

GLI STRUMENTI DI INTERVENTO DELLA BCE E GLI EFFETTI SUL SISTEMA DEL CREDITO

Michele Benvenuti

Banca d'Italia, Sede di Firenze

Firenze, 18 marzo 2015

CHE COSA STIAMO FACENDO?

Will unconventional monetary policy be the new normal?

"Before the financial crisis and recession, unconventional monetary policies were still mostly theoretical concepts on the drawing board, untested on the battlefield. In practice, they have given central banks such as the Federal Reserve much-needed tools when the traditional policy interest rate is near zero. We have learned a great deal over the past few years about their effectiveness, but also about some of their limitations. As I have discussed, in normal times, certain types of unconventional policies are best mothballed and kept in reserve in case needed. But, more importantly, the experience with these policies means that if another situation arises where we need to call on these tools, we are ready and prepared to do so."

John C. Williams, President and CEO, Federal Reserve Bank of San Francisco

CHE COSA STIAMO FACENDO?

"Cosa diranno fra qualche lustro gli storici, quando guarderanno più pacatamente alle conseguenze provocate sui mercati finanziari e sulle economie reali dalle inusitate politiche monetarie delle varie banche centrali? Che hanno salvato il mondo, come aveva preteso la Fed dopo la grande recessione del 2008-2009? Gli storici avranno sotto gli occhi gli esiti di lunghi anni di tassi a zero e di rendimenti alla fine diventati negativi, come pure gli sconquassi provocati da vere e proprie guerre valutarie. Noi, al momento, possiamo solo ipotizzare che la politica forsennata dei tassi a zero e dei *quantitative easing*, iniziata negli Stati Uniti e dilagata in Asia e in Europa, sia foriera di bolle speculative al cui confronto quella di 7-8 anni fa era poca cosa."

Il Sole 24 Ore, sabato 14 marzo.

AGENDA

- La politica monetaria tradizionale: obiettivi e cassetta degli attrezzi
- La crisi: quali effetti sulla politica monetaria?
- La risposta: politica monetaria non convenzionale
- Credito e politica monetaria
- E adesso?

GLI OBIETTIVI DELLA POLITICA MONETARIA

- FED: "to promote effectively the goals of **maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates**".
- Bank of England: "monetary stability means **stable prices and confidence in the currency**. Stable prices are defined by the Government's **inflation target**."
- Bank of Japan: "aimed at achieving **price stability**, thereby contributing to the sound development of the national economy"; the Bank sets the price stability **target** to 2%.
- BCE: "The primary objective of the Eurosystem is to maintain **price stability** ... Without prejudice to the primary objective of price stability, the Eurosystem has to support the general **economic policies** in the Union".

TRE OBIETTIVI MACROECONOMICI

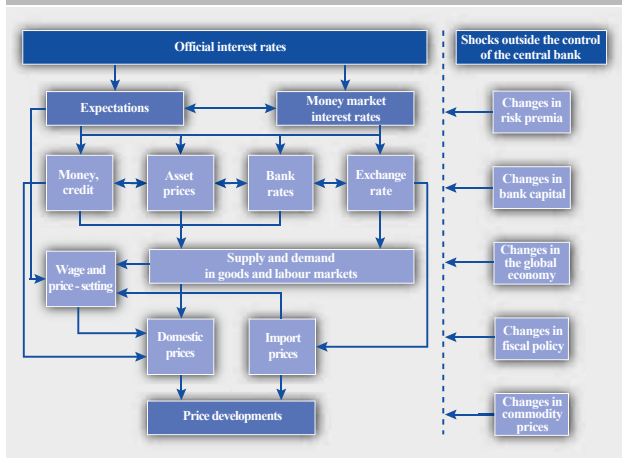
- **Stabilità**: tradizionalmente intesa in riferimento al livello dei prezzi, negli ultimi anni si è aggiunta l'accezione finanziaria.
- **Piena occupazione**: intesa considerando la disoccupazione frizionale.
- **Crescita**: misurata come *output gap* rispetto al potenziale di una economia.

LA CASSETTA DEGLI ATTREZZI STANDARD

- Operazioni di **mercato aperto**: MRO (settimanali, scadenza una settimana) e LTRO (mensili, scadenza 3 mesi).
- **Standing facilities** (su iniziativa delle controparti): per fornire (*marginal lending*) o assorbire (*deposit*) liquidità *overnight*.
- **Riserva obbligatoria**: tradizionalmente crea fabbisogno di liquidità, strumento oggi molto meno importante.

IL MECCANISMO DI TRASMISSIONE

Chart 3.1 A stylised illustration of the transmission mechanism from interest rates to prices



LA CRISI: GENESI ED EFFETTI

- prima ondata recessiva: crisi **mutui sub-prime**
 - scoppio bolla immobiliare negli Stati Uniti, impatto su ABS
 - ripercussioni su istituzioni finanziarie detentrici di ABS
 - scoppio bolla immobiliare anche in Spagna e Irlanda

→ blocco mercato interbancario, contrazione del credito
- seconda ondata recessiva: crisi del **debito sovrano**
 - debole ripresa ma con forti squilibri di bilancio
 - crisi del debito pubblico greco
 - aumento dei rischi di sostenibilità delle finanze pubbliche
 - innalzamento degli spread
 - programmi di aiuto per alcuni paesi (Grecia, Portogallo, Irlanda, Spagna e Cipro)

