



A private banking tradition

ANTONIO FOGLIA

**MACRO-PENSIERI CONTROCORRENTE
BANCA DEL CERESIO:
INCONTRO CON LA STAMPA 2019**

Hotel Splendide Royal, Lugano
29 gennaio 2019



INDICE

- Fragilità
- Franco Svizzero
- Flop FATCA e CRS
- Brexit
- Rivisitando le previsioni degli scorsi anni
- Qualche previsione



FRAGILITÀ

- Un decennio dopo, la Crisi Finanziaria, i problemi che ha evidenziato restano in buona parte irrisolti. Ma le politiche dilatorie per attenuarne gli effetti stanno esaurendo le risorse disponibili e la loro efficacia sta svanendo.
- Il maggiore problema evidenziato dalla crisi fu l'inadeguatezza della governance che abbiamo per i sistemi dinamici complessi in cui viviamo. Ma avendo attribuito la crisi ad un eccesso di liberismo in campo finanziario, mentre è vero l'esatto contrario, abbiamo imboccato la strada contromano e prima o poi ci schianteremo di nuovo.



FRUSTRATI DALLA COMPLESSITÀ

UN CLAMOROSO ERRORE COGNITIVO CHE PERSISTE

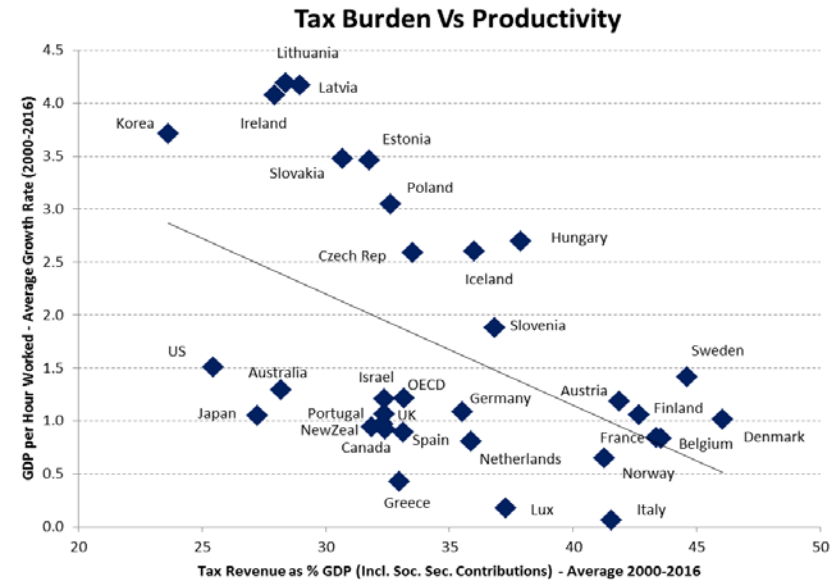
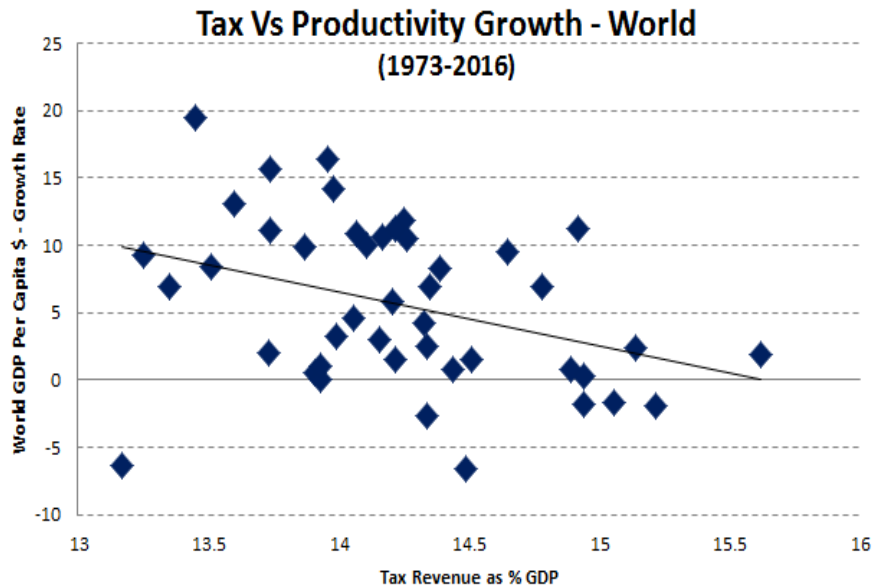
- L'economia e la società sono sistemi dinamici complessi popolati da agenti propensi all'errore e in possesso di conoscenze ed informazioni incomplete.
- Di fronte alle dinamiche apparentemente caotiche e punteggiate da crisi di sistemi complessi come la società e l'economia, gli elettori chiedono ai 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.



IN AMBITO FINANZIARIO:

- Banche e banchieri additati come responsabili della crisi finanziaria sono rimasti impuniti e questo alimenta risentimento ed indignazione. Ma non avevano infranto i minuziosi regolamenti prudenziali cui erano sottoposti.
- La crisi finanziaria è stata infatti causata dalle stesse norme che le autorità che dovevano prevenirla hanno imposto alle banche.
- Non si è fatta alcuna analisi di perché le autorità di vigilanza avessero sbagliato così grossolanamente la normativa prudenziale.
- Si sono invece incaricate le autorità finanziari di assoggettare non solo le banche a una miriade di nuove norme probabilmente controproducenti come le precedenti.
- Non si è preso atto che erano gli operatori meno regolamentati, ma più responsabilizzati, come gli Hedge Funds, che si sono dimostrati di gran lunga più resilienti alla crisi.
- Il processo normativo è fuori controllo ed ha risvolti ormai grotteschi.
- Per esempio, nell'ambito dei fondi comuni di investimento, strumenti che esistono da 80 anni e non hanno dato mai problemi: KIID e KID; MIFID e EMIR; KYC, Suitability, UBO.

IN AMBITO POLITICO:



- Avendo sbagliato la diagnosi sulla crisi, abbiamo chiesto alla politica un maggiore controllo sull'economia disposti in cambio a sacrificare ancora un po' di libertà.
- La politica, che da sempre vende ai cittadini la stabilità e la certezza a cui questi anelano ma che la politica non può produrre, è stata felice di occupare nuovi spazi.
- L'ingerenza dello stato nella vita economica e sociale è ai massimi storici in molti paesi OCSE.
- Il maggior peso delle regolamentazioni e della pubblica amministrazione incide sulla produttività che sola può assicurare nel tempo una crescita del PIL pro-capite.
- Gli effetti deleteri si vedranno col tempo, perché finora l'economia ha attinto alle riserve che ogni operatore in sistemi complessi mantiene per sopravvivere agli imprevisti.



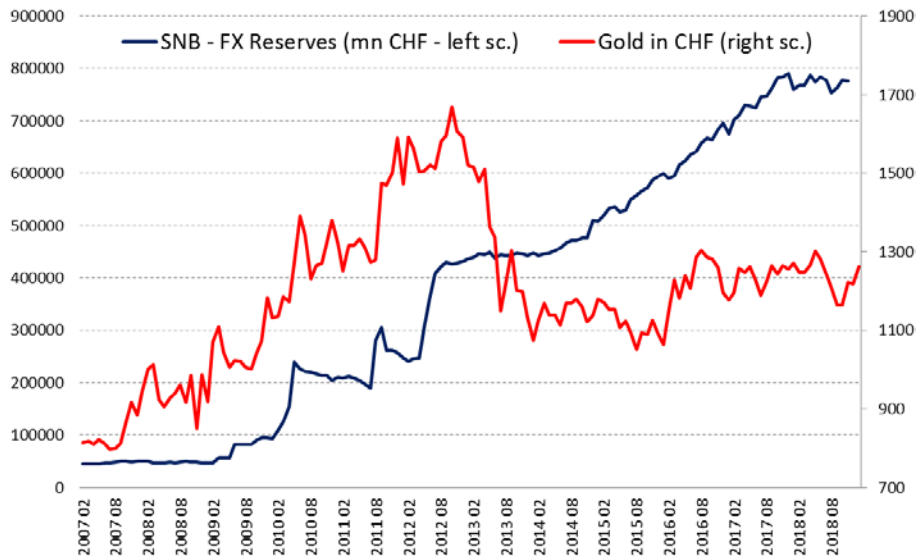
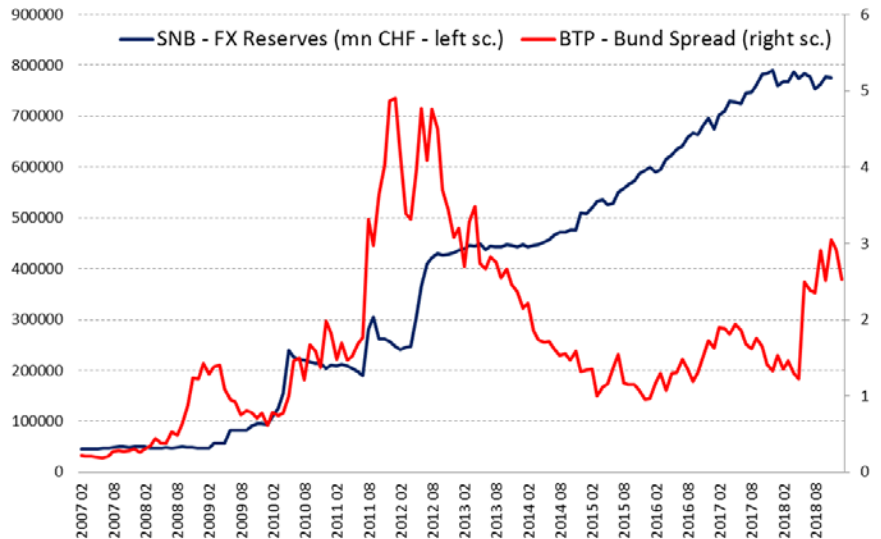
IL FRANCO SVIZZERO

- La BNS sembra finalmente essersi accorta di quanto ripeto da anni: il Franco Svizzero è comprato soprattutto dagli svizzeri e dagli stati canaglia.
- Un paese come la Svizzera con un forte surplus di partite correnti nei conti con l'estero non può che investire all'estero una quota crescente dei propri risparmi.
- I fondi pensione svizzeri inevitabilmente lo hanno fatto, ma coprendo il rischio di cambio. I loro acquisti di franchi per hedging spiegano circa la metà dei franchi che la BNS ha venduto al mercato. I privati hanno forse avuto un comportamento analogo. Le aziende hanno investito meno all'estero
- Gli stati canaglia che temono le sanzioni economiche che USA ed Europa potrebbero imporre loro in caso di loro azioni sconsidegate cercano di diversificare le proprie riserve fuori dai Dollari o dagli Euro. La neutralità della Svizzera ed il Franco Svizzero offrono probabilmente un rifugio a chi non lo merita. E questo è un rischio per la Svizzera.



