



Media Roundtable

MACRO-PENSIERI CONTROCORRENTE

di Antonio Foglia

Lugano, 27 gennaio 2016



- Facts on FATCA
- Il CHF un anno dopo
- Le banche 10 anni dopo
- Eurozona 2.0
- Disuguaglianza e dintorni



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 \$8bn di tasse su 54'000 Voluntary Disclosures che hanno fatto emergere \$40bn di patrimoni (WSJ, 23-25.10.2015).

Conclusioni

- L'evasione in USA attraverso le banche svizzere o altre era IRRILEVANTE: i patrimoni emersi sono lo 0.05% della ricchezza netta delle famigli USA.
- Fisco USA ha recuperato solo lo 0.1% 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?



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: 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
- Chi decide i buoni ed i cattivi?

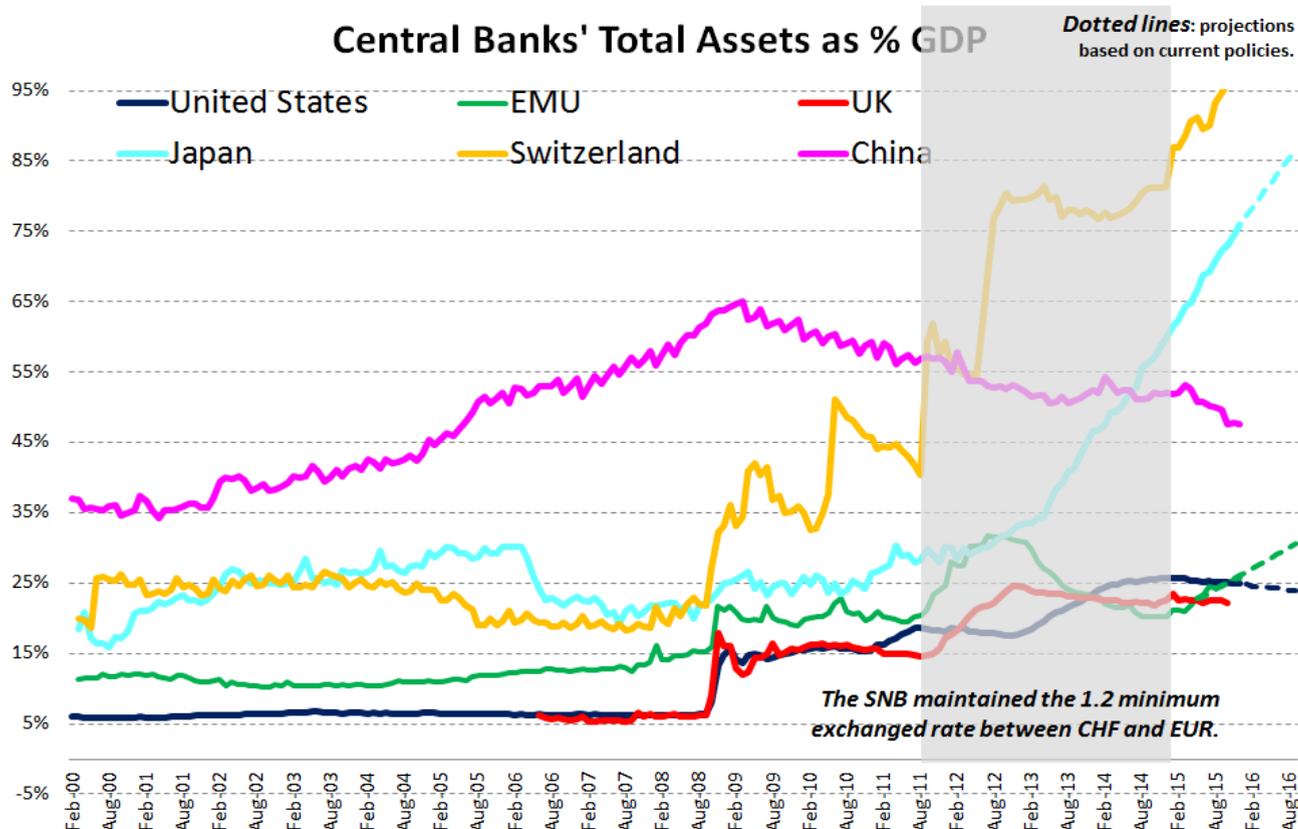


DISTRUTTA LA LIBERTÀ DI MOVIMENTO DEI CAPITALI

- Le aziende trattate meglio degli imprenditori:
 - aliquote sui redditi sempre più favorevoli;
 - sono tassate quasi solo dove investono, a differenza delle persone fisiche
- Ma chi crea occupazione? Le aziende o gli imprenditori?
- CRS ed adempimenti fiscali barocchi e disorganici bloccano gli investimenti transfrontalieri delle famiglie necessari per il riciclo dei surplus commerciali e per diversificare i rischi economici e politici corsi dal risparmio di ogni paese.



CHF: UN ANNO FA L'ABBANDONO DEL FLOOR



Portafoglio valutario che la BNS detiene per conto di ognuno degli 8mn di residenti in Svizzera:

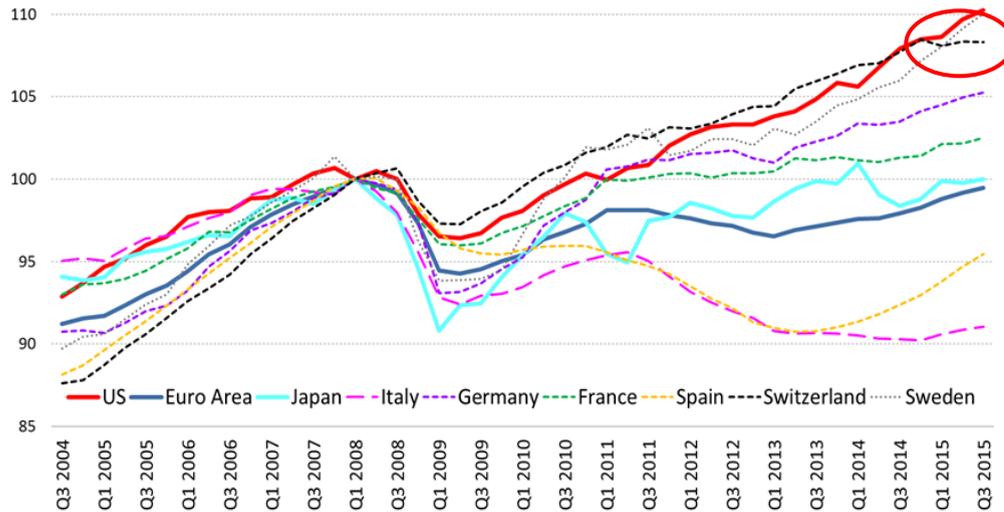
Popolazione svizzera - Sett. 2015	8306200	
	Riserve Valutarie SNB mld in CHF (Sett. 15)	Per residente in CHF
USD	190	22'859
Euro	237	28'549
JPY	43	5'182
GBP	42	5'053
CAD	19	2'240
Altre valute in CHF	36	4'281
Totale	566	68'164

Per quanto sarebbe stato sostenibile e credibile continuare lungo questa strada?

