



Associazione Italiana
per l'Analisi Finanziaria

ANALISTI FINANZIARI O BABBI NATALE



UNIVERSI PARALLELI E SUPERPOSIZIONI QUANTICHE

- Come Babbo Natale viviamo la maggior parte dell'anno da analisti finanziari in un universo parallelo a quello che pensiamo sia reale.
- Nella realtà in cui operiamo le leggi della fisica, dell'economia, della finanza e della contabilità non contano più.
- Questioni che ci sembrano fondamentali restano sospese e irrisolte e il tempo scorre lentissimo distorcendo le percezioni.
- Il pubblico percepisce che qualcosa non funziona, la fiducia ne risente e le semplicistiche spiegazioni populistiche atechiscono.

Una veloce carrellata di esempi:

- Banche come gatti di Schrödinger
- Politica monetaria alla cieca
- Unione Europea in levitazione precaria
- Cambi fluttuanti senz'ancora

BANCHE COME GATTI DI SCHRÖDINGER

A 15 anni dalla Crisi Finanziaria Globale ancora non ne è stata recepita la causa di gran lunga più importante:

La regolamentazione bancaria era, e rimane, minuziosamente pignola ma grossolanamente errata.

In questa situazione le banche restano spesso sospese come il gatto di Schrödinger tra la vita e la morte finchè non si va a vedere:

BANCHE COL 50% DI CAPITALE PIÙ DEL MINIMO PRUDENZIALE SPARISCONO IMPROVVISAMENTE

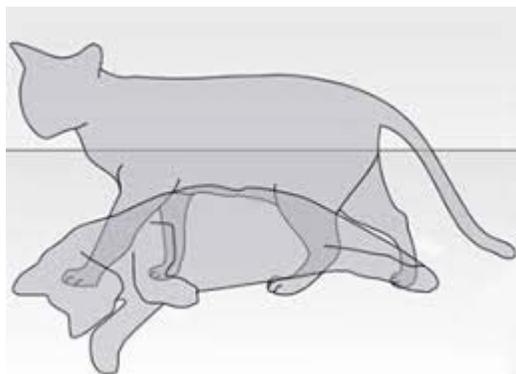
	Last Available Tier 1 Ratio (on Common Equity)	Failed
Banco Popular	12.1% at Q416	June 2017
Silicon Valley Bank	12.1% at Q422	March 2023
Credit Suisse	14.1% at Q422	March 2023
First Republic Bank	9.2% at Q422	May 2023

Credit institutions must maintain the following own funds requirements:

- a) Common Equity Tier 1 capital ratio of 4.5%.
- b) Tier 1 capital ratio of 6%.
- c) Total capital ratio of 8%

Un problema anche di casa nostra:

Infine, se FincoBank dovesse contabilizzare le perdite non realizzate sul proprio portafoglio titoli l'impatto sul capitale sarebbe il seguente:



Capitale	201.560
Riserve	780.332
Strumenti Additional Tier 1	500.000
Utile esercizio 2022	428.505
Patrimonio netto	1.910.397
Mark-to-Market portafoglio titoli	- 1.896.740
Differenze fair value portafoglio attività a costo ammortizzato (o "held-to-collect")	- 61.355
Patrimonio netto effettivo	- 47.698

I REGOLATORI HANNO EVITATO DI RICONOSCERE IL PROBLEMA

- Requisiti minimi di capitale “prudenziale” di Basilea II furono fissati per convenienza al livello delle Zombie Banks giapponesi degli anni '90 per non imbarazzare i colleghi della Bank of Japan. E li dimenticati.
- A banche che si devono rifinanziare quotidianamente sul mercato è stato permesso di ignorare i prezzi di mercato.
- Dopo la CFG solo un aumento modesto dei requisiti minimi di capitale ma un'ondata di altri interventi regolatori come cortina fumogena.
- Il fallimento dei regolatori contrabbandato come fallimento del mercato. Ma il mercato sbaglia meno e soprattutto si corregge.

I REGOLATORI HANNO EVITATO DI RICONOSCERE IL PROBLEMA

Un esercizio di reverse engineering dei ratios di Basilea II mostra che le banche hanno un bilancio estremamente rischioso, il doppio circa di quello di un Hedge Fund aggressivo...

