

Quantitative easing: uno strumento da usare anche prima dei risultati sugli stress test

di Carlo Milani

08/09/2014 15:55

Executive summary

Uno degli argomenti che spinge a ritardare l'implementazione nell'Area euro del Quantitative Easing (QE) è legato alla mancata conclusione del processo di revisione dello stato di salute delle principali banche europee, e alla conseguente fase di ristrutturazione necessaria a porre in atto i rimedi a situazioni più o meno patologiche. Con opportuni accorgimenti si può evitare che il QE diventi un "regalo" per le banche in questa difficile fase di transizione verso la Vigilanza Bancaria Unica.

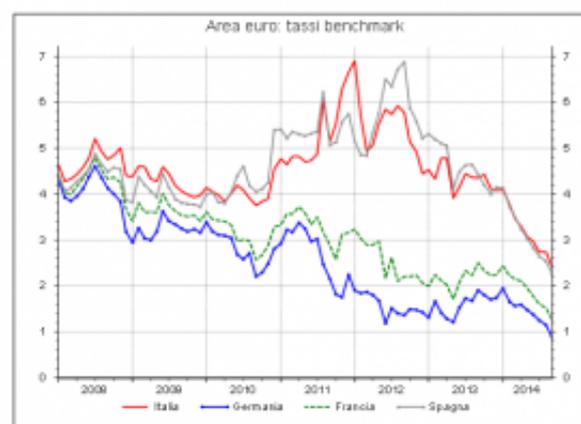
Il discorso del Presidente della BCE, Mario Draghi (2014), al consueto appuntamento estivo di Jackson Hole organizzato dalla Federal Reserve Bank of Kansas City ha riaperto il dibattito sull'esigenza o meno di mettere in atto anche nell'Area euro il QE, ovvero l'acquisto da parte della Banca Centrale di titoli (prevalentemente di Stato) con l'intento di immettere liquidità nel sistema economico (si veda per il caso statunitense Corsaro, 2014).

Più recentemente, Draghi ha esplicitamente dichiarato che nella riunione del 4 settembre 2014 si è discusso di QE, ma i contrasti interni al *board*, soprattutto con il governatore della Bundesbank, Jens Weidmann, hanno indotto il Comitato Esecutivo della BCE a prendere una decisione di compromesso, con il taglio del tasso di riferimento di 10 punti base e l'avvio dell'acquisto sul mercato di ABS (*Asset Backed Securities*) e di *covered bonds* (cosiddetto *Credit Easing*, CE), ma non di titoli governativi.

Un ostacolo ad un rapido lancio del QE, che da molti è considerato lo strumento cardine per la lotta alla deflazione (si veda al riguardo Roubini, 2014), è però costituito dai test in corso sullo stato di salute delle principali banche europee che dal prossimo novembre saranno sottoposte alla vigilanza della BCE. Il QE, infatti, potrebbe fornire un importante sollievo per i bilanci bancari, soprattutto per quelle banche operanti nei paesi periferici, come Italia e Spagna, che negli ultimi 2/3 anni hanno notevolmente incrementato il loro portafoglio di titoli di Stato (Milani, 2014). Presentandosi sul mercato un compratore disponibile a rilevare un'ingente quota di titoli governativi, le banche potrebbero liberarsi di questi *bond* (oltretutto non

proprio privi di rischio) incassando delle rilevanti plusvalenze legate al differenziale di rendimento rispetto ai livelli dei tassi registrati negli anni passati (grafico 1). Così facendo, però, la BCE tenderebbe ad inficiare la valenza segnaletica dell'*asset quality review* e degli *stress test* (cosiddetto *comprehensive assessment*): con una mano si toglierebbero risorse alle banche imponendo una maggiore rigosità nella tenuta dei conti e nella dotazione di capitale, con l'altra si offrirebbe un importante aiuto finanziario, soprattutto agli istituti di credito che non sono stati particolarmente prudenti nell'allocazione dei propri portafogli titoli.