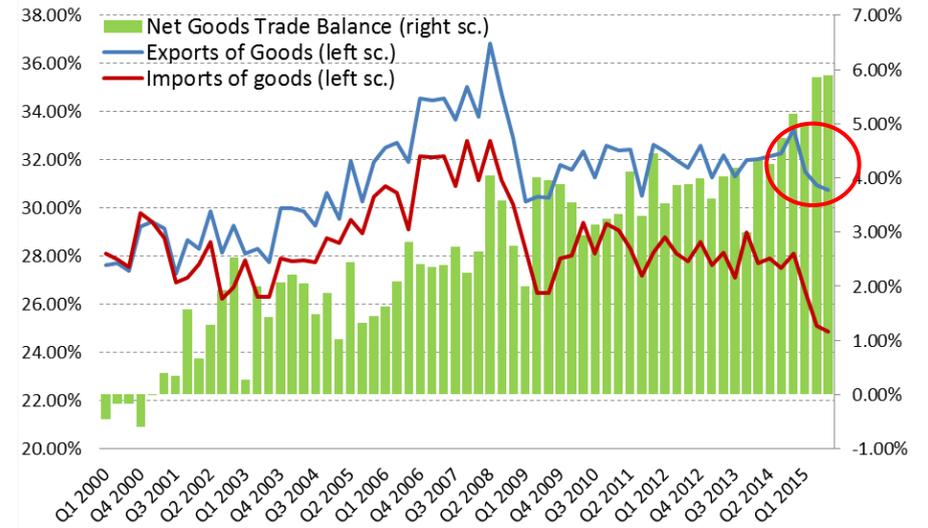


ECONOMIA: UN RALLENTAMENTO GESTIBILE

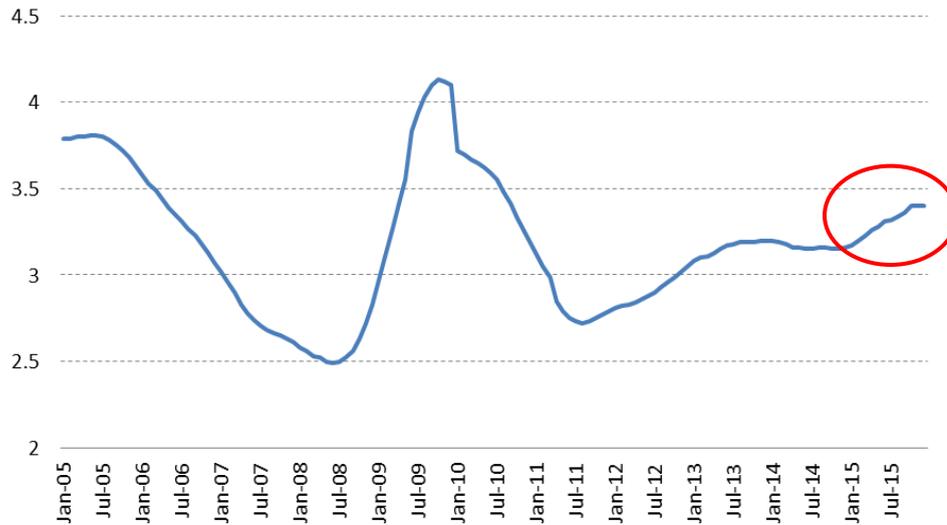
Real GDP - Rebased to 100 in Q1 2008



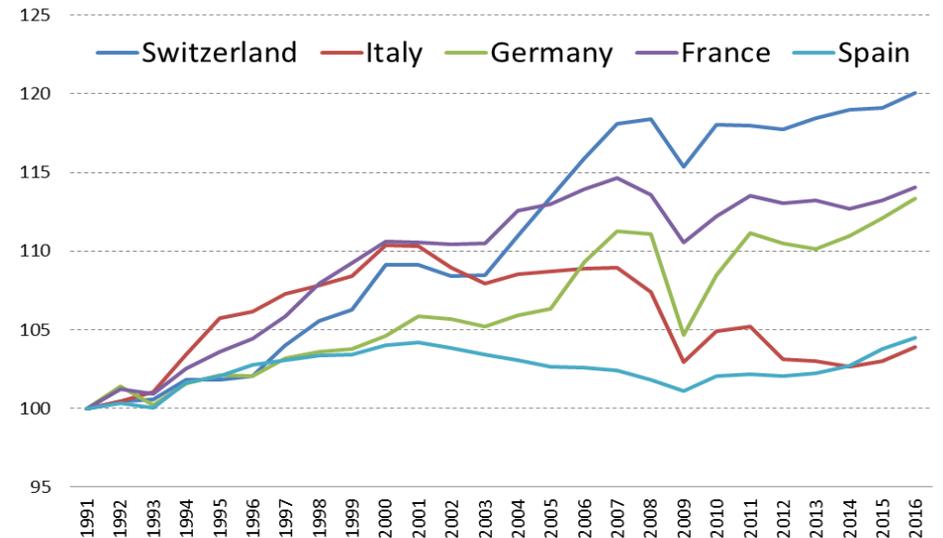
CH - Goods Trade Balance as % GDP



CH - Unemployment Rate (SeasAdj.)

