



Il punto sull'Eurocrisi

Antonio Foglia

Lugano, 27 settembre 2012



- Errori cognitivi al centro della crisi
- Cos'è l'Euro
- I problemi dell'Euro
- Le soluzioni possibili
- Il cambio Franco/Euro



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.



- Gold Standard: la moneta era convertibile in oro
- Quindi l'offerta di moneta era legata dalla disponibilità di oro
- Vantaggi:
 - Limite alla moneta che i governi potevano stampare
 - Aggiustamenti automatici degli squilibri internazionali
- Svantaggi:
 - Offerta di moneta non può seguire la crescita economica
 - Rigidità salariali rendono inflazione e deflazione asimmetriche



- Non ce ne eravamo accorti, ma l'Euro è un “Gold Standard” con una banca centrale
- L'Euro ha i vantaggi ma non gli svantaggi del Gold Standard:
 - Nessun governo europeo può stampare Euro
 - La Banca Centrale Europea può modulare l'offerta di moneta

- Cos'è la moneta?

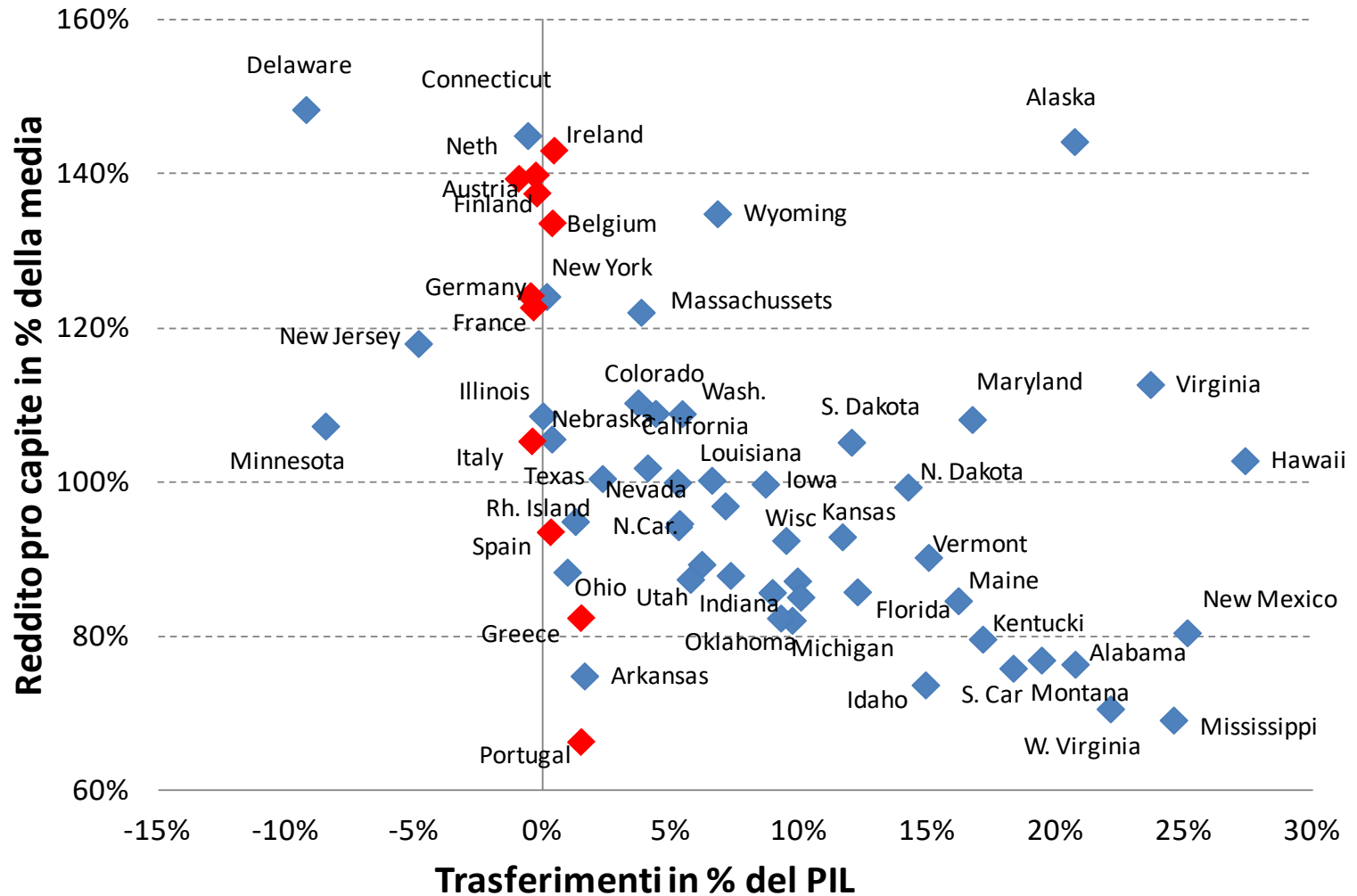
In fondo, qualsiasi cosa facilmente trasformabile in mezzo di pagamento: un continuo quindi tra banconote, titoli di stato, depositi bancari...



- In un'area monetaria si possono e 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.



Trasferimenti tra Stati (USA e EU - 2010)