Grafico 1



Fonte: elaborazioni su dati Thomson-Reuters Datastream

Ciò che emerge da tale contesto è quindi una chiara situazione di contrasto di interessi nelle funzioni della BCE, legato alla contemporanea gestione della politica monetaria e, a partire dall'anno in corso, della vigilanza sul sistema bancario dell'Eurozona. Un modo per superare questa *impasse* potrebbe essere quello di imporre, mediante una raccomandazione dell'*European Systemic Risk Board* (ESRB), alle banche che beneficerebbero direttamente del QE, in quanto potranno cedere buona parte dei titoli di Stato in loro possesso alla BCE senza condizionarne il rendimento, di accantonare interamente le plusvalenze ottenute. I più alti *buffer* di capitale ottenuti non dovrebbero però essere computati ai fini del raggiungimento degli obiettivi imposti dal *comprehensive assessment*, la cui valenza segnaletica sarebbe in tal modo preservata. In altri termini, le plusvalenze ottenute con la vendita dei titoli governativi andrebbero a formare un cuscinetto di capitale aggiuntivo rispetto a quello che verrà richiesto dopo gli *stress test*, irrobustendo quindi ulteriormente il patrimonio delle banche e rendendo meno probabile l'esigenza di futuri *bailout*.

I vantaggi di una simile azione sarebbero particolarmente rilevanti: i) gli azionisti bancari non sarebbero premiati, attraverso

maggiori dividendi, per aver avallato la scelta dei manager di incrementare l'esposizione in titoli di Stato in una fase in cui il rischio sovrano era molto elevato; ii) il contemporaneo aumento della liquidità, grazie alla vendita dei bond governativi, e dei *buffer* di capitale offrirebbe quello spazio di manovra necessario per tornare ad accrescere l'erogazione di credito, canale fondamentale per aumentare la moneta in circolazione e contrastare i rischi di deflazione; iii) l'accesso al credito, soprattutto quello a medio-lungo termine necessario per il rilancio delle politiche di investimento, sarebbe poi facilitato dal più basso profilo dei tassi d'interesse sui titoli di Stato, che fungono da guida anche per i tassi bancari.

Per valutare quali potrebbero essere gli effetti sulle banche di un QE applicato in larga scala nell'Area euro si può fare riferimento al caso giapponese. L'evoluzione del portafoglio dei titoli di Stato delle banche nipponiche è stato molto simile a quello degli istituti di credito dei paesi periferici dell'Eurozona: dall'inizio della crisi del 2007-08 la tendenza è stata infatti quella di aumentare consistentemente l'investimento in titoli di Stato domestici. Per le banche giapponesi di portata nazionale l'incidenza sul totale attivo dei bond governativi è passata dall'11% circa della fine del 2008 al 24% del 2012 (grafico 2). Con l'avvento dell'Abenomics agli inizi del 2013, che ha previsto tra l'altro un massiccio acquisto di titoli di Stato da parte della Bank of Japan, le banche giapponesi sono riuscite a ridurre consistentemente il loro carico di titoli di Stato, portandosi al 14,7% del totale attivo nel luglio dell'anno in corso. Nell'arco di poco più di un anno il peso dei titoli di Stato nei bilanci degli istituti nipponici si è quindi ridotto per più di un terzo. Applicato al caso italiano, in cui le banche detengono circa 400 miliardi di euro di titoli di Stato, cioè equivarrebbe a liberare risorse per quasi 150 miliardi, pari a oltre 9 punti di Pil, liquidità senza dubbio utile a rivitalizzare una domanda interna asfittica e ad allontanare il rischio di una duratura permanenza della deflazione.

Grafico 2



Fonte: elaborazioni su dati Thomson-Reuters Datastream

Riferimenti

Corsaro Stefano, 2014, Un bilancio del Quantitative Easing della Fed, FinRiskAlert.it.

Draghi Mario, 2014, Speech at annual central bank symposium in Jackson Hole.

Milani Carlo, 2014, Titoli di Stato: eppur son rischiosi, lavoce.info.

Roubini Nouriel, 2014, Abenomics, European-Style, Project Syndicate.

