

## Outlook 8/2019

# Outlook N. 8/2019 – L'impatto del QE europeo su banche e bilanci pubblici

ISRF LAB



FISAC CGIL



Presidente e Direzione Scientifica  
**Agostino Megale**

COORDINAMENTO:  
**Nicola Cicala**  
Direttore ISRF LAB

A CURA DI:  
**Roberto Errico**  
Ricercatore ISRF LAB

# L'impatto del QE europeo su banche e bilanci pubblici

Roberto Errico – Ricercatore ISRF LAB

La fine del secondo ed ultimo mandato di Mario Draghi alla guida della BCE porta con sé una necessaria riflessione sui cambiamenti della politica monetaria della BCE nel decennio della grande crisi di inizio millennio.

E' evidente che il mandato della Banca Centrale Europea sia profondamente cambiato, se non nello statuto, sicuramente *de facto*. Il varo delle politiche monetarie espansive, culminate nel discorso di Londra del luglio 2012, ha allineato almeno in parte l'operato della BCE a quello delle altre banche centrali. In particolare, è il programma PSPP, il Quantitative Easing europeo sui titoli di Stato della zona euro, ad aver rappresentato un cambio di direzione necessario per salvaguardare l'Euro e la tenuta stessa dell'Unione Europea.

Il Programma di acquisto di titoli pubblici (PSPP) ha rappresentato lo strumento non convenzionale di politica monetaria espansiva usato dalla BCE per stimolare la crescita economica, con lo scopo di orientare l'offerta di credito e i mercati finanziari. Nel corso del programma, la cui fase attiva si è chiusa a dicembre 2018 e verrà riaperta a partire da Novembre 2019, sono stati impiegati oltre 2000 miliardi di euro. Il PSPP ha complessivamente assorbito quasi l'80% delle risorse messe in campo dalla BCE per fronteggiare la crisi finanziaria tra 2009 e 2018.

Complessivamente, si può affermare che i risultati attesi siano stati raggiunti. Innanzitutto, Il PSPP ha contribuito a mitigare le scelte EBA in materia di stress test. L'acquisto massivo di titoli da parte dell'Eurosistema ha contribuito alla stabilizzazione dei

portafogli obbligazionari delle banche Europee dei TDS, mentre i round di LTRO e TLTRO hanno sostenuto l'offerta di Credito per famiglie ed imprese.

Inoltre, nonostante le divergenze tra area "core" e periferia della zona Euro, il programma di stimolo ha ben accompagnato la graduale ripresa del PIL, risultando efficace nel sostenere la crescita. Sull'inflazione, in combinato con gli altri programmi e la politica dei tassi accomodante, il programma è risultato decisivo nello stimolare un rialzo della stessa verso l'obiettivo del 2%.

Infine, il punto davvero decisivo è stato segnato sul terreno del contenimento dello Spread. Il valore dei titoli di stato della zona euro è crollato, sino a raggiungere -0,02 di media per un bond Eurozona con 10 anni di vita residua ad agosto 2019. Nelle nostre due simulazioni, il risparmio medio annuo in termini di interessi sul debito per l'intera Eurozona tra 2013 e 2018 è pari 55 miliardi a servizio del debito 2012

costante e ad oltre 100 miliardi nell'ipotesi di tasso di crescita costante del servizio del debito. Per l'Italia, parliamo di una cifra compresa tra i 14 ed i 35 miliardi annui nello stesso periodo.

Una montagna di soldi risparmiati, che tuttavia sono stati investiti solo parzialmente per sostenere una crescita equa e sostenibile in Europa, a causa in particolare dell'incapacità manifestata dalle élite politiche europee nel superare la deriva tecnicista/tecnocratica che ha caratterizzato gli ultimi vent'anni di integrazione Europea. Alla fine, ironia della sorte, è stato proprio un tecnico a guidare uno degli atti più politici della storia dell'UE, forzando le maglie piuttosto strette delle regole Europee, superando i dubbi della Bundesbank e dell'ala più conservatrice di CDU/CSU e trovando un compromesso, non esente da imperfezioni, che ha però consentito di evitare la disgregazione dell'area Euro.

# Il Programma di Acquisto di Titoli Pubblici (PSPP)

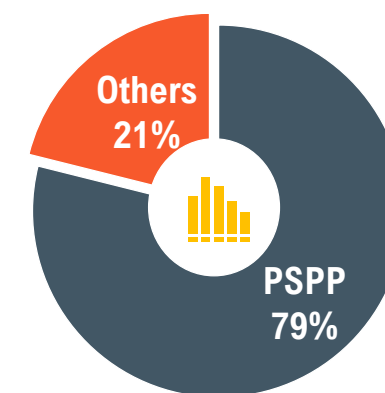
Elaborazione ISRF LAB su dati ECB

# 2101

Miliardi di Euro

Il Public Sector Purchase Program (PSPP) ha rappresentato lo strumento non convenzionale di politica monetaria espansiva usato dalla BCE per stimolare la crescita economica, con lo scopo di orientare l'offerta di credito e i mercati finanziari.

Nel corso del programma, la cui fase attiva si è chiusa a dicembre 2018 e verrà riaperta a partire da Novembre 2019, sono stati impiegati oltre 2000 miliardi di euro. Il PSPP ha complessivamente assorbito quasi l'80% delle risorse messe in campo dalla BCE per fronteggiare la crisi finanziaria tra 2009 e 2018.

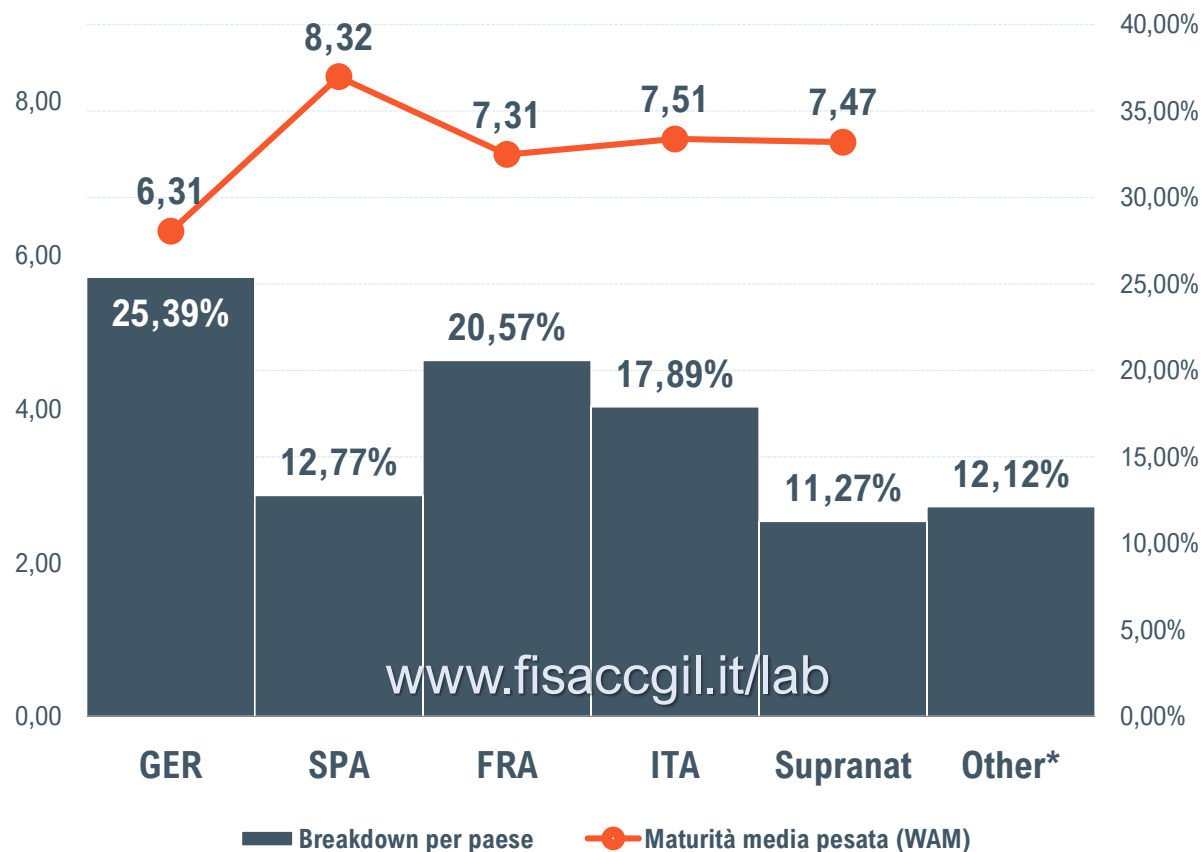


BCE: Distribuzione Outright Monetary Operations, 2009-2018

# PSPP: obiettivi

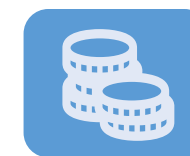
Elaborazione ISRF LAB su dati ECB; dati al 31.12.2018

PSPP: Breakdown per paese e Maturità media pesata dei titoli



## RIPRESA

Sostenere la ripresa economica e stimolare l'inflazione



## STABILIZZAZIONE

Stabilizzare il mercato dei titoli di Stato



## REBALANCING

Spingere gli investitori verso differenti strumenti di rischio (Portfolio Rebalancing Channel)

