

PRESENTAZIONE DI CARLO COTTARELLI

Portavoce della ricerca The European House - Ambrosetti Club

*“La fine del Quantitative Easing della BCE:
quali impatti sul debito pubblico e sul sistema bancario”*

AL FORUM:

**“LO SCENARIO DI OGGI E DI DOMANI
PER LE STRATEGIE COMPETITIVE”**

“Villa d'Este” - Cernobbio, 7, 8 e 9 settembre 2018

Working paper, Settembre 2018.

© 2018 The European House - Ambrosetti S.p.A. ALL RIGHTS RESERVED.

Per il quinto anno consecutivo, The European House - Ambrosetti è stata nominata - nella categoria "Best Private Think Tanks" - 1 Think Tank in Italia, tra i primi 10 in Europa e nei primi 100 indipendenti su 6.846 a livello globale nell'edizione 2017 del Global Go To Think Tank Index Report dell'Università della Pennsylvania.

Il presente documento è riservato agli utenti dei servizi di aggiornamento di The European House-Ambrosetti. L'uso è personale e non è cedibile. È fatto divieto assoluto di riprodurre, distribuire, comunicare al pubblico o utilizzare in qualsiasi forma e modo, commerciale o meno, il presente documento, senza il consenso scritto di The European House-Ambrosetti. Maggiori informazioni sui termini e sulle condizioni di utilizzazione sono disponibili su www.ambrosetti.eu.

LA FINE DEL QUANTITATIVE EASING DELLA BCE: QUALI IMPATTI SUL DEBITO PUBBLICO E SUL SISTEMA BANCARIO

Aggiornamento e integrazione della ricerca Club presentata al Workshop Finanza di aprile

Carlo Cottarelli

Portavoce dell'*Advisory Board* del lavoro di ricerca di Ambrosetti Club realizzato dai consulenti di The European House - Ambrosetti

Per il quinto anno consecutivo, The European House - Ambrosetti è stata nominata - nella categoria "*Best Private Think Tanks*" - 1° *Think Tank* in Italia, tra i primi 10 in Europa e nei primi 100 indipendenti su 6.846 a livello globale nell'edizione 2017 del «*Global Go To Think Tanks Report*» dell'Università della Pennsylvania

© 2018 The European House - Ambrosetti S.p.A. TUTTI I DIRITTI RISERVATI. Questo documento è stato ideato e preparato da The European House - Ambrosetti S.p.A. per i clienti destinatari; nessuna parte di esso può essere in alcun modo riprodotta per terze parti o da queste utilizzata, senza l'autorizzazione scritta di The European House - Ambrosetti S.p.A.

Obiettivi della ricerca

Indagare **se e quanto** la **fine del programma di acquisto di titoli** (APP – Asset Purchase Program) ed in particolare di Obbligazioni Governative (PSPP – Public Sector Purchase Program) **impatterà sulla sostenibilità del debito pubblico italiano**

Analizzare gli impatti di un rialzo dei rendimenti sulla **solidità del sistema bancario**

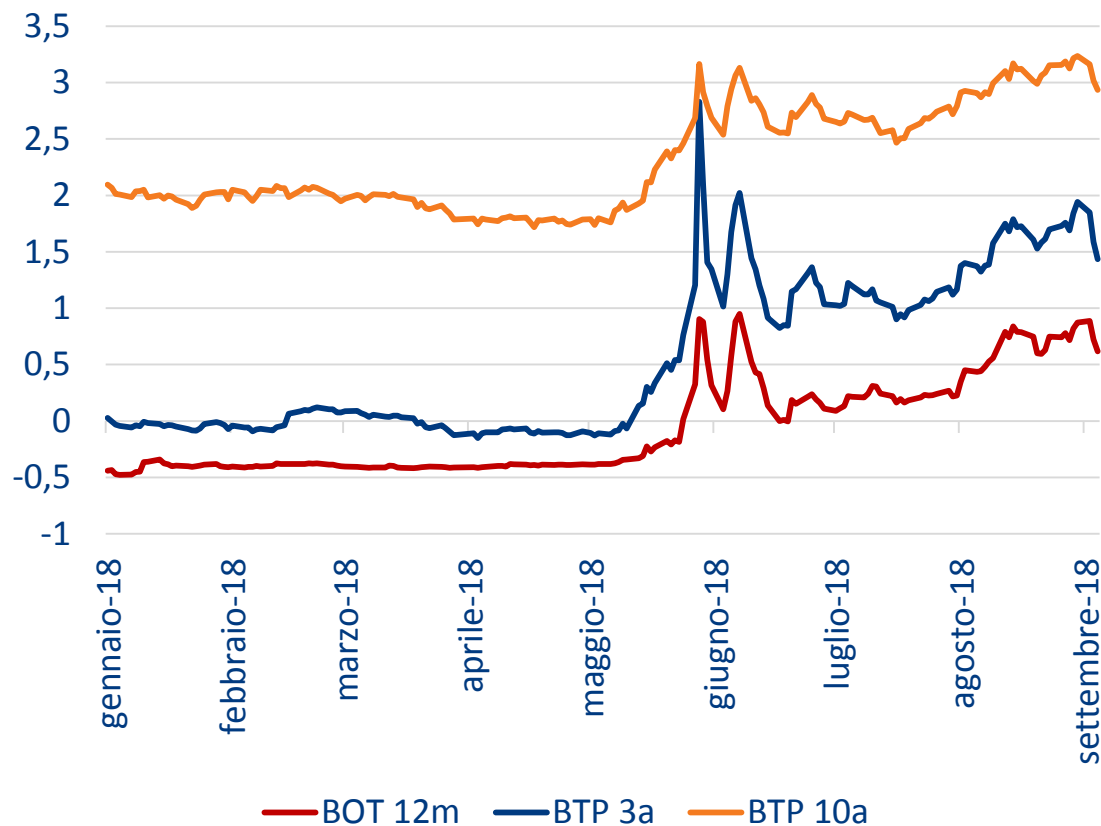
Formulare proposte per garantire la **sostenibilità del debito** in una prospettiva di risk management