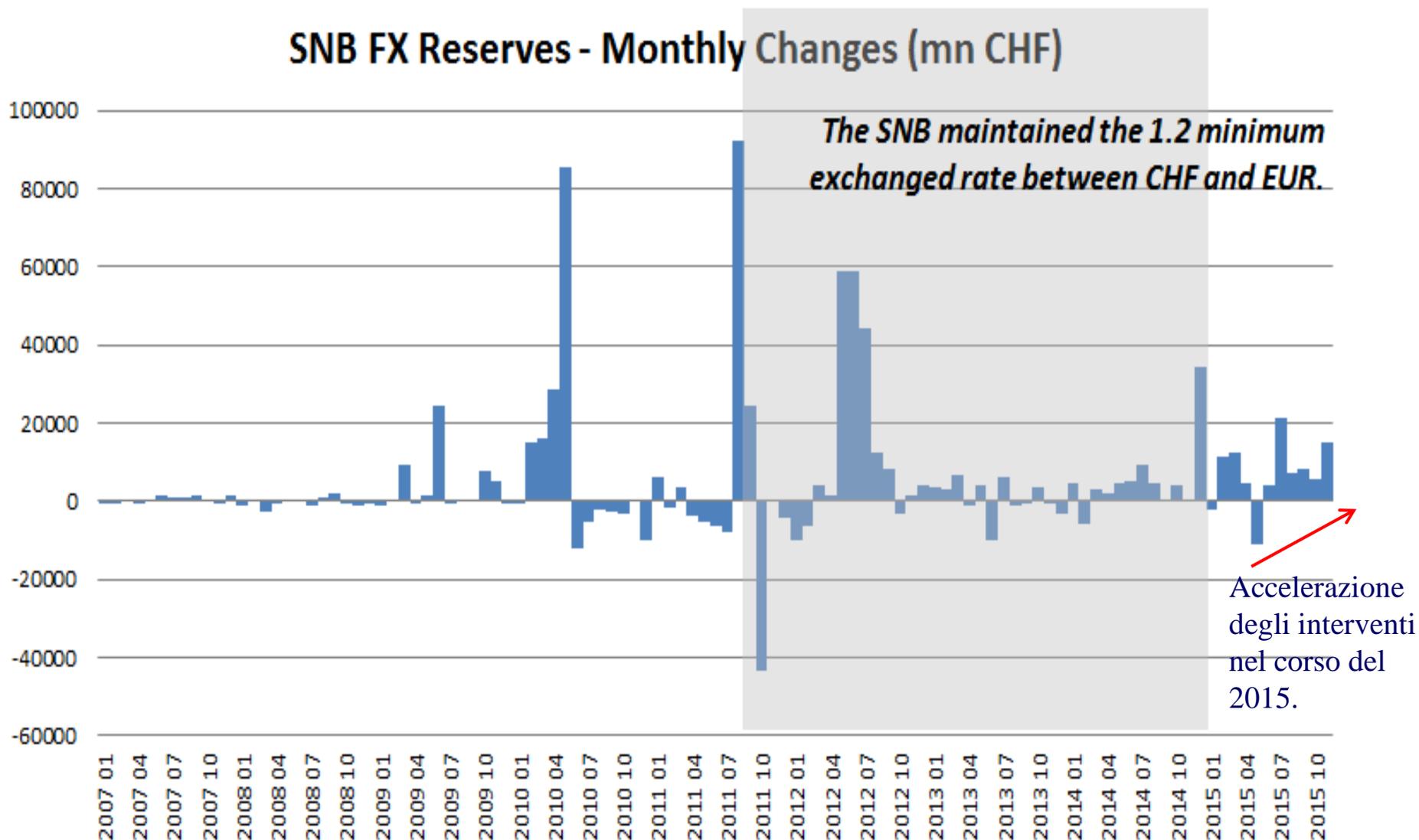


Total Factor Productivity





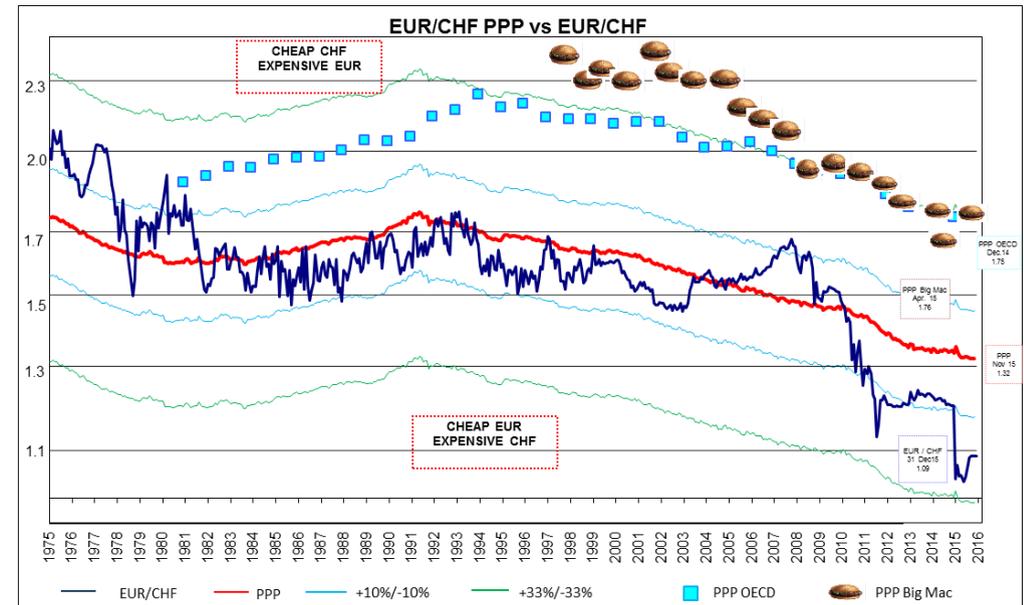
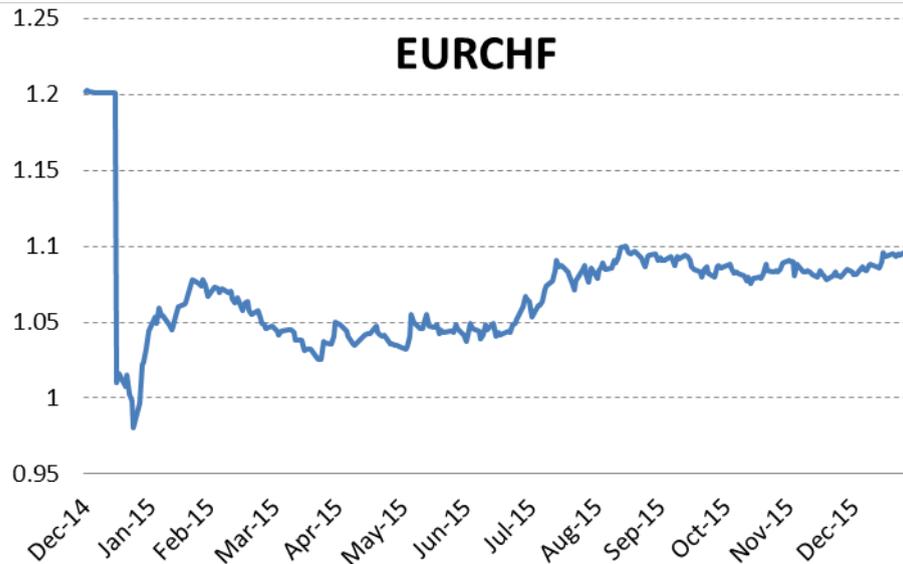
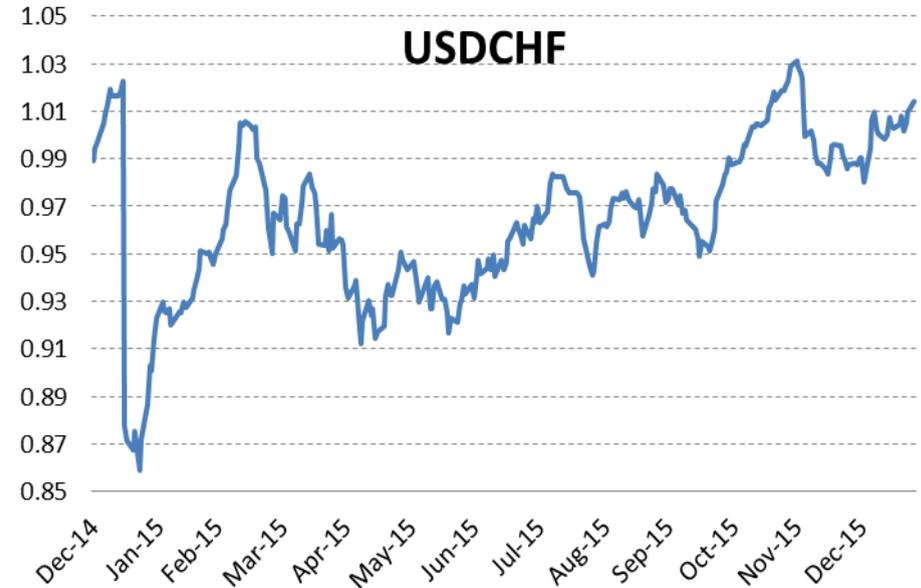
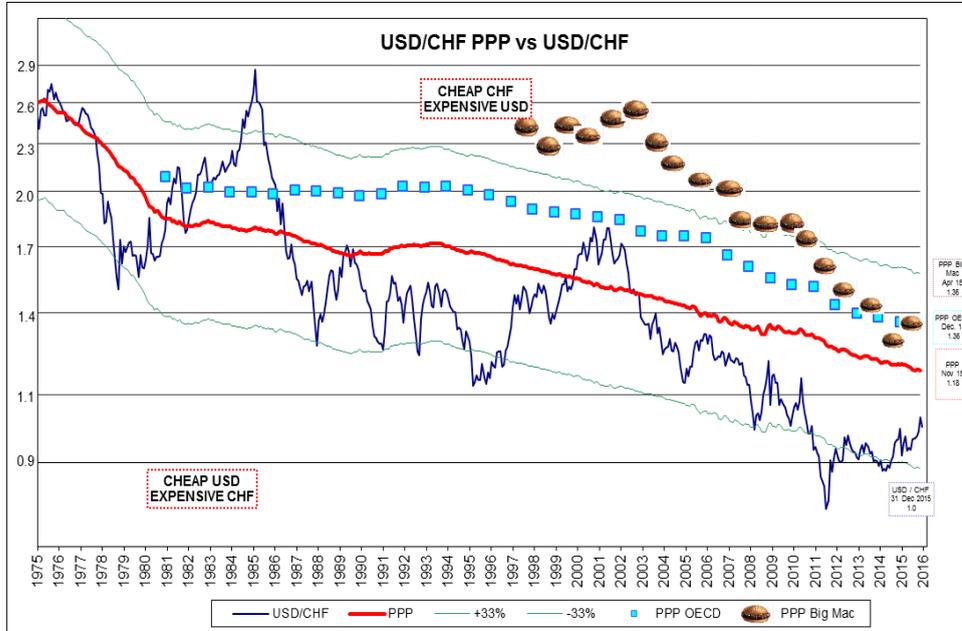
BNS: INTERVENTI E POLITICA