HF Balance Sheet			
	Positions	Basel II M	RWA
Stocks Long	150	@100	150
Stocks Short	80	@100	80
Stocks Net	70		
Gov Bond , 8y duration	100	@0	0
Corp Bond BBB 3y duration	30	@100	30
Foreign currency	50		
Interest rate risk			29.0
Currency risk			62.5
Total Positions	330		
Total Risk Weighted Assets			352
Equity	100		
Eq/RWA	28.4%		
RWA/TA	107%		
Leverage	3.3		
Min Capital according to Basel III (13% of RWA including add on) = 45.8			

Top5 US - End 2022			
	Nominal	Basel II coeff.	Risk Weighted
Stocks	310.05	@125%	387.6
AAA Bonds	859.95	@25%	215.0
Tot Assets	1170		602.6
Equity	100		
Leverage	11.7		
Eq/RWA	16.6% (Tier 1 Ratio 14.2%)		
RWA/TA	51.5%		

Top5 EU - End 2022			
	Nominal	Basel II coeff.	Risk Weighted
Stocks	23.21	@125%	29.0
AAA Bonds	2086.79	@25%	521.7
Tot Assets	2110		550.7
Equity	100		
Leverage	21.1		
Eq/RWA	18.2% (Tier 1 Ratio = 15%)		
RWA/TA	26.1%		

Equity = Total Equity

LA RESILIENZA DELLE BANCHE È AUMENTATA POCHESSIMO

US (FDIC Insured Commercial Banks - Source Federal Reserve)

Bn USD	Total Assets	Total Equity	Leverage	Eq/TA
End of 2007	10733	766	14.0	7.1%
End of 2022	22828	2112	10.8	9.3%
				30%

Eurozone (Aggregate Balance Sheet of MFI - Source ECB)

Bn Eur	Total Assets	Total Equity	Leverage	Eq/TA
End of 2007	29494	1681	17.5	5.7%
End of 2022	39017	2652	14.7	6.8%
				19%

- Un business ed una infrastruttura di regolamentazione e vigilanza largamente obsolete.
- Sapreste nominarmi un segmento di attività bancaria in cui non esistono già operatori più efficienti e robusti?
- Ma talmente potenti da bloccare insieme i processi di creative destruction.

POLITICA MONETARIA INGANNEVOLE

- Tutti attendiamo trepidanti i pronunciamenti dei banchieri centrali.
- Il Prof. Masciandaro li accusa di rinunciare al loro dovere di faro dei mercati quando ammettono di essere, come noi comuni operatori, 'data dependent'.
- Ma forse dovrebbero rinunciare al ruolo di faro, invece di abbacinarci con un triplice inganno...

1. L'IMPATTO DELLA MANOVRA DEI TASSI D'INTERESSE È AMBIGUO

Come abbiamo visto prima e dopo il Covid, l'impatto dei tassi di interesse e della creazione di moneta sulle moderne economie è quantomeno ambiguo.

Tassi bassi non hanno aiutato dopo la GFC quanto ci si attendeva e un loro rapido rialzo non ha per ora indotto la recessione da molti temuta, per diverse ragioni:

- L'onere per interessi degli uni è il reddito da interessi degli altri.
- Bassi tassi aumentano il valore dei beni capitale (p.es le case) e obbligano ad aumentare il risparmio di chi vorrebbe acquisirli e viceversa.
- Tassi bassi deprimono gli animal spirits e scoraggiano gli investimenti (perfino quelli pubblici sembrerebbe!) e viceversa.
- ...

2. MANCA IL LEGAME TRA LA MONETA CREATA E QUELLA CHE CIRCOLA

(Questa non piacerà ai monetaristi tra voi, ma è Natale e ce n'è per tutti...)