Abbiamo costruito un modello che **simula cosa succederebbe allo stock di debito se la situazione economica italiana si evolvesse seguendo determinate traiettorie**

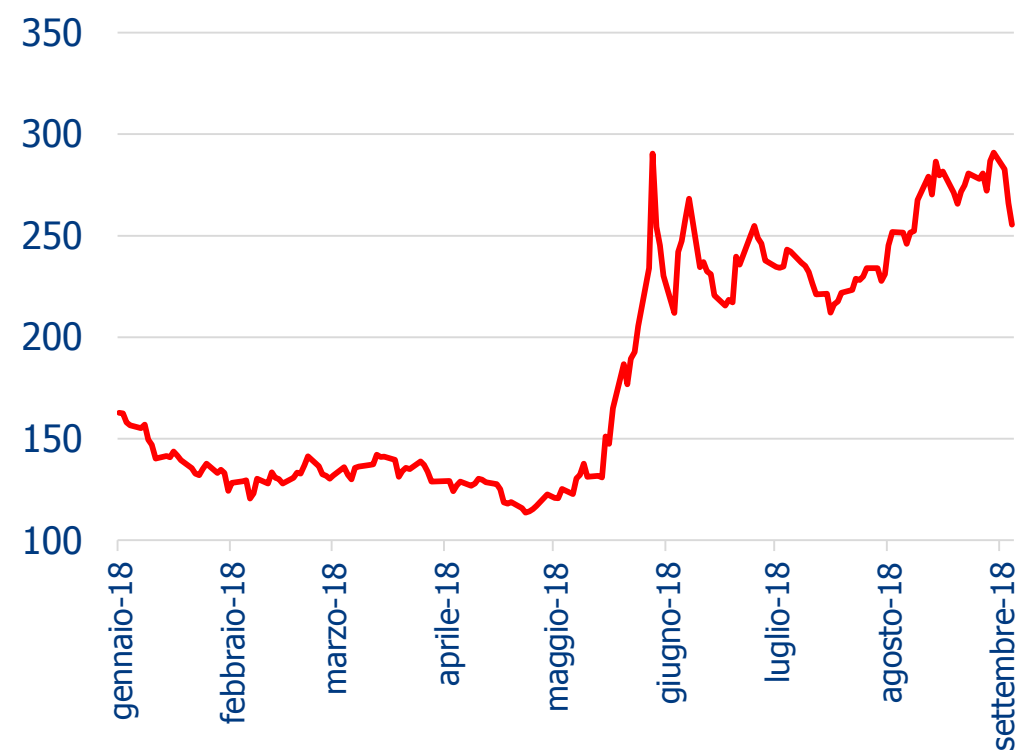
Avvertenza: **il modello produce scenari non previsioni** sull'evoluzione del tasso di crescita del PIL, dell'avanzo primario, dell'inflazione e del rapporto deficit/PIL

Dalla presentazione della ricerca al Forum Finanza di aprile i tassi dei titoli di stato italiani e lo spread hanno ripreso a crescere

Tassi di interesse sui titoli di stato italiani, gennaio 2018 – settembre 2018

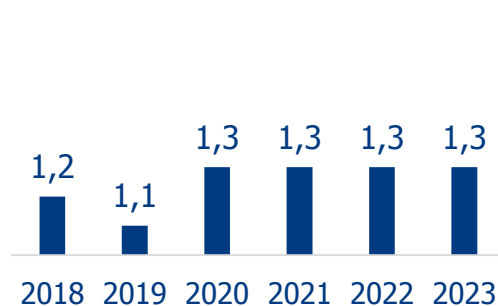


Spread BTP/Bund (punti base), gennaio 2018 – settembre 2018



Scenario di Consenso Ambrosetti Club: ipotesi

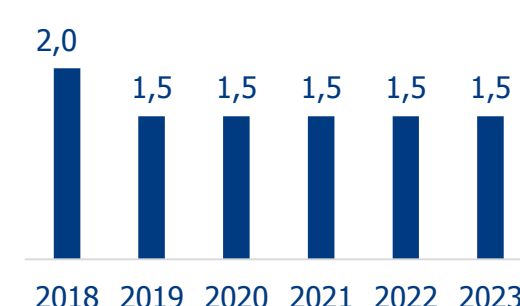
- Il **tasso di crescita del PIL** e il **tasso di inflazione** si attestano attorno ai **valori medi di consenso** espressi dai membri del Comitato Guida e raccolti attraverso una survey realizzata ad hoc
- L'**avanzo primario** si attesta attorno all'**1,5%**, valore medio degli ultimi anni
- Abbiamo simulato due differenti evoluzioni della **curva dei rendimenti**: «lo scenario tassi di consenso» presenta una **variazione positiva di 80 p.b. nel 2020** e di altri **20 p.b. all'anno dal 2021 in poi**. Nel secondo caso, «rialzo accelerato dei tassi», abbiamo simulato un **rialzo di 100 p.b. già nel 2019** rispetto al **2018**, per poi seguire la medesima dinamica dello scenario precedente



