



# Media Roundtable

## MACRO-PENSIERI CONTROCORRENTE

di Antonio Foglia

Lugano, 25 gennaio 2017



# MACRO-PENSIERI CONTROCORRENTE

- Indignati contro élites frustrate dalla complessità
- Perseverare è diabolico: i nuovi disastri dei tecnocrati
- Banca Nazionale Svizzera allo sbaraglio
- Prima le fanno e poi *non* le disfano: Eurozona irrisolta
- Leggende metropolitane: i pirati delle Cayman
- Trump come Reagan?



# FRUSTRATI DALLA COMPLESSITA'

## UN CLAMOROSO ERRORE COGNITIVO CHE PERSISTE

- L'economia e la società sono sistemi dinamici complessi popolati da agenti propensi all'errore e in possesso di conoscenze ed informazioni incomplete.
- Di fronte alle dinamiche apparentemente caotiche di sistemi complessi come la società e l'economia, gli elettori chiedono ai politici, e questi ai tecnocrati, un controllo degli esiti e dei processi che è largamente impossibile e molto spesso controproducente.
- Infatti la caratteristica dei sistemi dinamici complessi è la loro imprevedibilità intrinseca, aldilà del brevissimo termine, e la tendenza di ogni intervento ad avere effetti secondari controproducenti che alla lunga sovrastano l'effetto primario cercato.
- La frustrazione rispetto alle promesse non mantenute delle elites che hanno paventato un velleitario controllo crea indignazione e ribellione. Da cui il sostegno a populismi sempre più estremi.
- Come la Lega o Trump, si può essere pro-business (che crea occupazione e consenso a breve termine) ma anti-mercato (che crea incertezza, concorrenza e distruzione creativa). Ma la conseguenza è un mondo che somiglia sempre di più alla vecchia DDR, con un crollo della produttività da cui sola dipende l'aumento del reddito pro-capite.



## NELLE MANI DI TECNOCRATI PRESUNTUOSI

- *"The capital requirements of our largest banks are now ten times higher than before the crisis." [Carney, BoE, Feb.2016]* I banchieri centrali sono di gran lunga i maggiori colpevoli della recente crisi finanziaria globale: i requisiti prudenziali di capitalizzazione che imponevano erano sbagliati almeno di un ordine di grandezza!
- *"We need not bother with very complex risk-weighted capital regulation." [Mervyn King, Mar.2016]* Ma Lord King presiede il Basel Committee che ha definito i parametri ancora più complessi, arbitrari ed arbitraggiabili alla base del nuovo Liquidity Coverage Ratio.
- L'arbitrarietà del potere delle Banche Centrali:
  - 1) Né Greenspan (come riportato nella biografia di Mallaby) né King (come riportato nel suo libro The End of Alchemy) basavano le decisioni sui modelli macroeconomici sviluppati dai loro istituti. Entrambi ne diffidavano, giustamente, per l'instabilità delle relazioni tra le diverse variabili. Entrambi hanno quindi deciso la politica monetaria seguendo il loro istinto in modo arbitrario.
  - 2) La BNS ha contrastato l'apprezzamento del CHF senza comprenderne le cause e quindi senza avere una chiara percezione delle conseguenze delle proprie azioni.
- Ed il disastro prodotto da una tecnocrazia intellettualmente arrogante continua ...

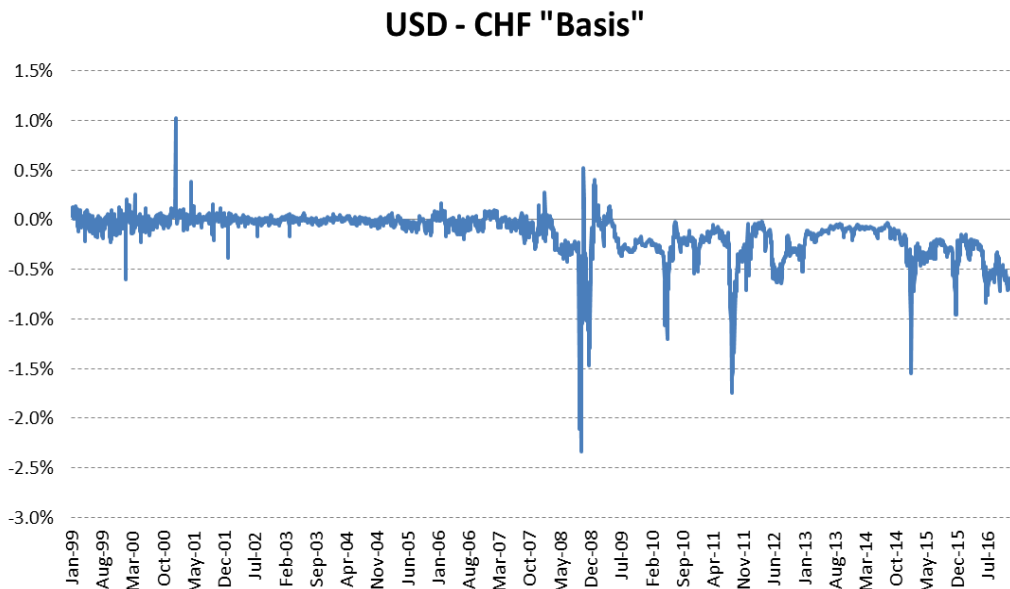
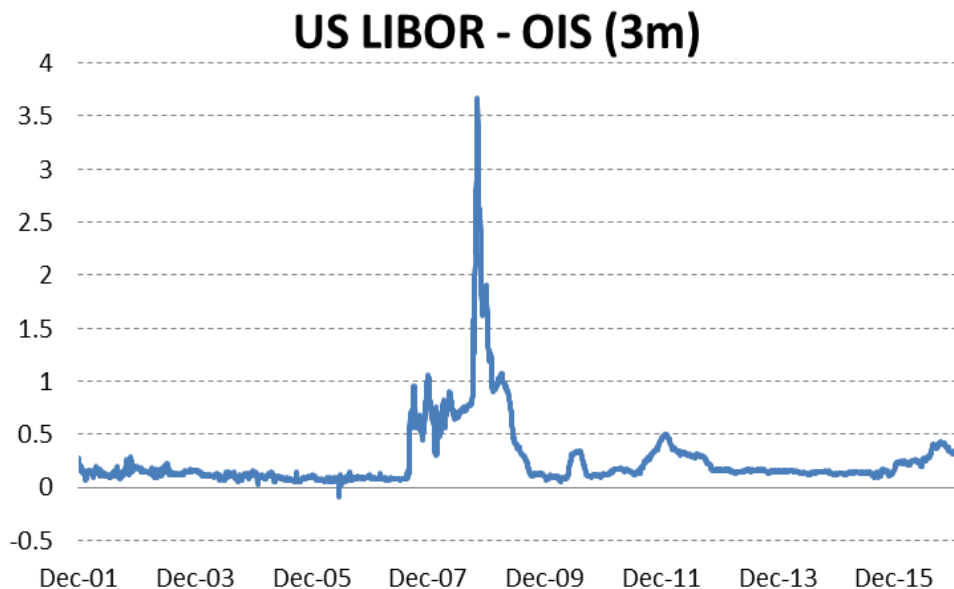


# REGOLE SBAGLIATE E NUOVE CRISI FINANZIARIE

L'introduzione di Basel III (che impone requisiti di liquidità) e la riforma dei fondi monetari statunitensi (che ha determinato un deflusso di oltre \$1'000mrdi dal comparto) ha congelato la liquidità del mercato monetario USA (ad esclusione dei T Bills).

Sul mercato dei cambi a termine, la parità coperta dei tassi di interesse non vale più, nonostante sia un arbitraggio privo di rischi. Non c'è più spazio nei bilanci bancari per arbitraggiare la "Basis".

Il LIBOR spread sul \$ si sta ampliando nonostante non ci siano indizi di stress nel sistema bancario.