Tra 31.12.14 ed il 30.09.2015, le riserve valutarie della BNS sono aumentate di circa 55bn di CHF, di cui 42bn investiti in USD.



CHF E PARITA' DEI POTERI DI ACQUISTO





LE BANCHE 10 ANNI DOPO (2006 -2015)

Top US			
	Dec.06	Sept.15	Diff%
RWA/TA	58.2%	65.7%	13%
Leverage	16.8	9.3	-45%
Tier1 Ratio	7.0%	13.8%	98%
ROA	1.3%	0.9%	-30%
ROE	20.8%	8.6%	-58%

Top EU			
	Dec.06	Sept.15	Diff%
RWA/TA	39.5%	35.7%	-10%
Leverage	25.3	18.5	-27%
Tier1 Ratio	8.0%	13.5%	70%
ROA	0.7%	0.2%	-72%
ROE	17.4%	2.5%	-85%

Top CH			
	Dec.06	Sept.15	Diff%
RWA/TA	17.2%	28.1%	63%
Leverage	32.1	18.2	-43%
Tier1 Ratio	12.9%	16.7%	29%
ROA	0.7%	0.5%	-30%
ROE	26.3%	9.8%	-63%

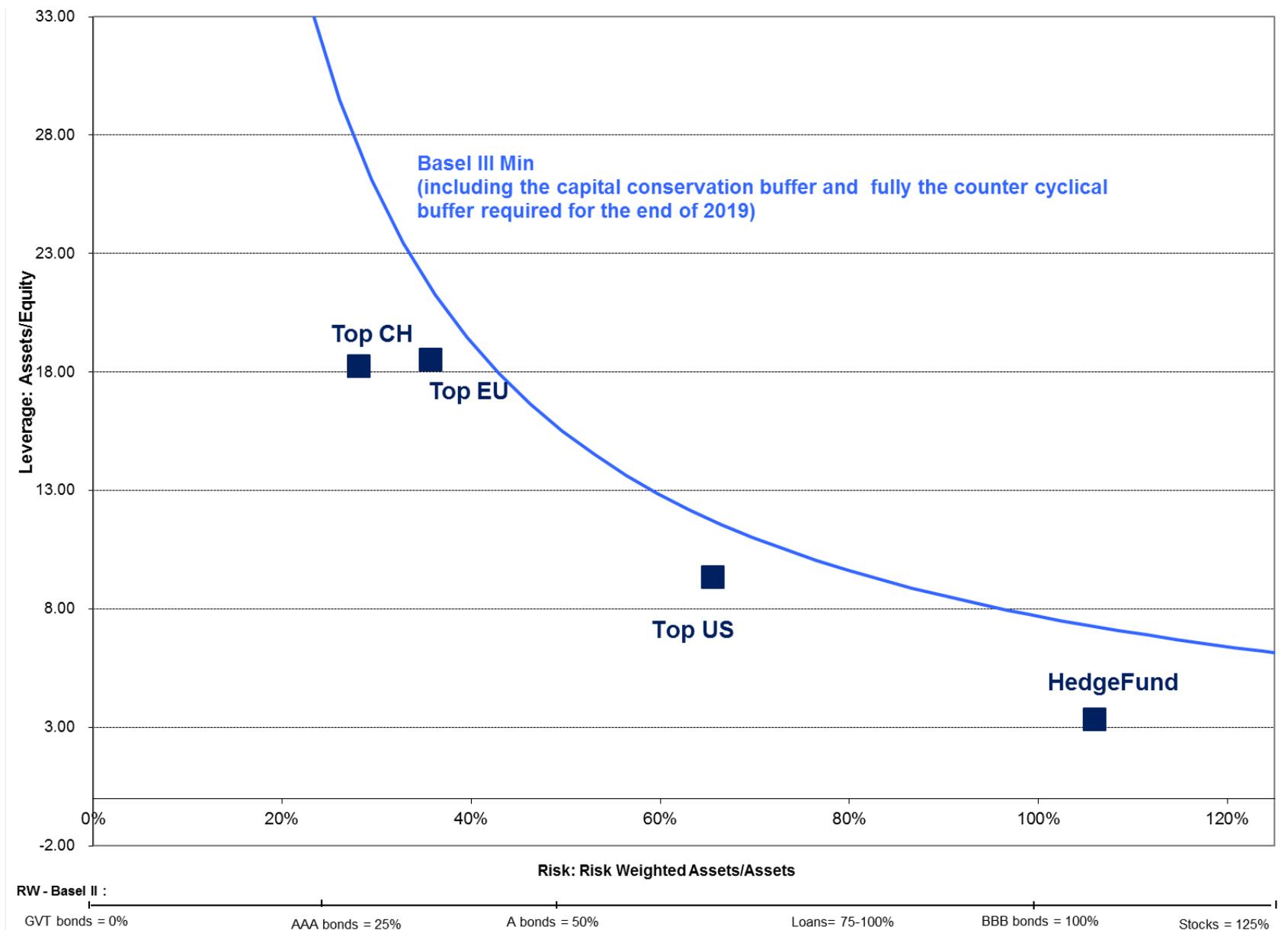
Top US : GS/MS/JPM/Citigroup/WellsFargo/BoA

Top EU: HSBC/DB/BNP/RBS/Barclays/CreditAgr/Santander/SocGen/Unicredit/IntesaSPaolo

Top CH : UBS/CS



UN CONFRONTO TRA LEVA E RISCHIO.