LA FORZA DEL CHF SOTTO UNA NUOVA LUCE

La BNS ha sempre motivato la forza del CHF, e la necessità dei propri interventi, adducendo come causa una forte domanda estera, che individua nel CHF un bene rifugio.



Una spiegazione difficilmente plausibile, se si considera il fatto che tutti gli indicatori di stress (spread, oro, volatilità...) sono crollati, e ciò nonostante la BNS abbia continuato ad acquistare valuta estera allo stesso ritmo, se non aumentato.

Dopo anni, negli ultimi 15 mesi la Banca Nazionale Svizzera sembra aver ridotto gli interventi sistematici di vendita di Franchi al mercato.

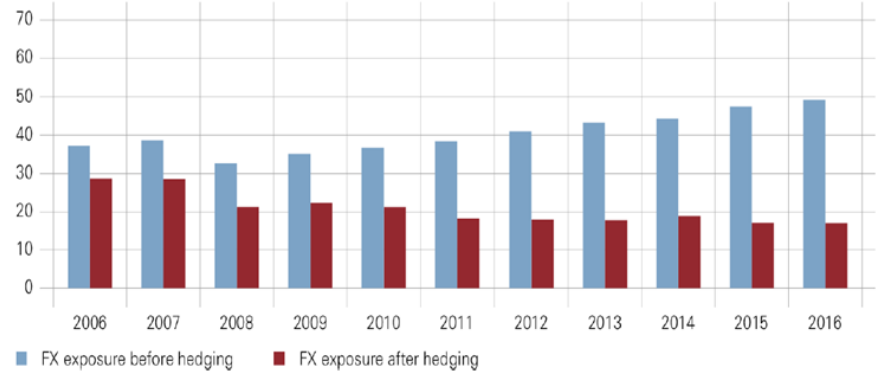


E SE LA POLITICA DELLA BNS FOSSE CONTROPRODUCENTE?

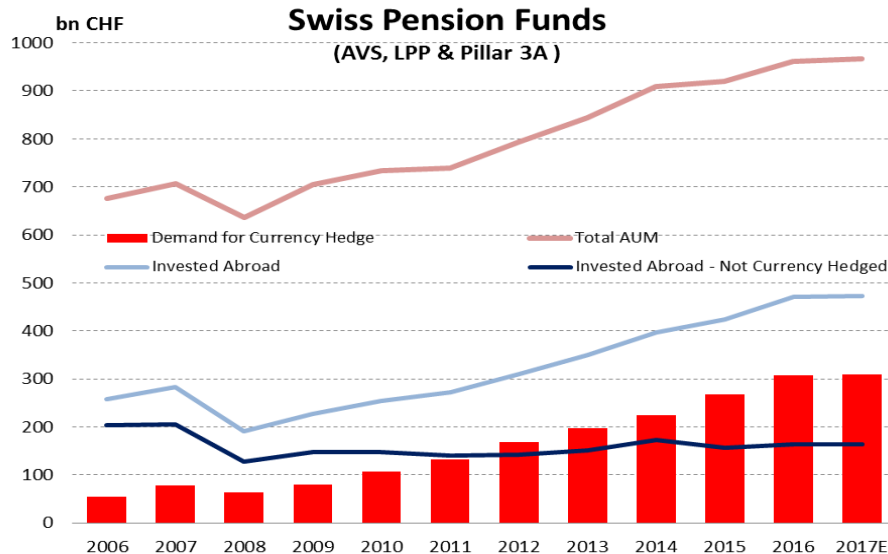
Guardando al comportamento dell'investitore domestico svizzero per eccellenza, i fondi pensione, negli ultimi 10 anni l'investimento in titoli denominati in monete estere è costantemente aumentato, fino a raggiungere quasi il 50% degli attivi, mentre l'esposizione valutaria netta (post-hedging) è calata ininterrottamente, dimezzandosi da un 30% a circa il 15%.

SWISS PENSION FUNDS: FOREIGN CURRENCY EXPOSURE

As % of total assets



Fonte : «Developments on the Swiss franc capital market and the SNB's monetary policy» A. M. Maechler – Member of the Governing Board of the SNB

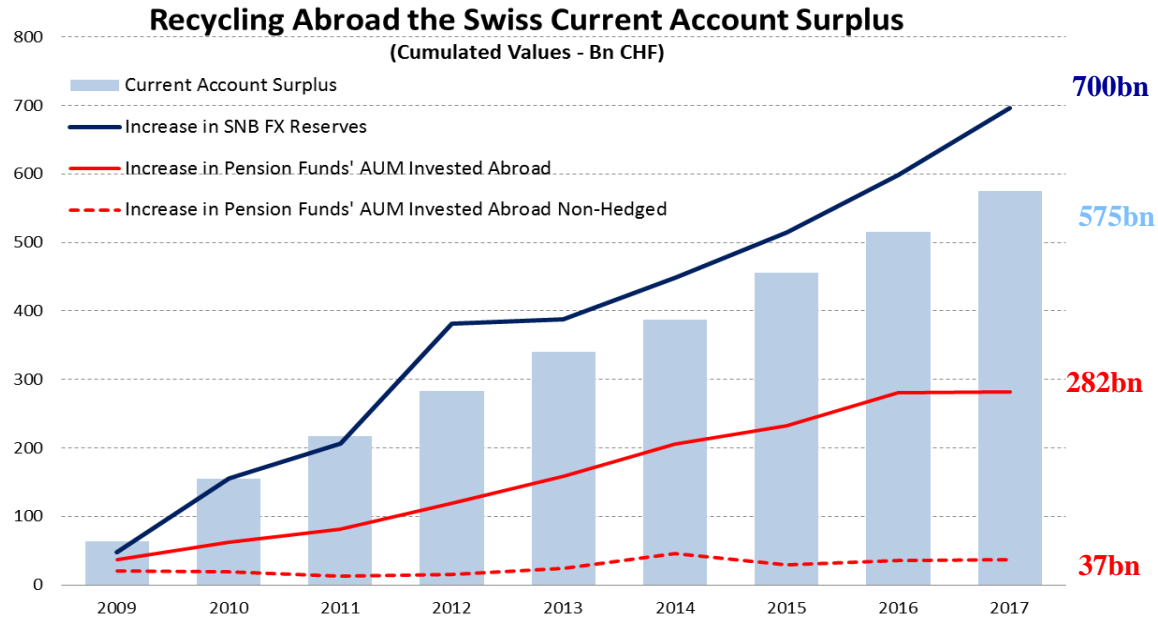


Nel 2017, dei 970mld di CHF di AUM dei fondi pensioni svizzeri, quasi 500mld sono stati investiti all'estero, di questi solo 170mld sono però esposti al rischio di cambio.

La politica di tassi domestici negativi della BNS non lascia più ai fondi pensioni lo spazio di assumersi il rischio di cambio su investimenti esteri, avendo eroso ogni possibilità di «risk budgeting».



E SE LA POLITICA DELLA BNS FOSSE CONTROPRODUCENTE?



Tra il 2009 ed il 2017, il surplus cumulato delle partite correnti della bilancia dei pagamenti svizzera ha generato surplus cumulati pari a 575mld di CHF, cifra che deve equivalere agli investimenti all'estero degli svizzeri.

Di questo necessario riciclo risulta essersi fatta interamente carico la BNS, le cui riserve in valuta estera sono infatti aumentate di un ammontare di entità paragonabile (700mld).

I soli fondi pensioni, infatti, pur avendo investito all'estero poco più della metà di questo surplus (282mld), sono stati disposti a correre il rischio di cambio per solo 37mld, lasciando alla BNS il compito di coprirne la differenza con un aumento delle proprie riserve valutarie.