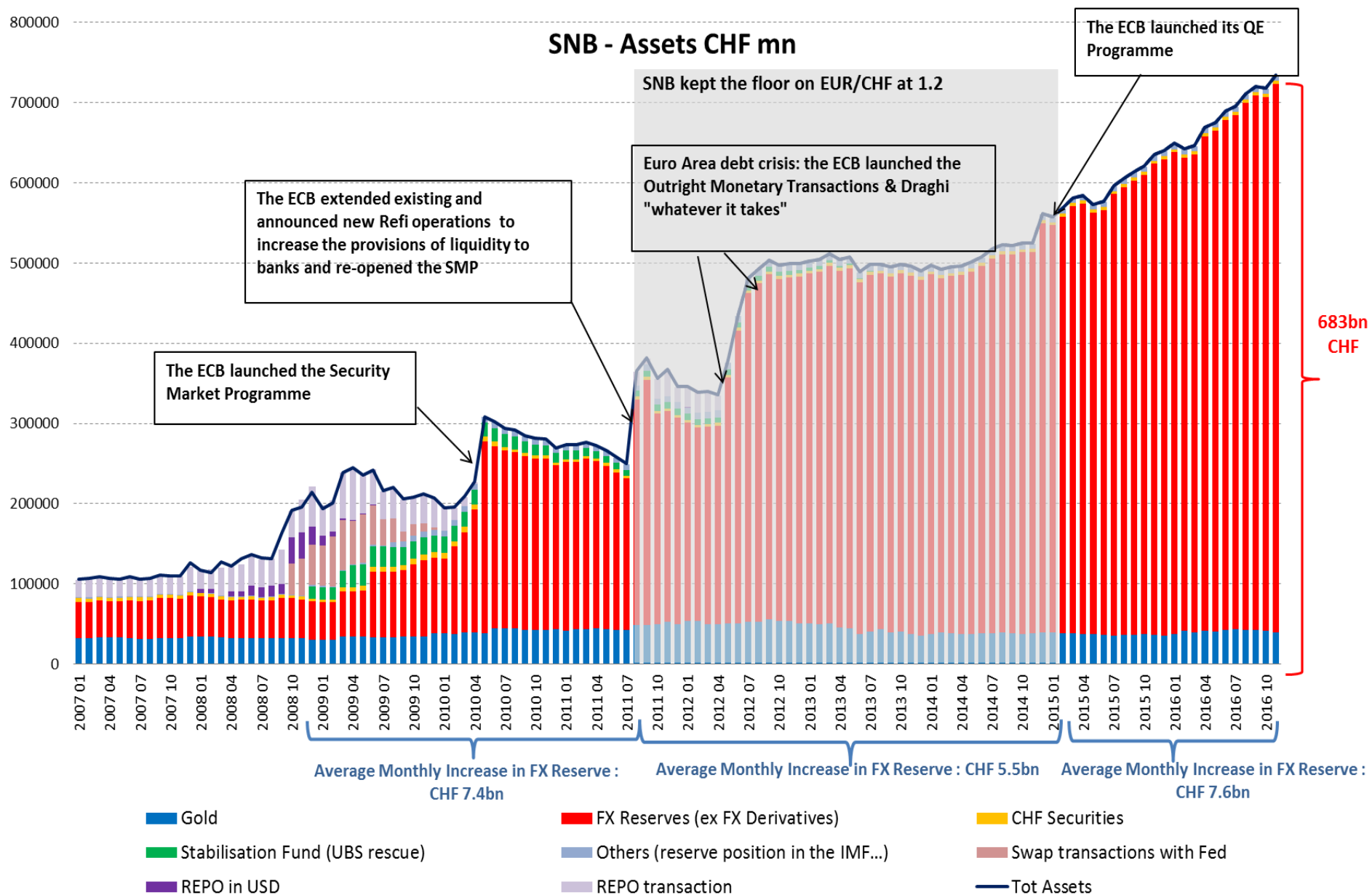
La «basis» tra due valute rappresenta la differenza esistente tra il tasso di interesse pagato per prendere a prestito in una valuta e convertirla in una seconda ed il costo di indebitarsi direttamente in questa seconda valuta. Una «basis» diversa da zero implica una violazione nella parità coperta dei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

Inoltre, guardando all'altro lato dell'equazione (la domanda di \$), la regolamentazione di Basilea su banche ed assicurazioni limita la possibilità di queste istituzioni finanziarie di assumersi il rischio valutario nel riciclare l'eventuale surplus con l'estero.

Ciò causa un incremento della domanda di copertura valutaria e comporta l'ampliamento della "basis", data l'offerta limitata. E forse spiega la forza del CHF ...



# PRESSIONI MAI SOPITE SUL CHF.



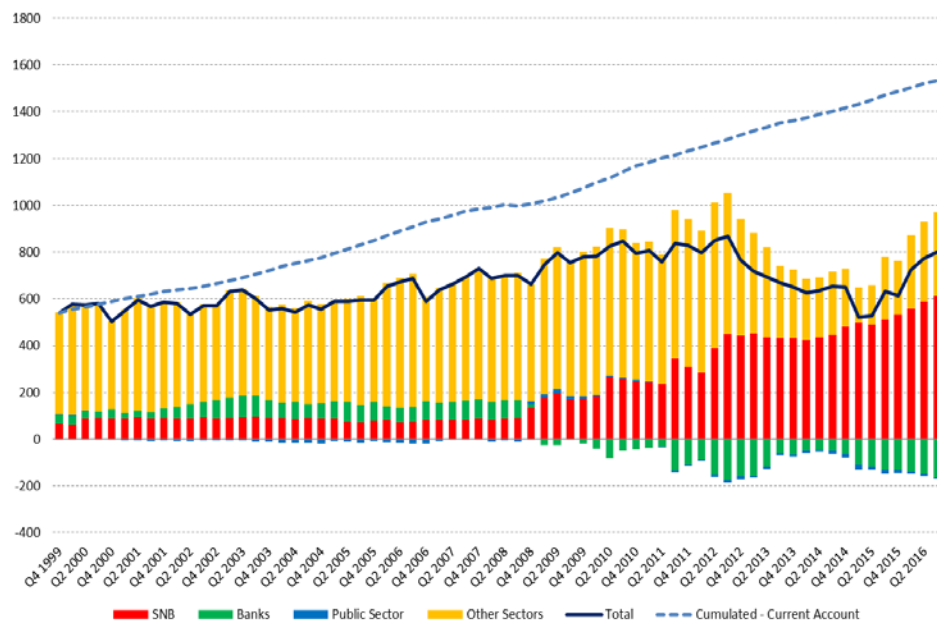


# PERCHE' II FRANCO SI RAFFORZA?

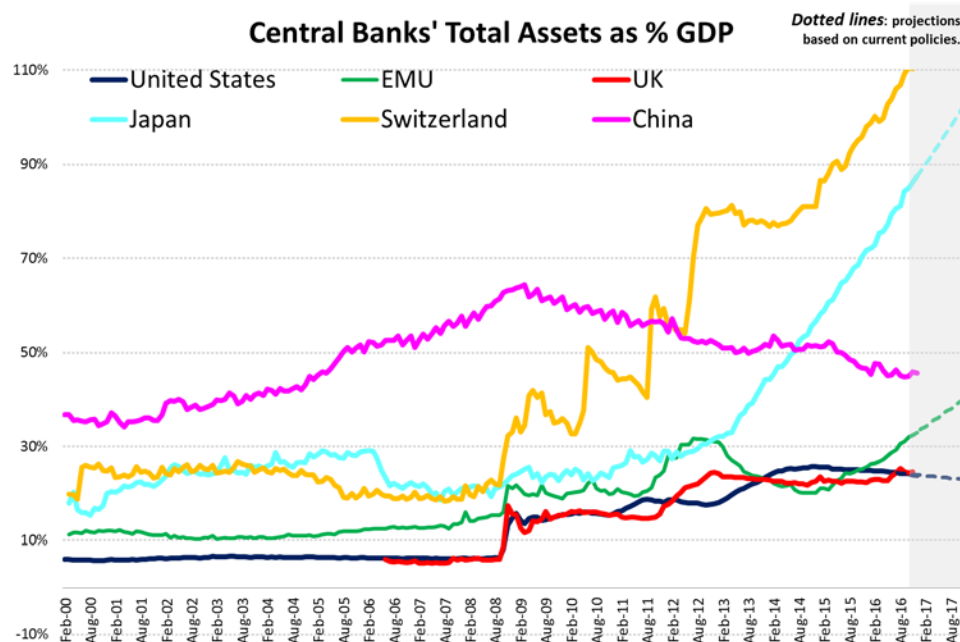
La spiegazione ufficiale: un bene rifugio

Ma la domanda di CHF non sembra legata al timore di rischi e resta elevata anche quando i mercati diventano condiscendenti

Swiss Net International Investment Positions by Sectors  
(Cumulated Lending - Cumulated Borrowing, bn CHF)



Central Banks' Total Assets as % GDP



Alcune risposte alternative:

- La ricopertura di chi si era indebitato?
- Il rifugio per gli stati canaglia?
- L'effetto di un surplus di conto corrente smisurato?
- Un sistema finanziario che non può più riciclarlo efficacemente?

Mancano perfino i dati del problema ...



# EUROZONA IRRISOLTA

	Germany	France	Italy	Spain	Netherlands	Portugal	Ireland
Real GDP YoY							
2000	3.2%	4.0%	4.0%	5.3%	4.3%	3.8%	9.9%
2008	0.8%	0.1%	-1.1%	1.1%	1.7%	0.2%	-4.4%
2016	1.8%	1.3%	0.9%	3.3%	1.9%	1.2%	3.8%
Output Gap							
2000	0.6%	1.9%	1.8%	1.7%	3.2%	4.7%	9.7%
2008	1.8%	1.4%	1.3%	4.0%	3.5%	0.6%	2.8%
2016	-1.1%	-1.7%	-2.5%	-2.8%	-2.0%	-4.4%	-1.6%
Unemployment Rate							
2000	8.0%	9.2%	10.1%	11.9%	3.6%	5.1%	6.8%
2008	7.4%	7.4%	6.7%	11.3%	3.7%	8.8%	7.0%
2016	4.2%	10.2%	11.6%	20.0%	6.1%	11.4%	8.2%
Current Account % GDP							
2000	-1.8%	1.2%	0.1%	-4.4%	2.8%	-10.8%	-0.4%
2008	5.5%	-0.9%	-2.8%	-9.2%	3.0%	-12.1%	-6.2%
2016	9.0%	-0.8%	1.7%	1.2%	4.2%	-1.7%	10.7%
Public Debt % GDP							
2000	58.9%	58.6%	105.1%	58.0%	51.8%	50.3%	36.1%
2008	65.1% +	68.0% +	102.4% -	39.4% -	54.8%	71.7% +	42.4%
2015	71.2%	96.2% ++	132.3% +	99.8% +	65.1%	129.0% +	78.6% +
Public Deficit % GDP							
2000	0.9%	-1.3%	-1.3%	-1.0%	1.9%	-3.2%	4.9%
2008	-0.2%	-3.2%	-2.7%	-4.4%	0.2%	-3.8%	-7.0%
2015	0.7%	-3.5%	-2.6%	-5.1%	-1.9%	-4.4%	-1.9%

Economie inizialmente drogate dal ribasso dei tassi di interesse nella convergenza verso l'Euro ...