$$M \times V = P \times Q$$

M : quantità di moneta

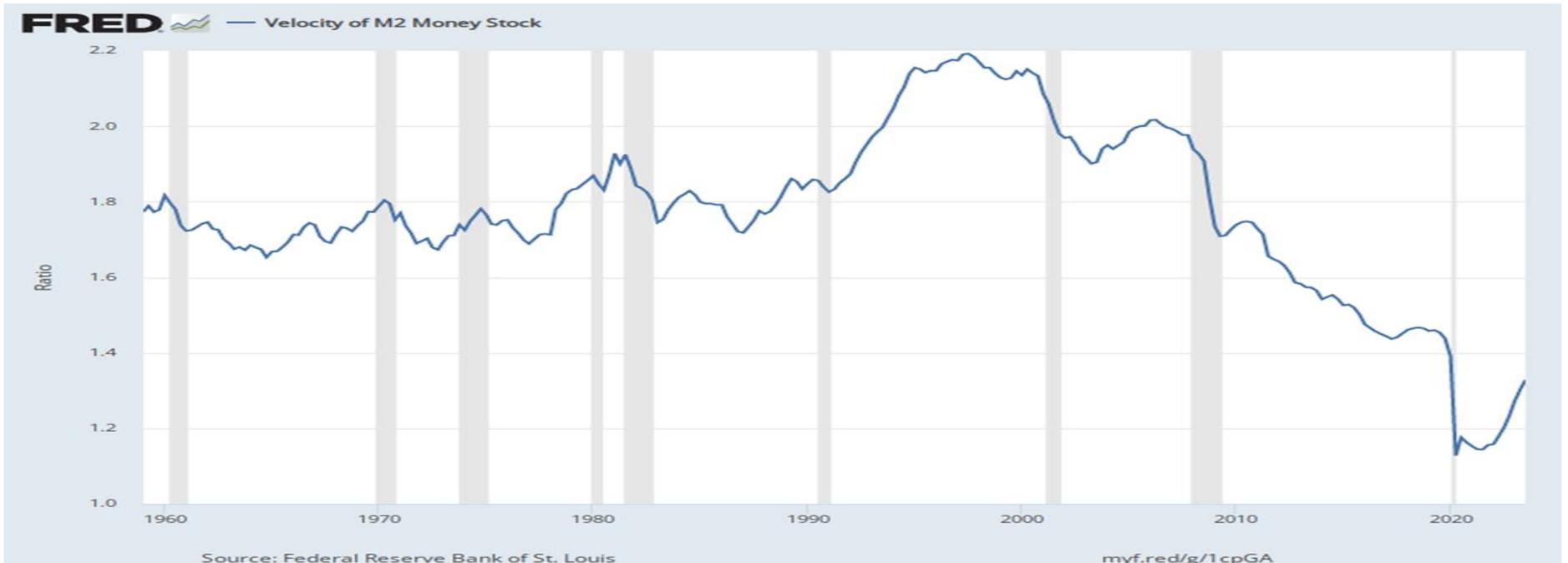
V : velocità di circolazione V

P: livello dei prezzi

Q: quantità prodotte Q.

(P x Q) = prodotto nazionale o reddito nazionale di un paese.

Per i monetaristi V varia poco ma...



Questo grafico avrebbe sorpreso il Nobel Friedman ma poi forse l'idea che gli animal spirits non possano essere manipolati l'avrebbe rassicurato. Basta che la lezione appresa non sia quella del Nobel Bernanke: helicopter money ma da spendere prima che scada...

3. LA POLITICA MONETARIA SPARA ALLA CIECA

- La politica monetaria, se ha effetti, li ha con un ritardo di almeno 3 trimestri.
- Le capacità previsive di autorità e operatori circa la congiuntura tra oltre tre trimestri sono molto modeste.
- Non vi è quindi modo di sapere se l'impatto di politiche decise oggi si rivelerà controproducente o meno.
- La 'data dependency' è la prova di questa situazione e dovrebbe indurre una ben diversa modestia e prudenza delle autorità monetarie.

- **Unione Europea in levitazione precaria:** manca ancora, tra l'altro, l'unione bancaria. E manca soprattutto perché abbiamo ancora banche centrali nazionali. Quindi le aziende Italiane rischiano di pagare lo spread BTP/Bund nei finanziamenti mettendo a rischio il mercato comune...
- **Cambi fluttuanti senz'ancora:** gli operatori tendono a coprire il rischio di cambio sugli investimenti a reddito fisso transnazionali che finanziano gli squilibri di conto corrente. Così facendo non si saturano mai di rischio in moneta estera e non intervengono sui cambi le forze di mercato che avrebbero dovuto agire sugli squilibri internazionali. La flight for safety verso Dollaro e Franco Svizzero è per lo più l'effetto degli aggiustamenti delle coperture di cambio.

VABBE' NE PARLIAMO UN'ALTRA VOLTA SE NO VI DEVO AUGURARE

BUONA PASQUA!

Antonio Foglia

Economista, Vice-Chairman Banca del Ceresio (gruppo Ceresio Investors)

Antonio Foglia è vicepresidente del CdA e azionista di Banca Ceresio. Fino al 2010 in Banca Ceresio ha ricoperto il ruolo di Managing Director e Presidente del Management Committee. È attualmente membro del board di Belgrave Capital Management, di Ceresio SIM e Global Selection SGR. Ricopre diversi ulteriori incarichi, nei comitati direttivi di aziende private, università, fondi e fondazioni, tra cui la Central European University e l'Istituto Bruno Leoni. È stato membro del Comitato Scientifico di Confindustria.

È commentatore occasionale sui temi finanziari per il Corriere della Sera, il Sole 24 ORE e il Financial Times.

Laureato in Economia Politica presso l'Università Bocconi di Milano, è nato nel 1960 ed ha cittadinanza italiana e svizzera.

antonio.foglia@ceresioinvestors.com