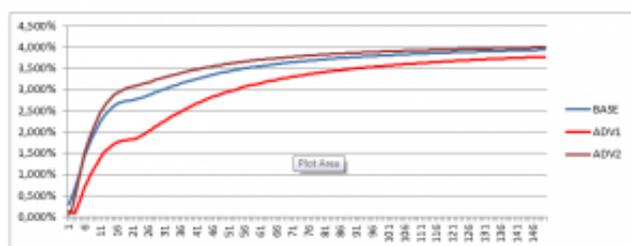
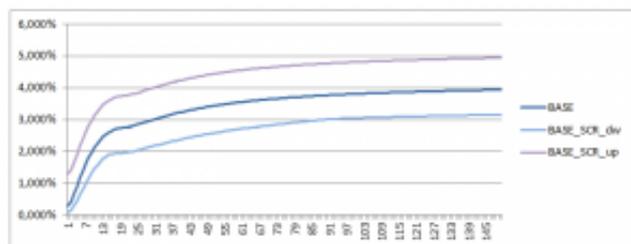
EIOPA STRESS TEST 2014

di Silvia Dell'Acqua

08/09/2014 15:45

Lo scorso 30 aprile l'EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) ha avviato uno stress test per valutare la resilienza del settore assicurativo Europeo. I risultati permetteranno una prima valutazione concreta dell'impatto del nuovo régime sulle imprese: l'esercizio è volto anzitutto a valutazioni di stabilità, ma basandosi sulla metrica Solvency II (SII) consentirà di avere una misura dell'impatto del complesso delle nuove norme nella loro versione definitiva (l'ultima misura di questo tipo risale a più di 3 anni fa). Lo stress test, infatti, è basato sulla più recente definizione del framework SII, incluse le misure Long Term Guarantees (LTG) su cui il Trilogo Europeo (Parlamento Europeo, Consiglio Europeo e Commissione Europea) si è accordato il 19 Novembre 2013. Lo studio ha impegnato le imprese per 5 settimane: i dati, consegnati a livello nazionale l'11 Luglio, sono stati validati dalle autorità di vigilanza dei diversi Paesi il 31 Luglio e sono ora in fase di validazione EIOPA fino a metà Settembre; i risultati degli stress saranno pubblicati a Novembre 2014. Metodologie e parametri sono stati definiti con la collaborazione dello European Systemic Risk Board (ESRB) e sono mirati a verificare la robustezza del settore assicurativo sotto particolari condizioni avverse. Questo esercizio dovrebbe permettere di individuare eventuali punti deboli per trarre indicazioni al fine di rafforzare la stabilità del sistema finanziario europeo. Il Regulator ha richiesto di effettuare lo stress test alla data del 31/12/2013; nell'esecuzione dello studio le misure LTG sono opzionali (è comunque necessario fornire i risultati senza la loro applicazione) ed allineate al più recente framework SII, inoltre: — i risultati devono provenire dall'applicazione della Standard Formula (e non dal modello interno) — i cash flow futuri non devono essere alimentati dal new business, in linea con l'approccio di going concern (come da SF) — le analisi per il "low yield module" (vedi sotto) devono essere portate a termine considerando un orizzonte temporale di 60 anni, laddove significativo. L'EIOPA ha richiesto di valutare l'impatto di 2 diversi moduli di stress: "core module" e "low yield module". Il "core module" testa la robustezza delle compagnie in due scenari di mercato sfavorevoli (adverse1 and adverse2), dove stress su tassi di interesse, azioni, titoli governativi/corporate e su prezzi del mercato immobiliare si affiancano a situazioni critiche di rischi specifici del settore (mortalità, longevità, riserve insufficienti e rischi catastrofici). Differentemente dai precedenti esercizi, gli stress finanziari sono supposti istantanei e simultanei: gli impatti che ne derivano sono perciò da considerarsi additivi e non vanno aggregati tramite matrice di correlazione; i rischi underwriting sono considerati indipendenti fra loro e da quelli di mercato, non necessitano quindi di assunzioni preliminari sulla correlazione e permettono in ogni caso analisi ex post su effetti combinati (per riprodurli è sufficiente ipotizzare l'accadimento simultaneo di due o più shock). Con gli scenari adverse1 e adverse2, EIOPA vuole

riprodurre dinamiche non favorevoli del mercato finanziario a livello globale (per entrambi gli scenari viene identificata una fonte di stress) ed al contempo focalizzare l'attenzione sull'impatto che i singoli stress hanno in termini di solvibilità. Per quanto concerne i rischi assicurativi, le compagnie sono tenute a riportare i risultati lordi e netti riassicurazione: in questo modo EIOPA, collezionando tutti i dati europei, può verificare il possibile fallimento di un riassicuratore in un determinato scenario di stress. I grafici di seguito riportati mostrano un confronto fra la curva base e le relative up/dw per il calcolo dell'SCR ed un confronto fra i livelli di curva base e adv1 e adv2.