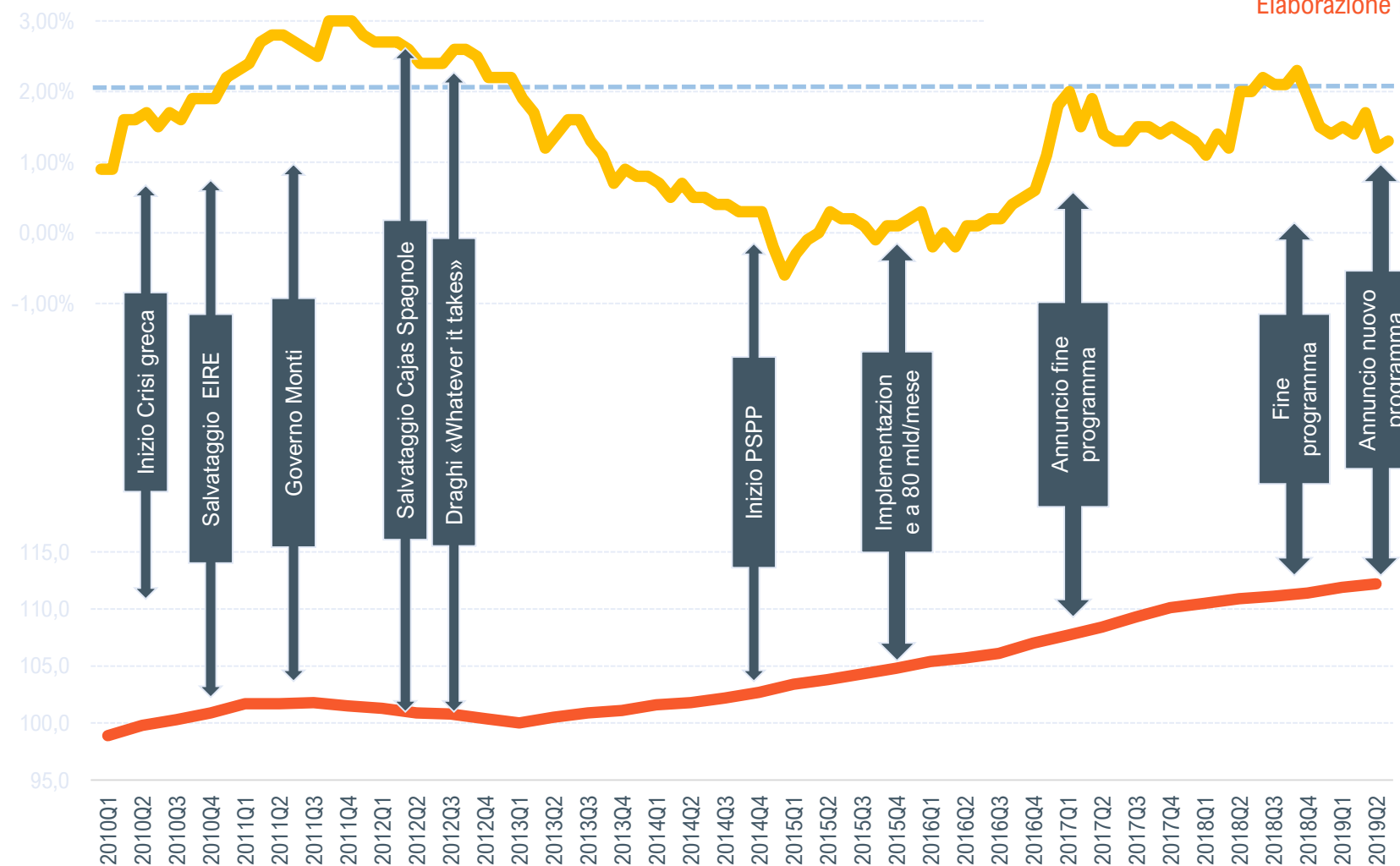


## "WHATEVER IT TAKES"

Evitare una nuova crisi del debito sovrano all'interno dell'Eurozona

# PSPP: Timeline

Elaborazione ISRF LAB su dati ECB; dati al 30.06.2019



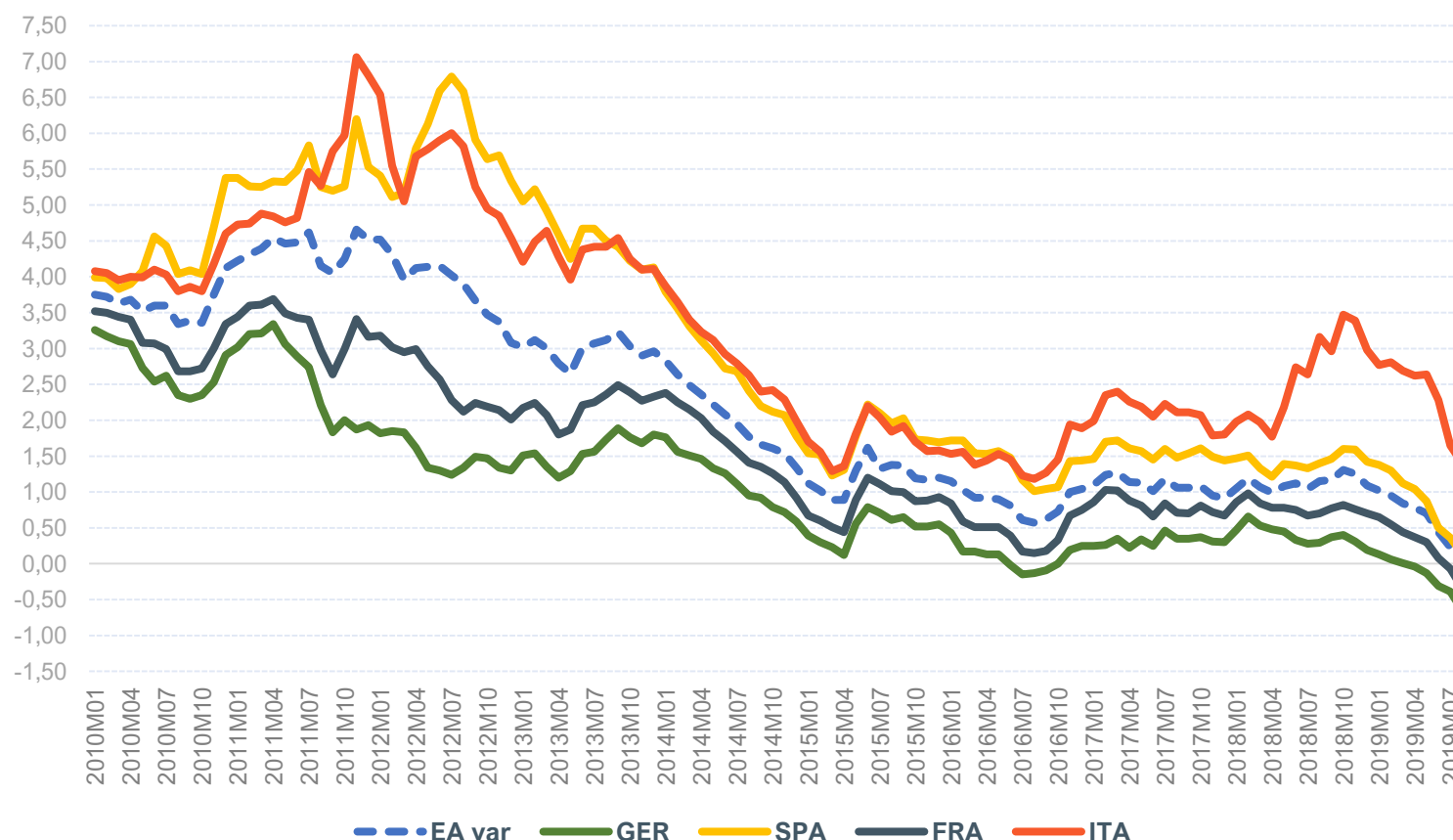
**Inflazione  
Eurozona (EA  
var)**

**PIL Eurozona  
(EA 19)  
(06/2010=100)**

# Impatto sui bilanci delle banche: rischio/rendimento TDS

Elaborazione ISRF LAB su dati Eurostat – EMU Convergence Criterion

## Curva dei rendimenti – Maturity: 10Y

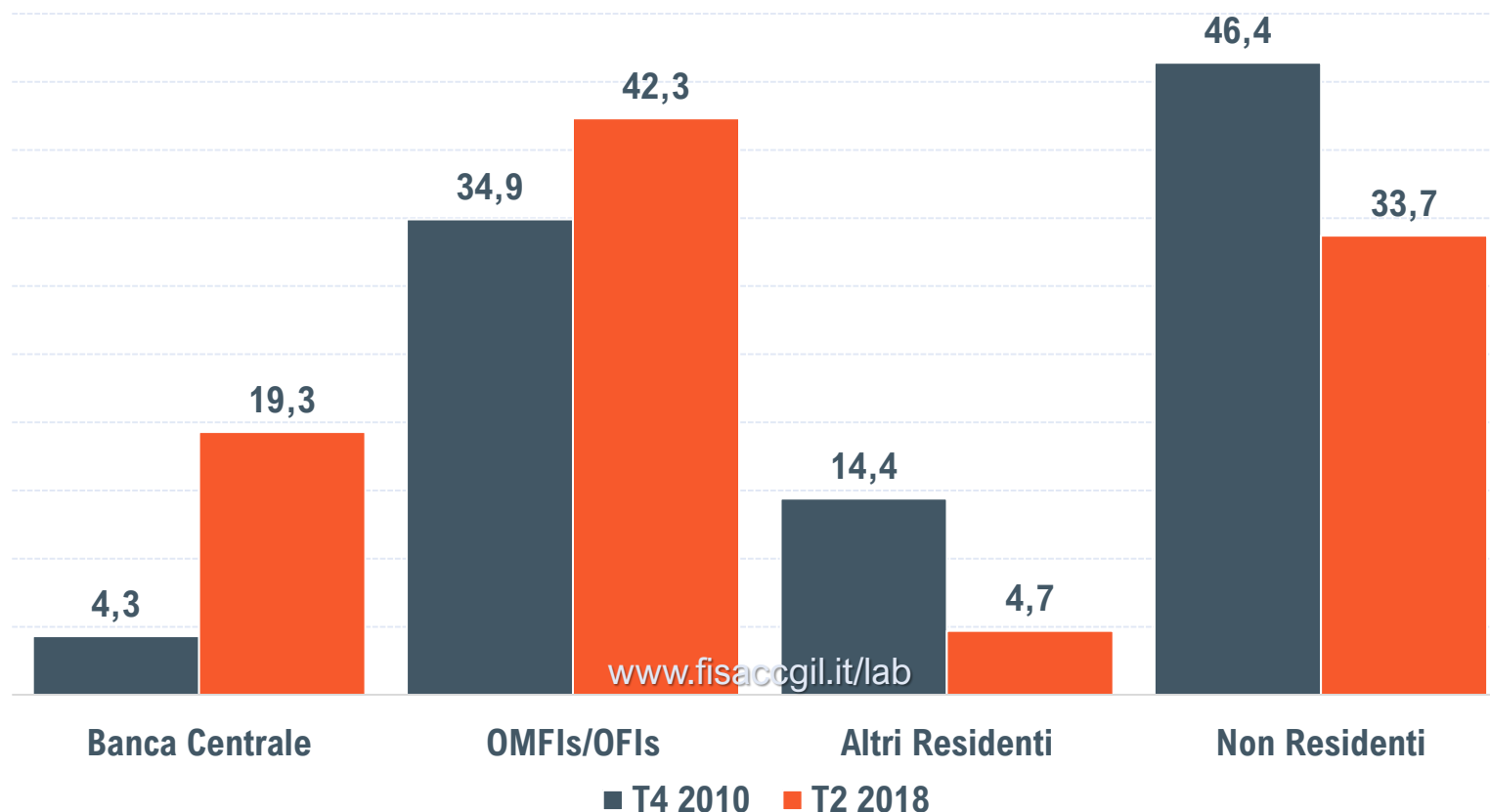


Il valore dei titoli di stato della zona euro è crollato, sino a raggiungere -0,02 di media per un bond Eurozona con 10 anni di vita residua ad agosto 2019