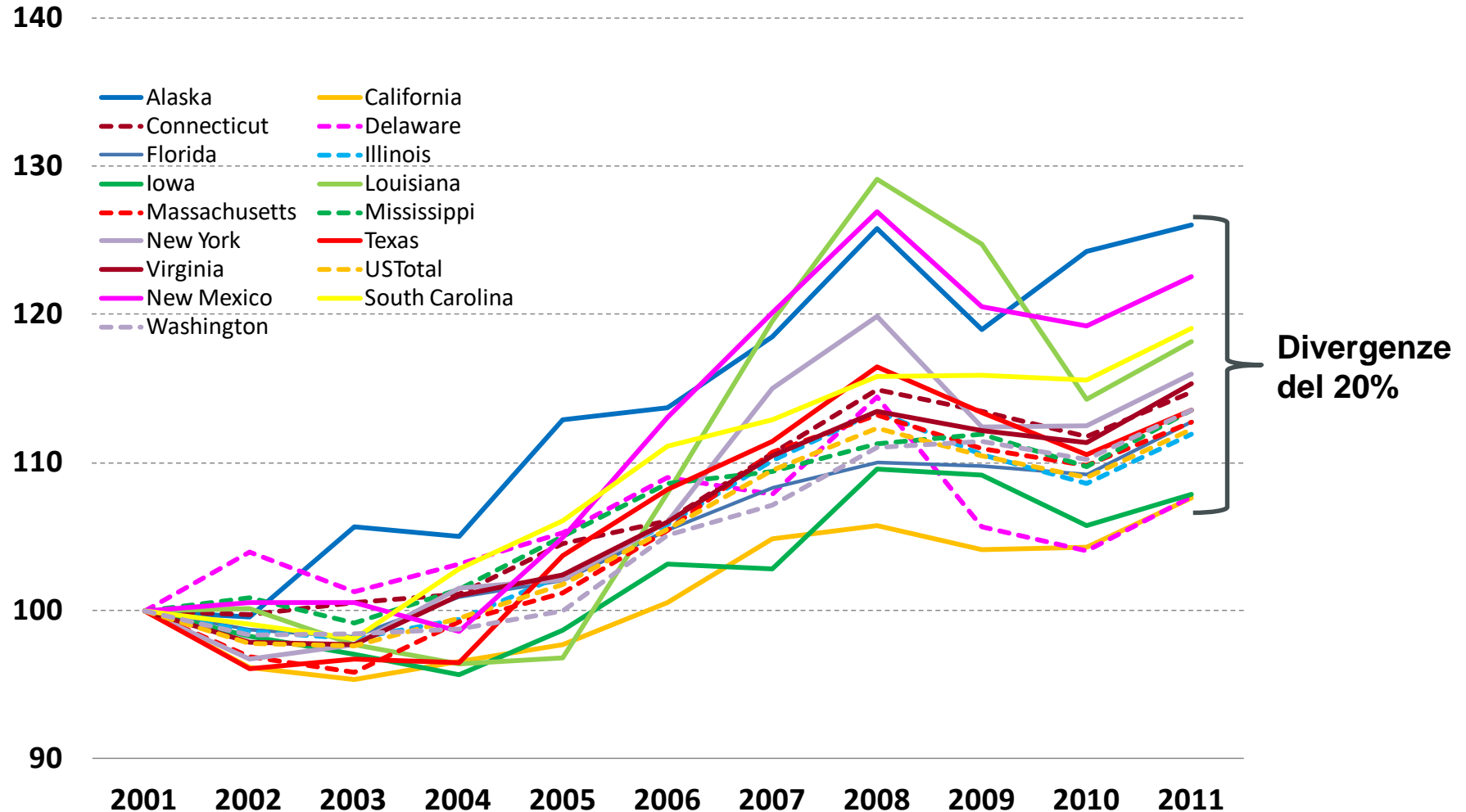




- I trasferimenti fiscali sono legittimati se si ritiene giusto che i servizi pubblici siano di qualità omogenea nell'unione.
- Ciò avviene esplicitamente negli USA ed in Svizzera.
- Ma solo implicitamente per ora in Europa:
 - il mercato comune implica una analoga capacità di difendere il diritto;
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



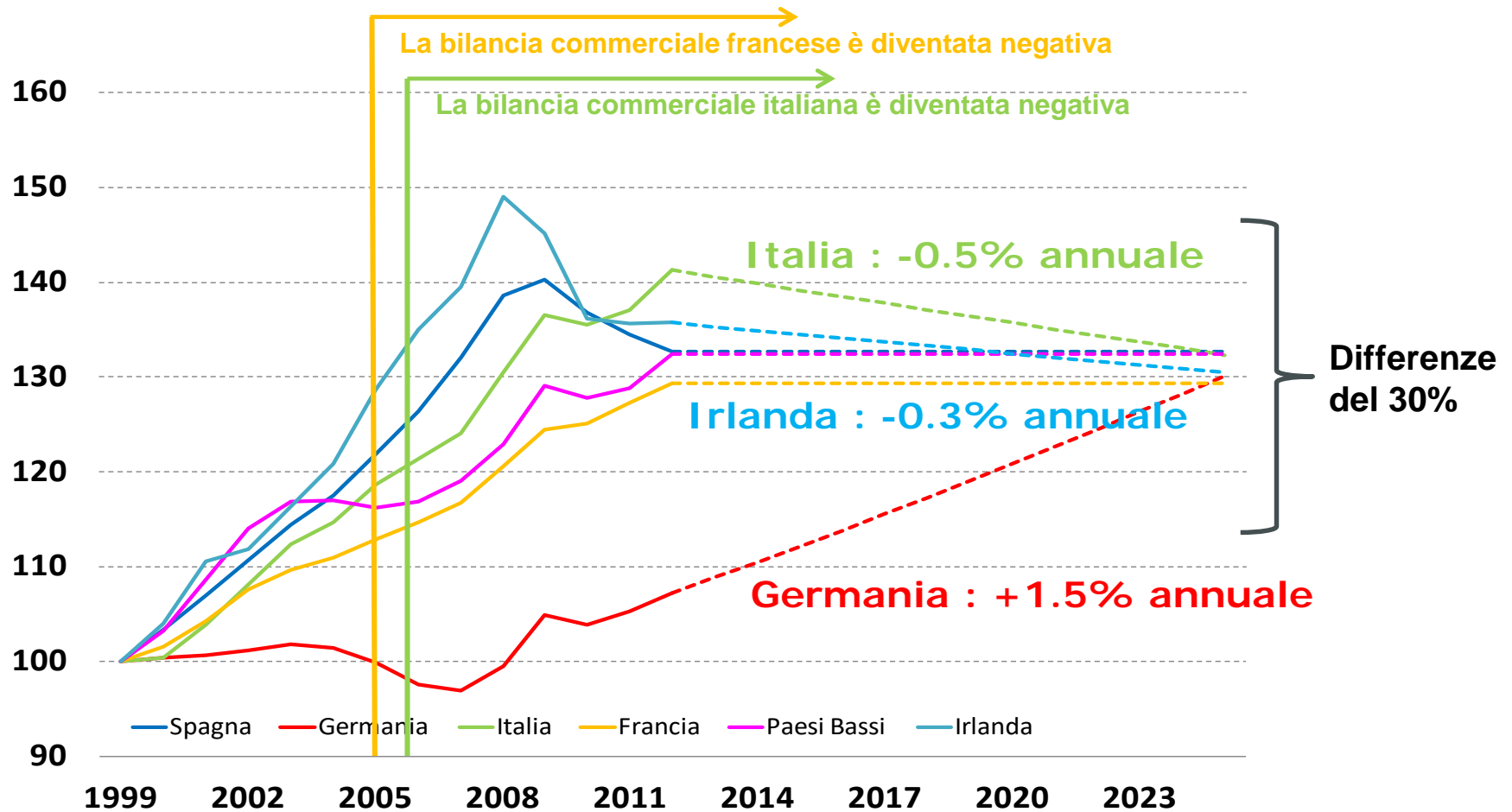
Le differenze di costo del lavoro per unità di prodotto in USA...