... ma ora depresse da un'Eurozona irrisolta

con gravi squilibri persistenti

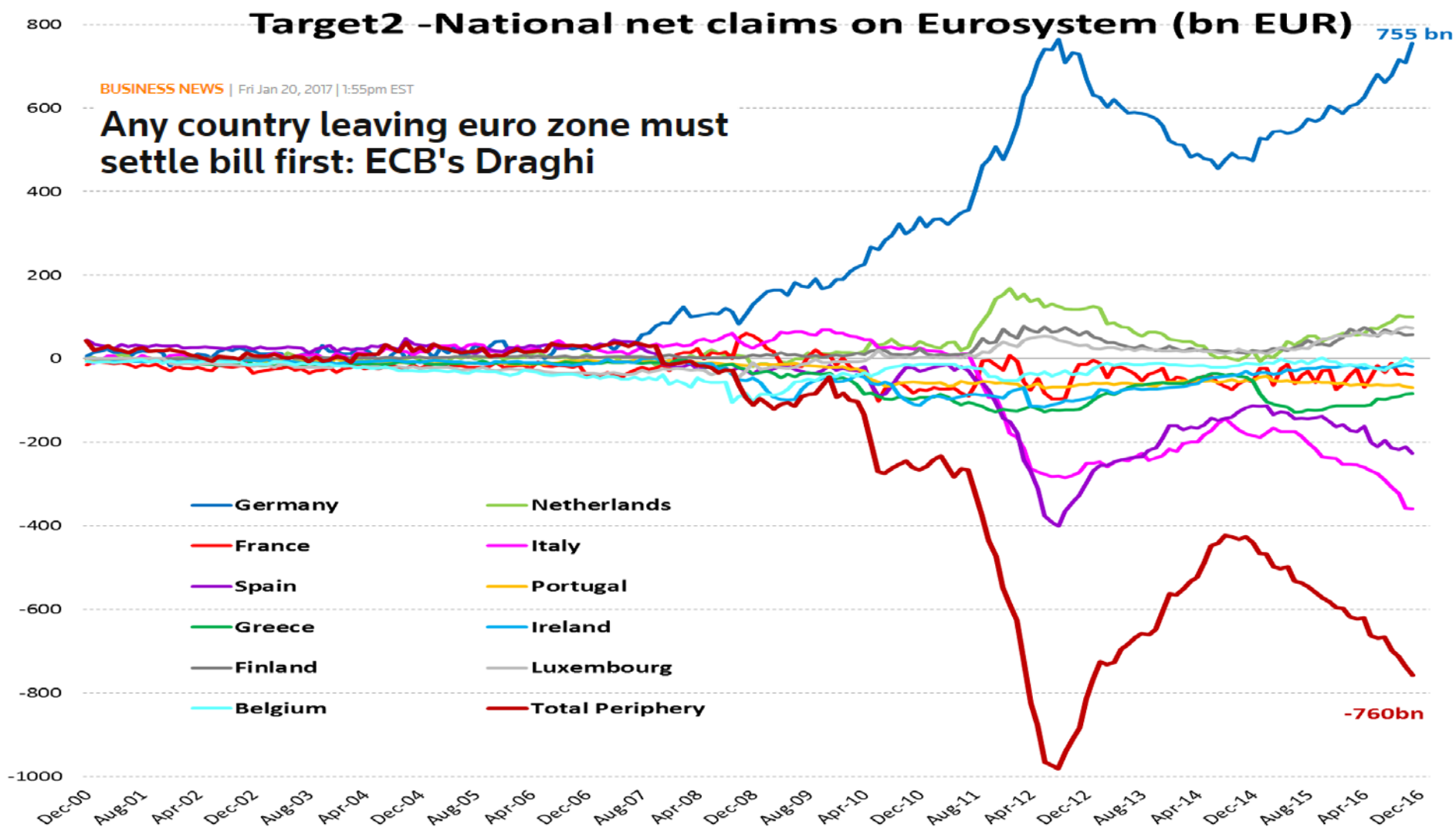
ed una percezione distorta dei problemi

+ = debito contratto per risolvere i problemi delle banche tedesche e francesi





# SALDI DI TARGET2 VICINI AL PICCO DEL 2012



L'accumulazione di ampi squilibri all'interno del sistema di pagamenti interbancario europeo è un indicatore di mercati finanziari sempre più frammentati e nazionalizzati. La BCE è l'unico collante che ancora trattiene insieme l'Eurozona.



# L'AREA EURO MANCA DI UN MODELLO SOSTENIBILE.

## Eurozone 1.0 (Maastricht Model)

2010-2011

L'approccio iniziale delle autorità europee nel trattare la crisi debitoria è stata la rigida applicazione delle regole di Maastrich. L'interpretazione tedesca dell'Euro come «Gold Standard» è prevalsa.

L'Area Euro si è trovata sull'orlo del collasso.

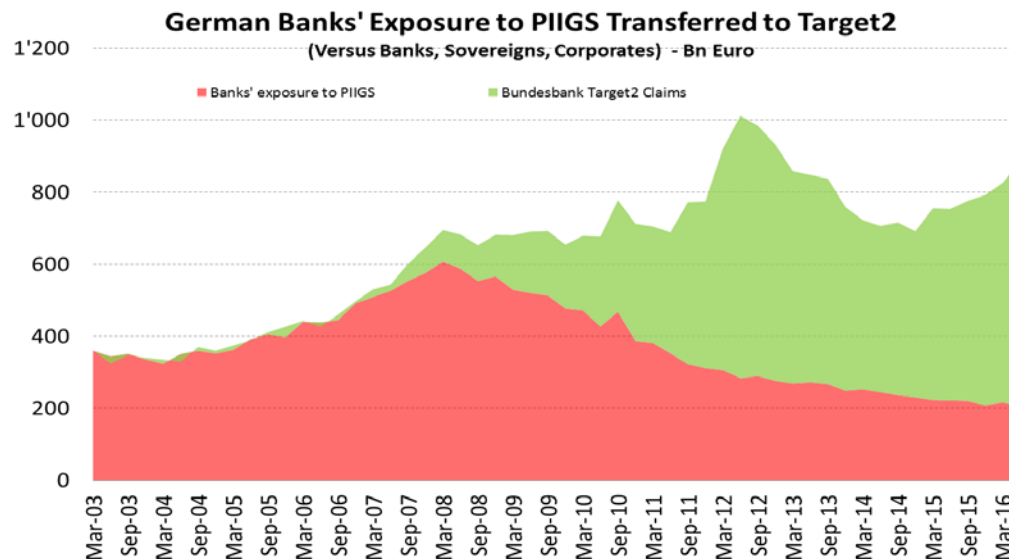
## Eurozone 2.0 («Full Bail-Out» Model)

Dal 2012 (ESM, LTRO, TLTRO, OMT ...)

La BCE ha scelto di dare priorità alla coesione europea piuttosto che all'austerità fiscale. La liquidità fornita dalla BCE ha rimpiazzato i prestiti a rischio erogati dalle banche tedesche ai paesi periferici.

L'Euro è diventato una «Fiat Currency».

**Il collasso dell'Euro Area è stato evitato grazie alla sostituzione di credito privato con credito fornito dalla BCE.**





## L'EMERSIONE DEI PATRIMONI NON DICHIARATI

	USA bn USD 2009-2016	Italy bn Euro Scudi 2001-2003-2009 & VD 2015	Ticino bn CHF 2010-2016
Tax Collected	10	11.4	0.16
Undeclared Resurfaced Assets	50	243.1	4.2
URA/Private Net Worth	0.06%	2.6%	8.0%
URA/GDP	0.3%	14.6%	14.6%
Tax Collected/Total Tax levied 1Y	0.3%	2.3%	3.5%

- L'implementazione dei Common Reporting Standards OCSE ha forzato in tutto il mondo l'emersione dei patrimoni privati non dichiarati.
- Le cifre emerse sono tutto sommato modeste e non risolvono i problemi fiscali di nessun paese.
- Questi patrimoni comunque le tasse le pagavano anche prima.
- I patrimoni detenuti nei paradisi fiscali sono solo marginalmente diminuiti
- Anche la Confederazione ed il Segretario del Tesoro USA, come il papa' di Cameron, utilizzano fondi delle Cayman. Ma, come tutti gli altri, non sono pirati.
- E ora chi glielo spiega al popolo fatto imbufalire per nulla?



## RIMPIANGEREMO IL SEGRETO BANCARIO

- USA hanno distrutto il segreto bancario mondiale ma non hanno aderito ai «Common Reporting Standards» che hanno fatto imporre dall'OCSE. Concorrenza sleale?
- Ai CRS dell'OCSE aderiscono paesi da cui la fuga economica o politica è un dovere: Venezuela, Russia, Cina, Argentina, Grecia, Ungheria, Paesi Arabi...
- Offrire asilo economico o politico ai cittadini di paesi difficili è il modo migliore per permettere che vi restino attivi
  - gli imprenditori per favorirne la crescita
  - gli oppositori politici per favorirne la democrazia
- L'imbarazzo del Consiglio Federale nel decidere i buoni ed i cattivi



## FACTS ON FATCA

- Introdotta nel 2010. Imposti costi agli istituti esteri di ca. \$200bn quindi minori entrate fiscali per gli altri stati di \$50-80bn.
- Esito: IRS americano ha recuperato \$10bn di tasse su 58'800 Voluntary Disclosures che hanno fatto emergere \$50bn di patrimoni (www.irs.gov – Oct. 2016).