# PSPP: banche e portafoglio titoli pubblici

Elaborazione ISRF LAB su dati Brugel Dataset SBH

**Italia: Sovereign Bond Holding, % del totale, IV trim 2010 vs II trim 2018**

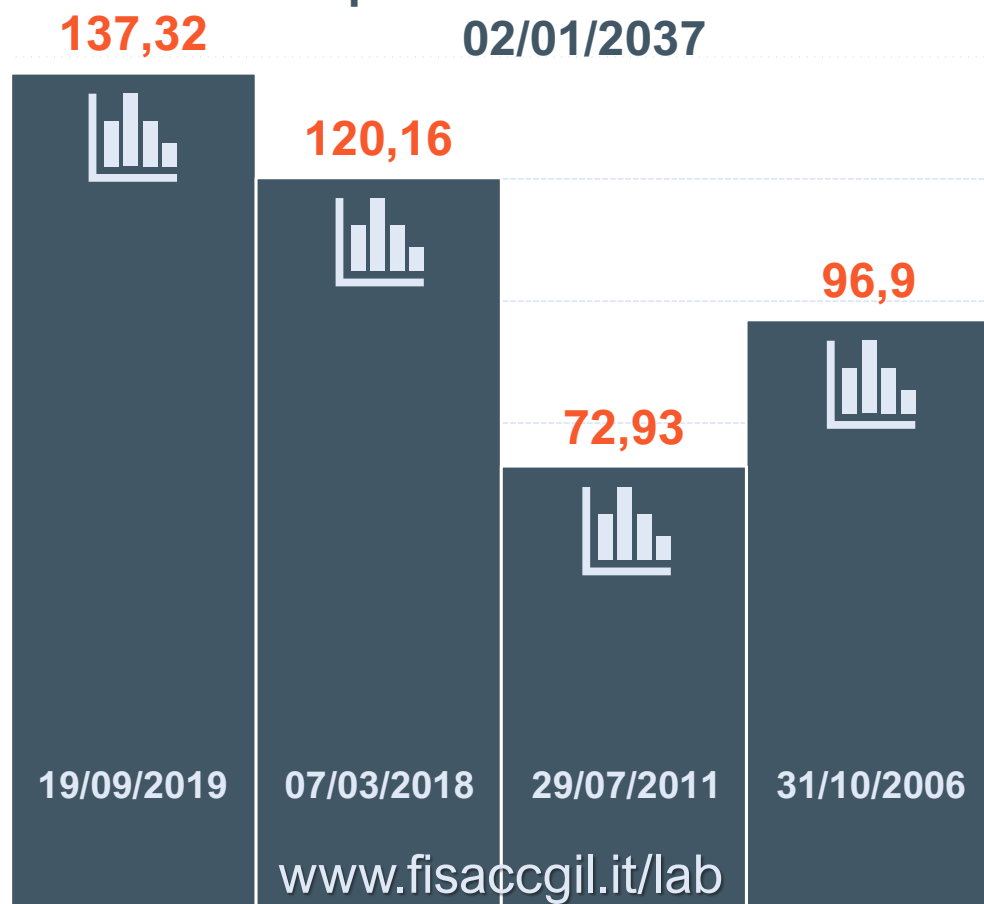


Il PSPP ha contribuito a mitigare le scelte EBA in materia di stress test. L'acquisto massivo di titoli da parte dell'Eurosistema ha contribuito alla stabilizzazione dei portafogli obbligazionari delle banche Europee dei TDS, mentre i round di LTRO e TLTRO hanno sostenuto l'offerta di Credito per famiglie ed imprese. Nel caso italiano, come anche in Spagna, Francia e Germania, gli acquisti BCE hanno in gran parte sostituito quelli di imprese non finanziarie e famiglie.

# PSPP: conseguenze sull'attività bancaria

Elaborazione ISRF LAB su dati Eurostat e Bloomberg

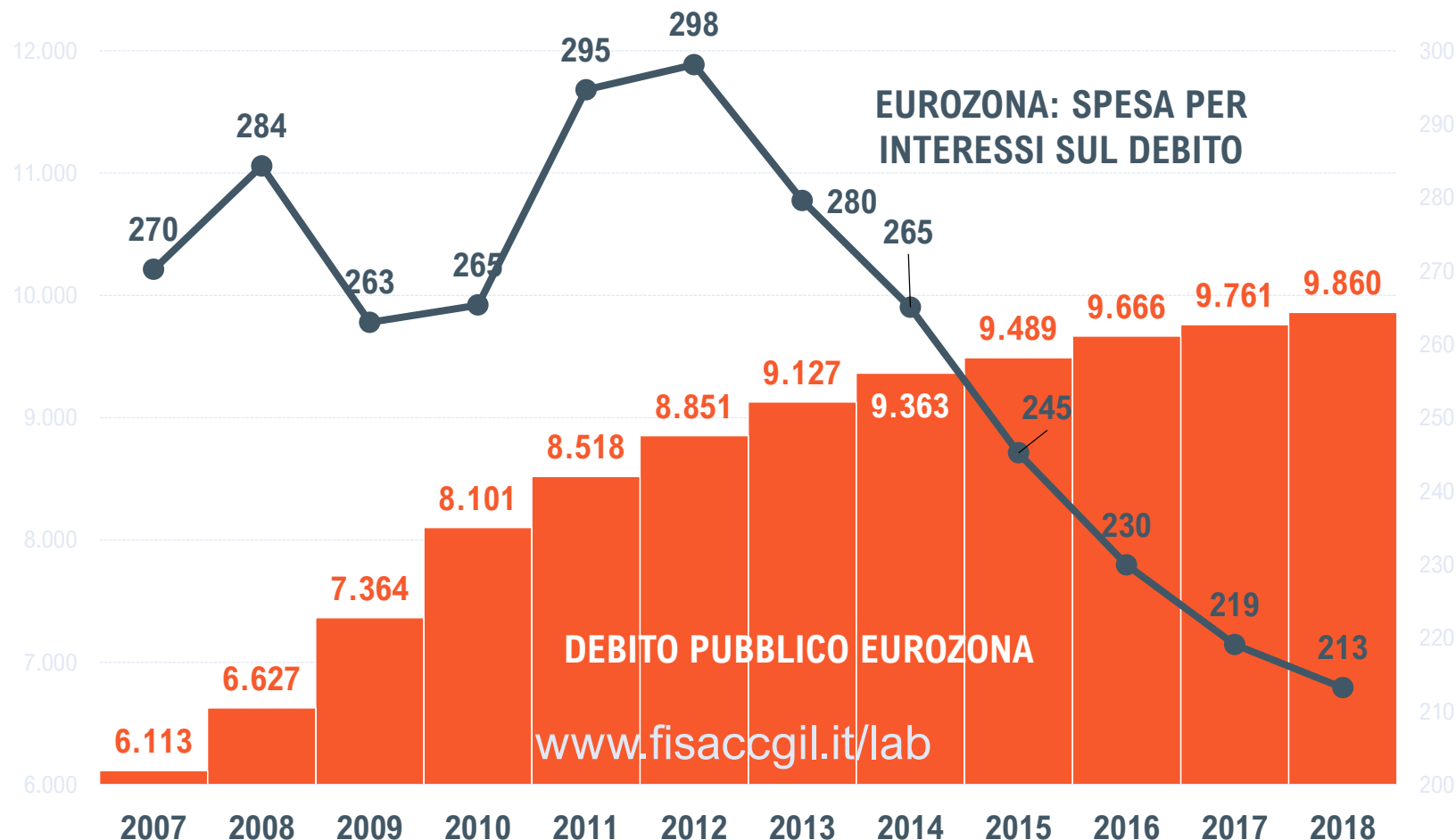
**Esempio: BTP 4% IT0003934657**  
**02/01/2037**



Il crollo dei rendimenti sui TDS ha parzialmente controbilanciato gli effettivi negativi di tassi d'interessi estremamente bassi. La rivalutazione dei TDS acquistati nel periodo di maggiore turbolenza ha prodotto consistenti Capital Gain per le banche che in questi titoli avevano investito.

# Impatto sui conti pubblici: introduzione

Elaborazione ISRF LAB su dati Eurostat; dati in Miliardi di Eur.