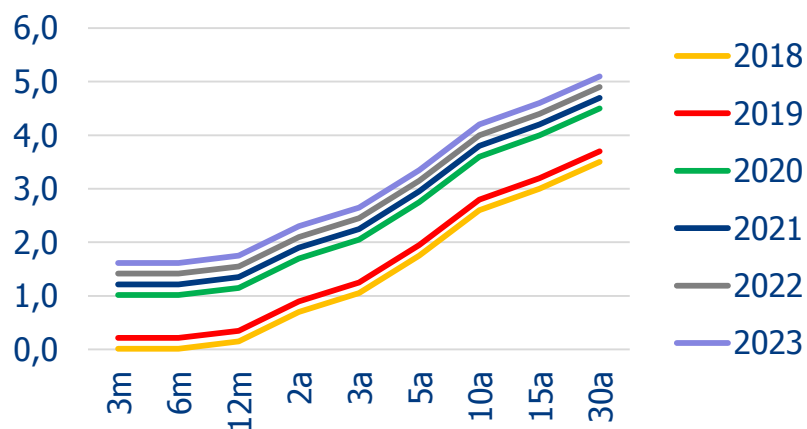
Tasso di crescita del PIL



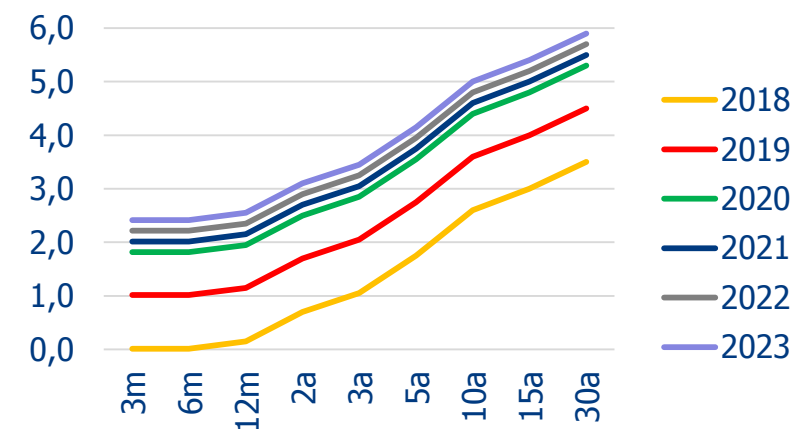
Tasso di inflazione



Avanzo primario



Curva dei rendimenti a scadenza
Tassi di consenso

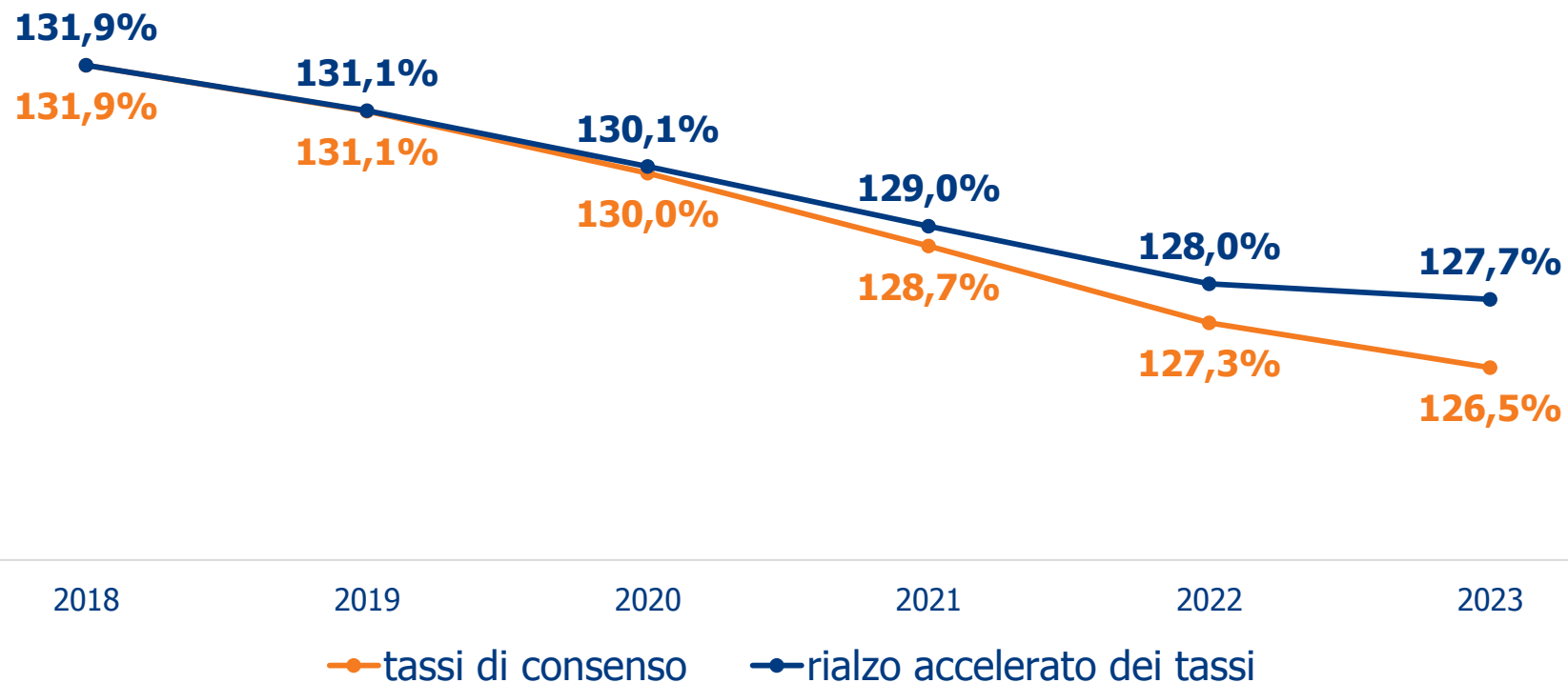


Curva dei rendimenti a scadenza
Rialzo accelerato dei tassi

Scenario di Consenso Ambrosetti Club: risultati

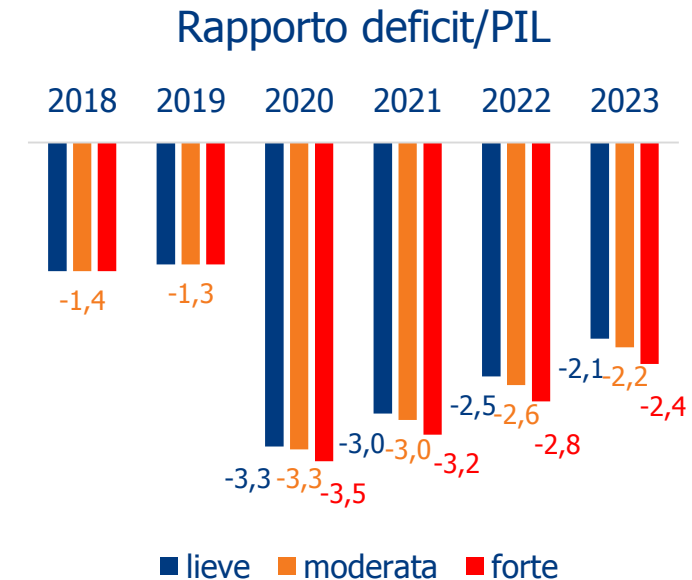
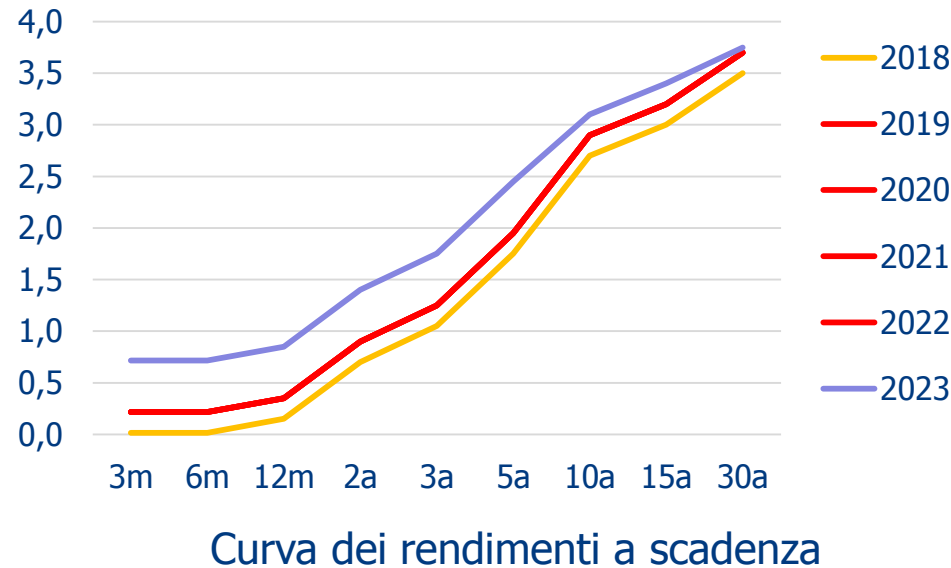
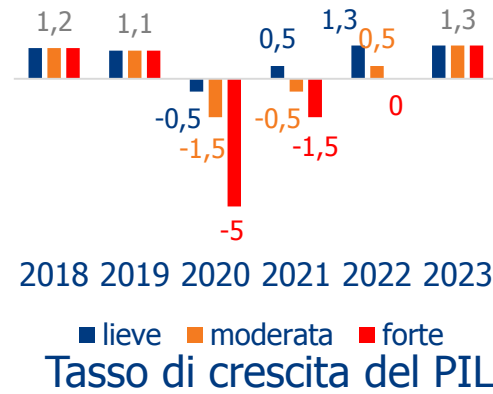
I differenti percorsi di crescita dei tassi di interesse comportano una **spesa per interessi notevolmente diversa**: la spesa sostenuta nello scenario con rialzo accelerato dei tassi è, complessivamente, **maggiore per 22 miliardi di Euro. Ma in entrambe i casi il debito continua a scendere rispetto al PIL**