### Conclusioni

- L'evasione in USA attraverso le banche svizzere o altre era IRRILEVANTE: i patrimoni emersi sono lo 0.06% della ricchezza netta delle famigli USA.
- Fisco USA ha recuperato solo lo 0.3% delle tasse che raccoglie in un anno.
- Fisco USA ha recuperato un decimo di quanto ha sottratto al fisco degli altri paesi.
- Solo concorrenza sleale delle banche USA?



# L'IMPERIAL CIRCLE DI REAGAN ...

Negli anni '80 George Soros ha coniato il termine "Imperial Circle" per descrivere la congiuntura economica sviluppatasi durante l'amministrazione Reagan. Per molti aspetti, le politiche economiche prospettate da Donald Trump sembrano reincarnare le politiche di Reagan.

## Imperial Circle:

Ad un aumento del budget deficit pubblico ( $B \downarrow$ ), si accompagna una risalita dei tassi di interesse ( $i \uparrow$ ) e la ripresa del tasso di crescita dell'economia ( $v \uparrow$ ).

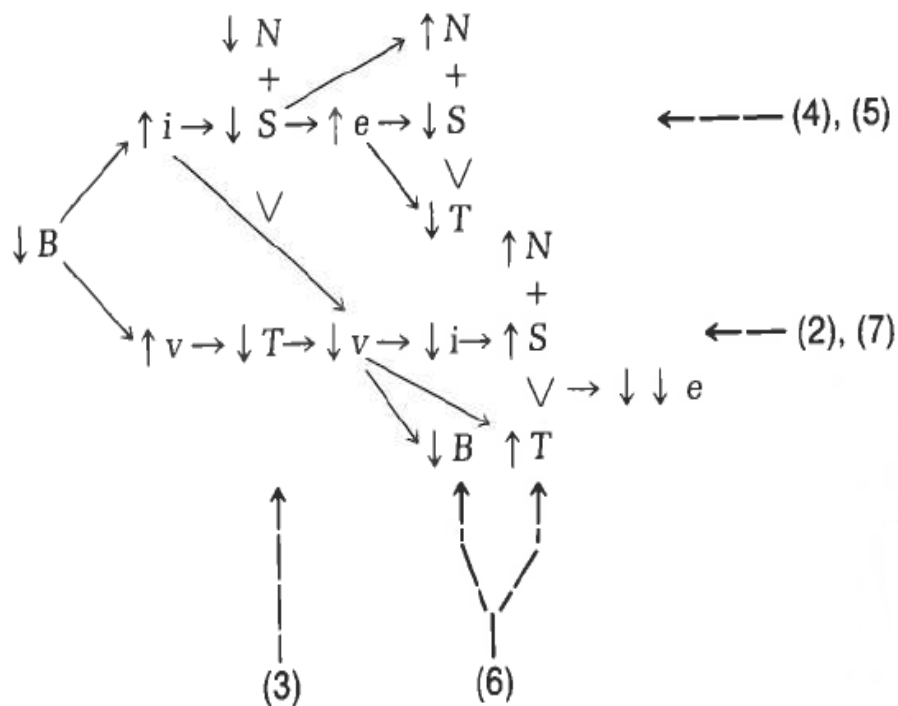
Il deficit commerciale peggiora ( $T \downarrow$ ), ma il suo peggioramento risulta inferiore alla somma degli afflussi di capitale sia speculativi ( $S \downarrow$ ) che reddituali ( $N \downarrow$ ) dall'estero come mostrato dall'equazione verticale (3).

Ciò determina un apprezzamento del Dollaro ( $e \uparrow$ ) e attrae più flussi speculativi ( $S \downarrow$ ), ma rallenta l'economia ( $v \downarrow$ ).

Qui entra in gioco la teoria della "reflexivity" di Soros: il rallentamento economico provoca un ulteriore peggioramento del budget deficit ( $B \downarrow$ ) mentre l'apprezzamento della valuta attrae ulteriori flussi speculativi dall'estero ( $S \downarrow$ ).

Questi sviluppi contengono i semi del proprio fallimento: considerando che l'aumento degli afflussi di capitale porta a maggiori deflussi reddituali ( $N \uparrow$ ), un'economia più debole richiede tassi di interesse più bassi ( $i \downarrow$ ), migliora la bilancia commerciale ( $T \uparrow$ ) ma inverte i flussi speculativi di capitale ( $S \uparrow$ ).

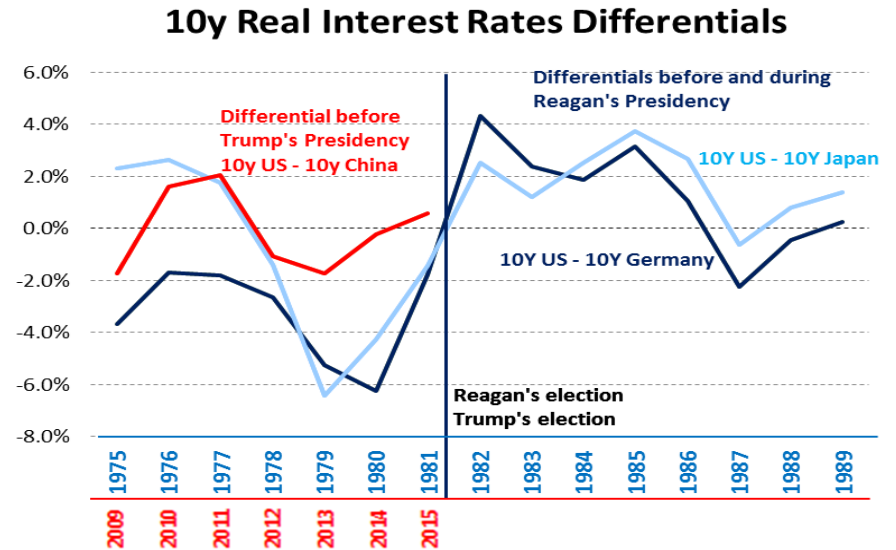
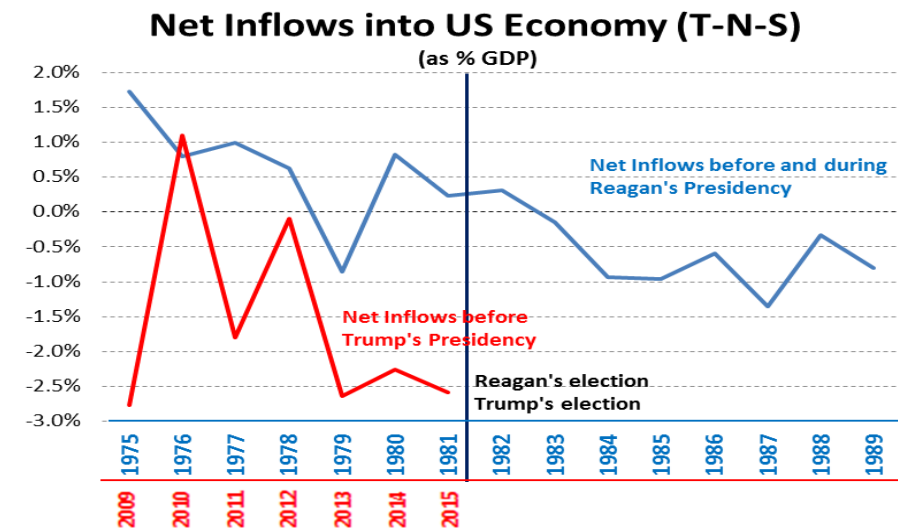
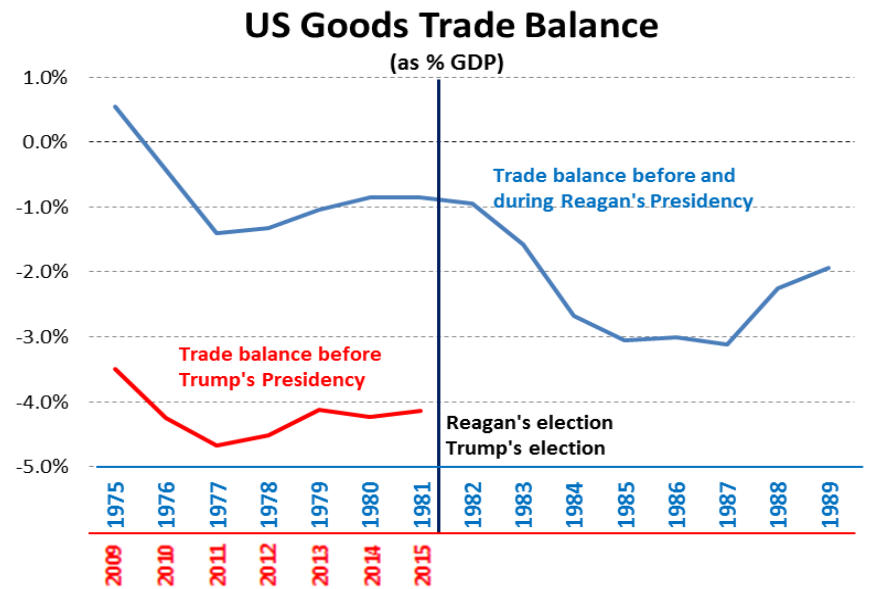
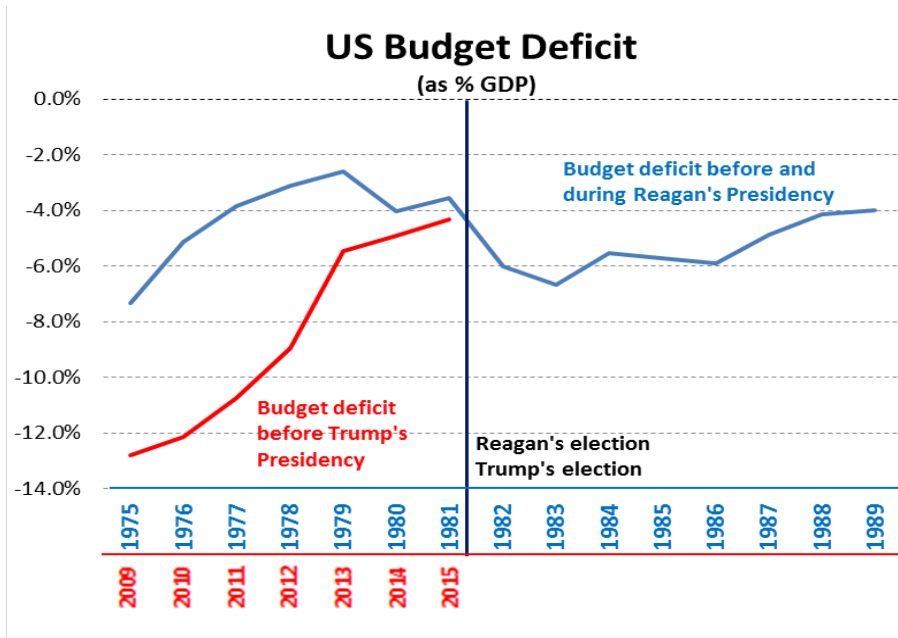
Giungiamo quindi all'equazione verticale (6), con un surplus commerciale ( $T \uparrow$ ) inferiore alla somma dei deflussi speculativi di capitale ( $S \uparrow$ ) e del deflusso reddituale ( $N \uparrow$ ), a cui segue un brusco deprezzamento della valuta ( $e \downarrow$ ).