Squilibri competitivi

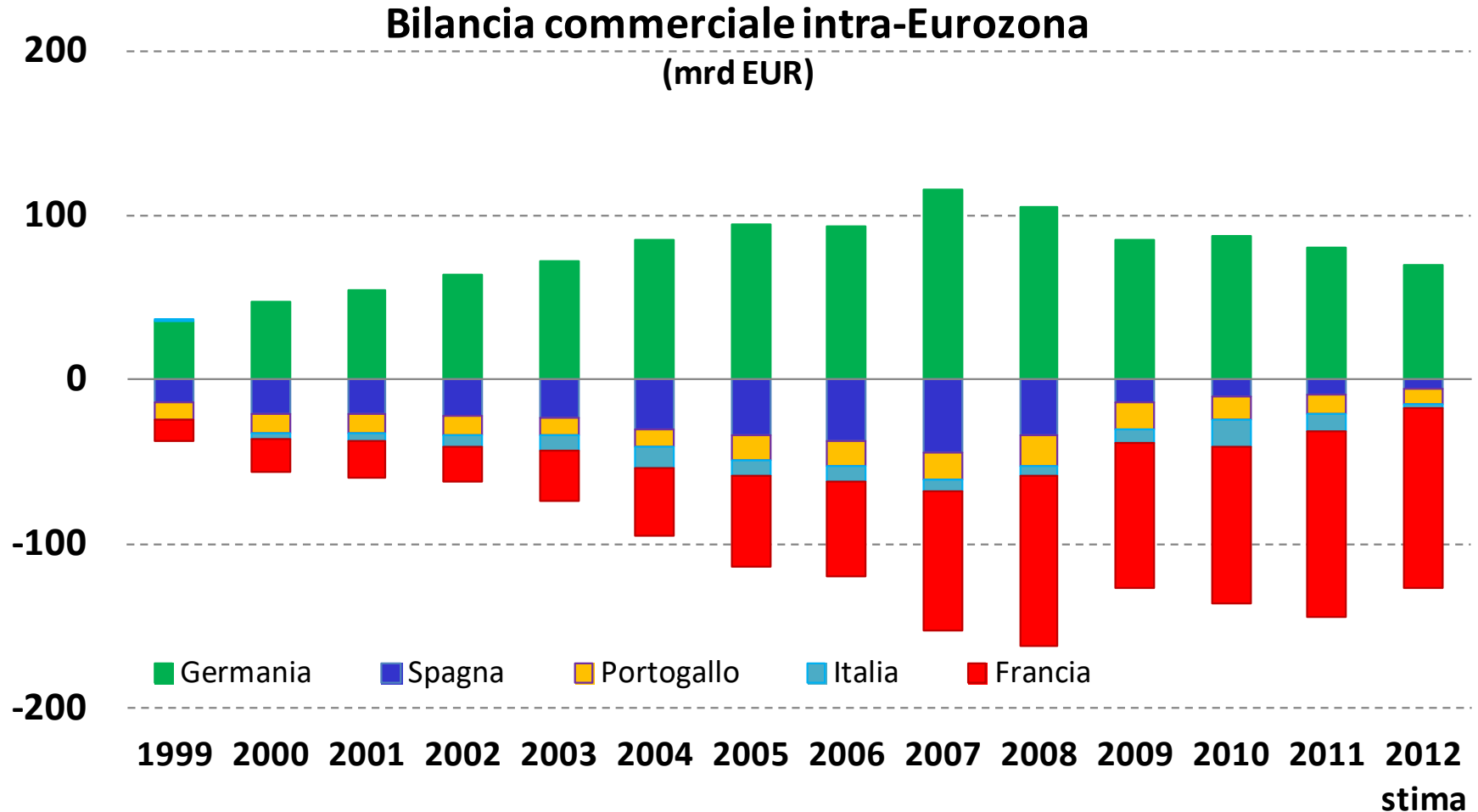
...sono analoghe a quelle di CLUP in Eurolandia...



...che stanno convergendo



La convergenza è già in atto!





Ma è cruciale COME si converge

La convergenza può avvenire in due modi:

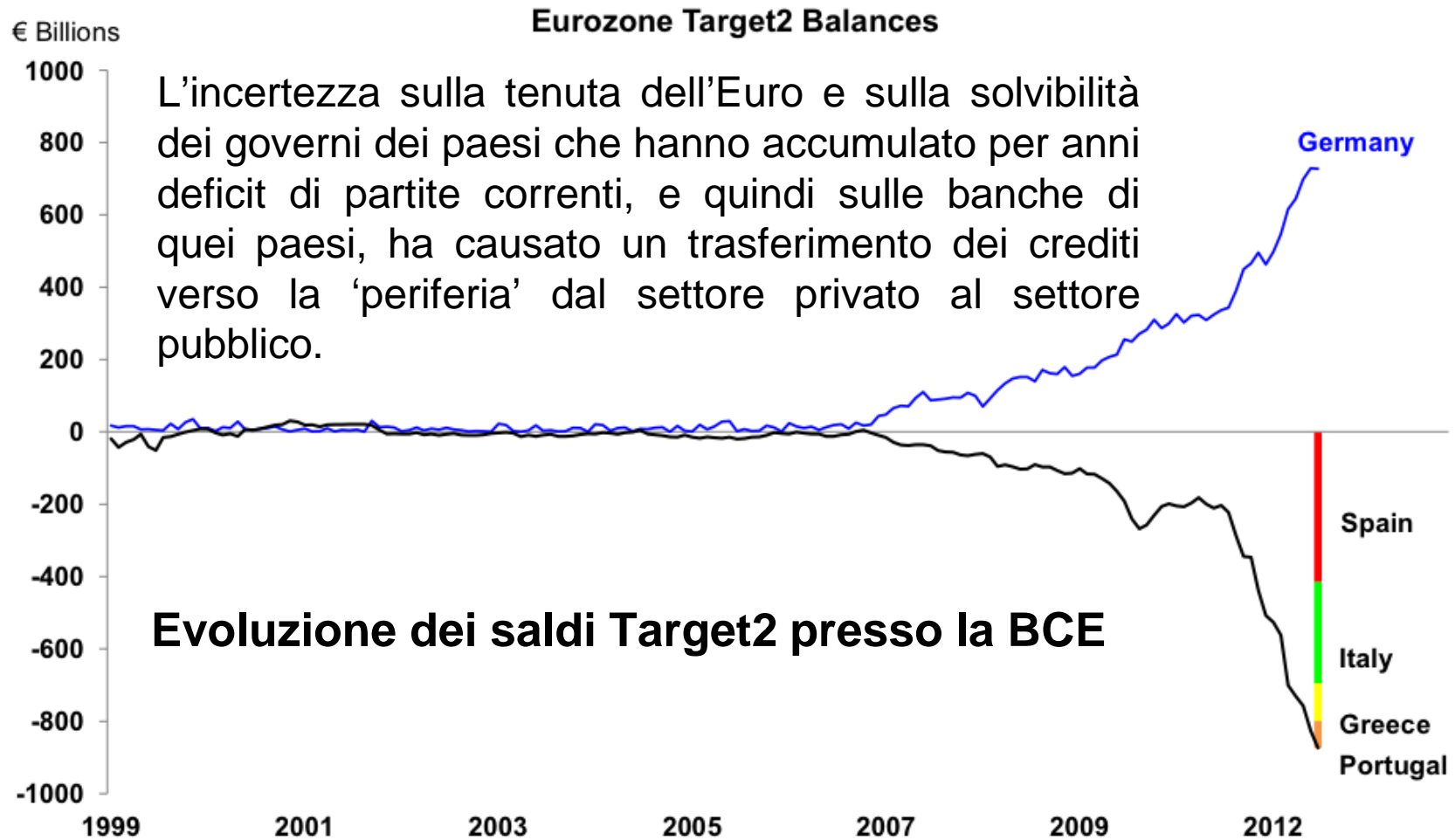
1. Diminuzione dei redditi reali, diminuzione delle importazioni;
2. Riforme che risolvano i problemi strutturali dei paesi periferici ed aumentino la produttività.

Per ora si è vista soprattutto 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



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>



- La crisi bancaria del 2007-2008 ha colto la BCE impreparata e la Sig.ra 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 Comune bancario...

Banche tedesche: fragili ma liquide perché tedesche

Banche italiane: più robuste ma meno liquide perché italiane

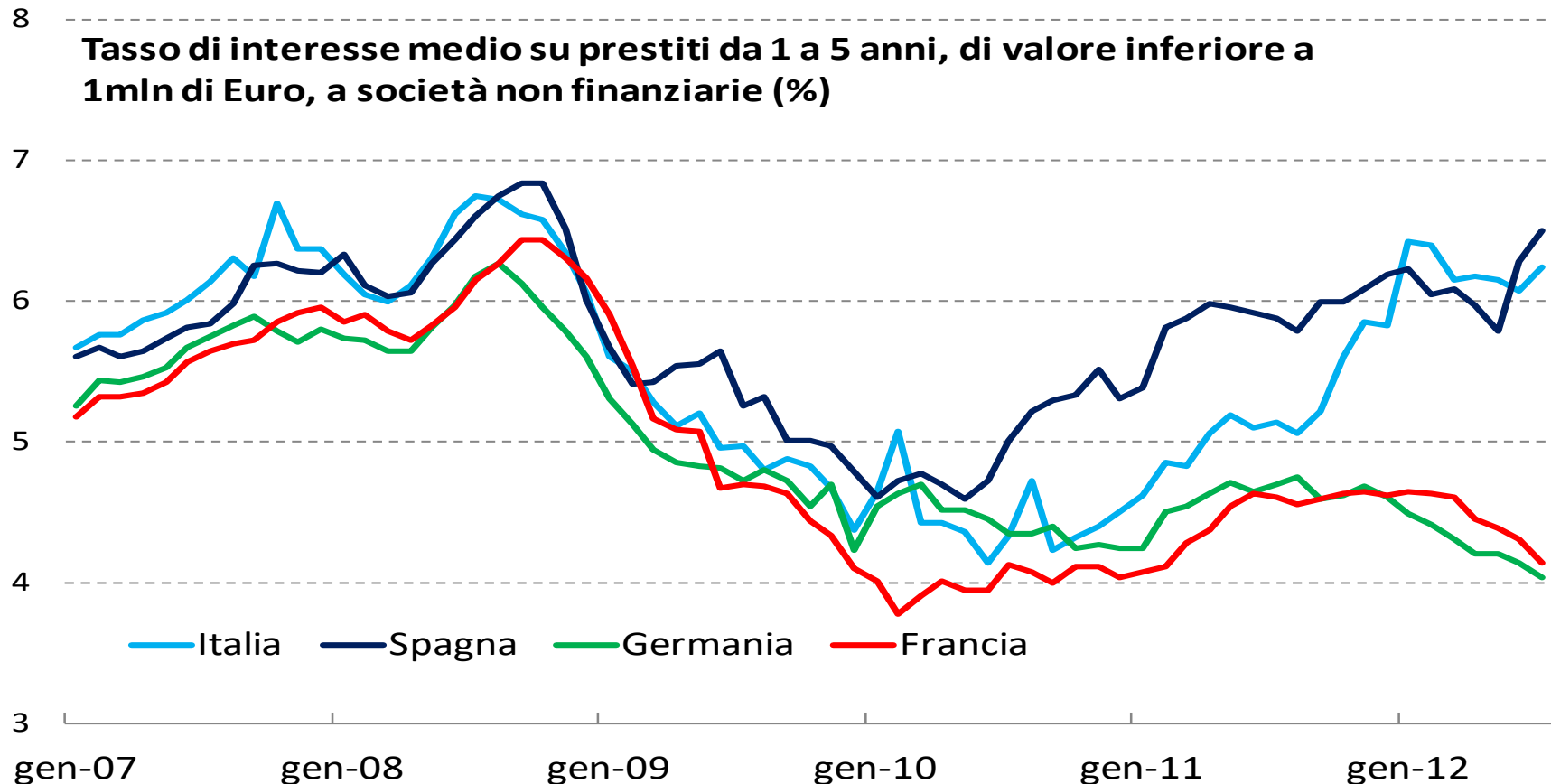
Fine 2011 (mrd eur)	Deutsche Bank	Banca Intesa
Totale Attivi (TA)	2164	639
Attivi ponderati per il rischio (RWA)	381	325
Mezzi Propri (TE)	55	47
Leva (TA/TE)	39.6	13.6
Rischio (RWA/TA)	18%	51%
Volatilità MTM degli attivi (Annual St. D.)	2-3%	4-5%
Robustezza (TE/TA)	2.5%	7.4%
Liquidità attinta a LTRO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