- In adv1 la fonte di stress di mercato è l'equity, il cui shock produce importanti ripercussioni su titoli governativi e corporate.

Comparando gli stress a quelli della SF possiamo dire che

- l'equity è praticamente in linea (-41% vs -39%(quotati in mercati regolamentati OECD o EEA)/-49%(altro))
- il property è più severo(-49%(commerciale)/-17.10%(residenziale) vs -25%)
- la longevità non è distante (incremento 10% vita attesa calibrato su età 65/75 vs circa 13%,che corrisponde approssimativamente al decremento del 20% dei tassi di decesso della SF)
- la mortalità catastrofale non è distante (+0.6d_x/1000l_x vs +0.45, che corrisponde approssimativamente allo +0.15% da sommare ai q_x nella standard formula)
- i riscatti massivi è significativamente meno severo (20% vs 40%).

- In adv2 la fonte di stress di mercato è dovuta ai non-financial corporate bonds (questo evento può essere interpretato come la correzione all'attuale livello basso di spread che si osserva sui corporate bond).

Comparando gli stress a quelli della SF possiamo dire che

- l'equity è meno severo (-21% vs -39%/-49%)
- il property è meno severo (-18%/-15.70%vs -25%)
- la longevità non è distante (incremento 18% vita attesa vs circa 13%)
- la mortalità catastrofale è più severo (+2d_x/1000l_x vs

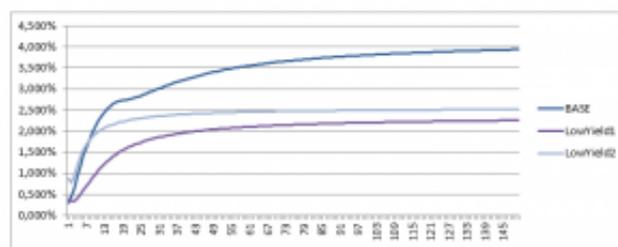
circa +0.45)

- i riscatti massivi è meno severo (35% vs 40%)

Il "low yield module" è un esercizio dedicato all'approfondimento degli effetti di una prolungata fase di bassi tassi di interesse sulla solvibilità delle assicurazioni, in linea con il documento pubblicato da EIOPA il 28 febbraio 2013 "Opinion on a Prolonged Low Interest Rate Environment". Con l'obiettivo di far ripartire l'economia, la Banca Centrale Europea si è infatti posta come impegno principe quello di abbassare i tassi di interesse e di mantenerli tali: tale scenario potrebbe creare problemi alle compagnie di assicurazione che operano nel ramo vita con molte polizze in gestione separata (dove il cliente ha diritto ad una rivalutazione minima garantita). L'EIOPA vuole testare la robustezza del settore assicurativo sotto tali condizioni, per evitare il ripetersi di quanto già accaduto in Giappone negli anni 90, dove diverse compagnie non furono in grado di far fronte ai rendimenti garantiti agli assicurati. Il modulo si articola in due scenari, che differiscono solo per la struttura a termine dei tassi di interesse:

- low yield 1 utilizza come base di calcolo la curva di tassi giapponese di dicembre 2011 e analizza un contesto in cui tassi bassi per tutte le maturities perdurano nel tempo

- low yield 2 utilizza come base di calcolo la curva di tassi euro di giugno 2012 e analizza un contesto in cui si vede uno shock atipico inverso sui tassi di interesse: incremento nel breve e decremento nel medio-lungo termine (nella curva adottata incremento fino a 7 anni e poi decremento)



Nella prima fase, detta "bottom up" le compagnie sono tenute a calcolare gli impatti che tali strutture a termine producono sui valori di attivi, passivi e bilancio; nella seconda fase, detta "top down" EIOPA utilizza tali informazioni per condurre ulteriori analisi e sensitivities.