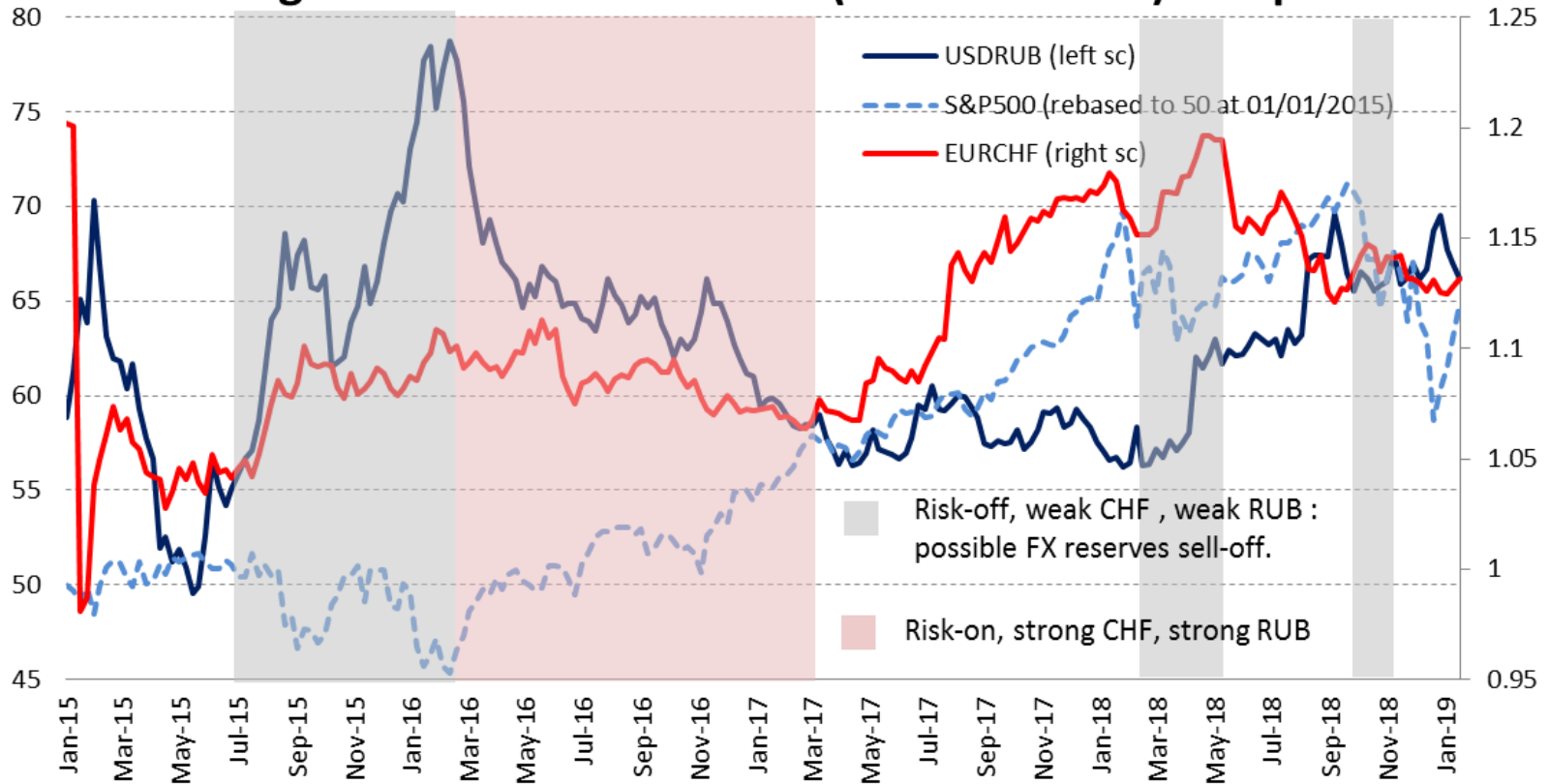
L'avversione al rischio dei risparmiatori svizzeri sembra essere il fattore di gran lunga dominante nella domanda di CHF. La BNS ha socializzato un rischio che i privati, a quel prezzo, non volevano correre.

La politica dei tassi negativi è stata controproducente perché abbatte la propensione al rischio.



FRANCO SVIZZERO: BENE RIFUGIO PER GLI STATI CANAGLIA

Strong CHF in Risk-Off Markets (and vice versa) Except ...





UNA VALUTAZIONE SU FATCA E CRS

	One-Off Tax Collected	Undeclared Resurfaced Assets	URA/Households Net Worth	One-Off Tax Collected/ 1Y Tax Revenues
USA - VD 2009-2018 (bn USD)	11.1	55	0.05%	0.2%
Italy - VD 2001/2009/2015 (bn Eur)	11.7	245	2.55%	2.3%
Germany - VD 2004-2005 (bn Eur)	1.4	7*	0.11%	0.2%
France (Woerth 2009)	1.2	7	0.10%	0.4%
(Cazeneuve 2013)	1.9	9*	0.13%	0.6%
UK - VD 2007/2015 (bn GBP)	2.6	13*	0.12%	0.5%
Spain - VD 2012 (bn Eur)	1.2	6*	0.17%	0.5%
Australia - VD 2014 (bn AUD)	0.6	4	0.01%	0.1%

(*) In questi casi i numeri sull'emersione dei capitali non dichiarati non sono stati pubblicati, abbiamo ipotizzato che le tasse siano state il 20% dell'importo emerso

Fonti: Bank of Italy Occasional Papers «What do external statistics tell us about undeclared assets held abroad and tax evasion?» WSJ 25.10.2015

Calcoli BdC.

- I patrimoni non dichiarati detenuti all'estero, di cui oramai resta molto poco, erano solo una percentuale marginale della ricchezza privata.
- Le tasse recuperate una-tantum sono risultate inferiori alle perdite di gettito in cui si incorre annualmente per i costi determinati dall'implementare la regolamentazione stessa.
- Le trattenute fiscali sono ora crediti di imposta, un costoso esercizio a somma zero per le autorità fiscali di tutto il mondo.



I PATRIMONI NON DICHIARATI NON SONO MAI STATI IL PROBLEMA CHE I GOVERNI OECD CI HANNO INDOTTO A CREDERE.

- Gli Stati Uniti con la FATCA e l'OECD con i Common Reporting Standard e lo scambio automatico di informazioni hanno eliminato la possibilità di diversificare internazionalmente la ricchezza non dichiarata. Eppure i numeri dimostrano che questa non è mai stata un fattore determinante per le finanze pubbliche. Inoltre, dato che le tasse pagate sotto forma di trattenute fiscali in una nazione ora sono crediti di imposta in un'altra, la variazione complessiva degli introiti fiscali cambia solo marginalmente. In aggiunta, si è soppressa ogni forma di concorrenza internazionale sulla tassazione del risparmio e gli ingenti costi amministrativi per l'implementazione di queste nuove regolamentazioni riducono il gettito fiscale molto di più di quanto si sia riuscito a recuperare attraverso la tassazione dell'emerso.
- Dopo l'implementazione della FATCA e del CRS, la detenzione di patrimoni non dichiarati all'estero è diventata un grave crimine anche per ogni istituzione finanziaria, rendendo l'ottemperanza alle regole probabilmente quasi perfetta. Eppure i numeri ufficiali sulla consistenza dei patrimoni emersi dalle diverse amnistie sono difficili da trovare. Questo forse perché fornirebbero all'opinione pubblica un quadro differente rispetto alla massiccia evasione ipotizzata per far approvare queste regolamentazioni.
- Con la diversificazione internazionale non dichiarata dei patrimoni, ormai impossibile, le famiglie cercavano di proteggersi dal rischio istituzionale di risiedere in stati meno affidabili della Svizzera. Impedendola si è svuotata di significato la libertà di movimenti di capitali. Agli imprenditori residenti in paesi difficili non resta che la scelta tra diminuire il rischio investendo meno o trasferirsi. Entrambi che indeboliscono i loro paesi.
- Per un istante la politica Svizzera è sembrata rendersi conto di questi danni, quando si è domandata se avesse senso scambiare automaticamente informazioni con gli assassini del giornalista Khashoggi. La crisi di fiducia dell'economia privata in Cina dipende anche dal CRS?



L'INCREDIBILE CONFUSIONE DI BREXIT

Nobody knows what happens next in the Brexit process

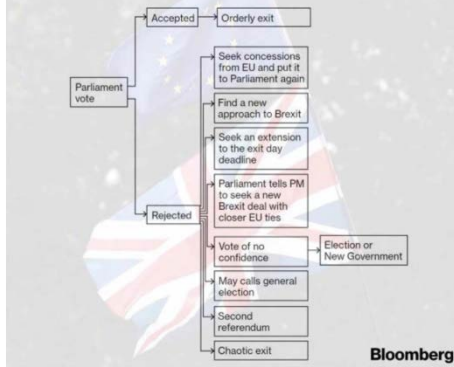


Exhibit 7: Brexit flow diagram: Some possible pathways after the meaningful vote



Gli scenari possibili dopo il voto

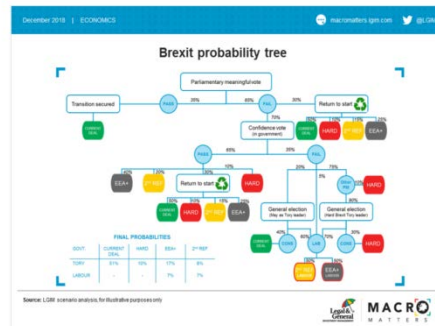
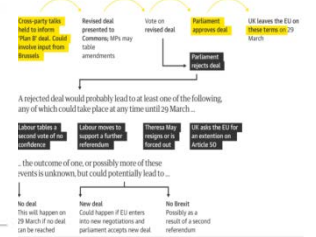


Figure 2: UK Brexit - Probability Tree



After the defeat of the no-confidence motion where does Brexit go from here?





PERCHÈ SI ARRIVÒ AL REFERENDUM

- Storica insofferenza inglese per la civil law, regolamentazione, centralizzazione, immigrazione ...
- Ragionevole soddisfazione per il funzionamento delle istituzioni del Regno Unito.
- Con lo scoppio della crisi dell'Eurozona nel 2012, aumenta la confusione tra gli obiettivi dell'EU e quelli dell'Eurozona: unione bancaria, fiscale e politica sono forse necessarie alla seconda, non alla prima o al mercato comune.
- Impossibilità o incapacità di Cameron di far capire la differenza. Resto dell'Europa distratto dalle altre priorità nella crisi.
- Promessa del referendum nel gennaio 2013 per mantenere l'unità del Partito Conservatore in vista delle elezioni.
- Il Trattato di Lisbona rese molto difficili le modifiche ai trattati di cui Cameron aveva bisogno.
- Il calendario elettorale europeo ed inglese lasciavano una finestra di negoziazione piccolissima e solo per possibili cambiamenti al margine dei trattati per non doverli sottoporre al voto in 27 paesi.
- L'insoddisfazione dei perdenti della globalizzazione si saldò con l'insofferenza verso la tecnocrazia invadente ed il referendum fu vinto dai Leavers con un modesto margine.