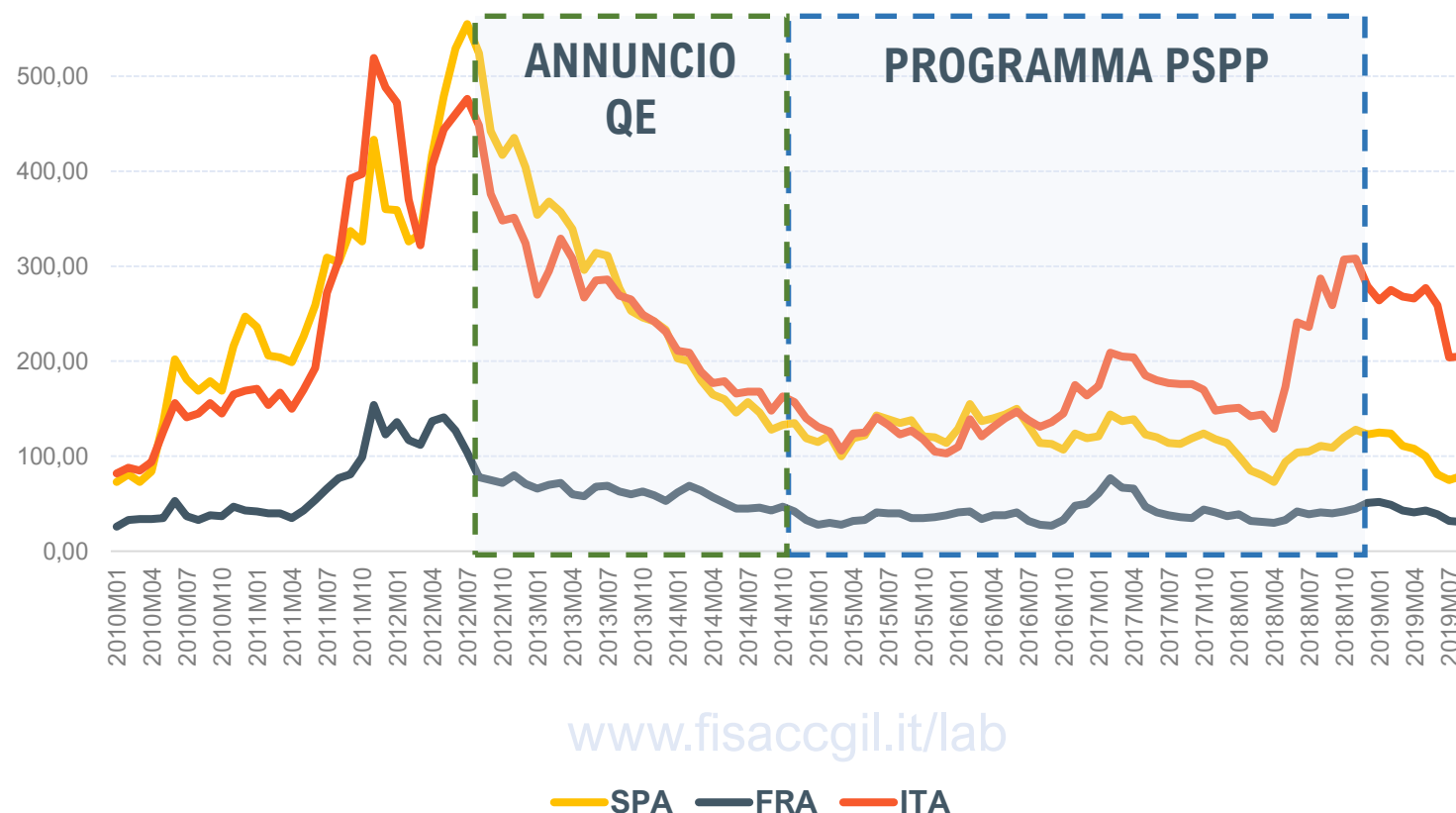


Nonostante un debito nominale crescente, grazie al programma di acquisti BCE, la spesa per interessi sul debito (linea) è diminuita di quasi il 30% tra 2012 e 2018

# Andamento dello Spread

Elaborazione ISRF LAB su dati Eurostat – EMU Convergence Criterion

## Andamento Spread medio mensile Bund vs OAT/Bonos/BTP 10Y

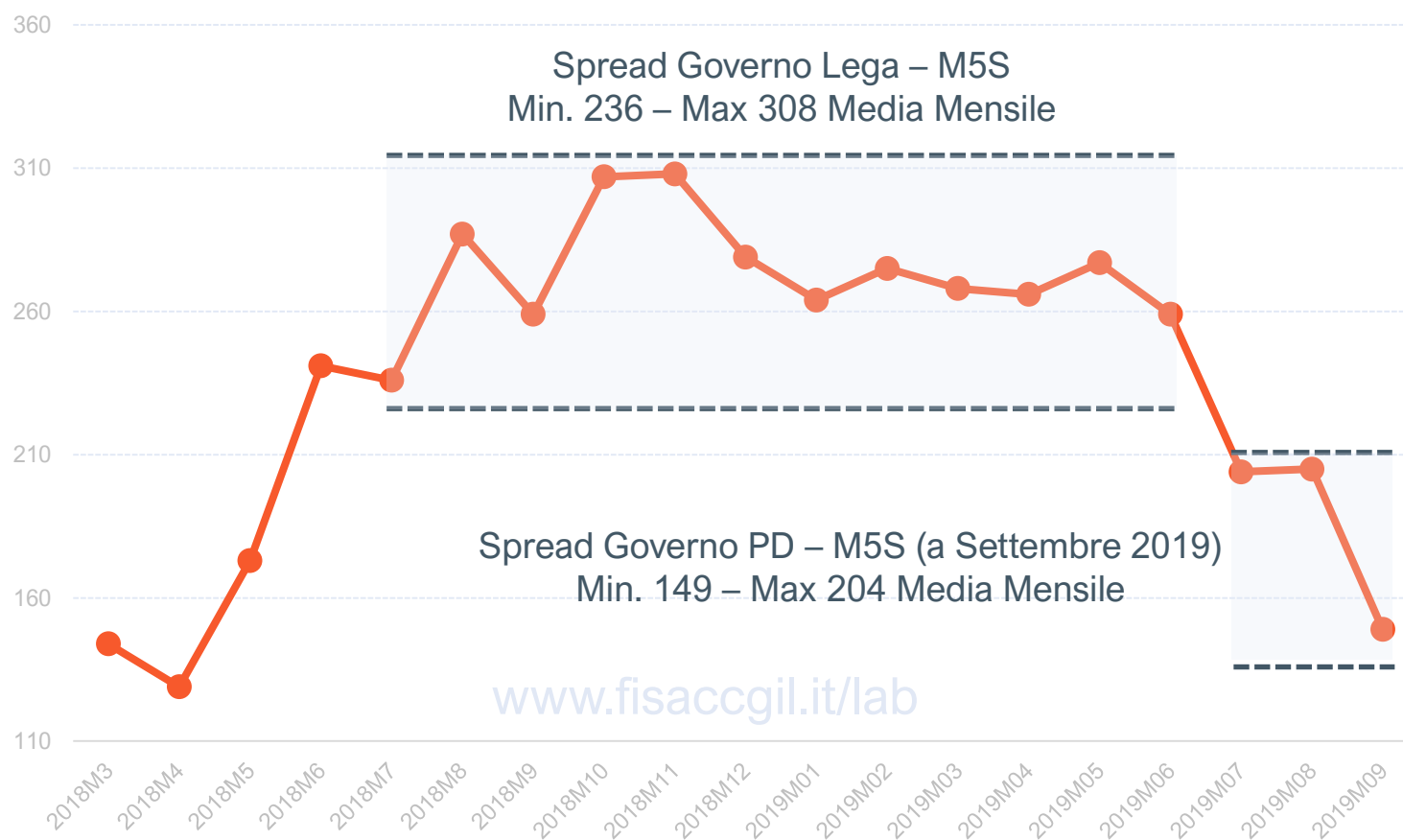


Il crollo dei rendimenti sui TDS impatta particolarmente sui bilanci dei paesi della sponda sud dell'Eurozona

# Spread e costo «politico»

Elaborazione ISRF LAB su dati Eurostat – EMU Convergence Criterion

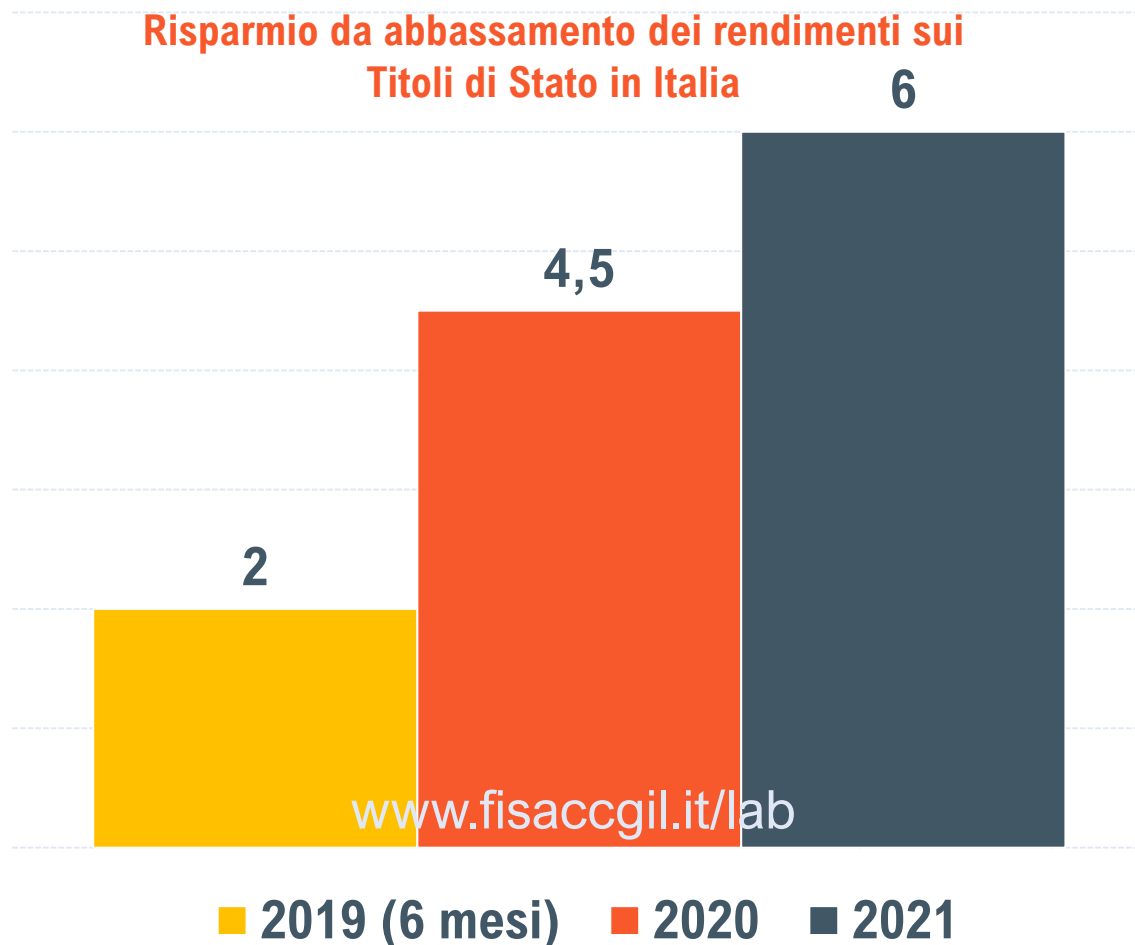
## Andamento Spread medio mensile Bund vs BTP 10Y



Il programma ha  
ovviamente funzionato  
meglio quando è stata  
garantita stabilità  
politica e  
cooperazione tra Stati  
membri e istituzione  
comunitarie

