



## VERSO IL RIALZO DEI TASSI. LA FINE DEL QE NON DANNEGGERÀ L'ITALIA

GIOVANNI PARRILLO\*

*Le politiche monetarie non convenzionali hanno dato un chiaro contributo alla ripresa dell'economia reale, hanno favorito l'accesso al credito e reso meno oneroso il finanziamento del debito pubblico. Come gestire il ritorno alla normalità? Quali sono i rischi per risparmiatori, imprese e intermediari? La ricalibrazione della politica monetaria della BCE comporta rischi limitati per l'Italia e può essere gestita senza timori di eccessivi contraccolpi per la nostra economia.*



Foto 1 - Stefano Siviero

La ricalibrazione della politica monetaria della BCE comporta rischi limitati per l'Italia. Questa l'opinione personale di **Stefano Siviero**, capo del Servizio Congiuntura e politica monetaria della Banca d'Italia, al convegno organizzato da BANCO BPM e Banca Akros a Roma, l'11 aprile, dal titolo, *“Le evoluzioni del mercato Italia nella prospettiva della normalizzazione delle politiche monetarie”*.

\* Rivista Bancaria – Minerva Bancaria e Assonebb



Il Direttore Generale di Banco Bpm, **Maurizio Faroni**, aprendo il convegno, ha sottolineato i meriti delle politiche monetarie non convenzionali, che hanno dato un chiaro contributo alla ripresa dell'economia reale, rendendo meno oneroso il rifinanziamento dei debiti pubblici ma anche



Foto 2 - Maurizio Faroni

favorendo l'accesso al credito per imprese e famiglie. Allo stesso tempo, l'interazione tra politiche monetarie, interventi pubblici nelle banche e nuova regolamentazione del sistema bancario, hanno cambiato significativamente il posizionamento competitivo dei sistemi-paese e dei sistemi bancari con riflessi strutturali di lungo periodo. Siamo ora all'inizio di una fase di graduale normalizzazione di queste politiche ed è quindi doveroso interrogarsi su come questo scenario possa impattare su un sistema paese come il nostro che ha mostrato in questi ultimi anni una straordinaria capacità di ristrutturarsi e riprendere un cammino di crescita, specie nelle aree più industriali, ma che soffre ancora di alcuni ritardi su processi riformatori incompiuti

**Stefano Siviero**, nella sua relazione introduttiva, ha offerto un'analisi a tutto tondo su questi temi, valutando la politica monetaria sotto tre aspetti: la sua *efficacia*, i *criteri che ne guideranno la ricalibrazione* e infine *l'impatto di quest'ultima sulle prospettive economiche dell'Italia*. Circa *l'efficacia*, la probabilità di deflazione nell'area dell'euro, che tra fine 2014 e inizio 2015 nelle aspettative degli operatori finanziari superava il 30%, è oggi prossima allo zero. In altre parole, il *quantitative easing* ha funzionato, annullando il rischio di sviluppi deflazionistici. In prospettiva, nelle proiezioni della BCE e dei principali analisti il PIL dell'eurozona continuerà a espandersi, pur con un rallentamento rispetto all'anno scorso, e l'inflazione proseguirà il graduale ritorno verso la definizione di stabilità dei prezzi della BCE. In tale contesto, *la ricalibrazione della politica monetaria sarà guidata da una combinazione di "fiducia, prudenza e pazienza"*, come più volte sottolineato dal Presidente della BCE Mario Draghi. La fiducia è giustificata dai risultati già conseguiti. La pazienza è richiesta per consentire



che la ripresa ciclica eserciti i suoi pieni effetti sulla dinamica dei prezzi al consumo. La prudenza è opportuna in quanto, mentre la BCE dispone di un ampio arsenale di strumenti per fronteggiare il rischio di un aumento eccessivo dell'inflazione, più ridotto sarebbe il ventaglio di misure cui far ricorso per contrastare un eventuale rallentamento prolungato dei prezzi al consumo. Infine, le *prospettive per l'economia italiana* rimangono favorevoli: la ripresa continua e il credito ha accelerato, come sottolineato nel Bollettino Economico della Banca d'Italia appena uscito. Negli anni passati l'economia italiana si è rafforzata su diversi fronti. Un fattore particolarmente rilevante per la stabilità macroeconomica è il sostanziale riequilibrio della posizione netta sull'estero: a fine 2017, il nostro saldo debitorio era inferiore al 7% del PIL (con un miglioramento di quasi 20 punti rispetto al picco negativo registrato a marzo 2014); potrebbe annullarsi entro pochi anni, grazie ai probabili, ulteriori avanzi delle partite correnti nel prossimo futuro. L'intera economia italiana è divenuta più resistente a shock finanziari: la vulnerabilità di famiglie e imprese a un rialzo dei tassi di interesse è ora contenuta; il debito pubblico resterebbe sostenibile anche in uno scenario di aumento dei rendimenti, purché si continui a percorrere il sentiero della crescita e del credibile aggiustamento dei conti pubblici. In conclusione, le economie italiana e dell'area dell'euro continuano a essere esposte a molteplici rischi, da quelli geopolitici alla "guerra dei dazi"; ma la ricalibrazione della politica monetaria e il conseguente rialzo dei tassi di interesse possono essere gestiti senza timori di eccessivi contraccolpi negativi per la nostra economia.