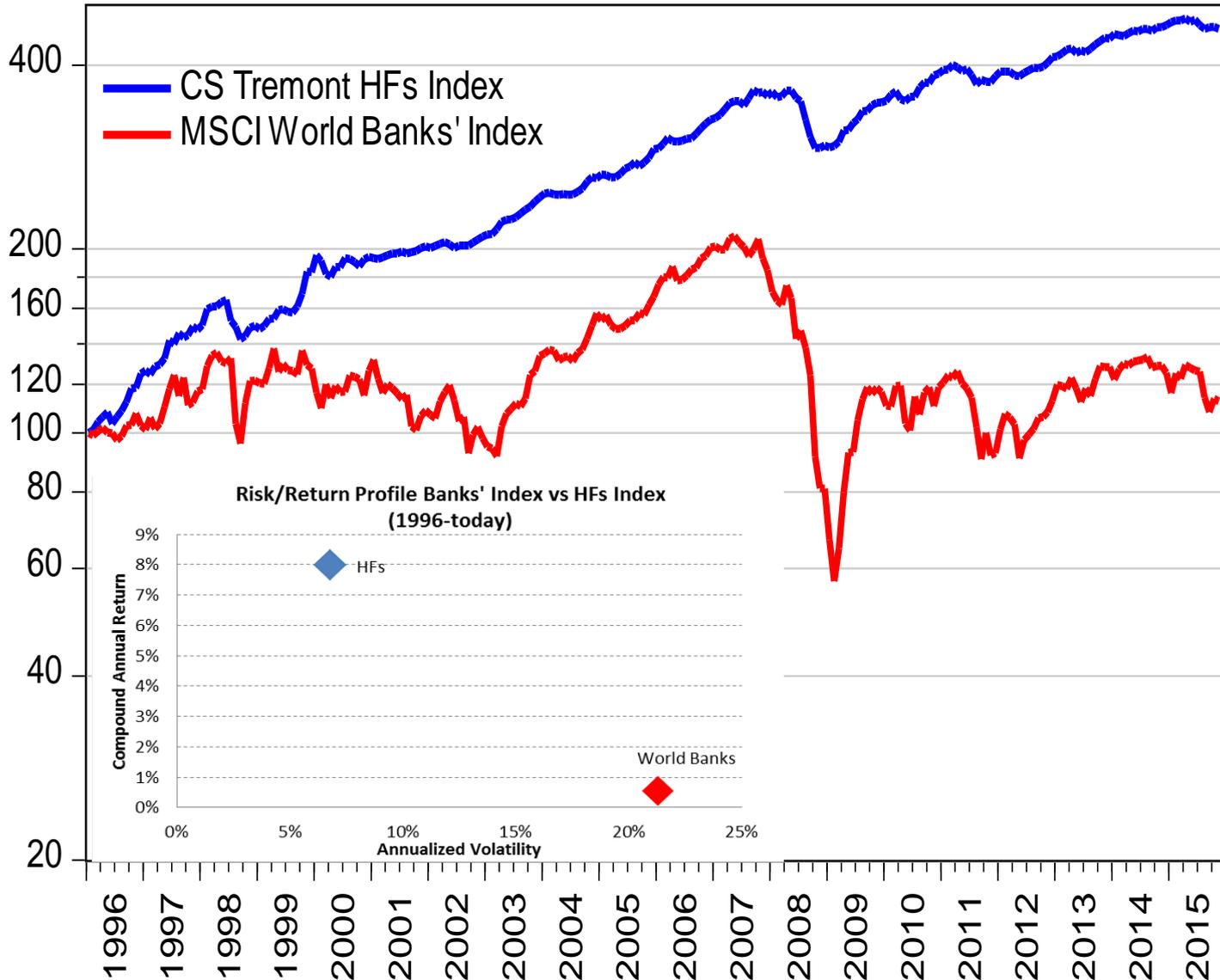
CONFRONTO CON UN AGGRESSIVO HEDGE FUND

Top EU (Q3-2015)			
	<i>Nominal</i>	<i>Basel II coeff.</i>	<i>Risk Weighted</i>
<i>Stocks</i>	198.0	@125%	247.4
<i>AAA Bonds</i>	1652.1	@25%	413.0
<i>Tot Assets</i>	1850		660.5
<i>Equity</i>	100		
<i>Eq/RWA</i>	15%		
<i>Leverage</i>	18.5		
<i>RWA/TA</i>	36%		

HF Balance Sheet			
	Positions	Basel II M	RWA
Stocks Long	150	@100	150
Stocks Short	80	@100	80
Stocks Net	60		
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			



BANCHE PRUDENTI 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)



EUROZONA 2.0 : GENESI DEL PROGETTO EUROPEO.

Esistono sostanzialmente due sistemi monetari possibili:





LE AMBIGUITA' DELL'EURO.

- Nasce mediando i due sistemi, sperando di prendere il meglio di entrambi:
 - 1) Offerta di moneta modulata dall'ECB
 - 2) Nessuno stato nazionale più stampare moneta per finanziare i propri deficit
- In un'area monetaria, gli squilibri devono essere finanziati
 - a) Con finanziamenti privati (Banking Union)
 - b) Con finanziamenti pubblici (Transfer Union)



EVOLUZIONE DEL PROGETTO EUROPEO

Eurozona 1.0 (Maastricht Model)

2010-2011

L'approccio iniziale alla crisi debitoria europea ha cercato l'implementazione rigida dei parametri di Maastricht, privilegiando un'interpretazione dell'Euro come «Gold Standard».

L'Area Euro è giunta alle soglie del collasso.

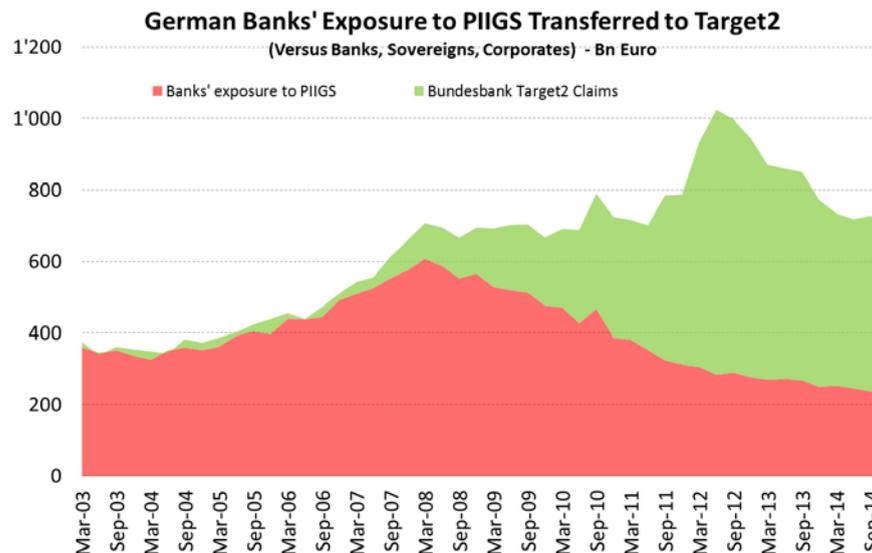
Eurozona 2.0 («Full Bail-Out» Model)

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

La BCE ha scelto di dare priorità alla coesione europea piuttosto che all'austerità fiscale. La BCE finanzia i debiti della periferia e permette alla Germania di rimpatriare i propri crediti dubbi.