Rapporto debito/PIL



Scenario recessioni di differente magnitudo senza spread: ipotesi

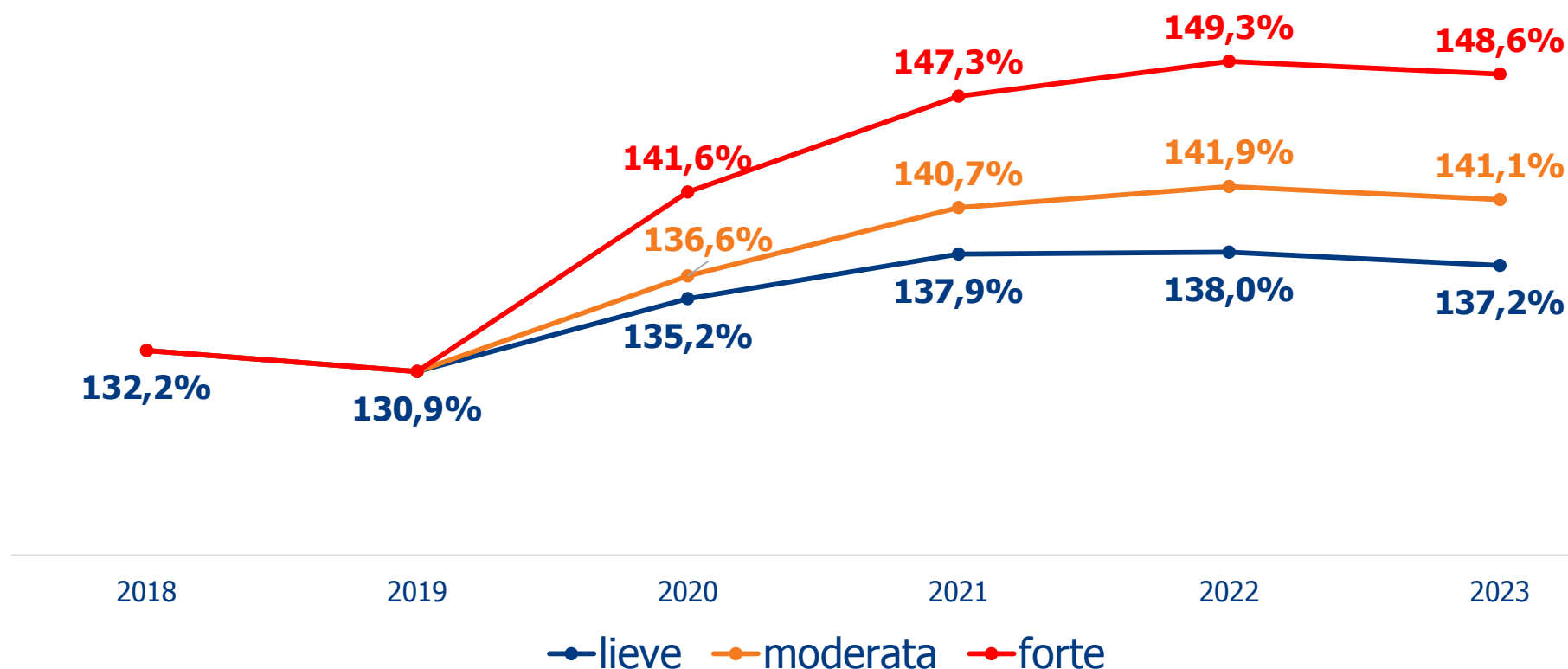
- Lo scenario simula uno **shock esterno nel 2020**, che colpisce l'Italia mandandola in recessione e rallentando la dinamica dell'inflazione. Negli anni successivi il tasso di crescita del PIL e l'inflazione tornano a convergere ai valori di medio periodo stimati da OCSE e BCE
- Lo scenario simula una risposta di politica monetaria da parte della BCE, che interviene e mantiene i **tassi d'interesse al livello attuale** fino alla fine della crisi nel 2021
- Per fronteggiare la crisi il Governo utilizza gli spazi possibili di finanza pubblica azzerando l'avanzo primario. Dal 2021 l'avanzo primario torna a crescere e tende all'1,2% nel 2023