- La disciplina del “Gold Standard” e dell’Euro implica che anche il debito degli stati sia a rischio di ristrutturazione.

- Ma è giusto?
 - L’Italia ha finanza pubblica stabile da 20 anni: deve ristrutturare perché ha aderito all’Euro?

 - L’Irlanda e la Spagna avevano finanza pubblica migliore dei paesi ‘core’ ma gli è stato imposto dalla BCE di rovinarla per difendere i creditori delle loro banche (in larga misura di paesi core).

- Le criticità dell’Euro riconosciute solo ora vanno ora affrontate e risolte in comune.



“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...

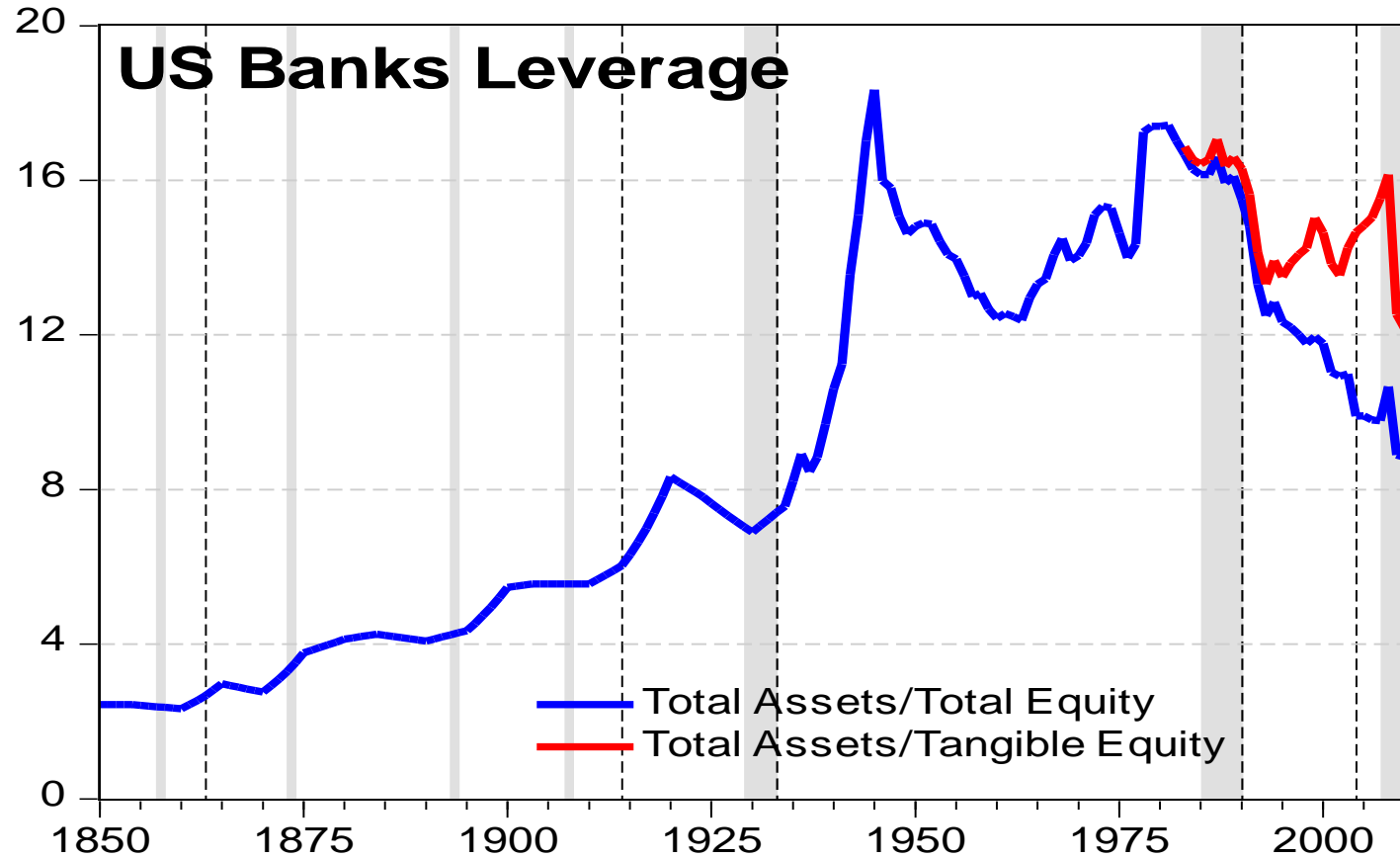
- Importante mantenere la pressione alle riforme che solo lo spread è riuscito a mettere su politici e pubblica amministrazione.

- Il sostegno della BCE, condizionale e solo alle emissioni con scadenze solo entro tre anni, soddisfa questo requisito.





150 anni di regolamentazione...



- (a) National Banking Act – 1863
- (b) Creation of Federal Reserve – 1914
- (c) Creation of Federal Deposit Insurance Corp – 1933
- (d) Implementation of Basel risk-based capital requirement – 1990
- (e) Implementation of Basel II risk-based capital requirement – 2004

... inutile e dannosa.

Shaded Areas point out US banking crisis
Source: Federal Deposit Insurance Corporation





Rendimenti a 5 anni il 31.08.2012

	Corporate	Sovereign	Bank
Svizzera	0.22% (Nestlé)	0.03%	2.45% (UBS)
Italia	3.01% (ENI)	4.73%	4.90% (Intesa)
Germania	1.10% (Siemens)	0.35%	1.73% (D.B.)
USA	1.10% (IBM)	0.58%	3.30% (Citi)

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



Regolamentazione 'prudenziale'?