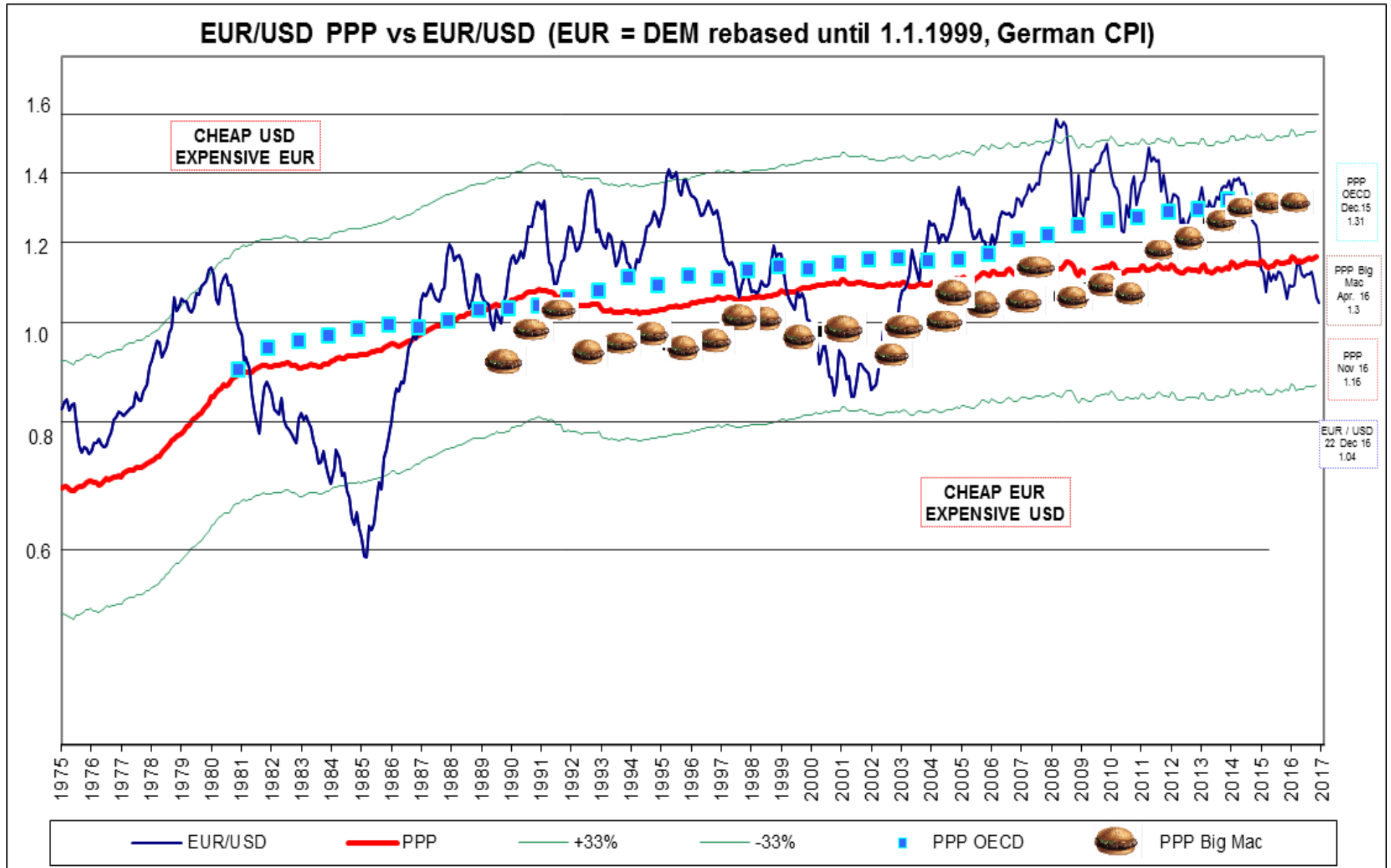
# ... E QUELLO DI TRUMP

## Le condizioni iniziali diverse moderano l'ottimismo sul Dollaro





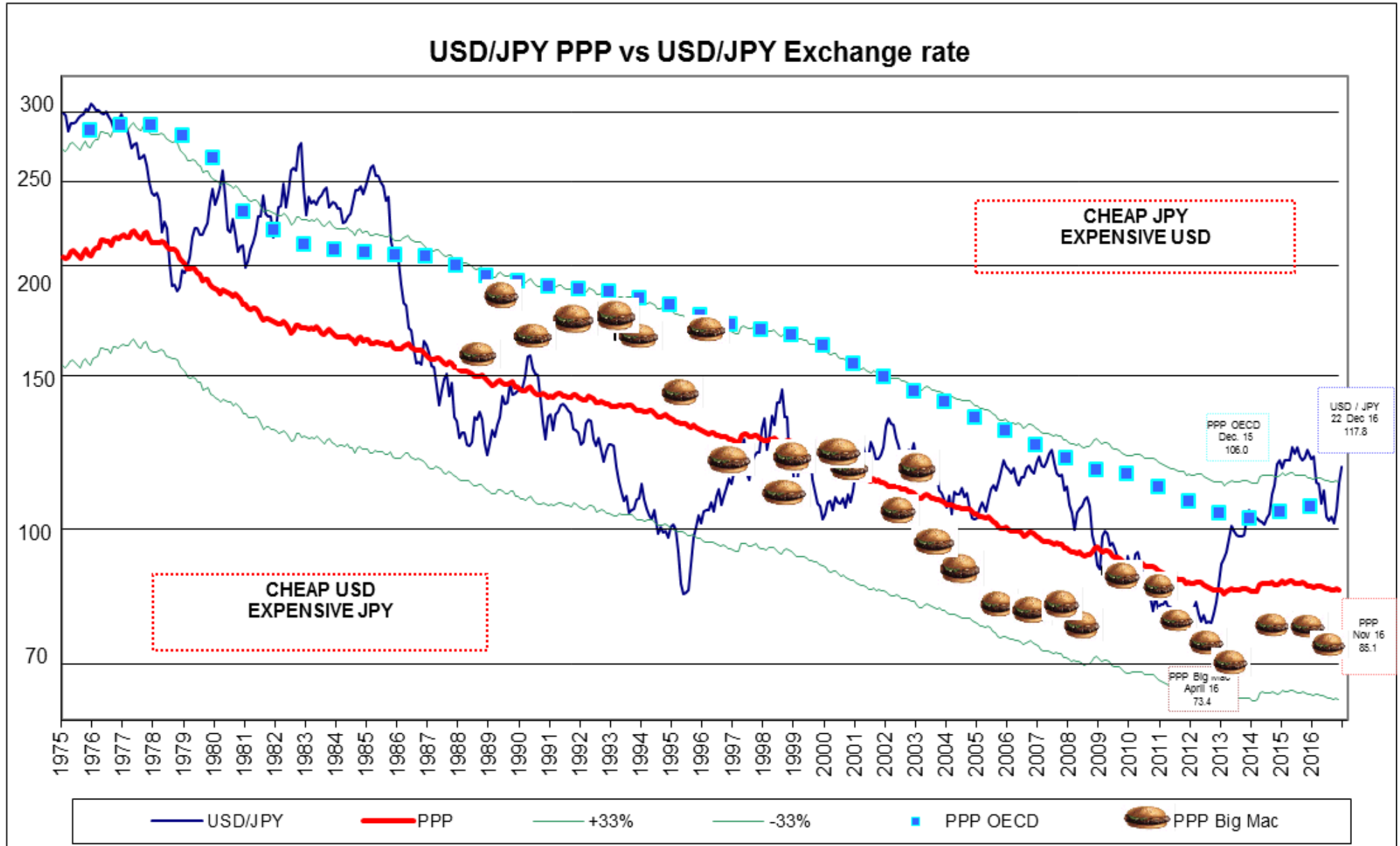
# PROSPETTIVE VALUTARIE





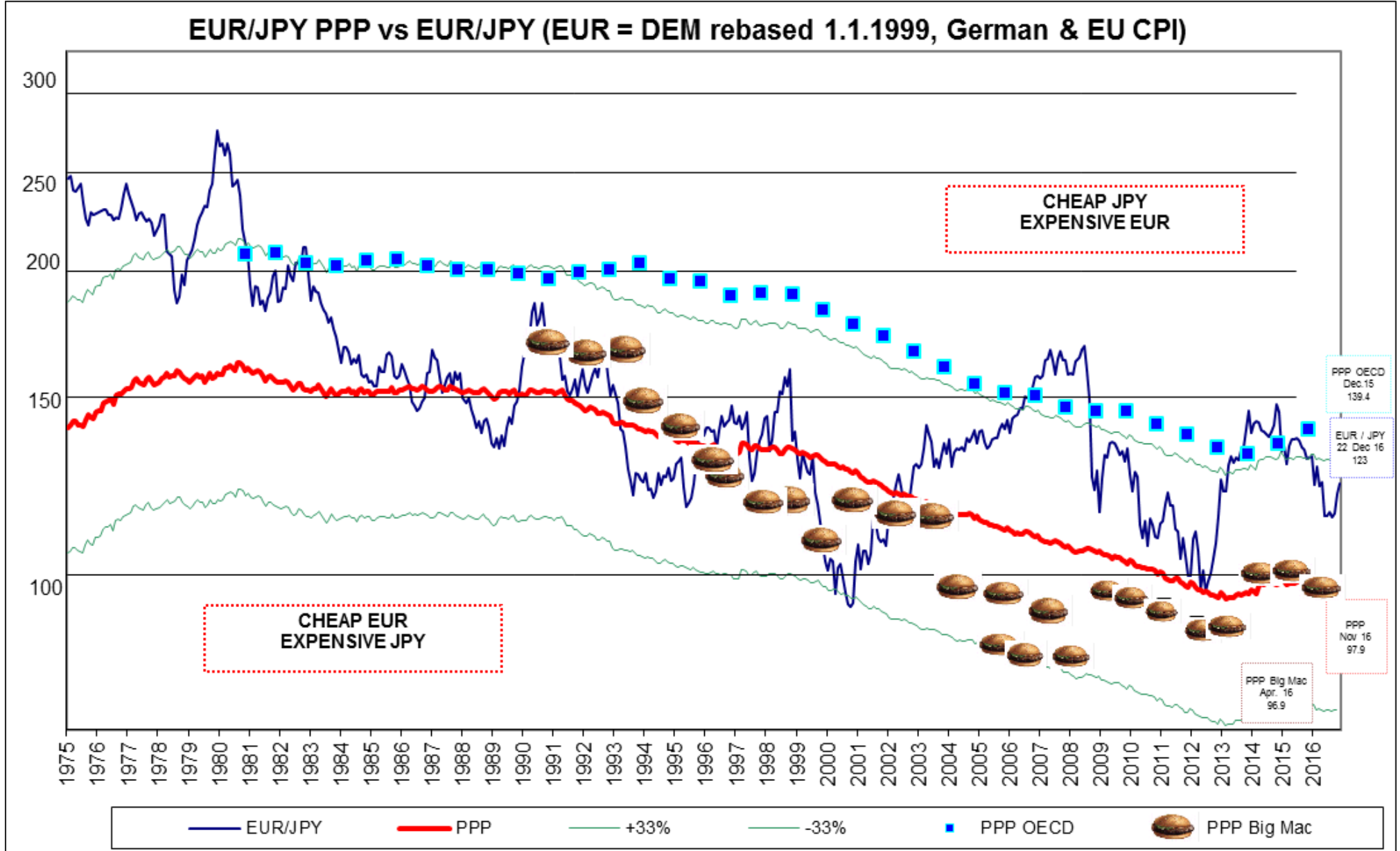