DOPO IL REFERENDUM DI GIUGNO 2016

- L' élite europea dà una pessima immagine di sé: si compatta risentita e si irrigidisce invece che fare autocritica e cercare di capire il malcontento che genera, non solo nel Regno Unito.
- La Svizzera soffre questo pesante irrigidimento in tutte le trattative che ha in corso, dato che l'Unione Europea non vuole creare precedenti a cui il Regno Unito potrebbe appellarsi.
- Il governo May pasticcia e conduce negoziati in totale segretezza senza rendere il pubblico attento sulle difficoltà che incontra e le scelte che si imporranno.
- In assenza di una costituzione, il processo parlamentare si sviluppa in modo caotico e imprevedibile alle prese con un problema senza precedenti, con una maggioranza di governo risicata e una maggioranza solo trasversale a favore di una 'soft Brexit'.
- In questa situazione fluida, l'emendamento Grieve e alcuni provvedimenti dello Speaker stanno stabilendo precedenti che rischiano di dare al governo un ruolo subalterno al Parlamento lontano da tradizioni consolidate.
- Le alternative sembrano essere: un rinvio ed un tentativo di rinegoziazione dell'accordo di uscita (ma sarebbe vincolante?), un secondo referendum (ma quali sarebbero le domande?), la sospensione dell'Art. 50 indefinitamente (no Brexit?), o una Hard Brexit che solo pochi vogliono (con che conseguenze?).

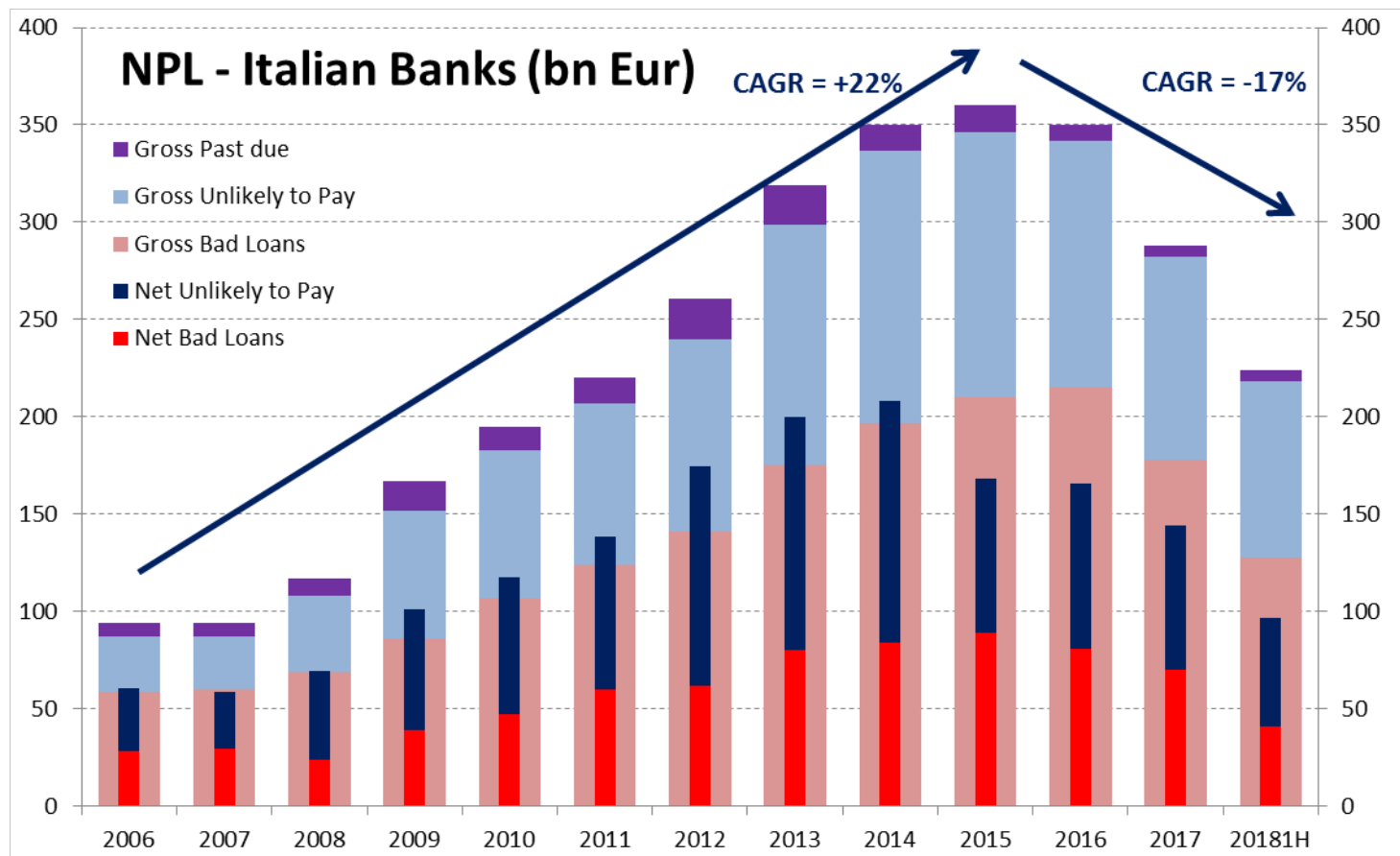


PREVISIONE AZZECCATA: CRITICITÀ DEI COLOSSI DI INTERNET

- 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. (Media Roundtable 25-1-2017)
- La network economy rende le esternalità di rete un fattore determinante nel creare nuovi monopoli come Facebook, Amazon, Netflix, Google che hanno sviluppato i protocolli vincenti, ma non necessariamente i migliori, nei nuovi servizi. Storicamente i protocolli vincenti sono diventati di pubblico dominio (la stampa, la corrente alternata, gli SMS...). La Cina dimostra l'utilità per i regimi autoritari di social media monopolistici ed in simbiosi con lo stato. Un nuovo pericolo per le società aperte? (Media Roundtable 26-2-2018)
- Nel 2018, la capitalizzazione di mercato dei FAANG è prima salita del 35% per poi crollare del 33% perché:
 - il rialzo dei tassi USA ha ridotto il valore attuale di futuri utili monopolistici
 - gli scandali che hanno colpito FB (Cambridge Analytica, spying on Soros) fanno temere una responsabilizzazione dei social media come editori dei contenuti che diffondono
 - curiosamente il picco coincide con l'arrivo di Lina Khan (autrice dello studio "Amazon Antitrust Paradox") tra i collaboratori del Federal Trade Commissioner Rohit Chopra (D): un cambio finalmente in una filosofia antitrust più attenta agli esiti effimeri che alla robustezza del processo?