	Gov Bonds	AAA Bonds	A Bonds	BBB Bonds	Azioni
Volatilità annuale	2.9%	3.1%	4.6%	7.5%	15.8%
Basel II - Risk Weight	0%	25%	50%	100%	125%
Basel II Capitale minimo	0%	2%	4%	8%	10%
Basel II Leva massima					

- Le banche non hanno ancora il capitale minimo di Basilea III che dovranno avere entro il 1° gennaio 2019.
- Quando lo avranno, statisticamente avranno il 50% di probabilità di perdere tutto il capitale ogni 4 anni e il 90% di probabilità di perderlo ogni 13 anni.



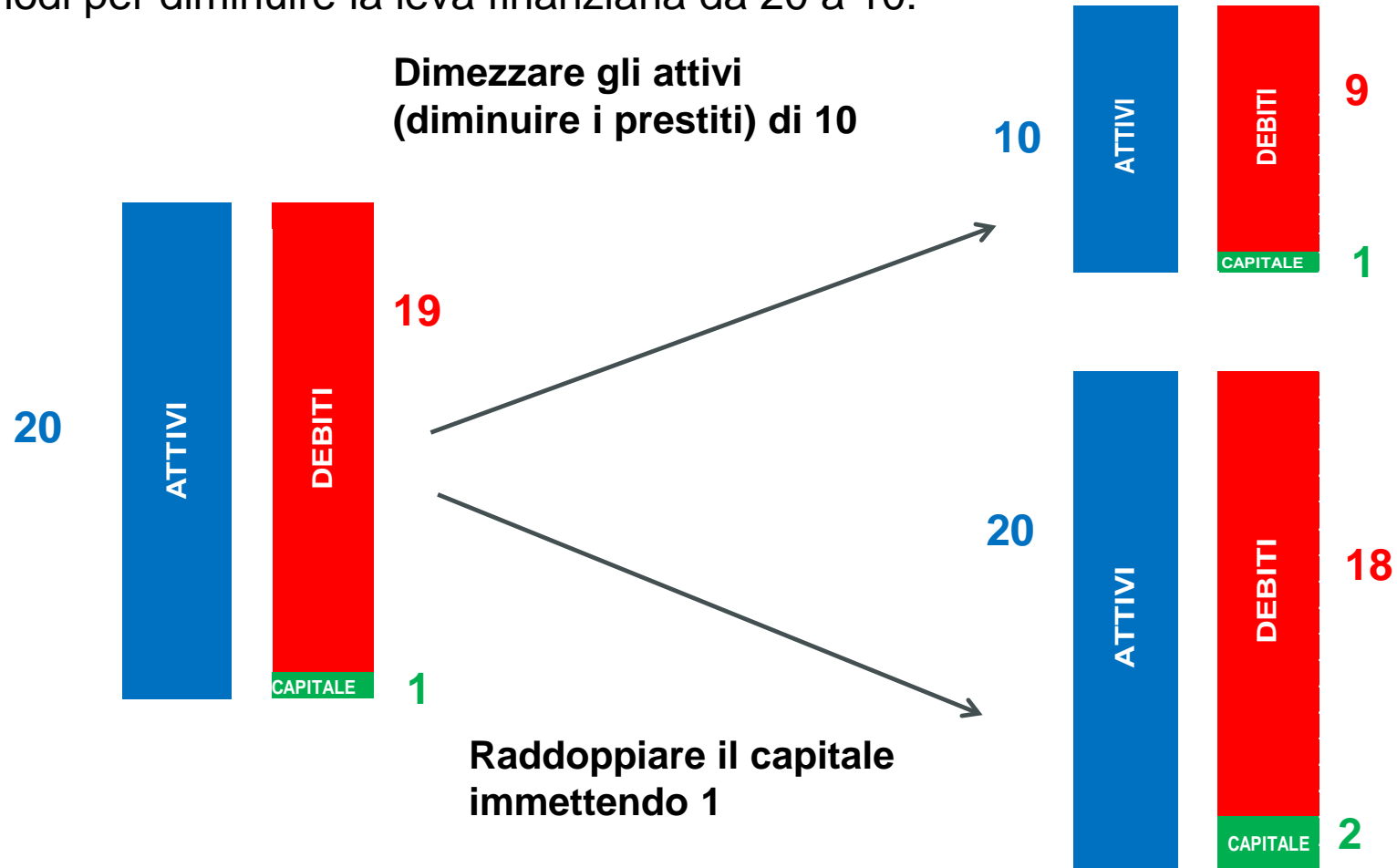
Quanto capitale per le banche?

- 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 che ha almeno 5 volte la volatilità annuale come capitale.
 - 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.



Il deleveraging soffoca la ripresa

Due modi per diminuire la leva finanziaria da 20 a 10:





Nazionalizzare temporaneamente le banche?

- È necessario iniettare EUR 1'000-1'500 miliardi 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 ed il credito fluirebbe all'economia;
 - la politica monetaria della BCE sarebbe finalmente efficace;
 - si spezzerebbero i legami tra banche e politica e
 - l'Europa farebbe probabilmente un grosso utile sull'operazione.
- La Banca Nazionale Svizzera è da sempre cosciente del problema, era pronta a salvare UBS e CS come ha fatto, ed è più aggressiva delle Fed e della BCE nell'imporre più capitale alle banche.



Anni '30

Banche fallite o nazionalizzate in molti paesi a due anni dall'inizio della crisi

Glass – Steagall 1933, 37pp.

Securities and Exchange Act 1934, 478pp. (dopo 78 anni di aggiornamenti)

Ora

Banche tenute in vita con artifici contabili e coi soldi dei contribuenti

Basilea I 1988, 30pp.

Basilea II 2004, 347pp.

Basilea III 2010, 616 pp.++

Frank-Dodd, 8'843pp. ma arriverà a 30'000pp.

Ma alcuni, soprattutto alla Banca d'Inghilterra, al Fondo Monetario Internazionale e alla Banca dei Regolamenti Internazionali si stanno accorgendo dell'inadeguatezza della risposta finora.





L'Europa dovrebbe farcela...