Scenario recessioni di differente magnitudo senza spread: risultati

Rapporto debito/PIL

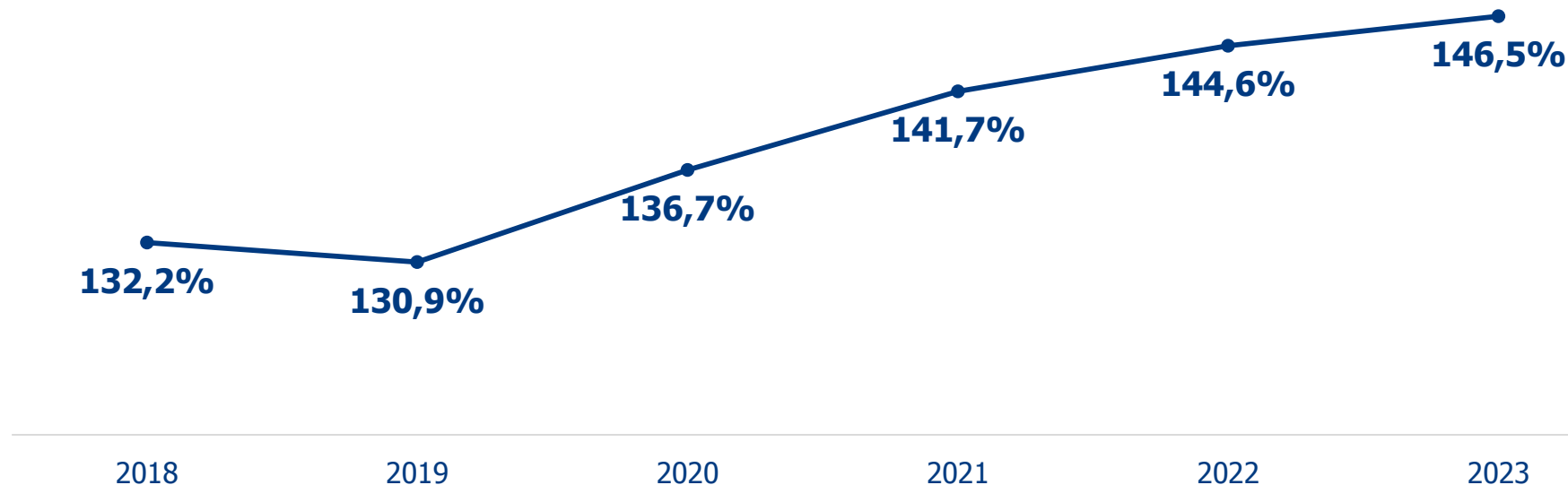
Una recessione nel 2020 avrebbe impatti significativi sul rapporto debito/PIL italiano. Anche solo una **recessione di moderata** entità nel 2020 (decrescita PIL a -1,5%) causerebbe un aumento sensibile del rapporto debito/Pil anche in assenza di un aumento dello spread



Scenario recessione moderata (PIL -1,5% nel 2020) con spread: risultati

Rapporto debito/PIL

Una eventuale **reazione negativa dei mercati** alla recessione e all'aumento del rapporto debito/Pil causerebbe un aumento dello spread e renderebbe **insostenibile** anche una **crisi congiunturale di media entità**