# PROSPETTIVE VALUTARIE





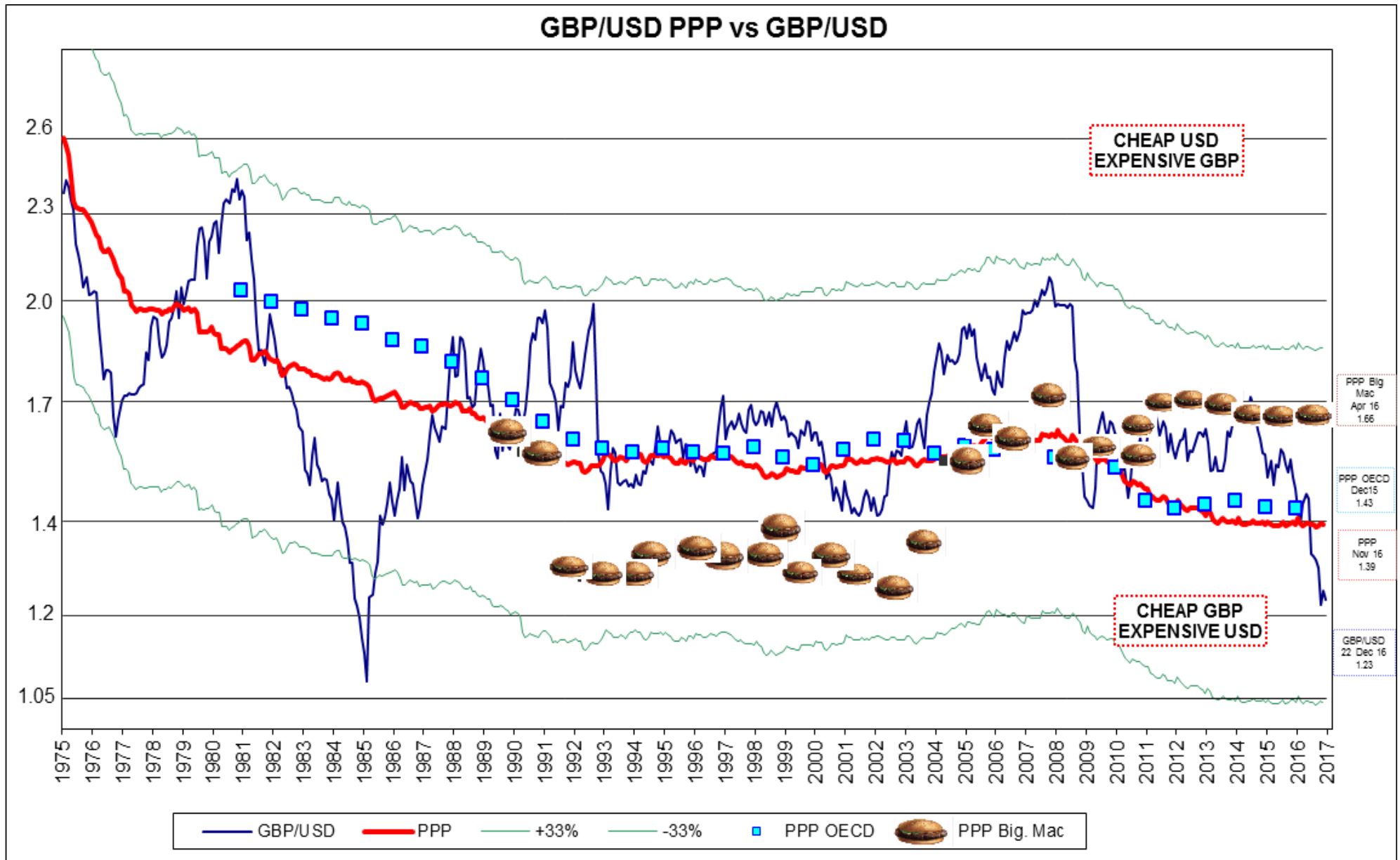
# PROSPETTIVE VALUTARIE





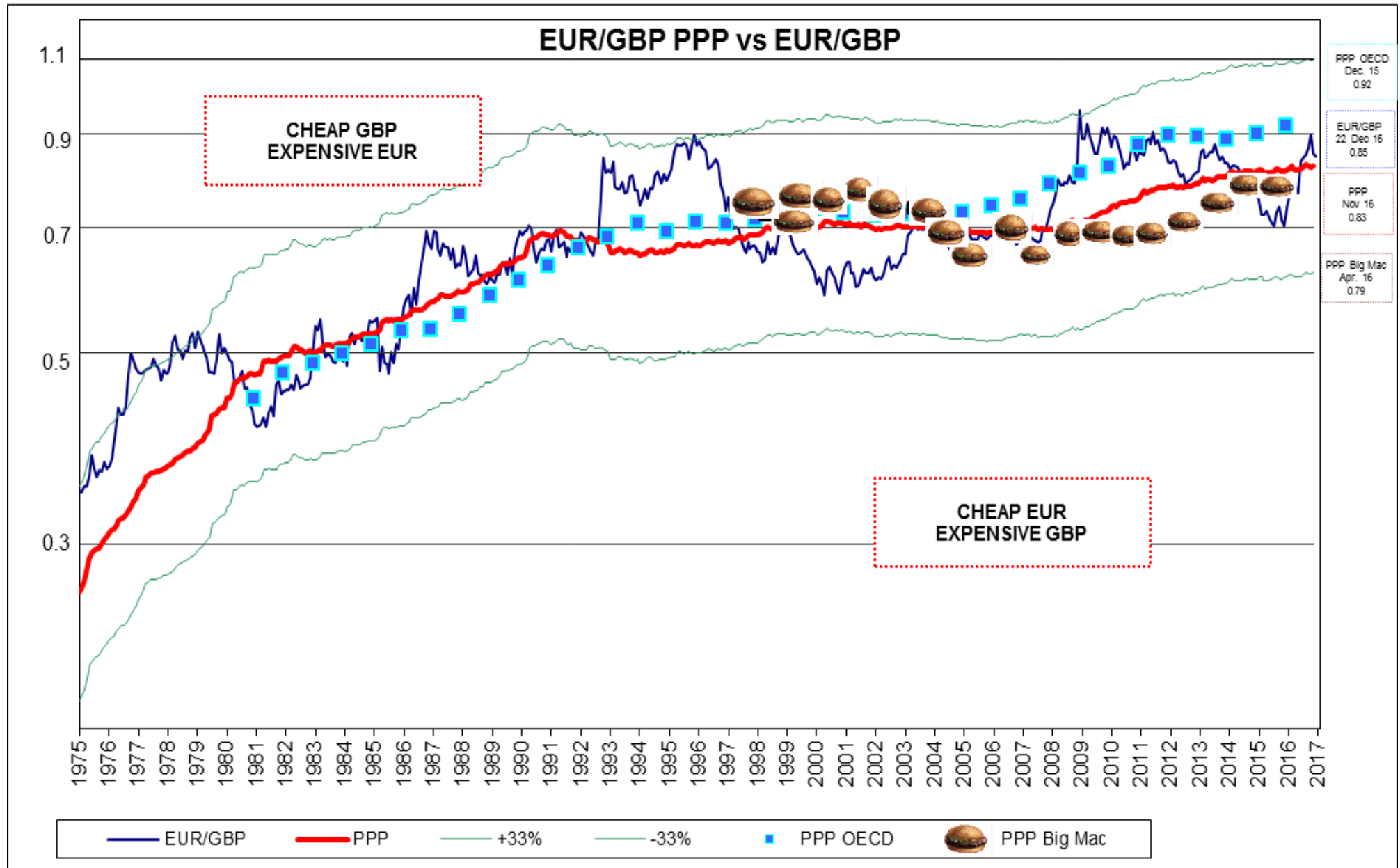
# PROSPETTIVE VALUTARIE

## GBP/USD PPP vs GBP/USD



