli scambi è essenziale per la significatività dei prezzi.

Mercato azionario USA

Then...



... and Now



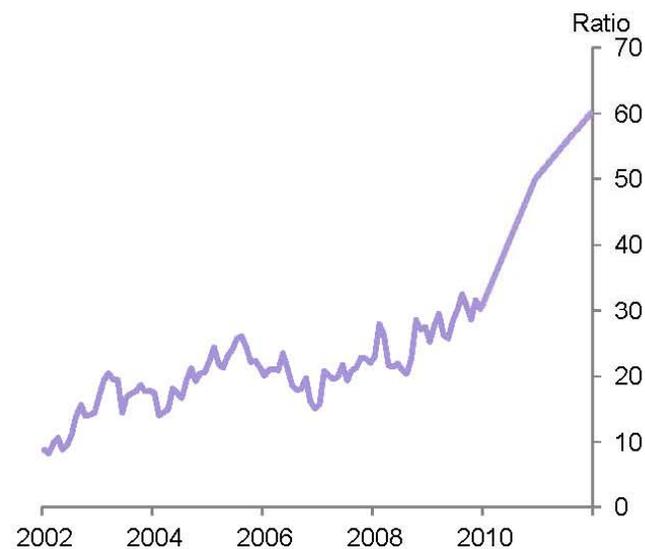
Cui prodest?

High Frequency Trading

The race to zero

Year	Estimated trade execution speed
1970s	Around 10 minutes
1990s	Around 2 minutes
Today	Around 250 microseconds

Order cancellations



- Breaking the speed limit



BANK OF ENGLAND

Regolamentare i mercati

- I mercati sono sistemi dinamici complessi. Ecosistemi artificiali pure esposti al rischio di evoluzioni catastrofiche.
- Dalla protezione della stabilità degli intermediari alla tutela della funzionalità dinamica del mercato finanziario.
- La concorrenza, non la normativa minuziosa, è la soluzione ai limiti cognitivi. La semplificazione aiuta.
- Capire i parametri cruciali: biodiversità degli agenti, incentivi, rendimenti marginali crescenti, endogeneità, architettura delle reti di connessione tra agenti...
- Le proprietà dinamiche dei mercati (volatilità, creative destruction) implicano che l'efficienza a lungo termine può richiedere volatilità incompatibili col desiderio di politici, autorità e banchieri di vedersi rinnovare il mandato.

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 e Londra. Si occupa 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 per il Corriere della Sera (ed in passato per il 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 appena 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