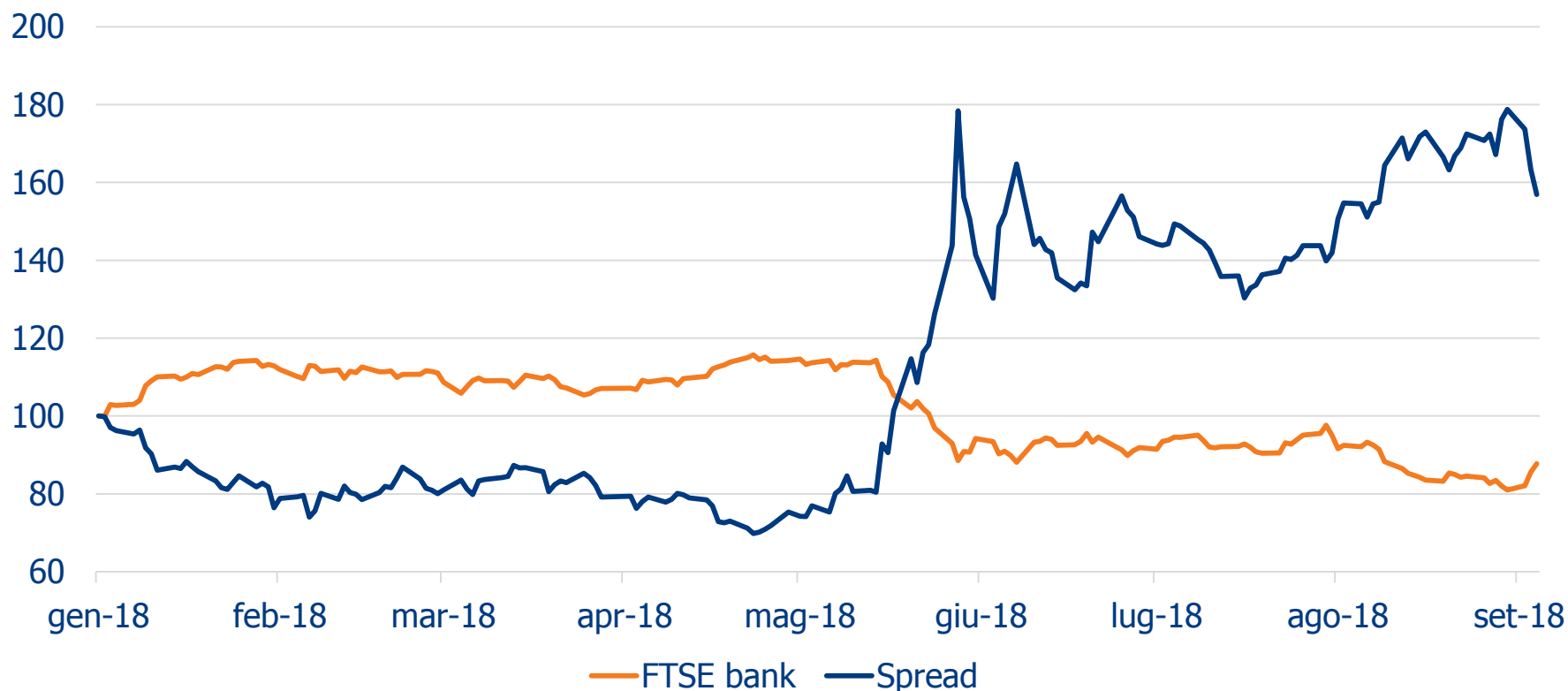


*Abbiamo replicato, dal 2020, la dinamica dei tassi presentatasi durante la crisi dello spread del 2011

QUALI SONO I RISCHI PER IL SETTORE BANCARIO?

C'è un forte legame tra spread sovrano e andamenti degli indici azionari bancari

**Spread e indice azionario FTSE all bank Italy, base 100, 02/02/2018 = 100),
gennaio 2018 – settembre 2018**



La normativa di Basilea III fissa il rapporto minimo (CET1 Ratio) obbligatorio fra Core Equity Tier 1 (capitale privilegiato) e attività ponderate per il rischio a 10,5% per le banche italiane

Questo legame è evidenziato anche dai CDS bancari, che sono fortemente correlati con i CDS sovrani

**Coefficiente di correlazione fra CDS bancari e CDS su BTP a 5 anni,
gennaio 2018 – settembre 2018***

Monte dei Paschi di Siena	0,729
Unione di Banche Italiane	0,766
UniCredit	0,889
Banco BPM	0,943
Intesa Sanpaolo	0,952

*Estendendo l'analisi su un periodo diverso non si osservano variazioni statisticamente significative

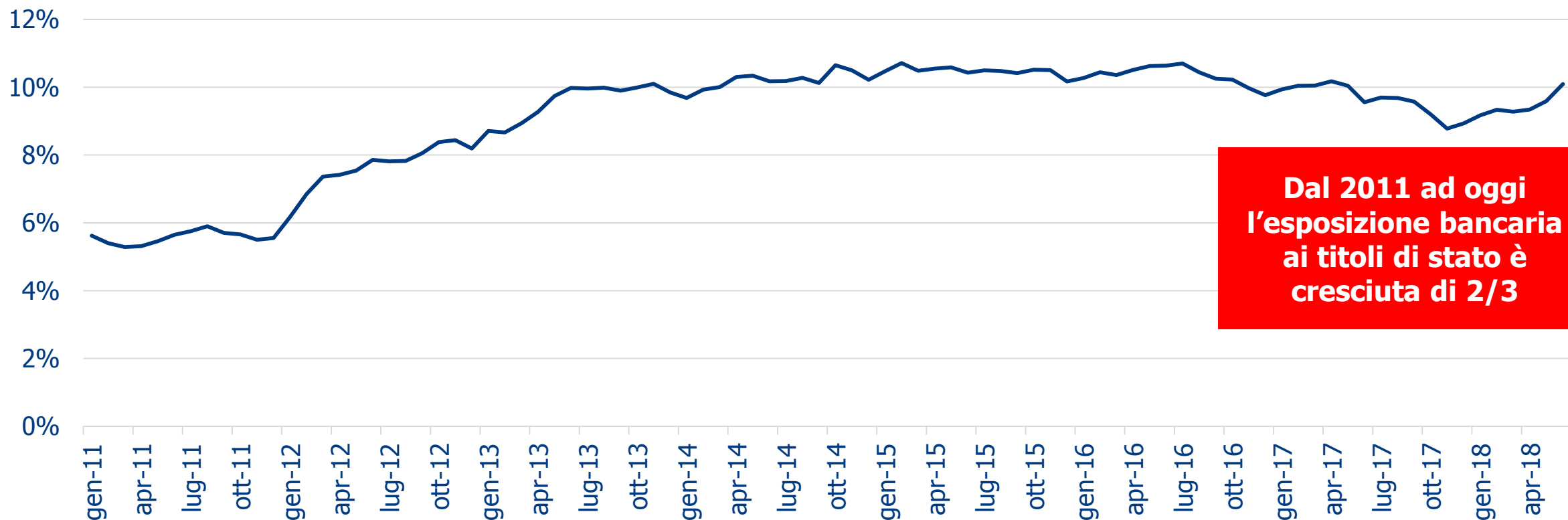
Fonte: elaborazione The European House – Ambrosetti su dati Bloomberg, 2018