## Spread e costo «politico»

Elaborazione ISRF LAB su dati Eurostat

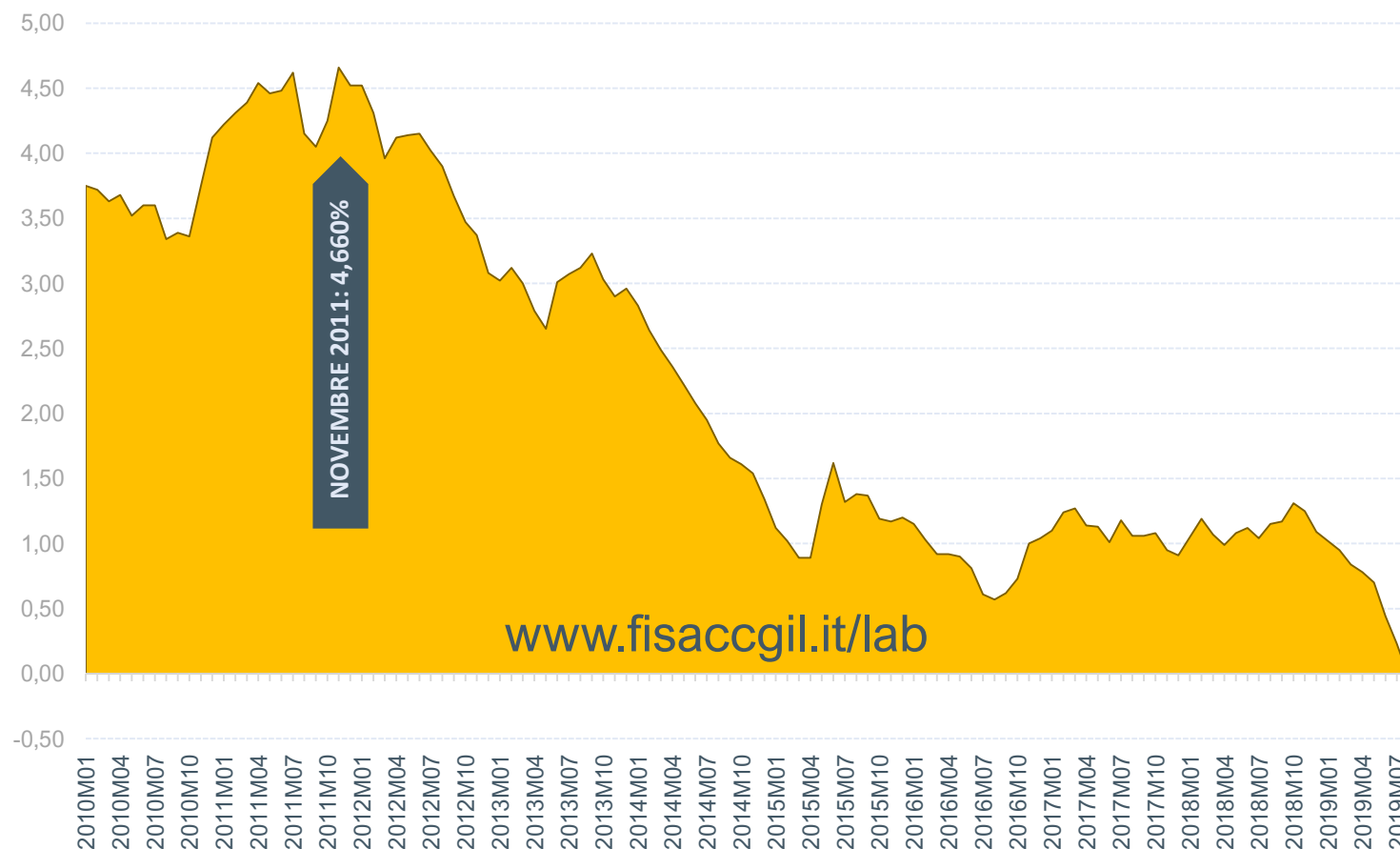


Per l'Italia, il risparmio da «costo politico» sulla spesa per interessi in seguito alla formazione del nuovo governo, è stimato a circa 13,5 miliardi tra la seconda metà del 2019 e la fine del 2021

# Andamento dello Spread

Elaborazione ISRF LAB su dati Eurostat – EMU Convergence Criterion

Eurozona (EA var) – Curva dei rendimenti – Maturity 10Y



A partire da metà 2012, la curva dei rendimenti declina in misura particolarmente evidente.

L'effetto annuncio (il famoso «Whatever it takes» di Draghi) è addirittura superiore rispetto all'impatto del programma stesso.

# PSPP: effetti sul servizio del debito (SD)

Elaborazione ISRF LAB su dati Eurostat

| PAESE    | Servizio del debito (SD) in mld di EUR |       |       | Tassi crescita media annua SD per periodo |           |           | Interesse implicito* |       |       | Incidenza SD sul PIL |       |       | Variazione Rapporto SD/PIL |           |
|----------|----------------------------------------|-------|-------|-------------------------------------------|-----------|-----------|----------------------|-------|-------|----------------------|-------|-------|----------------------------|-----------|
| ANNO     | 2012                                   | 2014  | 2018  | 2010-2012                                 | 2012-2014 | 2014-2018 | 2012                 | 2014  | 2018  | 2012                 | 2014  | 2018  | 2012-2014                  | 2014-2018 |
| EA19     | 298,1                                  | 265,0 | 213,2 | 4,27%                                     | -5,71%    | -5,30%    | 3,37%                | 2,83% | 2,16% | 3,03%                | 2,60% | 1,84% | -0,42%                     | -0,76%    |
| Germania | 63,1                                   | 47,0  | 31,0  | -0,97%                                    | -13,72%   | -9,89%    | 2,84%                | 2,12% | 1,50% | 2,29%                | 1,60% | 0,91% | -0,69%                     | -0,68%    |
| Spagna   | 31,0                                   | 36,1  | 29,8  | 18,99%                                    | 7,91%     | -4,69%    | 3,47%                | 3,46% | 2,54% | 2,98%                | 3,47% | 2,46% | 0,50%                      | -1,01%    |
| Francia  | 54,7                                   | 46,4  | 40,0  | 3,55%                                     | -7,84%    | -3,66%    | 2,89%                | 2,28% | 1,73% | 2,62%                | 2,16% | 1,70% | -0,46%                     | -0,46%    |
| Italia   | 83,6                                   | 74,4  | 65,0  | 6,36%                                     | -5,66%    | -3,32%    | 4,20%                | 3,48% | 2,80% | 5,18%                | 4,59% | 3,70% | -0,59%                     | -0,89%    |

Con la partenza del programma, i rendimenti si stabilizzano su livelli estremamente bassi. La diminuzione del SD è da imputare in misura sostanziale al programma (tranne che per la Germania, ove anche il saldo primario positivo ed in aumento ha consentito una diminuzione dell'indebitamento complessivo), rendendo possibile una diminuzione netta della spesa per interessi, pur in presenza di un aumento dell'indebitamento totale.

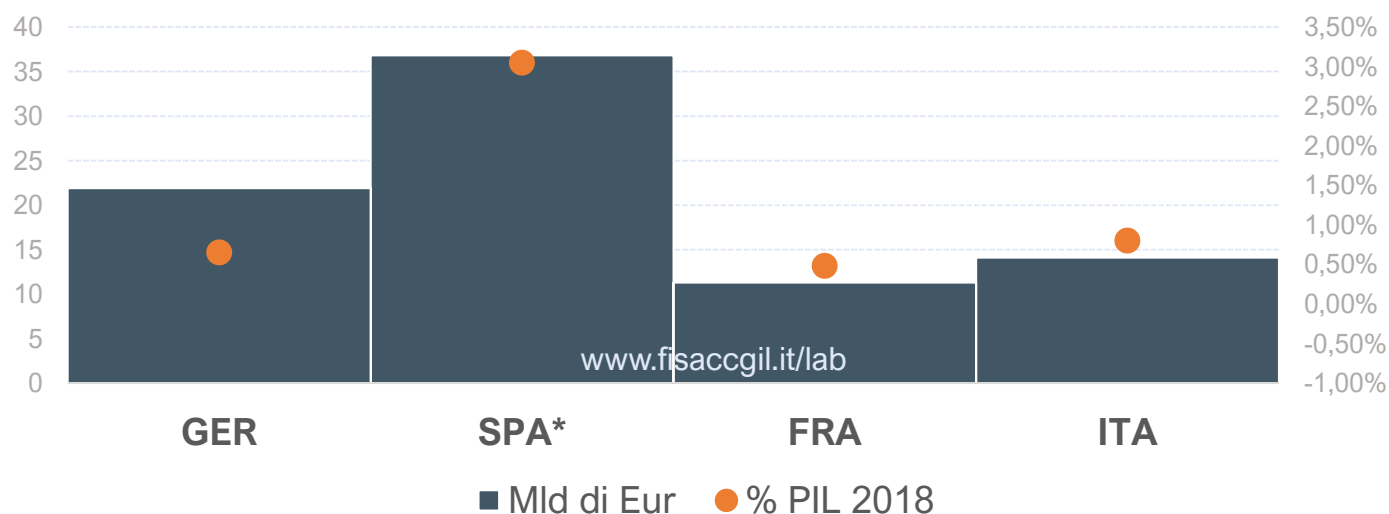
# Risparmio per le casse degli Stati – a dato 2012 costante

Elaborazione ISRF LAB su dati Eurostat

|             | Proiezione 2013-2018 mld di Eur. | Dato reale 2013-2018 mld di Eur. | Risparmio annuo in mld di Eur. | in % del PIL 2018 (prezzi di mercato) |
|-------------|----------------------------------|----------------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|
| <b>EA19</b> | 1786,1                           | 1452,0                           | 55,7                           | 0,48%                                 |
| <b>GER</b>  | 378,5                            | 246,9                            | 21,9                           | 0,65%                                 |
| <b>SPA*</b> | 185,8*                           | 160,3*                           | 36,8*                          | 3,05%*                                |
| <b>FRA</b>  | 328,1                            | 260,0                            | 11,3                           | 0,48%                                 |
| <b>ITA</b>  | 501,4                            | 416,9                            | 14,1                           | 0,80%                                 |

**IPOTESI**  
Spesa per interessi 2012 costante nei successivi sei anni

## Risparmio medio annuo in Mld. di euro/in % PIL 2018



Il servizio del debito avrebbe drenato ulteriori risorse per quasi 56 miliardi medi annui nell'Eurozona, di cui circa 14 miliardi annui per la sola Italia.