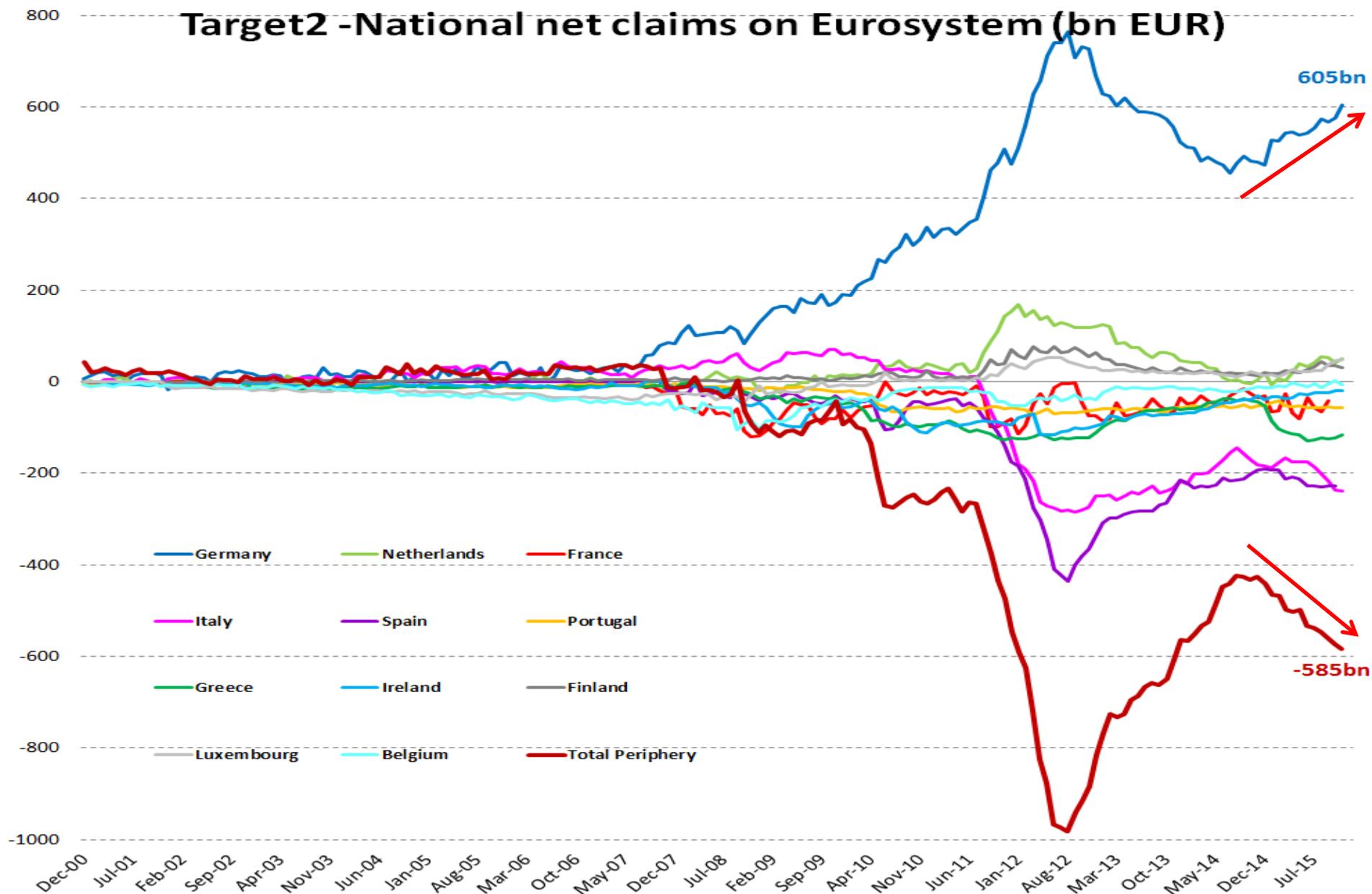
L'Euro è diventato una «Fiat Currency».

Il collasso dell'Area Euro è stato evitato dalla sostituzione di credito privato con credito della BCE.





2015: RICOMINCIANO LE TENSIONI?





SOLIDITA' DELL'EUROZONA 2.0?

L'Euro come «Fiat Currency» è moneta di uno «Stato» che al momento non esiste e che, dopo i più recenti sviluppi, ha sempre meno probabilità di concretizzarsi. Manca la volontà politica di creare un Governo Europeo.

- L'BCE ha esteso impropriamente ed eroicamente il proprio ruolo, assumendosi i compiti e le funzioni di un instabile «governo ombra», sperando che ne nascesse uno legittimo.
- La Germania inizia ad essere una voce sempre più isolata nel contesto europeo (gestione della crisi del debito, immigrazione...), ma un'Europa senza Germania non interessa agli altri paesi membri.
- Una possibile soluzione: un Super Gold Standard che preveda meccanismi di gestione dei default pubblici e la possibilità di uscita di un paese membro (non interessa né ai centralisti francesi indebitati né ai federalisti tedeschi, che premono entrambi per la realizzazione di un governo centrale).
- Brexit: la prima crepa nel sistema? Vittorie elettorali di partiti Euroscettici.
- Target 2 dimostra che la Banking Union non funziona.



DISUGUAGLIANZA SOCIALE: UN FALSO PROBLEMA?

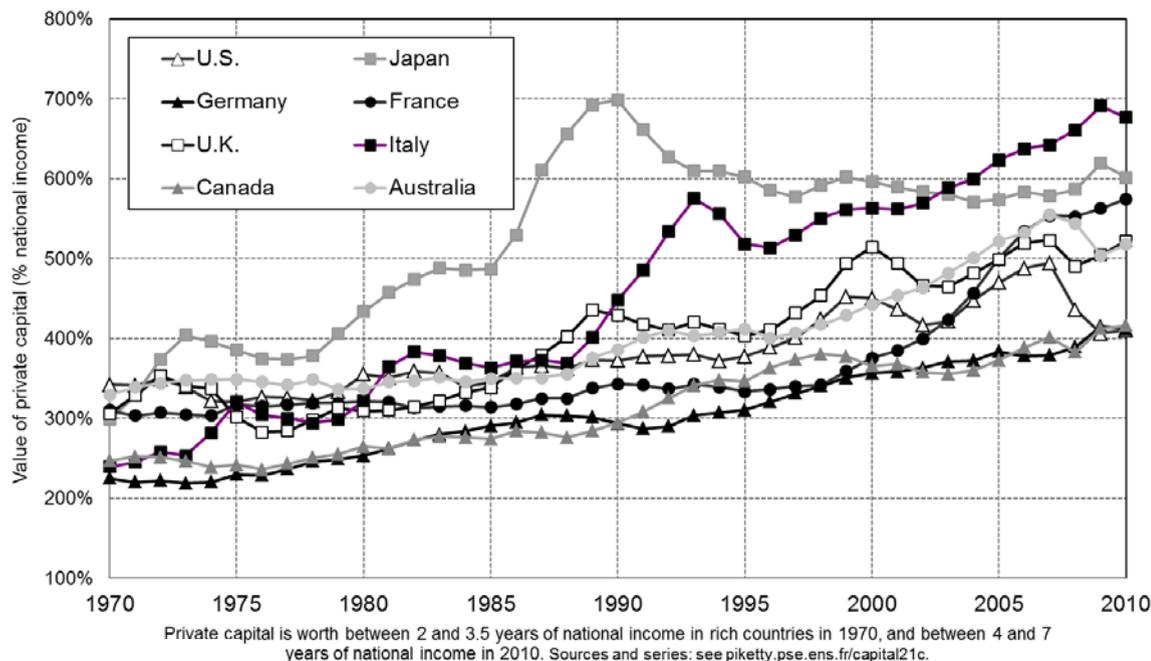
- La pubblicazione nel 2013 del libro “Capital in the Twenty-First Century” dell’economista francese T. Piketty ha generato un ampio dibattito sulla distribuzione del reddito e sulla concentrazione della ricchezza.
- Per Piketty, in assenza di tragedie, la disuguaglianza aumenta continuamente perchè il rendimento del capitale è maggiore della crescita economica ($r > g$)
- Aumenta quindi inesorabilmente il rapporto tra capitale privato e reddito.
- La soluzione auspicata è una tassazione confiscatoria sui redditi e sul patrimonio dell’1% più ricco della popolazione.
- Ma:
 - ✓ $r > g$ è una tautologia banale con tassi al ribasso
 - ✓ Nei paesi più colpiti non ha portato ad un aumento della disuguaglianza
 - ✓ Che disuguaglianza misuriamo: dei redditi o della qualità della vita e delle opportunità?