E' utile sottolineare che in Italia le polizze con gestioni separate rappresentano una porzione molto rilevante del mercato Vita ed è bene ricordare che IVASS, già con la lettera al mercato del 30 Maggio 2013, aveva richiesto a tutte le compagnie italiane di valutare, per contratti di tipo rivalutabile collegati a gestioni separate interne, l'impatto di una perdurante situazione di bassi tassi di interesse sulla loro capacità di adempiere agli impegni assunti, commissionando simulazioni sulla loro esposizione al rischio di tasso basate su tre scenari differenti di stress: in particolare era stato chiesto alle compagnie di ipotizzare rispetto al caso base della curva swap in euro una variazione istantanea parallela di +/-100bpse di misurare l'eventuale impatto sul fabbisogno di riserva aggiuntiva per rischio di tasso di interesse garantito di cui al regolamento IVASS n.21. In quell'occasione i risultati erano stati buoni (dal momento che la maggior parte delle riserve accantonate si riferisce a prodotti

con rendimento minimo garantito inferiore a quello offerto dai titoli di stato su cui sono investiti gli attivi a copertura), ma l'esercizio con situazione perdurante di tassi bassi è ora eseguito seguendo le regole di SII.

EIOPA si è posta come obiettivo a livello europeo l'analisi del 50% del mercato Vita e Danni; in Italia, come da prassi per gli stress test, IVASS ha richiesto la partecipazione di quasi tutto il settore, inviando alle compagnie coinvolte una lettera con l'indicazione dei moduli da considerare (tipicamente "low yield module" per le sole compagnie vita, "core module" per vita e danni)

BCE, giù i tassi e via all'acquisto di ABS

05/09/2014 12:22

Nella riunione mensile del Consiglio della BCE sono stati approvati il calo dei tassi di riferimento e il via libera all'acquisto di Asset-Backed Securities. Il tasso di rifinanziamento principale cala allo 0,05% (dallo 0,15%), il tasso marginale allo 0,30% (dallo 0,40%), il tasso sui depositi della BCE al -0,2% (dal -0,1%). Non sono previsti ulteriori aggiustamenti verso il basso dei tassi. L'acquisto di titoli ABS partirà invece ad ottobre.

Per ulteriori informazioni, leggere qui.

Le carriere professionali nel settore finanziario: prospettive in Deloitte Consulting e IASON Italia

05/09/2014 10:27

Mercoledì 17 Settembre, ore 18.00 MIP Politecnico di Milano
— Campus Bovisa Via Lambruschini 4c, Milano

MIP e il Dipartimento di Matematica del Politecnico di Milano presentano la prossima edizione del Percorso Executive in Finanza Quantitativa. Nell'occasione, Deloitte Consulting e Iason Italia, in qualità di sponsor corso, presenteranno le opportunità di carriera nel settore finanziario per profili con forti competenze quantitative.

Programma:

ore 18.00 Prof. Emilio Barucci, Direttore, Dipartimento di Matematica e MIP

ore 18.20 Dott. Antonio Arfè, Partner Financial Services Industry, Deloitte

ore 18.40 Dott. Antonio Castagna, Fondatore e AD, Iason Italia

ore 19.00 Q&A

La partecipazione è gratuita previa registrazione: clicca qui

Contatti

Silvia Folador Tel: +39 02 2399 9187 E-mail: fq@mip.polimi.it

Direttore: Emilio Barucci.

Redattori: Roberto Baviera, Michele Bonollo,

Concetta Brescia Morra, Stefano Corsaro,

Daniele Marazzina, Giulia Mele, Carlo Milani,

Roberto Ottolini, Giulia Simonetti, Enrico Ubaldi, Giulia Zanchi,

Silvia Dell'Acqua.

© 2014 FinRiskAlert - Tutti i diritti riservati.

Le opinioni riportate negli articoli e nei documenti del sito www.finriskalert.it sono espresse a titolo personale dagli autori e non coinvolgono in alcun modo l'ente di appartenenza.

Gli articoli e documenti pubblicati nel sito e nella newsletter FinRiskAlert hanno l'esclusiva finalità di diffondere i risultati di studi e ricerche a carattere scientifico. Essi non rappresentano in alcun modo informazioni o consulenza per investimenti, attività riservata, ai sensi delle leggi vigenti, a soggetti autorizzati.