\*NB: Dato Spagna cumulato 2014-2018

# Risparmio per le casse degli Stati – a tasso di crescita 2010/2012 costante

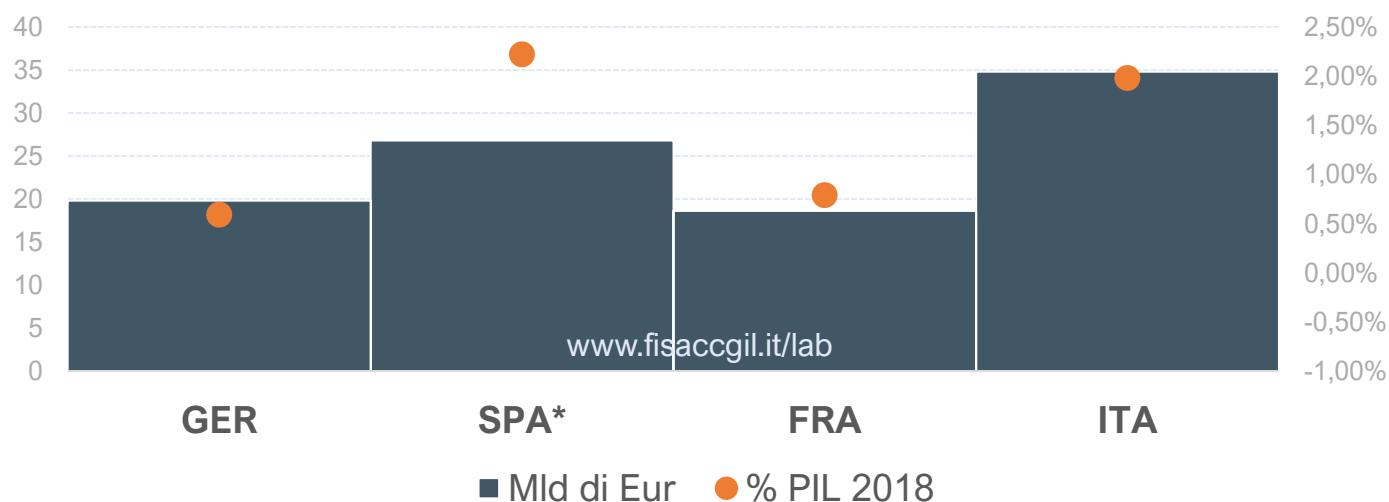
Elaborazione ISRF LAB su dati Eurostat

|             | Proiezione 2013-2018 mld di Eur. | Dato reale 2013-2018 mld di Eur. | Risparmio annuo in mld di Eur. | in % del PIL 2018 (prezzi di mercato) |
|-------------|----------------------------------|----------------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|
| <b>EA19</b> | 2.071,3                          | 1452,0                           | 103,2                          | 0,89%                                 |
| <b>GER</b>  | 365,9                            | 246,9                            | 19,8                           | 0,59%                                 |
| <b>SPA</b>  | 356,6                            | 195,9                            | 26,8                           | 2,22%                                 |
| <b>FRA</b>  | 371,4                            | 260,0                            | 18,6                           | 0,79%                                 |
| <b>ITA</b>  | 625,6                            | 416,9                            | 34,8                           | 1,98%                                 |

## IPOTESI

Tasso crescita medio annuo SD 2013/2018 uguale a quello 2010/2012

## Risparmio medio annuo in Mld. di euro/in % PIL 2018



|             |               |
|-------------|---------------|
| <b>EA19</b> | <b>4,25%</b>  |
| <b>GER</b>  | <b>-0,97%</b> |
| <b>SPA</b>  | <b>18,99%</b> |
| <b>FRA</b>  | <b>3,55%</b>  |
| <b>ITA</b>  | <b>6,36%</b>  |

Il servizio del debito avrebbe drenato ulteriori risorse per circa 103 mld medi annui nell'Eurozona, quasi 35 mld per la sola Italia.

# QE Europeo: cosa non ha funzionato

Roberto Errico – Ricercatore ISRF LAB

Nonostante i considerevoli risultati raggiunti dalla nuova politica monetaria BCE, persistono due tipologie di problemi, una «interna» al campo delle politiche monetarie e creditizie e l'altra legata a doppio filo con l'assenza di passi in avanti rispetto al tema del coordinamento delle politiche macroeconomiche UE.

Rispetto al primo tema, va segnalato come l'obiettivo statutario di un tasso d'inflazione poco al di sotto del 2% non è stato raggiunto. Al contrario, le aspettative dell'inflazione nell'area euro da qui a un decennio sono scese al minimo storico (1,12%). La ripresa economica «diseguale» si è riflessa in livelli di ripresa occupazionale estremamente diversi tra i vari paesi della zona Euro. Andrebbe in qualche modo evidenziato in statuto e tradotto in strumenti concreti il legame tra politica monetaria e perseguimento della piena occupazione a livello sia di Eurozona che di singoli mercati del lavoro nazionali, così come nello statuto delle altre banche centrali.

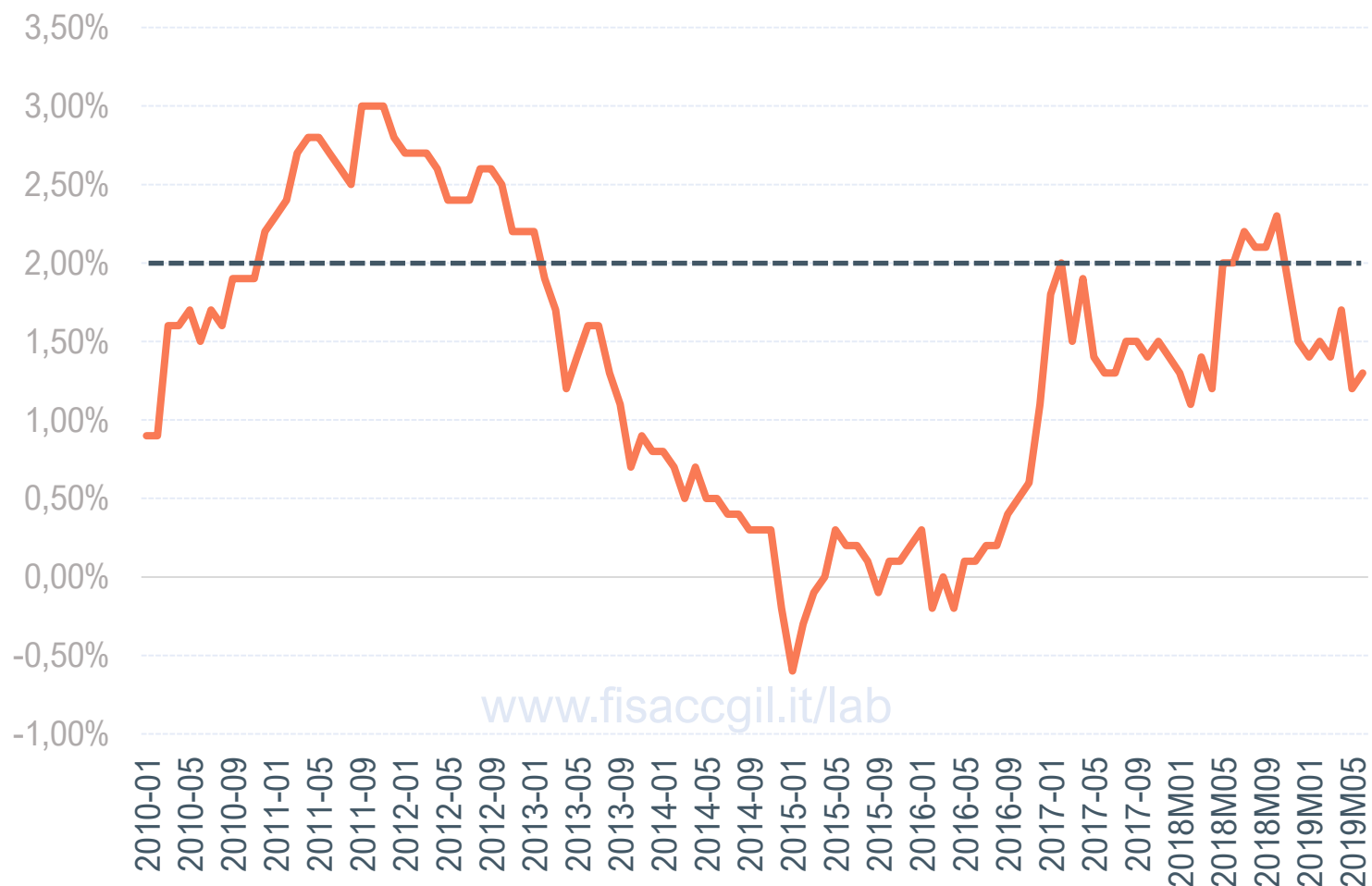
Inoltre, i cambiamenti a livello di regolazione hanno avuto un impatto molto forte sull'allocazione del credito. La stretta ha

colpito in particolar modo i Paesi più esposti alla crisi e le aree economicamente più deboli all'interno di essi, con un effetto che ha contribuito ad ampliare i divari in termini di crescita.

Infine, non ha certamente funzionato il coordinamento delle politiche macroeconomiche tra i paesi UE. Da questo punto di vista, il QE europeo rappresenta un'occasione persa. Non sono state varate misure per una crescita equa e sostenibile, non è stato raggiunto l'obiettivo di un maggior coordinamento delle politiche fiscali, il Piano Junker ha avuto al momento un impatto sugli investimenti pubblici e privati inferiore alle attese. Soprattutto, è mancato il coraggio necessario per avviare un necessario processo di mutualizzazione di parte del debito pubblico, onde evitare una nuova Grecia. Il programma PSPP ha «anestetizzato» il mercato dei Titoli di Stato; tuttavia non potrà durare in eterno. E senza una sorta di garanzia Europea sul debito pubblico, la speculazione finanziaria potrebbe in futuro tornare a colpire.