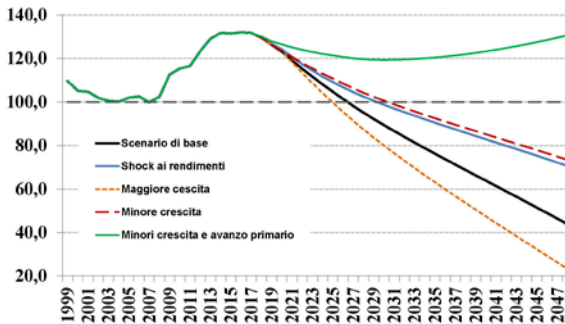




## Rischi (2):

### l'aumento dei tassi non è di per sé un fattore di rischio

- Il debito pubblico (in rapporto al PIL nominale) si ridurrebbe anche in presenza di un (forte) aumento dei rendimenti sui titoli di Stato, a condizione che sia mantenuto un avanzo primario e che l'espansione ciclica prosegua



**Scenario di base:** crescita potenziale pari a 1,5%; tasso reale medio pagato sul debito che converge al 2,5% in circa 20 anni; avanzo primario in aumento al 3,0% del PIL (nel 2020). **Shock ai rendimenti:** il tasso reale medio sul debito è più elevato di 1 pp a partire dal 2018. **Maggiore crescita:** crescita potenziale pari a 2,5%. **Minore crescita:** crescita potenziale pari a 0,5%. **Minori crescita e avanzo primario:** crescita potenziale pari a 0,5% e avanzo primario in calo a 1,5% del PIL.

Fonte: Panetta (2018).



Anche **Alessandro Stanzini**, responsabile *Research and Market Strategy* di Banco BPM ha fornito un messaggio rassicurante. La crescita mondiale secondo il FMI si avvicina al 4% ed è diffusa in modo globale. C'è una "inerzia favorevole" che dà tranquillità alle aspettative di crescita. La fiducia è elevata tanto nei paesi OCSE che nei 6 maggiori emergenti. Certo la guerra dei dazi è un fattore di rischio e storicamente tali misure non hanno mai dato buoni risultati. Dopo il boom delle quotazioni nei mercati mondiali del 2017, una bolla potrebbe anche scoppiare, ma nessuno è in grado di prevedere quando, mentre buone strategie di mercato possono comunque posizionare meglio risparmiatori e intermediari per affrontare il futuro.

Le banche, in particolare, sono di fronte ad una sfida epocale, come ha ricordato **Nicola De Caro**, dell'agenzia di rating DBRS. Le sfide da gestire possono riassumersi in 8 punti:

1. Ristrutturazione delle reti tradizionali
2. Digitalizzazione



3. Diversificazione del business
4. Pressioni sui margini e aumento della concorrenza
5. NPLs e rafforzamento patrimoniale
6. Fronteggiare i requisiti sui fondi propri e altre passività (MREL) sulla capacità totale di assorbire le perdite (TLAC - *Total Loss-absorbing Capacity*)
7. Ulteriore rafforzamento dei requisiti regolamentari
8. Concentrazione

In conclusione, la transizione è certamente complessa, ma tanto le autorità monetarie quanto gli intermediari sono preparati per gestirla. Il nuovo gruppo Banco BPM si pone di fronte a queste sfide con la mission di servire il mercato, come ha ricordato nelle conclusioni **Marco Turrina**, AD e DG di Banca Akros. A questo scopo Banca Akros ha come punti di forza quello di essere controllata al 100% da una *public company*, quotata in borsa e quindi controllata dal mercato; di evitare i conflitti di interesse non erogando finanziamenti diretti e prendendo solo partecipazioni temporanee; di possedere una tecnologia forte per fare la *best execution* MIFID; di puntare sulla ricerca e sull'analisi seguendo direttamente 100 aziende italiane e altre 600 grazie al collegamento con sei primari partner europei.

Autorità e intermediari sono dunque ben attrezzati per affrontare la sfida della normalizzazione della politica monetaria, Ma a che punto è la situazione dei rischi globali? Il consueto termometro del Fondo Monetario Internazionale, con il **Financial Stability Report**, ne ha appena misurato la temperatura e continua a mettere in guardia, come aveva fatto ad ottobre, sull'accumulo di debito. Quello privato in particolare presenta rischi ciclici, nella misura in cui - in una fase di politica monetaria accomodante - le imprese più rischiose ricevono maggior credito. L'allocazione del credito va quindi monitorata attentamente per prevenire future crisi bancarie e finanziarie, in particolare attraverso una più severa politica macro prudenziale sugli intermediari.