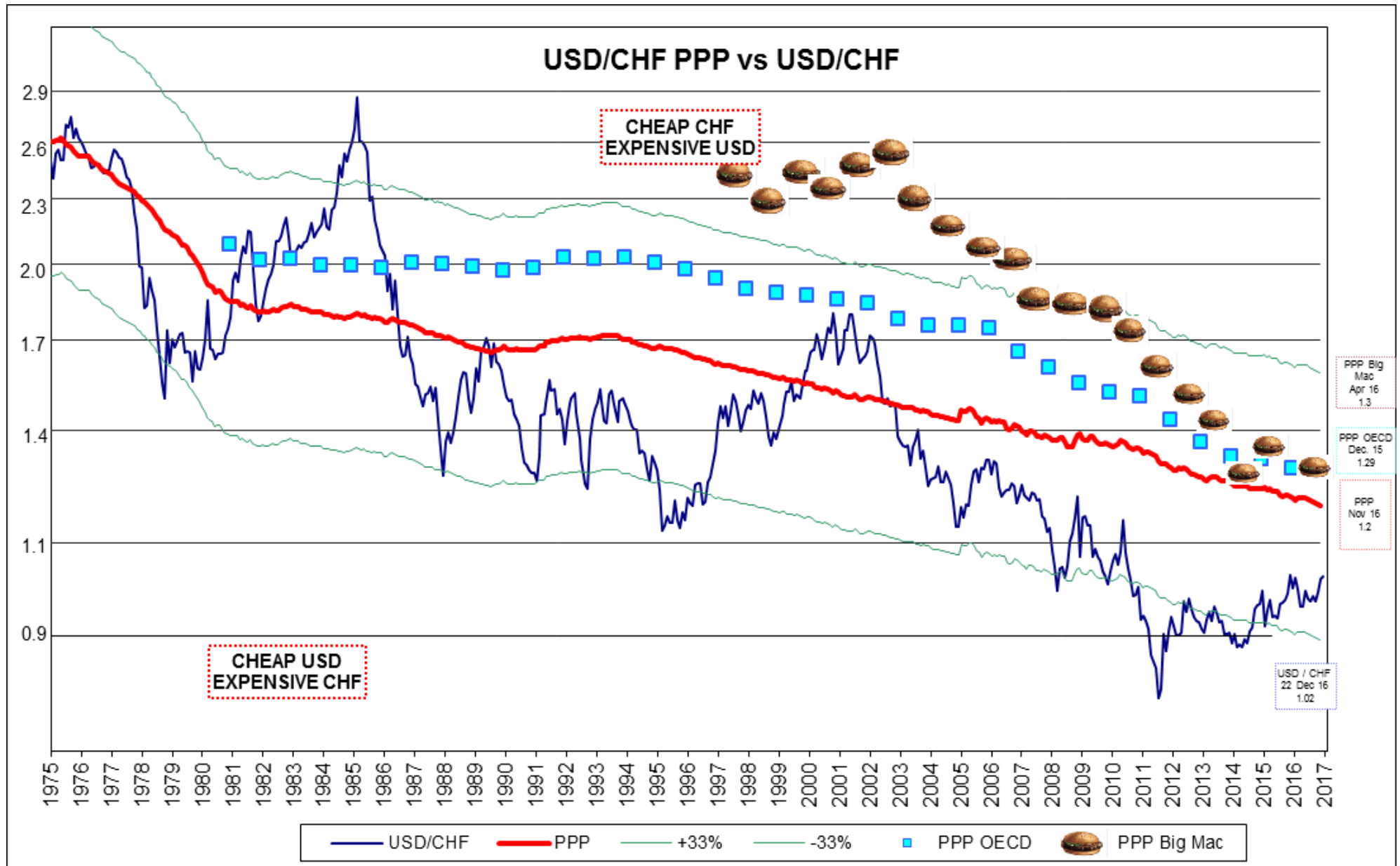


# PROSPETTIVE VALUTARIE



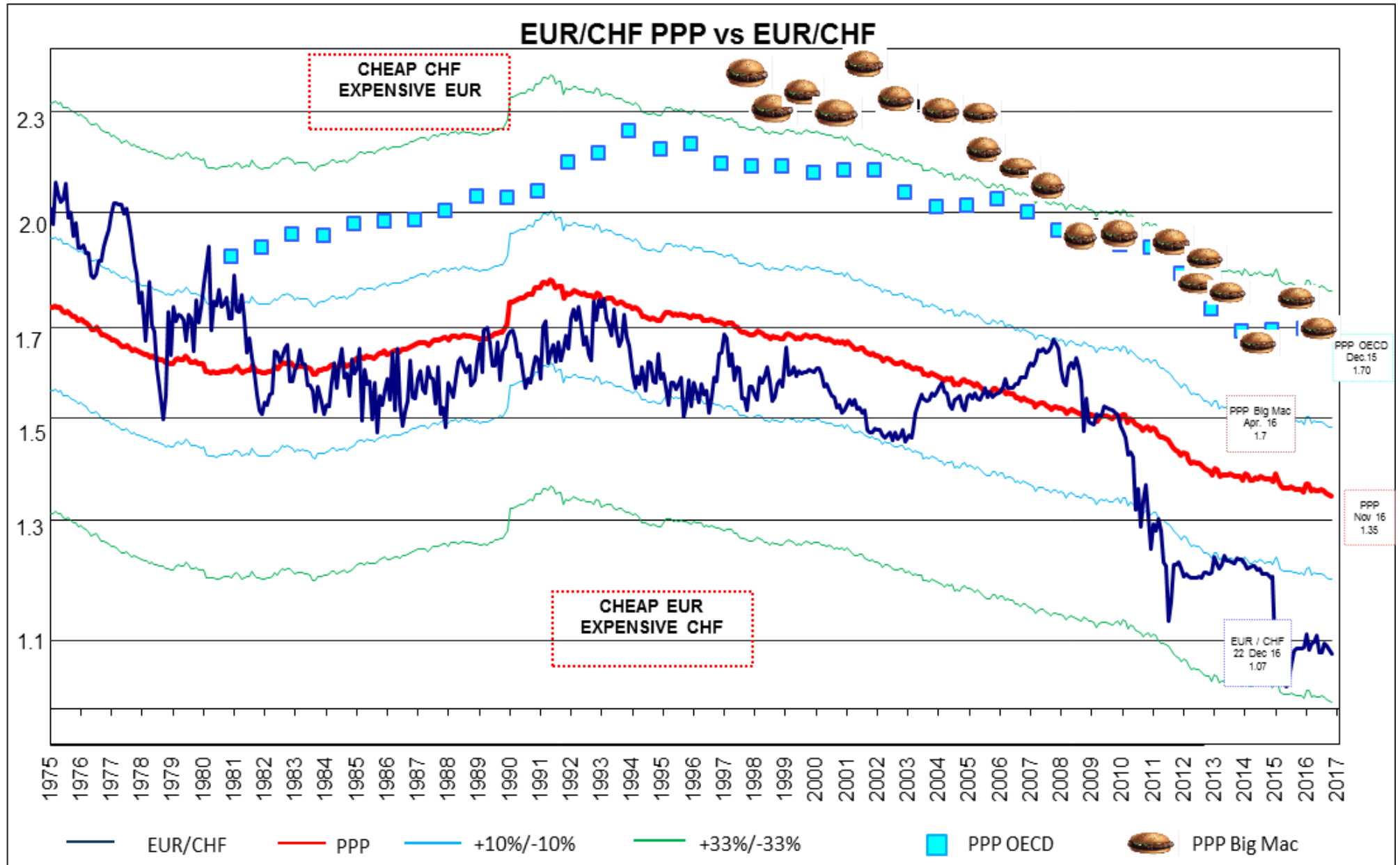


# PROSPETTIVE VALUTARIE



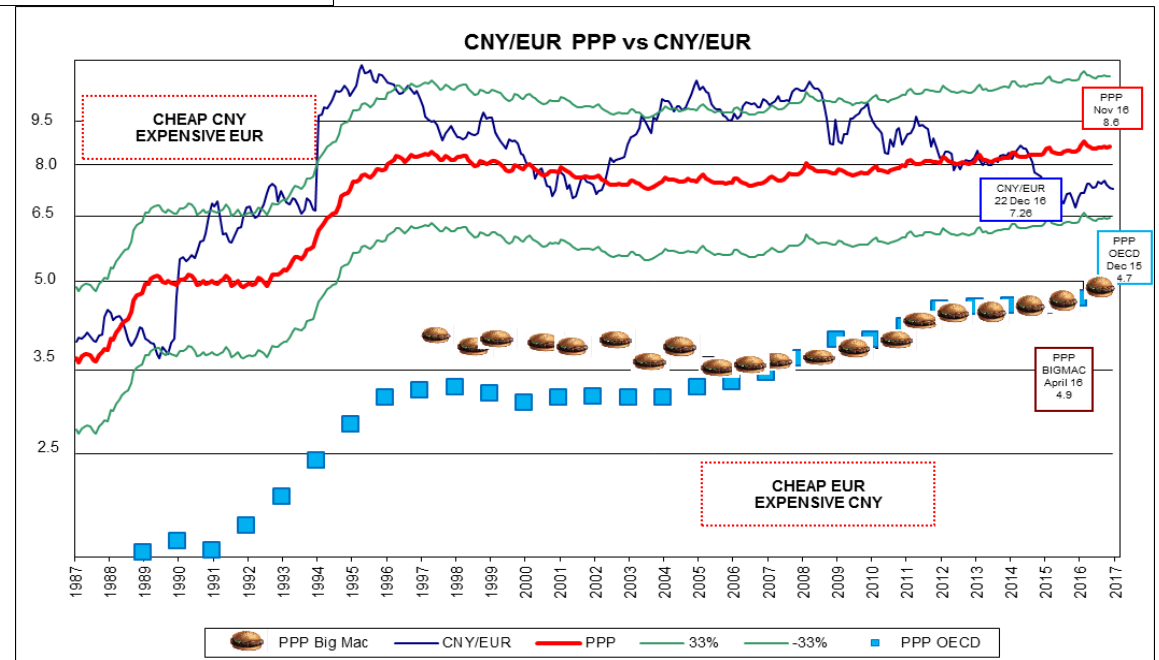
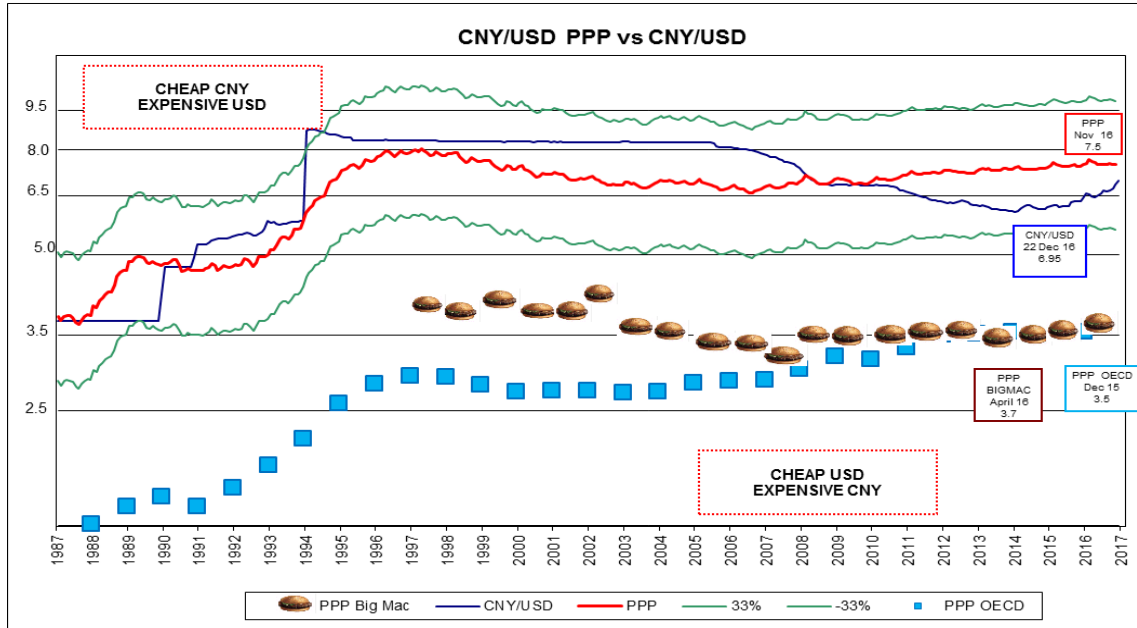