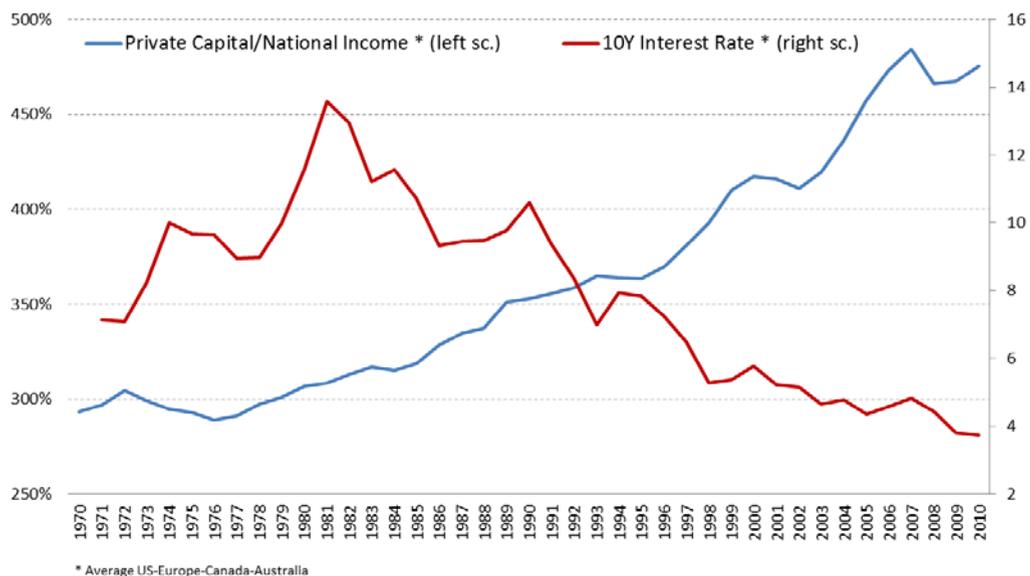
L'IMPATTO DI 35 ANNI DI TASSI IN CALO

Il costante incremento registrato dal rapporto ricchezza/PIL di tutte le nazioni sviluppate dal 1980 in poi è coinciso con il generalizzato collasso dei tassi di interesse. Negli anni '70, con tassi di interesse elevati ed in crescita, tale rapporto è rimasto più o meno invariato.

Private capital in rich countries, 1970-2010



Collapsing Interest Rates & Wealth Explosion



Ciò che Piketty interpreta come iniqua concentrazione della ricchezza, generata dal sistema capitalistico, è largamente la diretta conseguenza del calo dei tassi di interesse.

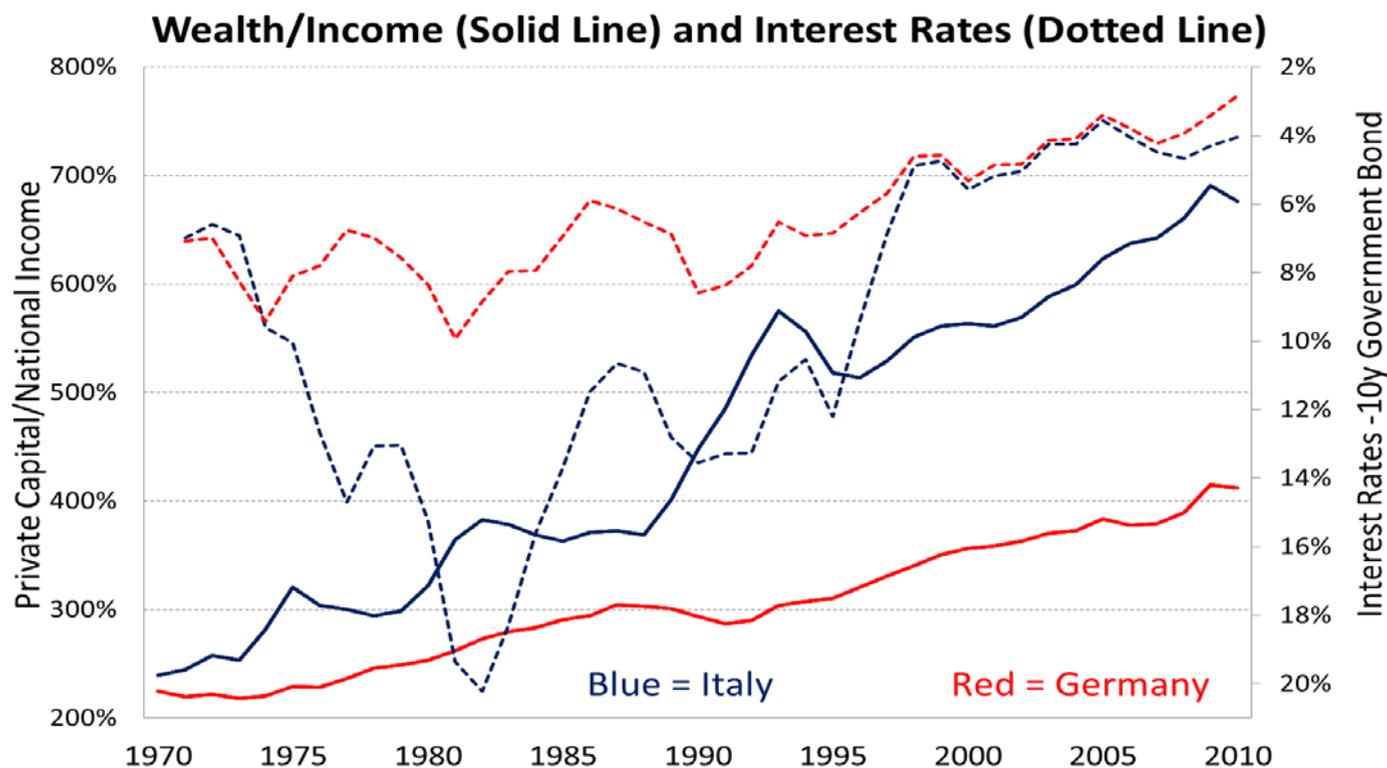
E' ineluttabile che la ricchezza cresca ad un tasso superiore al reddito, se i redditi sono capitalizzati con interessi al ribasso per 20 anni.



CONFRONTO ITALIA-GERMANIA

1000 Euro	Italia I	Germania D
Reddito Medio	34.3	43.5
Reddito Mediano	26.3	32.5
Diff %	30%	34%
Ricchezza Netta Media	275.2	195.2
Ricchezza Netta Mediana	173.5	51.4
Diff %	59%	280%

Data from The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey. ECB April 2013