Ci sono quattro canali di trasmissione dallo spread al sistema bancario

- L'aumento dello spread genera **pressioni sul capitale bancario**
- L'aumento dei rendimenti induce un maggior costo delle obbligazioni bancarie e potenziali rischi di roll over per le banche più esposte
- Un eventuale downgrade del rating renderebbe più **difficile l'accesso al credito ordinario** della BCE
- Un eventuale rallentamento dell'economia **farebbe crescere le sofferenze bancarie**

L'attivo del settore bancario, rispetto al 2011, è composto da una quota maggiore di titoli di stato

**Stock di debito pubblico italiano detenuto da istituti bancari, (% sul totale dell'attivo),
gennaio 2011 – giugno 2018**

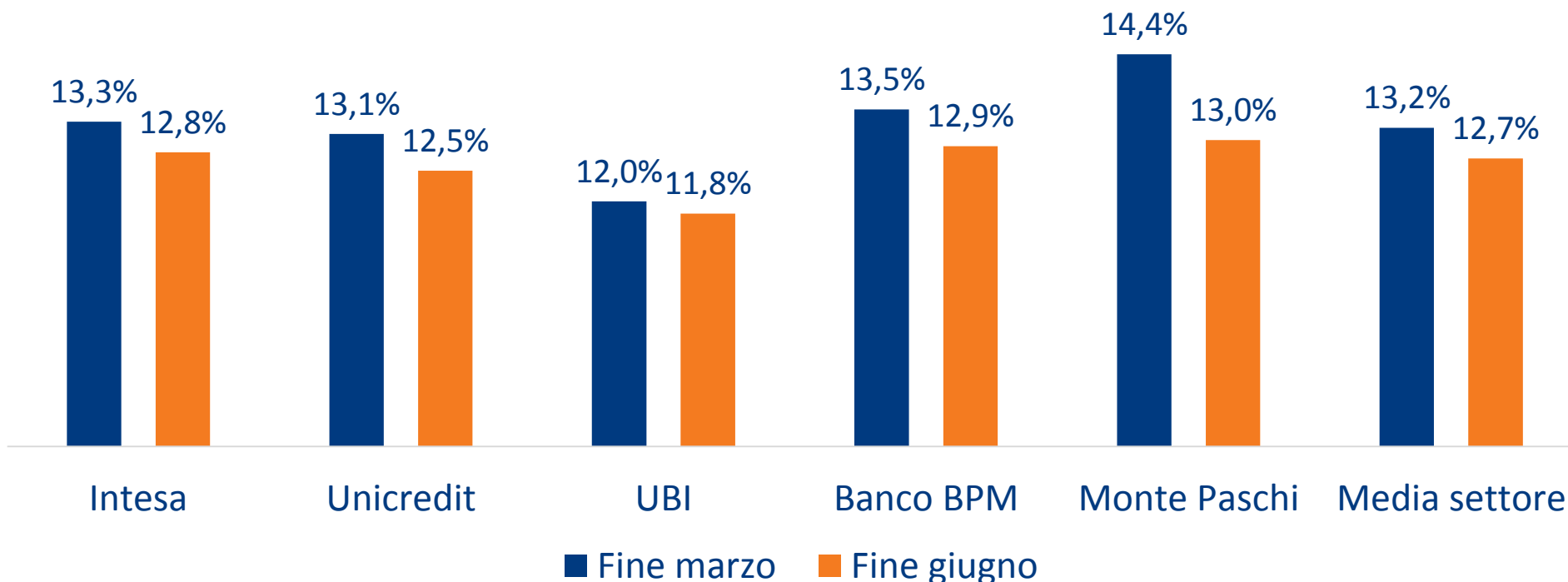


Il confronto fra il primo e secondo trimestre 2018 evidenzia come il CET1 ratio di tutte le principali banche italiane si sia ridotto

CET1 ratio, (capitale privilegiato/attività ponderate per il rischio),
marzo 2018 e giugno 2018

100 punti base aggiuntivi di spread generano, in media, una riduzione di 40 punti base di CET1 ratio.

Questo si traduce, complessivamente, in una perdita di capitalizzazione di circa **20 miliardi di Euro** sull'intero sistema bancario



Le banche possono chiedere prestiti ordinari alla BCE dando come collaterale dei titoli

- Una banca può chiedere finanziamenti ordinari alla BCE dando come **collaterali** titoli considerati sicuri – il cui **rating sia investment grade**
- Oltre ai titoli di stato è possibile offrire altri collaterali, come **credit claims** (crediti erogati alla clientela), ABS e bond bancari. Questi titoli devono però essere **considerati sicuri dalla Banca d'Italia**
- In caso di downgrade dei titoli sovrani ci potrebbe essere una perdita di eleggibilità anche per gli altri collaterali. Questo restringerebbe il pool di asset utilizzabili e **ridurrebbe le possibilità di finanziamento ordinario**
- In assenza di finanziamento ordinario le banche possono ricorrere all'**Emergency Liquidity Assistance**, i cui prestiti sono erogati a **tassi più alti** a fronte di collaterali meno sicuri

Al momento i titoli di stato italiani sono valutati Baa2 da Moody's, BBB da S&P, BBB da Fitch e BBB (high) da DBRS. Questi rating posizionano i titoli sovrani italiani due gradini sopra i junk bond (tre gradini nel caso di DBRS)

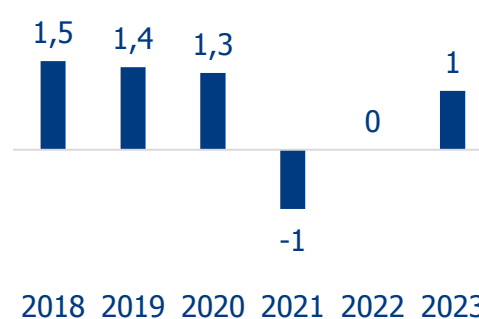
Un'ultima simulazione per rispondere alla domanda di policy:

Come porre l'Italia al riparo dal rischio di una crisi di fiducia causata da uno shock esterno?