Dati a fine 2011	Disavanzo pubblico/PIL	Debito pubblico/PIL	Bilancia partite correnti/PIL
Giappone	-10.1%	201.6%	1.8%
Stati Uniti	-9.7%	100.7%	-3.5%
Gran Bretagna	-8.3%	93.5%	-2.9%
Eurozona ex Germania	-5.3%	92.9%	-1.4%
Eurozona	-4.1%	89.4%	0.7%





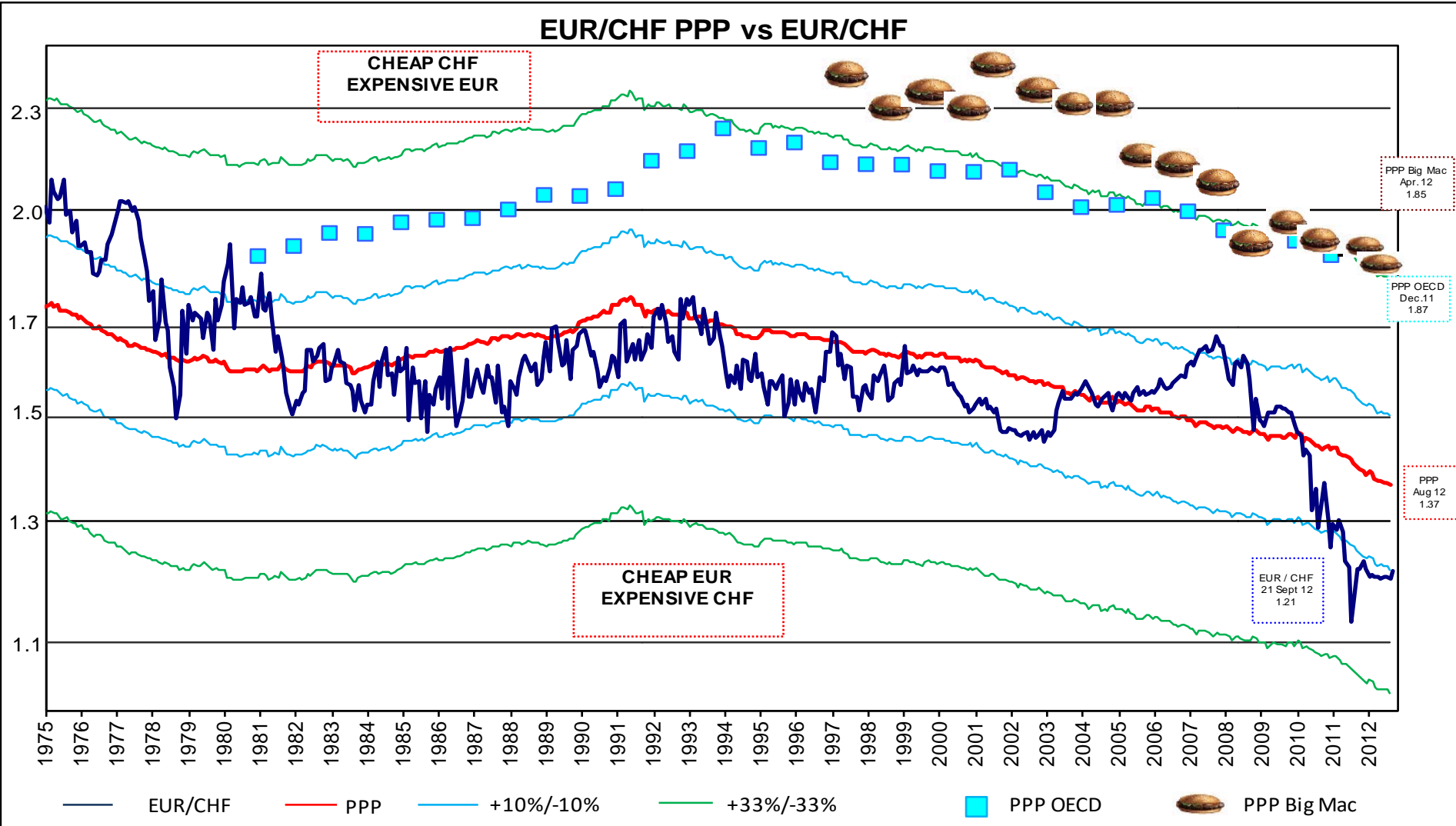
Il tetto al Franco Svizzero

- Malgrado condizioni macroeconomiche migliori dei confinanti europei abbiamo scaricato su di loro i nostri problemi solo potenziali
- Una politica commerciale di dumping più aggressiva di quella cinese, un mercantilismo curiosamente ben accetto dai vicini che ne sopportano le conseguenze
- Tra controllo della politica monetaria, mantenimento di movimenti di capitale liberi e controllo del cambio la BNS ha scelto gli ultimi due rinunciando alla politica monetaria
- La deflazione che un franco forte comporterebbe è necessaria per risolvere il problema di prezzi svizzeri strutturalmente alti (cartelli etc)