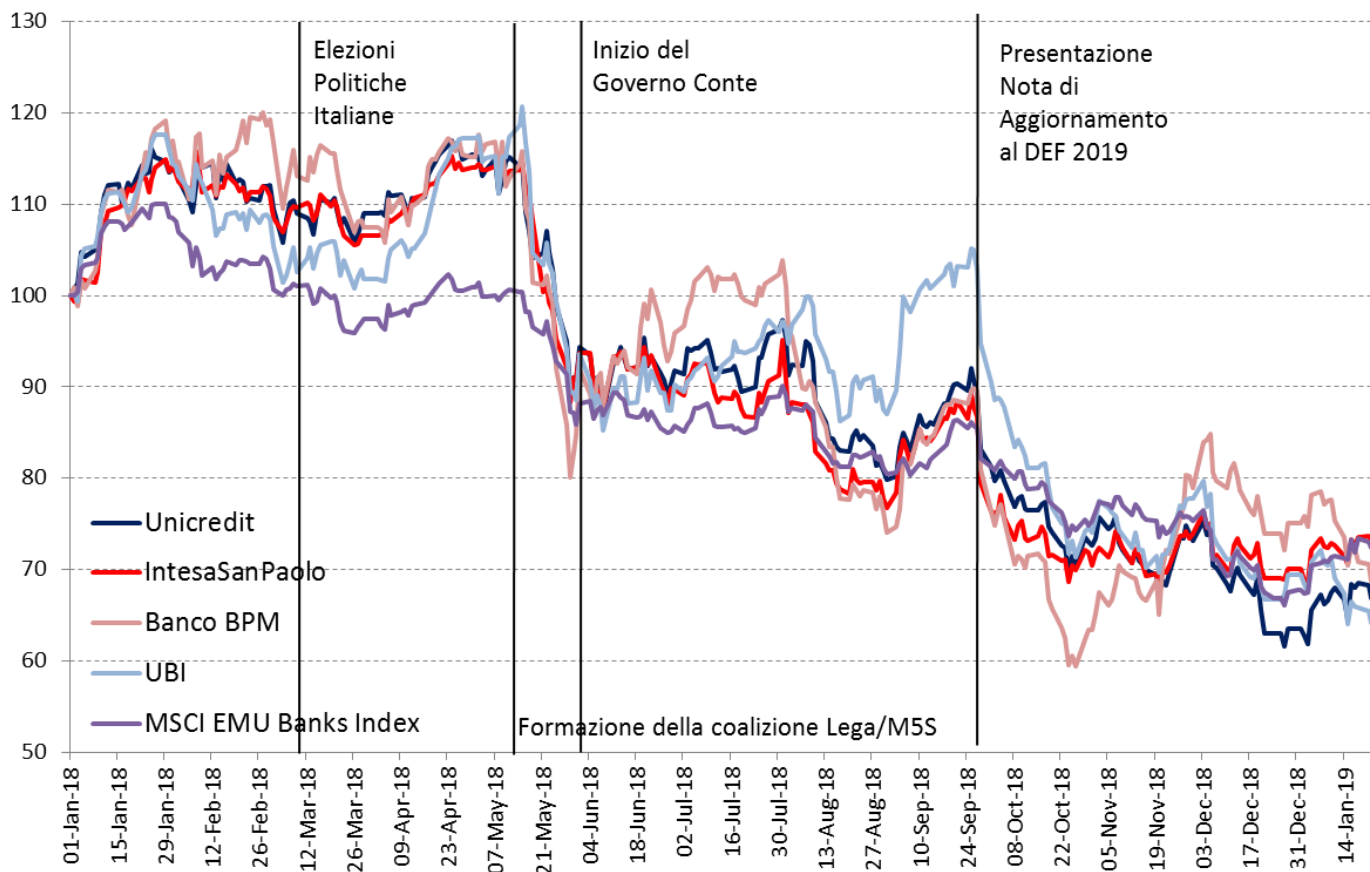
PREVISIONE ERRATA: RIALZO DELLE BANCHE ITALIANE



- Analisi fondamentale corretta: la situazione continua a migliorare



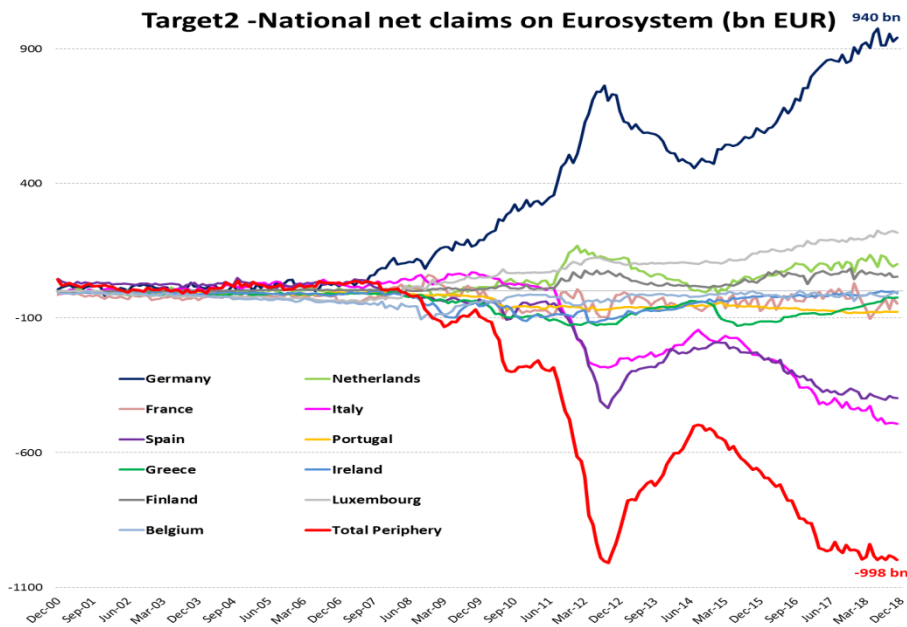
BANCHE ITALIANE



- Analisi politica errata.
- Banche italiane in ribasso del 30%, come tutte le banche europee.
- Banche europee ancora deboli: hanno solo il 5% di capitale a fronti di prestiti su cui, in una recessione, potrebbero perdere il 15% . Le banche USA, altrettanto deboli, bluffano.



EUROZONA: PROBLEMI INCANCRENITI



- Il 2017 è stato l'anno della «rinascita» economica europea. Il tasso di crescita dell'Area è stato il più elevato dal 2007 ed ha coinvolto più o meno uniformemente tutti i principali paesi. Questo non ha però contribuito a ridurre la frammentazione e nazionalizzazione del mercato finanziario/bancario europeo.
- Il contesto economico-politico nel 2018 non è stato altrettanto benigno, come non lo sono le prospettive per i prossimi anni.
- Il saldo di Target2, una sorta di indicatore di sfiducia interbancaria, rimane ai massimi storici, con una pesante frattura che corre tra Nord e Sud Europa. L'Area Euro continua ed essere finanziariamente vulnerabile.
- La stabilizzazione delle incongruenze dell'Eurozona è dipesa essenzialmente dalle politiche monetarie ultra espansive operate dalla BCE, ora in fase di rientro. Poco è stato fatto per affrontare e risolvere:
 - ✓ Il circolo vizioso, che attraverso il debito pubblico, lega un sistema bancario alle sorti della nazione di appartenenza e viceversa.
 - ✓ L'elevato indebitamento pubblico di alcuni paesi.
 - ✓ Il riequilibrio dei conti con l'estero.
 - ✓ La mancanza di trasparenza e chiara attribuzione di responsabilità nell'architettura istituzionale dell'Area Euro, soprattutto in ambito di politiche fiscali, coordinamento macroeconomico e sorveglianza. Ciò è continua fonte di divisione tra i membri e di crescente risentimento popolare verso le istituzioni europee.
- La sfida: trovare il corretto bilanciamento tra «condivisione dei rischi» e «responsabilizzazione nazionale».



RENDIMENTI AZIONARI ATTESI

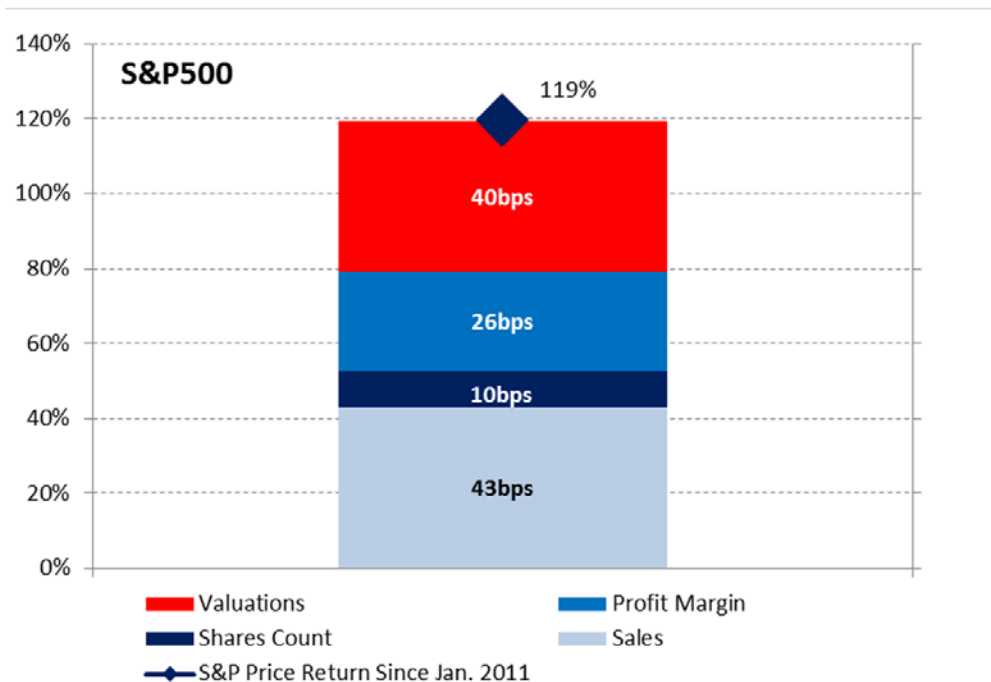
Come scomporre i rendimenti azionari:

$$\text{Prezzo} = (\text{P/E Ratio}) * \text{Utili per Azione}$$

$$\text{Utili per Azione} = (\text{Fatturato/Numero di Azioni}) * (\text{Margini di Profitto})$$

$$\text{Prezzo} = (\text{P/E Ratio}) * (\text{Fatturato/Numero di Azioni}) * (\text{Margini di Profitto})$$

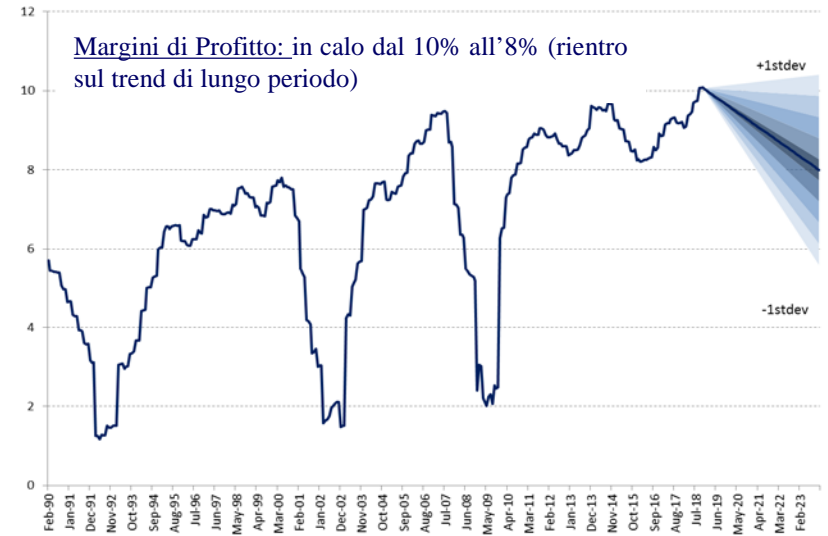
Scomposizione dello S&P500 dal gennaio 2011:



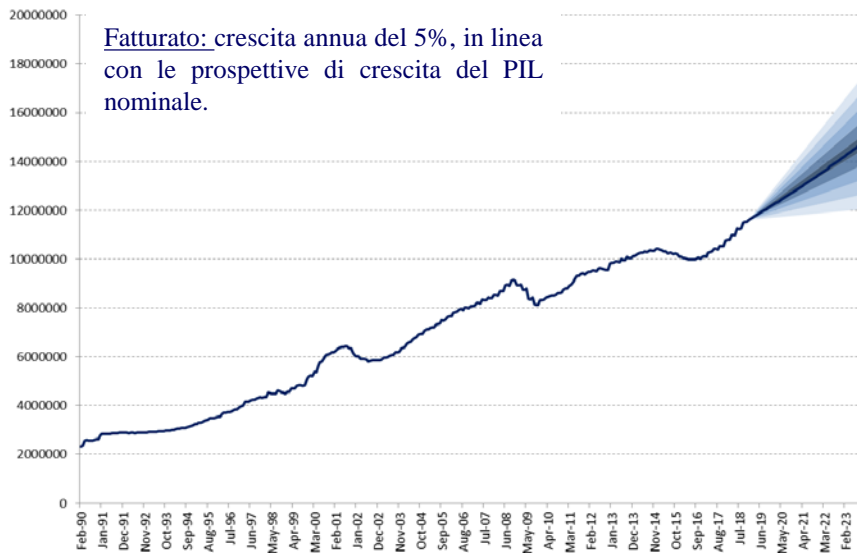


RENDIMENTI AZIONARI ATTESI

Le variabili: previsioni ...