# Inflazione

Elaborazione ISRF LAB su dati Eurostat

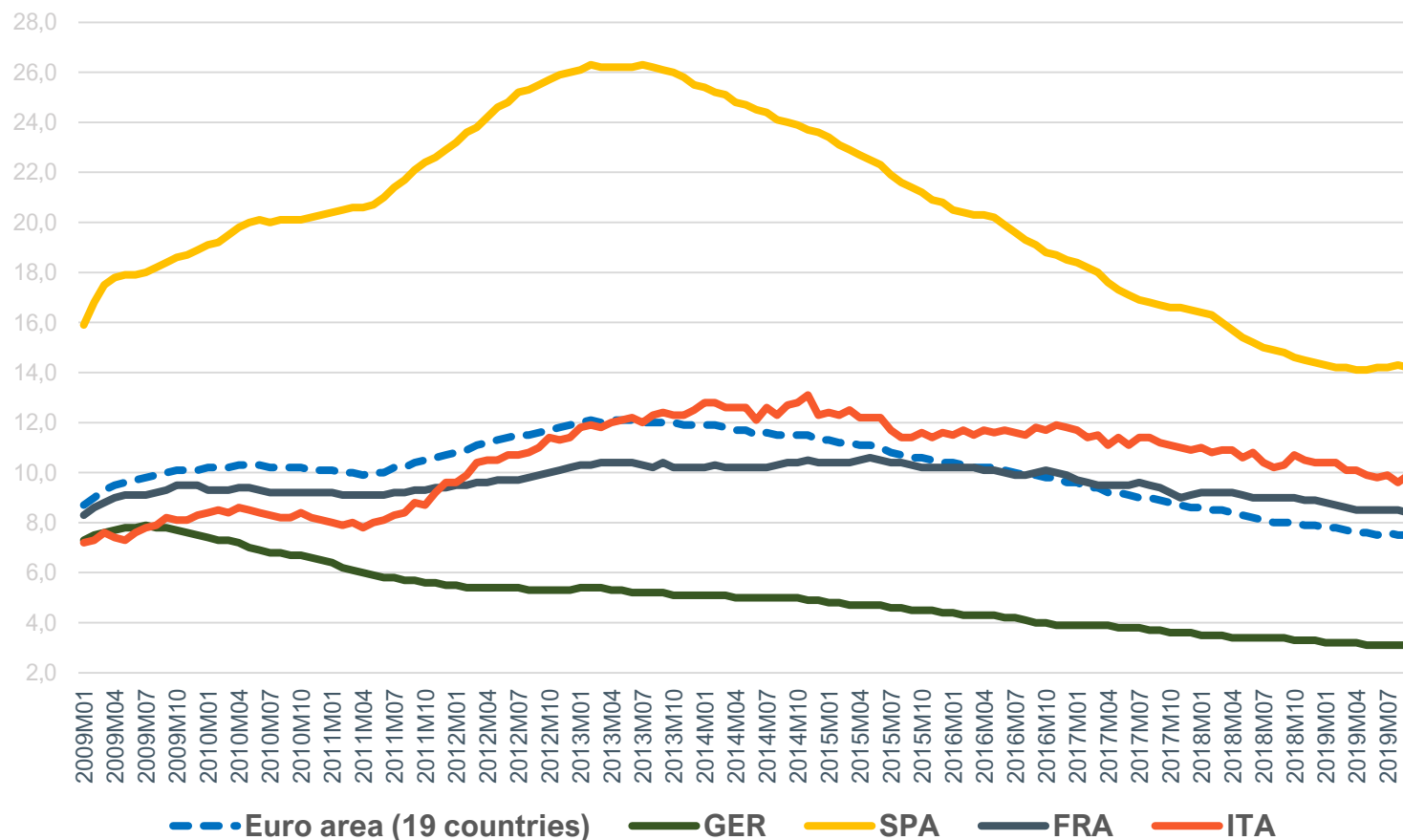


L'obiettivo statutario di un tasso d'inflazione poco al di sotto del 2% non è stato raggiunto. Anzi, Le aspettative dell'inflazione nell'area euro da qui a un decennio sono scese al minimo storico (1,12%)

# Piena occupazione: va cambiato lo statuto?

Elaborazione ISRF LAB su dati Eurostat – EMU Convergence Criterion

Tasso di disoccupazione, in %



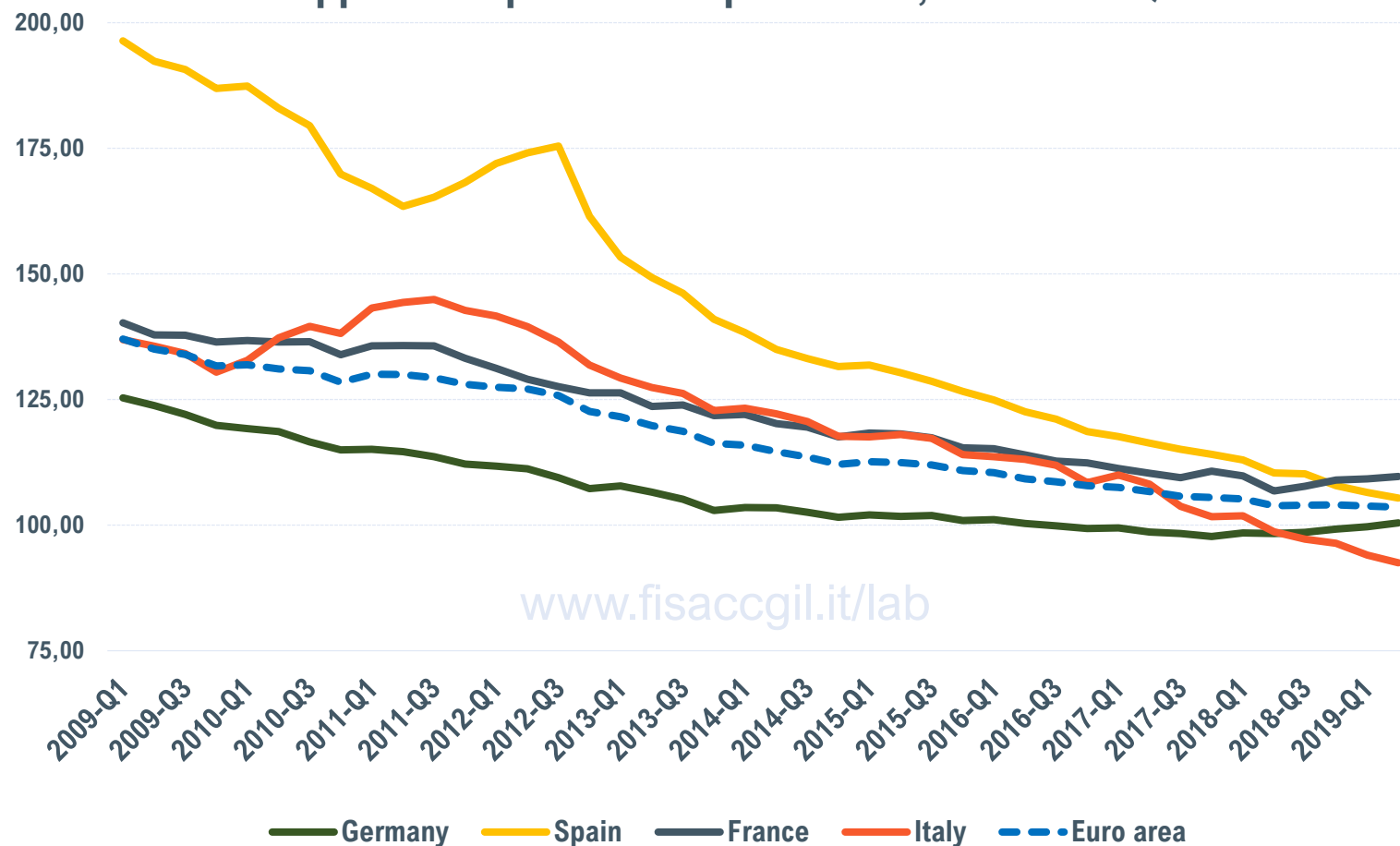
E' evidente la diversa incidenza della disoccupazione sui diversi paesi UE, anche a causa di:

- Assenza di un efficace coordinamento macroeconomico.
- Rigidità degli attuali obblighi statutari BCE, che escludono tra gli obiettivi quello della piena occupazione.

# Divergenze nell'allocazione del credito tra Paesi

Elaborazione ISRF LAB su dati ECB

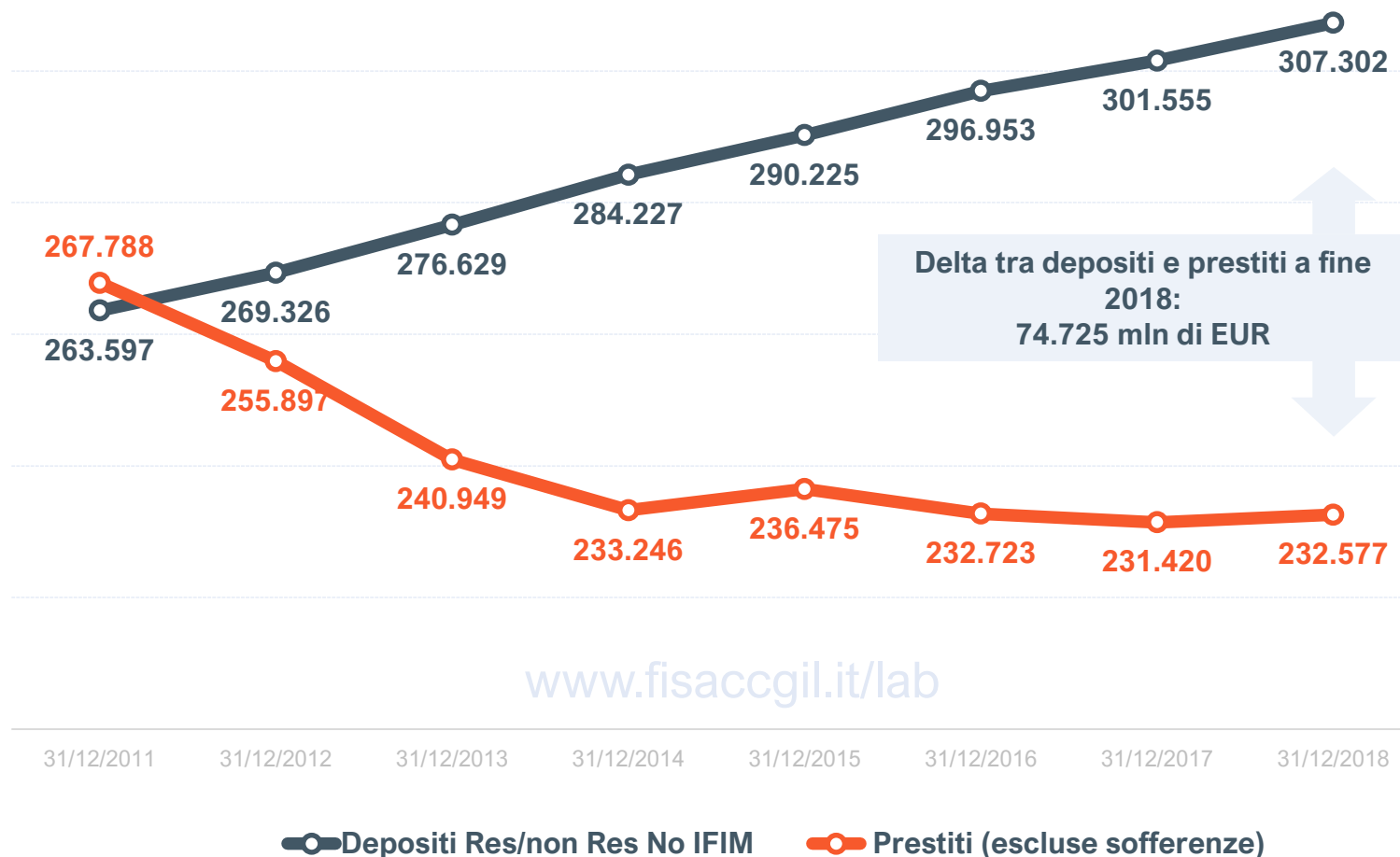
## Rapporto tra prestiti e depositi in %, 2009/2019Q1



La riduzione del credito erogato è stata particolarmente evidente nei paesi della sponda sud d'Europa. Le evidenti divergenze tra sistemi nazionali più o meno legati al credito bancario come fonte principale di finanziamento sono state affrontate con un approccio regolamentare che non ha tenuto in alcun conto queste differenze, contribuendo ad amplificare in alcuni paesi Europei la stretta creditizia.