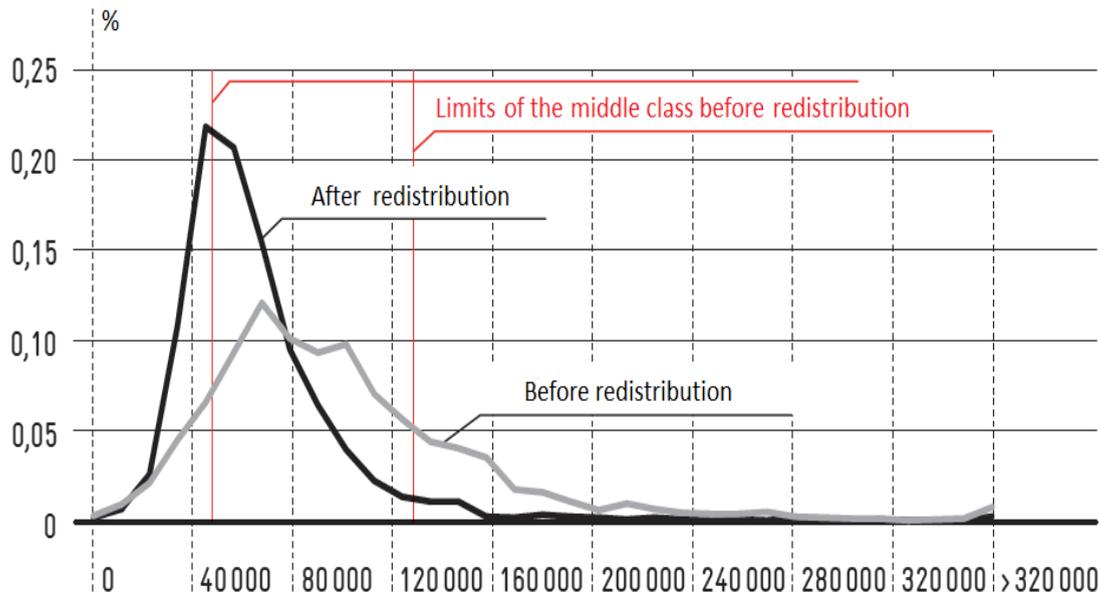
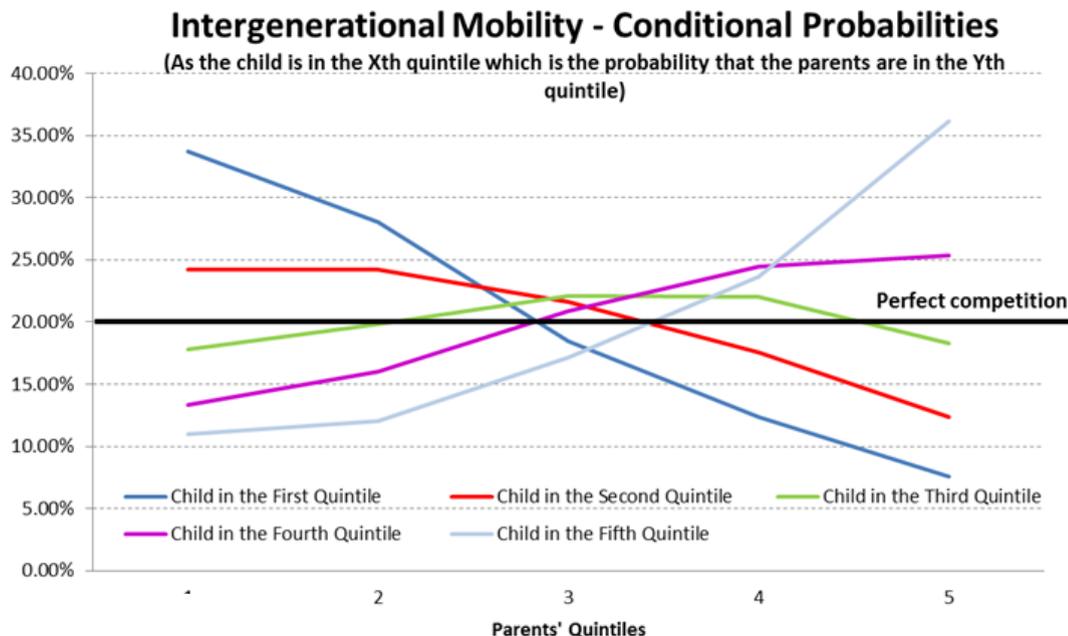




REDISTRIBUZIONE FISCALE E MOBILITA' SOCIALE

Forse gli scalini reddituali possono essersi distanziati, ma la mobilità sociale è rimasta invariata in tutta la seconda metà del 20esimo secolo.

I figli dei genitori del quintile più povero hanno il 65% di probabilità di migliorare le proprie condizioni economiche. I figli dei genitori più abbienti hanno solo il 35% di probabilità di rimanere nello stesso quintile.



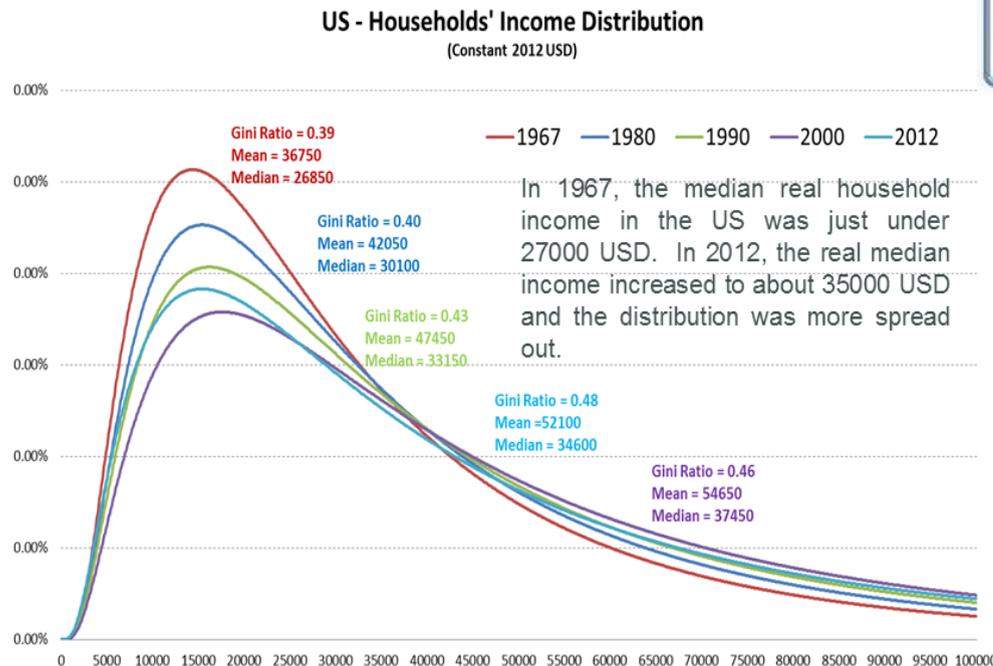
L'intervento redistributivo pubblico è già rilevante. La distribuzione dei redditi post-fiscalità risulta significativamente compressa su di un reddito inferiore. Questo è il fenomeno che va studiato, perché demotivante: i sussidiati hanno possibilità analoghe a chi li mantiene.

Source: Avenir Suisse "Il ceto medio sotto pressione" (P. Schellenbauer – D. Müller-Jentsch) – Graph based on data from Engler 2012.

DAVVERO VIVIAMO IN UNA SOCIETA' SEMPRE PIU' INGIUSTA?

Secondo Piketty, il livello di disuguaglianza odierno è tornato ai livelli dei primi decenni del secolo scorso. Ma oggi in tutti i paesi sviluppati esiste uno stato sociale a protezione di tutti i cittadini e la qualità della vita si è uniformato verso l'alto.

Le statistiche ignorano il valore attuale dei sussidi che lo stato sociale erogherà in futuro ai beneficiari deboli.



Oggi l'Americano Medio è del 30% più ricco degli anni '60 in termini reali, nonostante l'aumentato indice di Gini. Ciò non tanto perché l'1% più ricco della popolazione ne ha beneficiato, ma soprattutto perché le disparità (e le opportunità) della «classe media» sono aumentate.



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, is a member of the Scientific Committee of Italy's Confindustria and 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