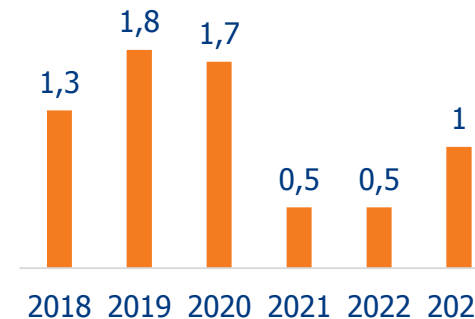
Occorre un aumento graduale dell'avanzo primario prima che lo shock esterno ci colpisca

Scenario raggiungimento degli obiettivi DEF e BCE e recessione nel 2021: ipotesi

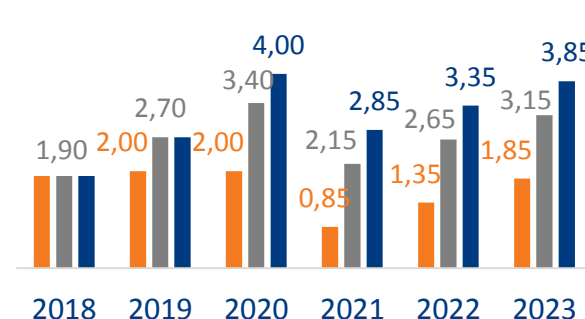
- Per il triennio 2018-2020 il tasso di **crescita del PIL e l'inflazione sono in linea con il DEF**. Nel 2021 una recessione globale colpisce anche l'Italia, riducendo il tasso di crescita del PIL e l'inflazione
- La BCE interviene sul mercato acquistando titoli e abbattendo i rendimenti che, dopo essere cresciuti nel biennio 2019-2020, tornano ai livelli odierni
- Abbiamo simulato **tre diversi scenari di politica fiscale** per il triennio 2018-2020 per valutare la sostenibilità del debito pubblico a fronte di differenti avanzi primari. Dal 2021 l'avanzo primario si muove in risposta alle dinamiche del PIL



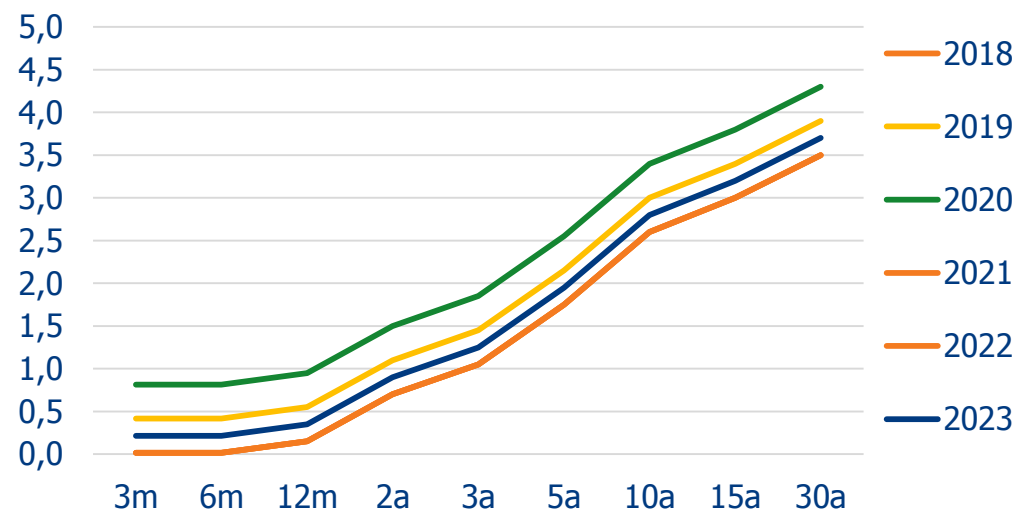
Tasso di crescita del PIL



Tasso di inflazione

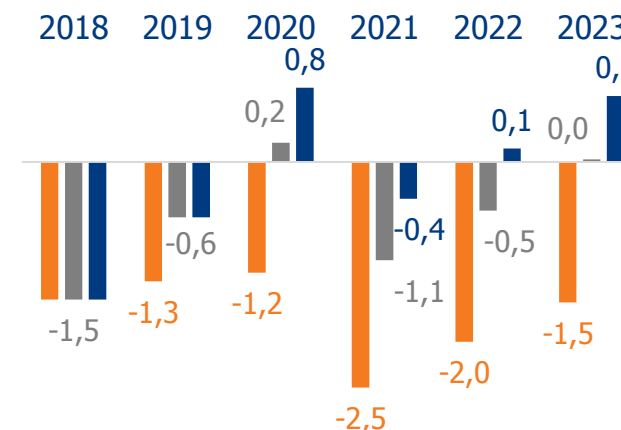


- avanzo primario al 2%
- avanzo primario al 3,3%
- avanzo primario al 4%



Curva dei rendimenti a scadenza

Rapporto deficit/PIL



Scenario raggiungimento degli obiettivi DEF e BCE e recessione nel 2021: risultati

Rapporto debito/PIL

Solo la creazione di un buffer di salvaguardia tramite l'incremento dell'**avanzo primario** nel biennio 2019-2020 ci consentirebbe **di gestire eventuali crisi recessive** che si dovessero presentare alla fine dell'attuale ciclo economico espansivo