# Divergenze nell'allocazione del credito tra Regioni: il Mezzogiorno

Elaborazione ISRF LAB su dati Banca d'Italia



L'assenza di meccanismi di trasmissione e compensazione efficaci tra Regolazione comunitaria e politiche creditizie delle banche a livello nazionale ha contribuito ad incrementare i divari nell'accesso al credito dal punto di vista regionale. Nelle regioni economicamente più deboli la contrazione del credito ha inciso in misura maggiore: Ad esempio, nel Mezzogiorno d'Italia il rapporto Prestiti/Depositi a fine 2018 era pari a 0,76 e quindi inferiore non solo alla media Italia ma anche al dato di Germania, Francia e Spagna.

# Andamento del PIL

Elaborazione ISRF LAB su dati Eurostat

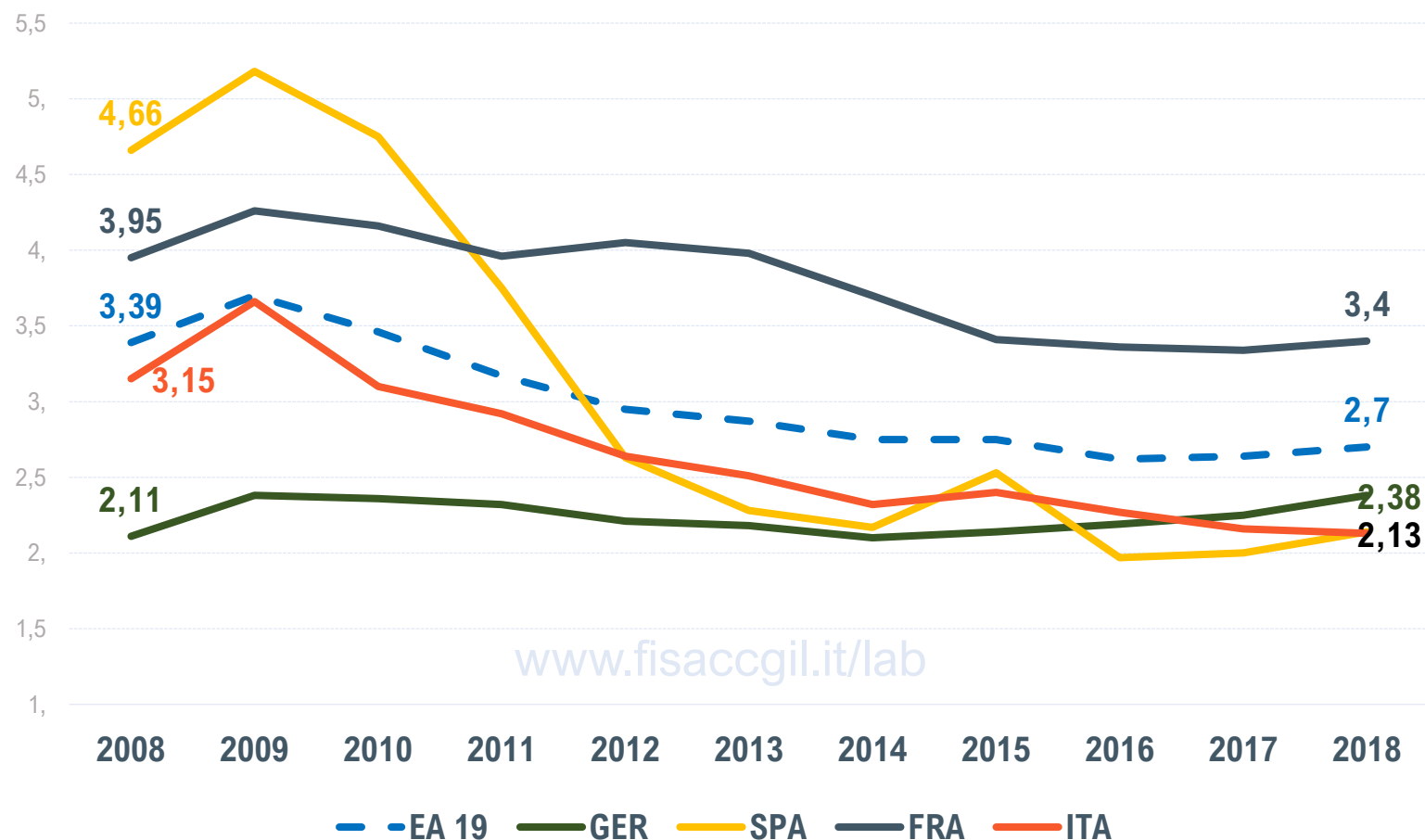
## Tasso di crescita medio annuo 2008/2018 e 2013/2018 del PIL reale

| Area            | 2008-2018 | 2013-2018 |
|-----------------|-----------|-----------|
| EU-28           | 0,93%     | 1,80%     |
| Euro area (19)  | 0,73%     | 1,56%     |
| Eurozona "Core" | 1,03%     | 1,51%     |
| Est Europa      | 2,38%     | 3,41%     |
| PIGS            | -0,20%    | 1,04%     |
| - Grecia        | -2,45%    | 0,04%     |
| - Spagna        | 0,48%     | 1,98%     |
| - Italia        | -0,40%    | 0,48%     |
| - Portogallo    | 0,13%     | 1,40%     |

La ripresa post-crisi non è stata omogenea. Colpisce molto che siano i paesi dell'Est, la metà dei quali è fuori dall'Euro, ad aver registrato le performance migliori. L'Italia, al contrario, è il paese che è cresciuto di meno dopo la Grecia tra 2013 e 2018.

# Investimenti Pubblici

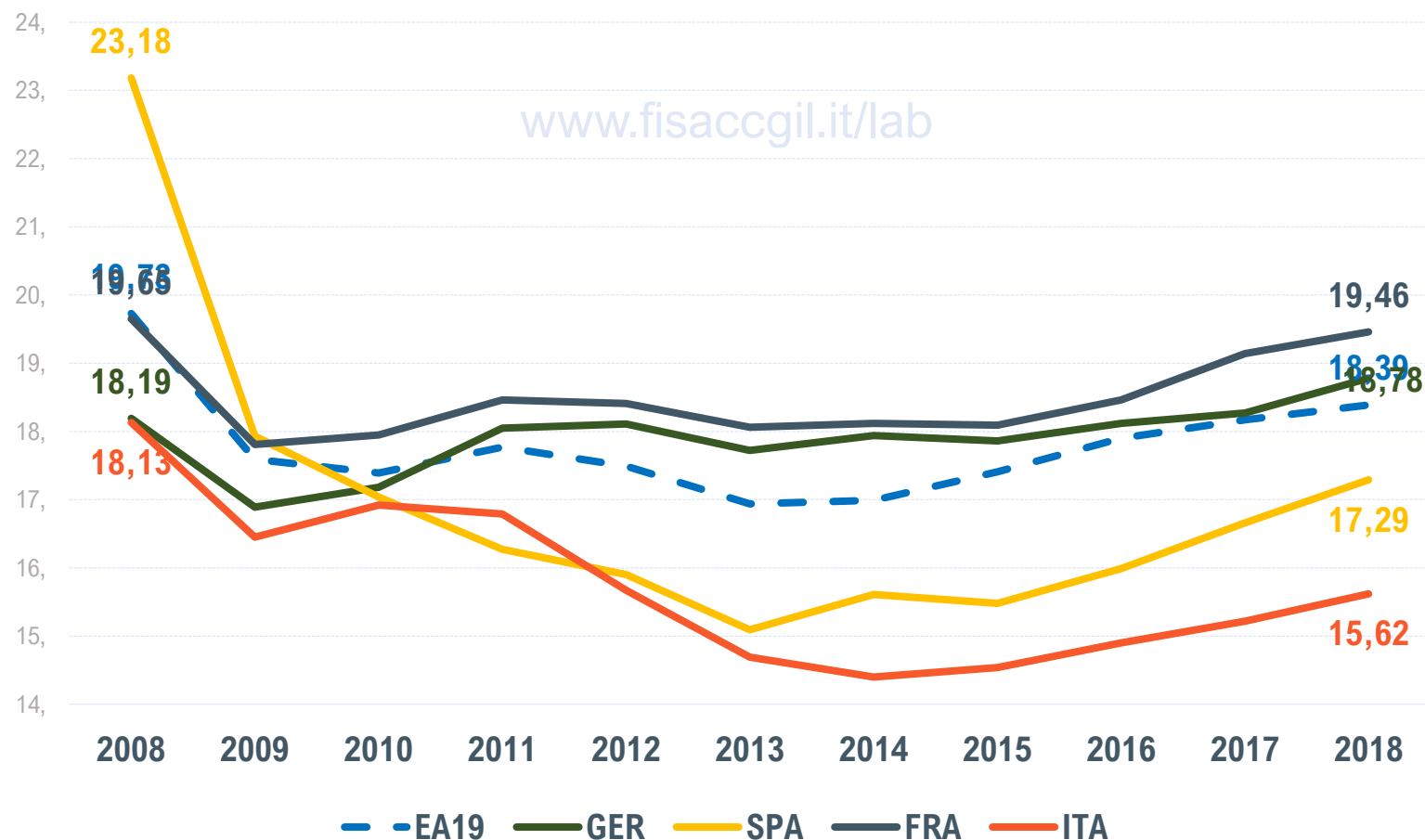
Elaborazione ISRF LAB su dati Eurostat – Dati in % del PIL



Le misure di austerità imposte dalle autorità UE hanno generato un crollo degli investimenti pubblici, non compensato dalle misure del c.d. «Piano Juncker»

# Investimenti Privati

Elaborazione ISRF LAB su dati Eurostat – Dati in % del PIL



Tra 2008 e 2013 declinano in % al PIL gli investimenti privati soprattutto nei paesi del Sud d'Europa. La successiva ripresa è troppo debole, in particolare in Italia.

# Outlook 8/2019

ISRF LAB

L'impatto del QE europeo su banche e bilanci pubblici

2014-2018

## Istituto Studi Ricerca e Formazione Lavoro Assicurazioni e Banche

Presidente

Agostino Megale

Direttore

Nicola Cicala

Ricercatori

Stefano Di Dio

Massimo Alessio

Marianna Broczky

Roberto Errico

Carla Spandonaro

Progetto Grafico:

Roberto Errico

[www.fisaccgil.it](http://www.fisaccgil.it)

[@fisac\\_cgil](https://twitter.com/fisac_cgil)



[www.fisaccgil.it/lab](http://www.fisaccgil.it/lab)

[@Isrflab](https://twitter.com/Isrflab)