# PROSPETTIVE VALUTARIE



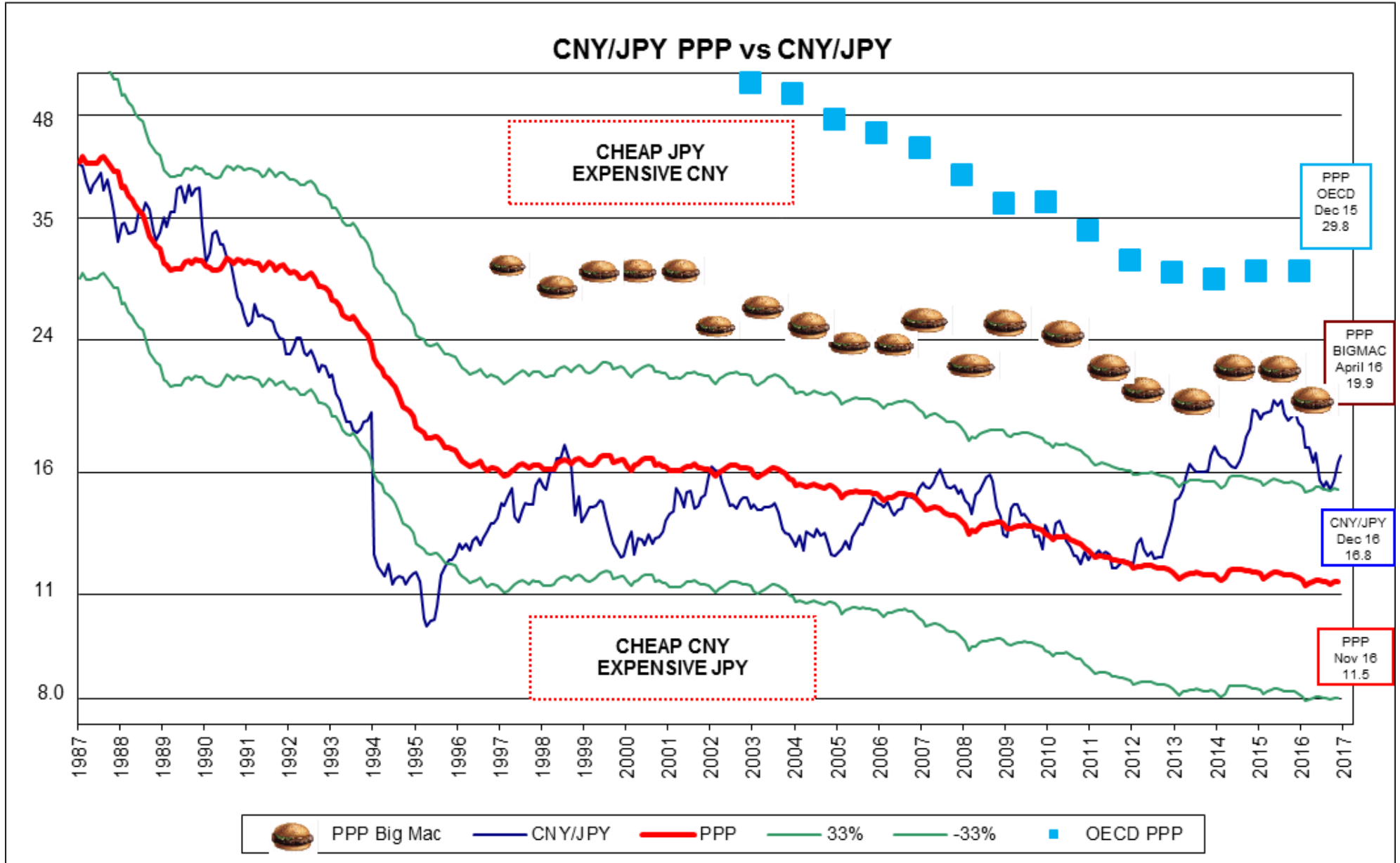


# PROSPETTIVE VALUTARIE





# PROSPETTIVE VALUTARIE







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](mailto:afoglia@belgrave.com)