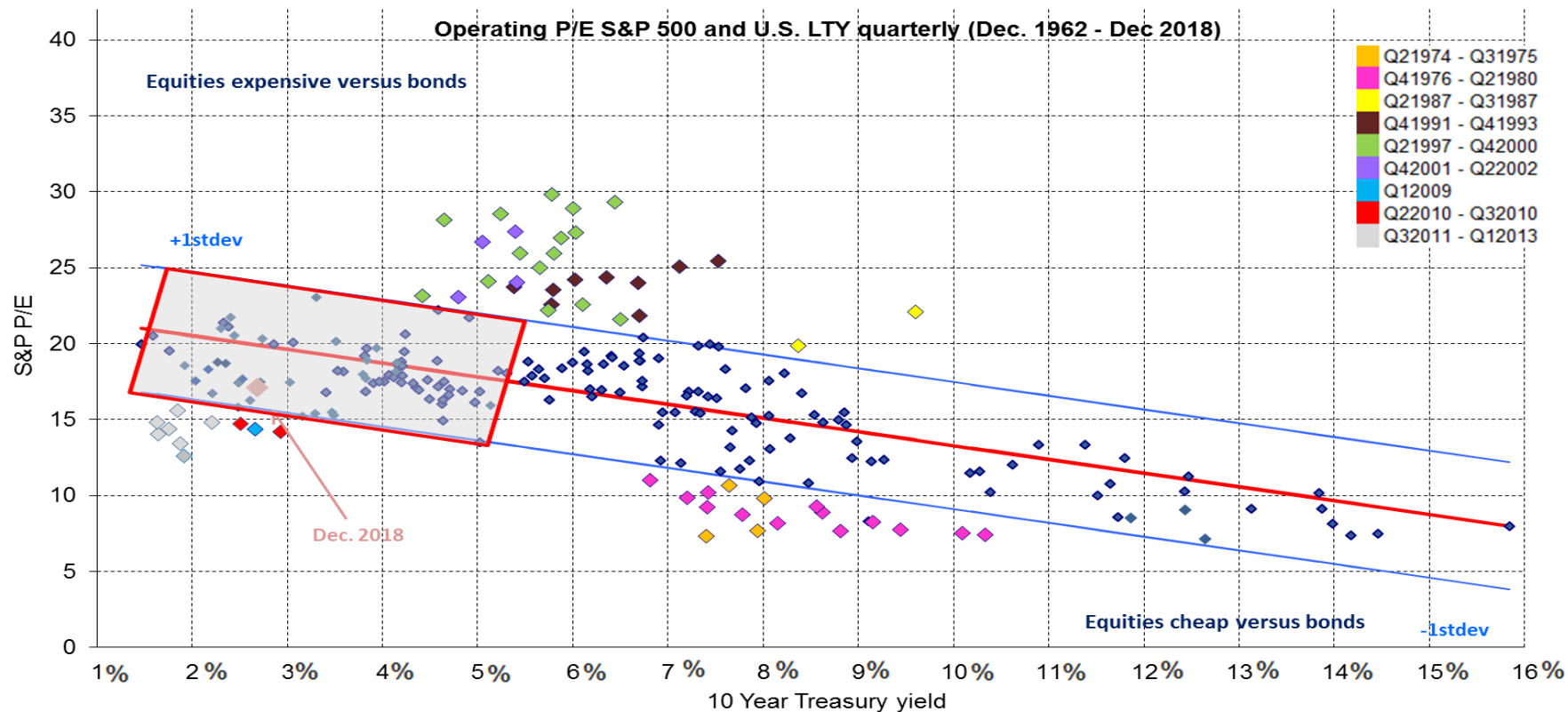
... da cui la previsione sugli Utili per Azione





RENDIMENTI AZIONARI ATTESI

Previsioni sui multipli di valutazione (P/E Ratio) :



Due scenari «estremi» possibili per i prossimi 5 anni:

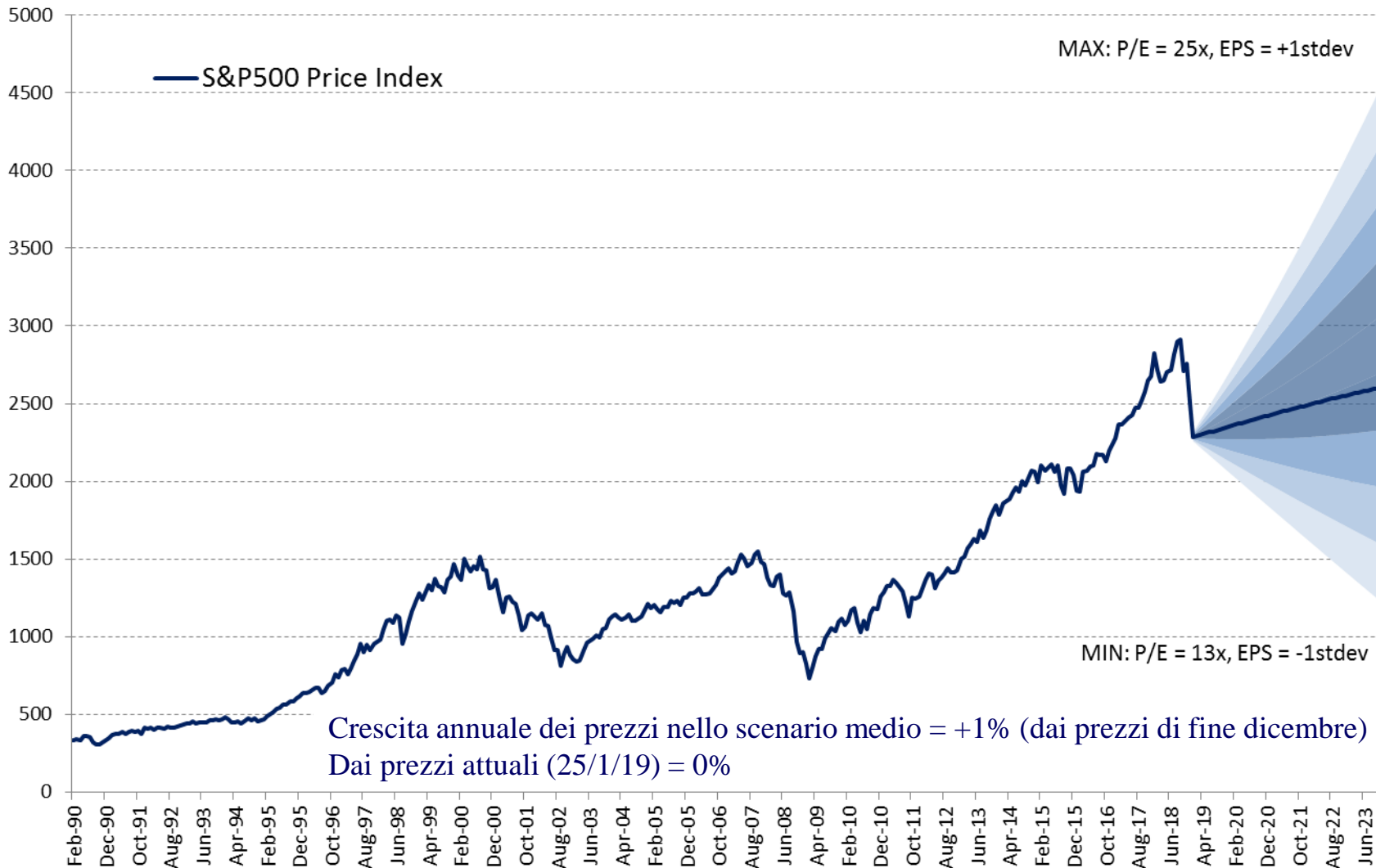
- 1) Ripresa economica ed inflattiva, si torna alla normalità pre-2008 (tassi decennali nominali al 5%).
- 2) Nuova crisi/recessione economica, si ricade in uno scenario deflattivo (tassi decennali nominali al 1.5%)

Il P/E Ratio potrebbe variare tra 25 (tassi 1.5%, +1Stdev) e 13 (tassi al 5%, -1StDev).



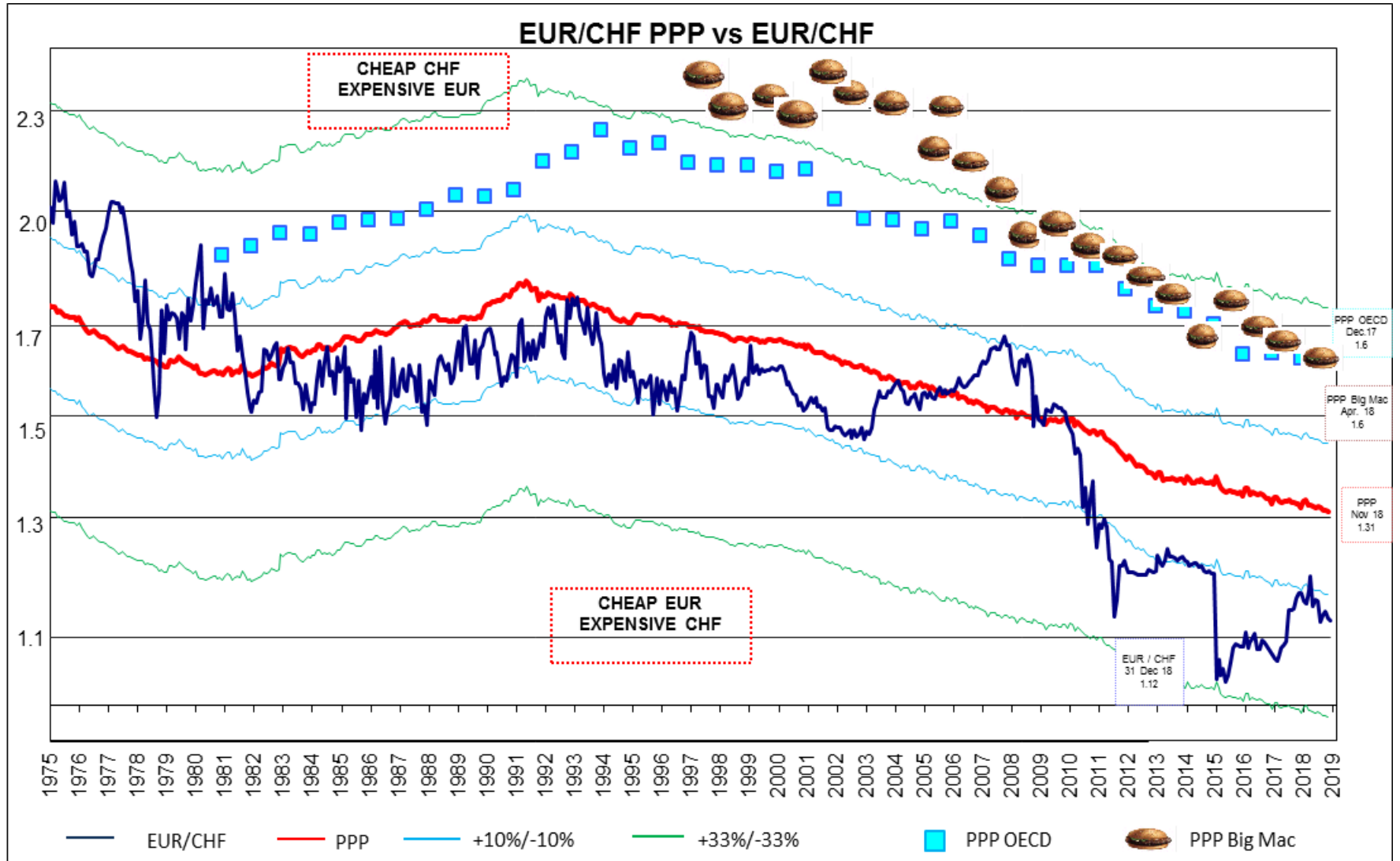
RENDIMENTI AZIONARI ATTESI

Da Utili per Azione e Multipli, la previsione sullo S&P500:



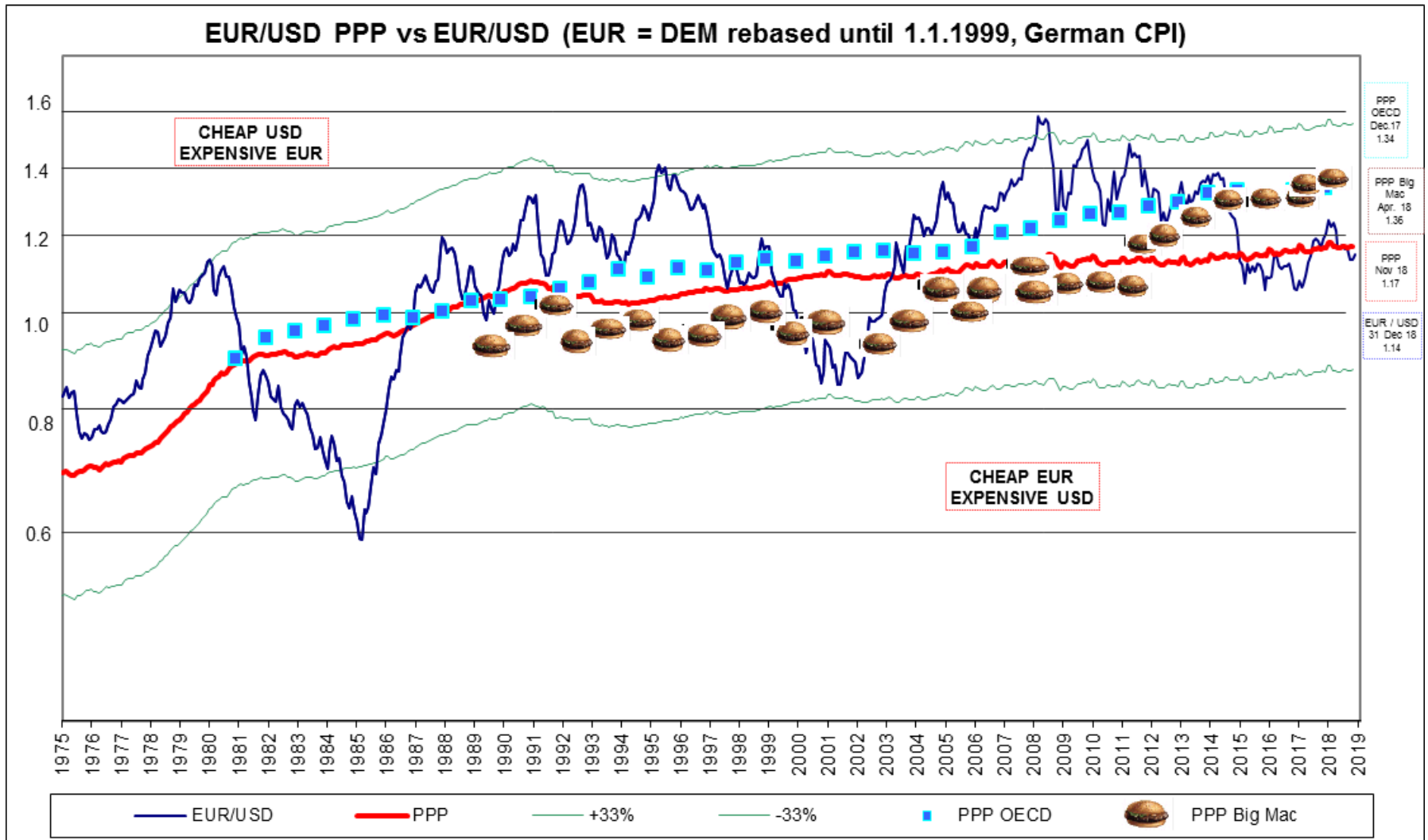


PROSPETTIVE VALUTARIE



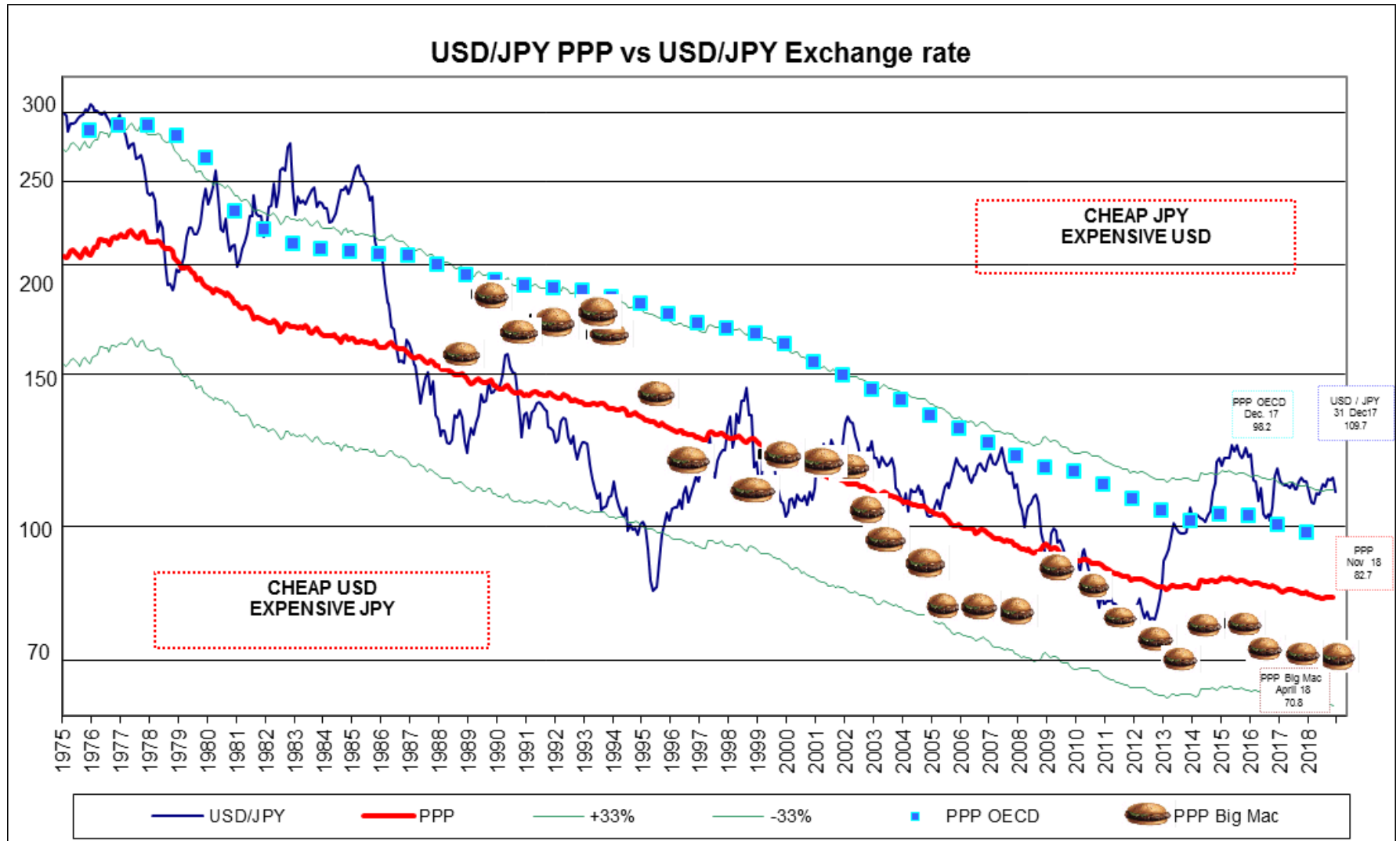


PROSPETTIVE VALUTARIE



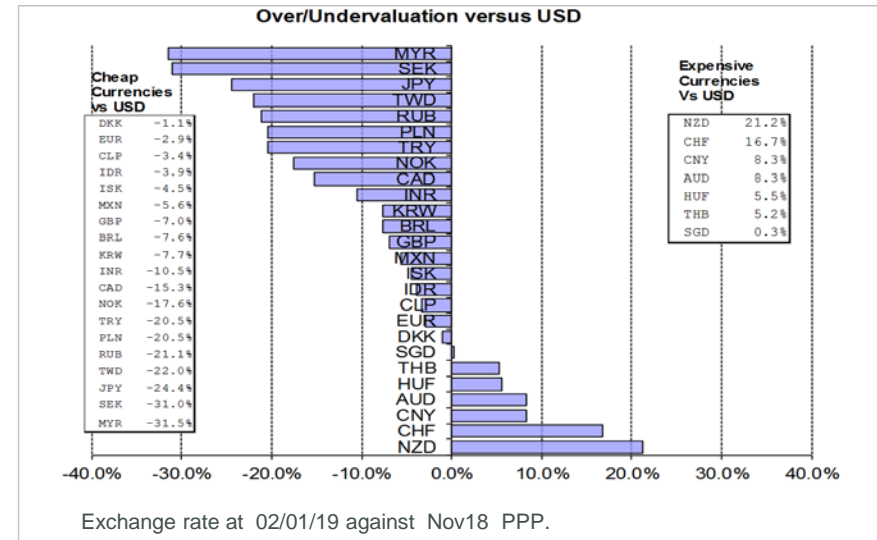
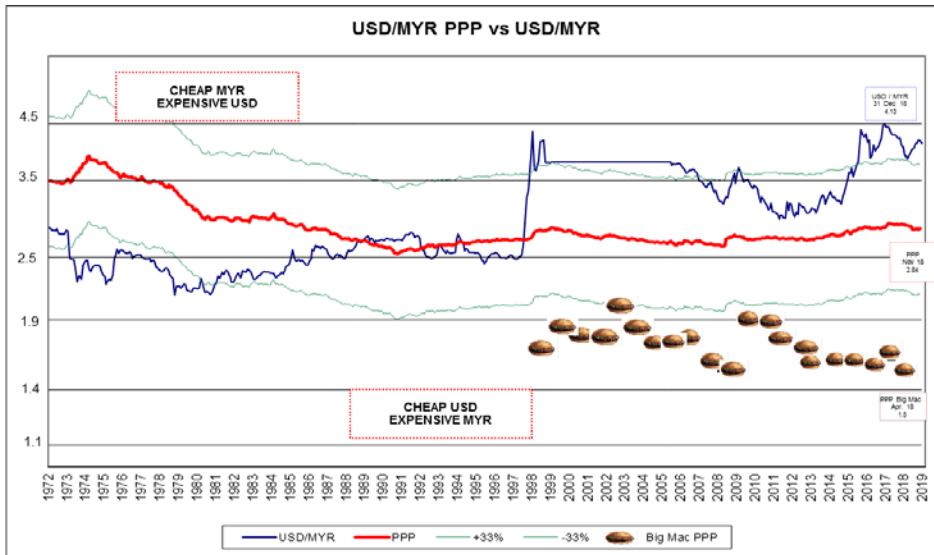
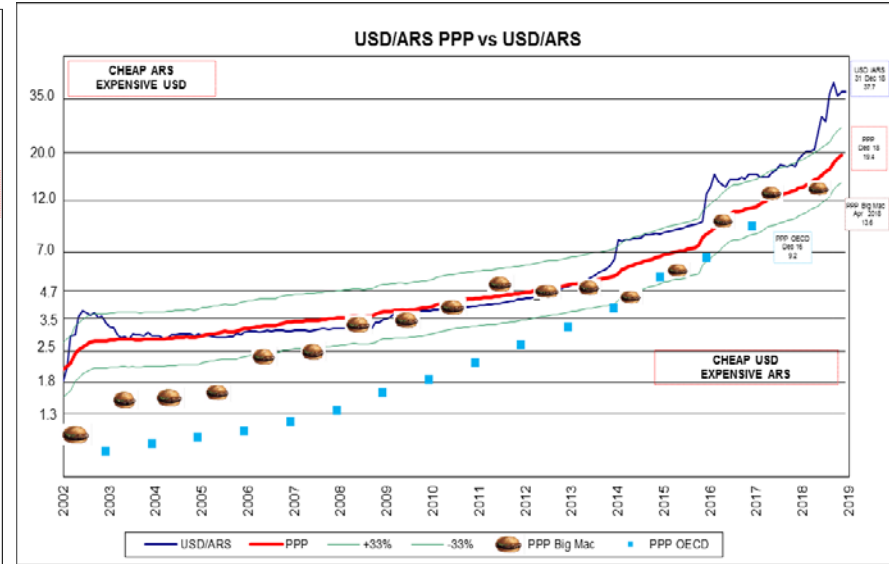
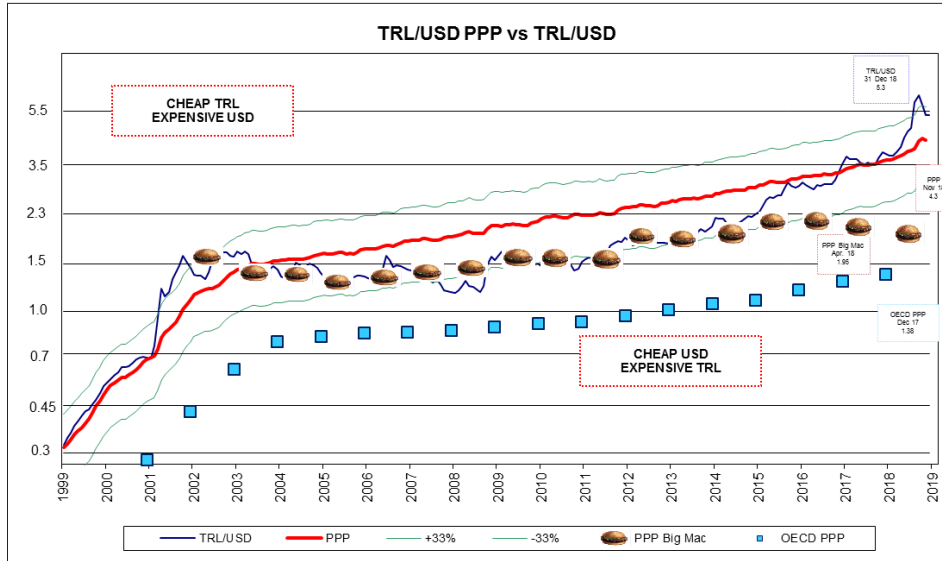


PROSPETTIVE VALUTARIE



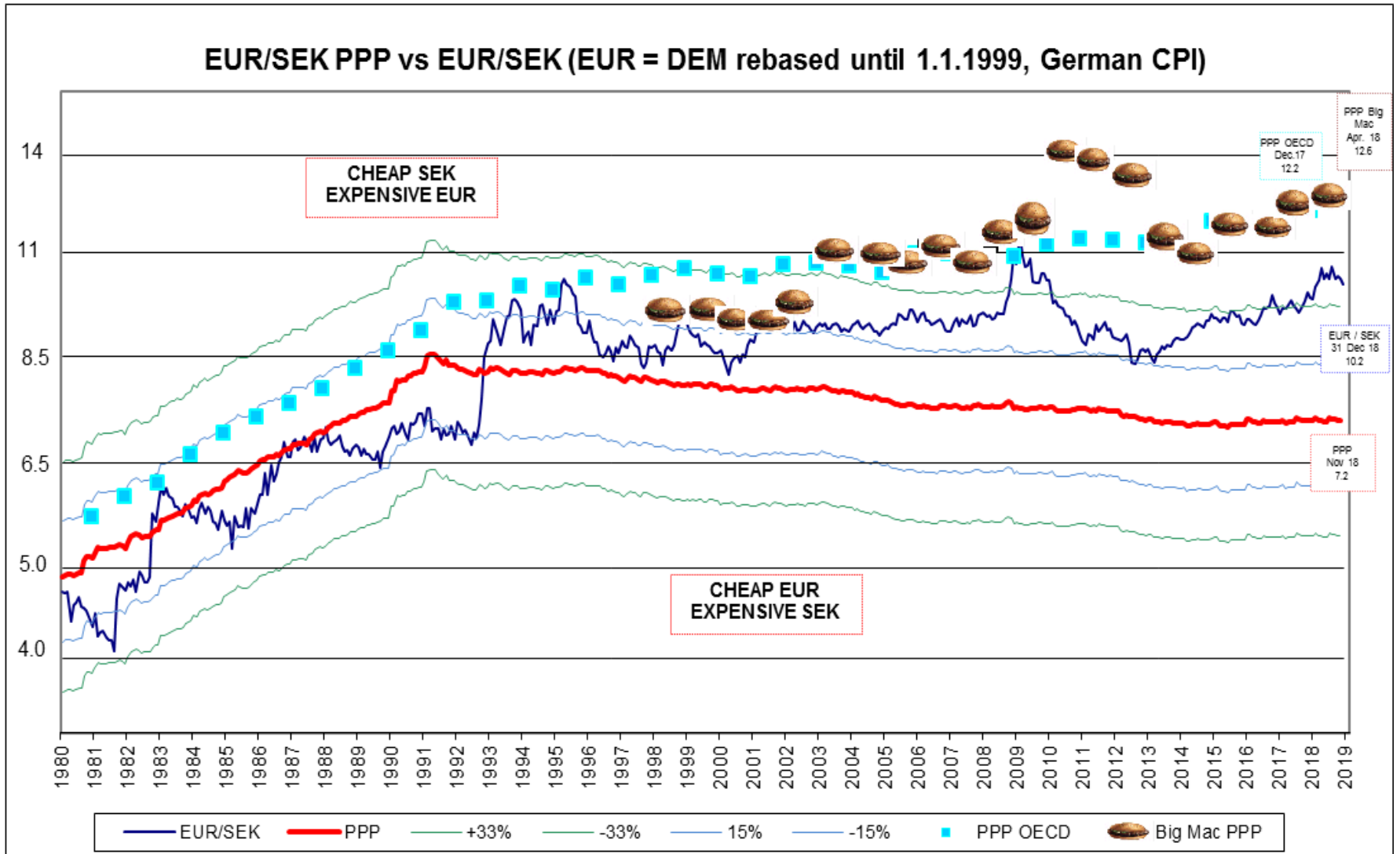


PROSPETTIVE VALUTARIE





PROSPETTIVE VALUTARIE





RELATORE

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

Avvertenze legali

Il presente documento è stato redatto unicamente ad uso dei destinatari dello stesso.

Le informazioni e dati contenuti nel presente documento sono riportati a titolo puramente informativo e non possono essere utilizzati o altrimenti considerati come un'offerta o sollecitazione alla vendita, all'acquisto o alla sottoscrizione di titoli, veicoli d'investimento o qualsiasi genere di prodotto finanziario; le informazioni ed i dati del documento non costituiscono altresì consulenza o raccomandazioni relative a titoli, veicoli d'investimento o qualsiasi genere di prodotto finanziario. I risultati e le performance passate non sono indicativi per i rendimenti futuri.