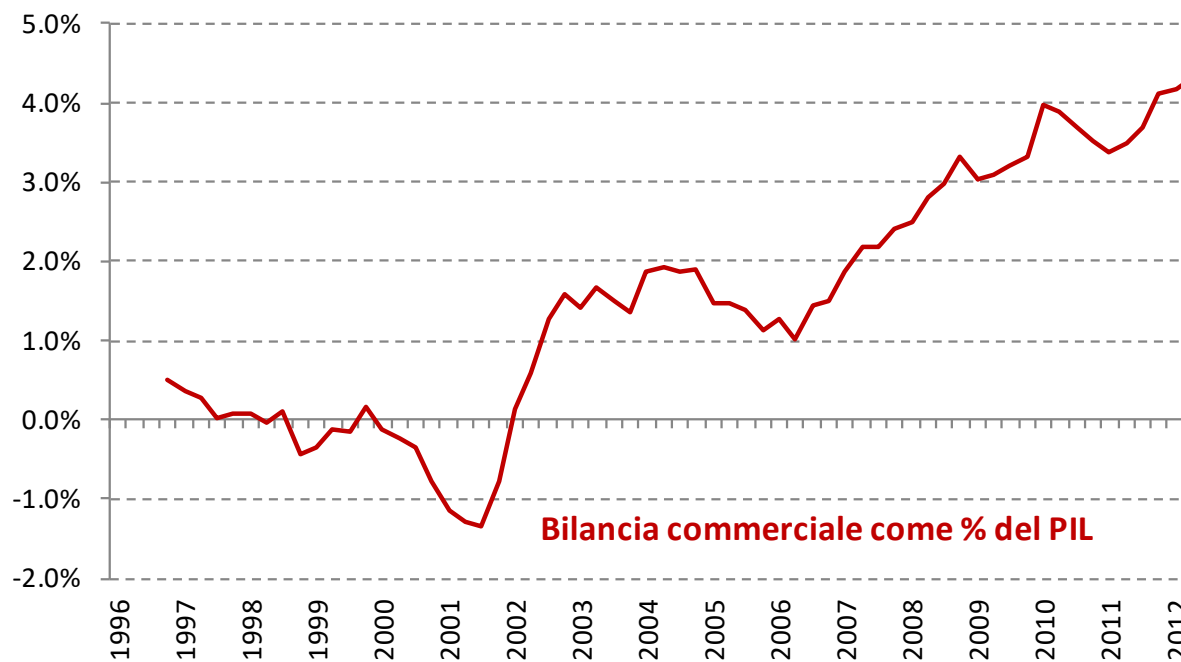
La storia del CHF





Condizioni macro migliori dei vicini

2012	Svizzera	Austria	Francia	Germania	Italia
Tasso di disoccupazione	2.9%	4.5%	10.3%	5.5%	10.7%
Bilancia commerciale come % PIL	4.6%	-2.3%	-3.5%	6.2%	-0.4%





Una grande responsabilità per la BNS

Un portafoglio da 400mrd di CHF (il 70% del PIL svizzero) da gestire (27'500 per ogni svizzero).

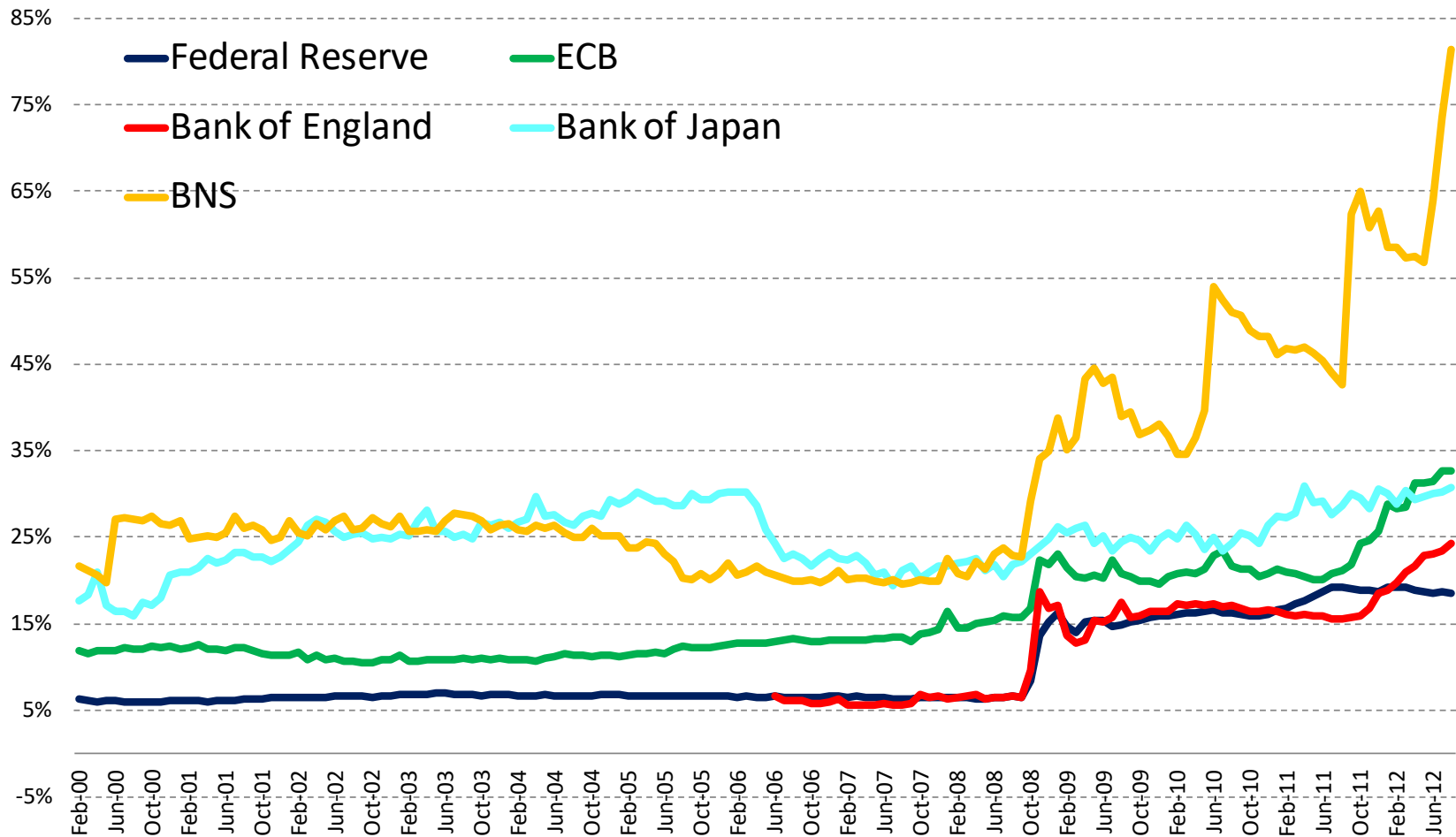
Composizione del portafoglio di riserve in valuta estera alla fine del Q22012	
Per valute	
USD	22%
EUR	60%
GBP	3%
JPY	8%
CAD	3%
Altre (AUD,SEK,DKK,SGD,KRW)	4%
Per asset	
Bond governativi	85%
Altri bond	5%
Azioni	10%
Per rating - Obbligazioni	
AAA	86%
AA	9%
A	4%
Altri	1%
Duration	2.8y





La politica monetaria fuori controllo

Attivi delle Banche centrali come % PIL





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 del Ticino e sul Corriere della Sera (ed in passato sul Sole 24 Ore). È membro dell'AIAP 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