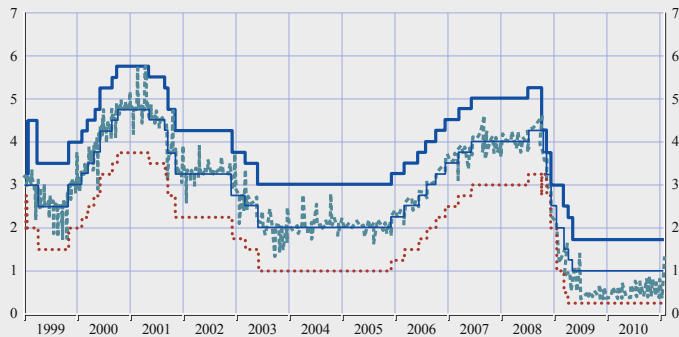
→ contrazione dei consumi e del prodotto e (ulteriore) del credito, aumento della disoccupazione

POLITICA MONETARIA E CRISI: I TASSI (1/2)

Chart 4.2 Key ECB interest rates and the EONIA since 1999

(percentages per annum; daily data)

- marginal lending rate
- ... deposit rate
- - - EONIA
- main refinancing/minimum bid rate



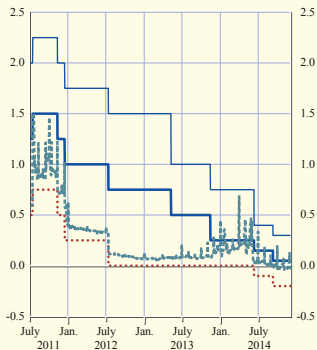
Source: ECB.

POLITICA MONETARIA E CRISI: I TASSI (2/2)

Chart 21 ECB interest rates and the overnight interest rate

(percentages per annum; daily data)

- fixed rate in the main refinancing operations
- ... interest rate on the deposit facility
- - - overnight interest rate (EONIA)
- interest rate on the marginal lending facility



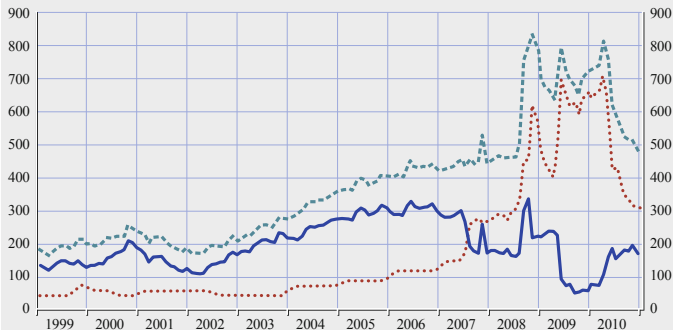
Sources: ECB and Thomson Reuters.

POLITICA MONETARIA E CRISI: OP.MERCATO APERTO

Chart 4.6 Volume of main and longer-term refinancing operations

(EUR billions; averages of daily positions over maintenance period)

- outstanding main refinancing operations (MROs)
- outstanding longer-term refinancing operations (LTROs)
- - - total refinancing operations



Source: ECB.

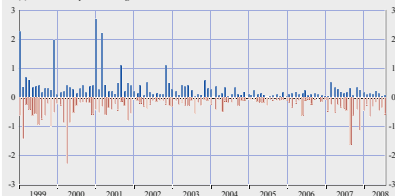
POLITICA MONETARIA E CRISI: STANDING FACILITIES

Chart 4.4 Recourse to standing facilities

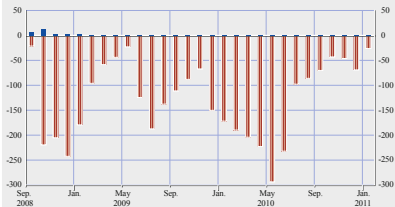
(EUR billions; averages of daily positions over the maintenance period)

■ marginal lending facility
■ deposit facility

(a) From January 1999 to August 2008



(b) From September 2008 to January 2011



Source: ECB.

LA RISPOSTA "STANDARD"

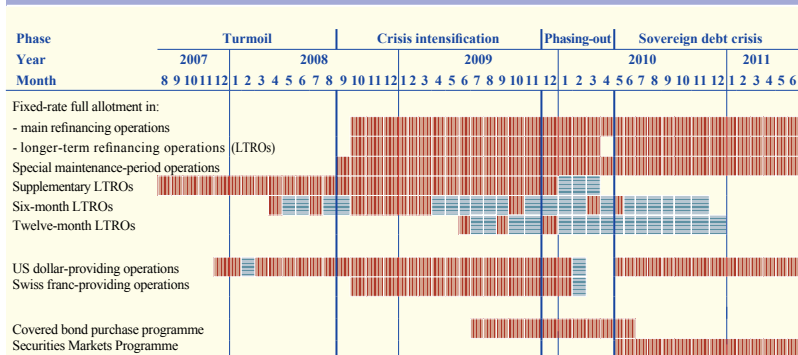
La BCE risponde alla crisi finanziaria iniziando dalla cassetta degli attrezzi tradizionale:

- **tassi ufficiali** portati prima fino all'1% e poi addirittura fino allo 0,05% (con rendimento negativo dei depositi overnight);
- **operazioni di mercato aperto** ampliate come tipologia, con importi illimitati e più ampie attività da fornire in garanzia;
- **operazioni di swap in valuta** (dollari statunitensi e franchi svizzeri) per fronteggiare difficoltà di finanziamento di banche.

Nella prima fase della crisi viene svolta, in sostanza, una funzione di supplenza dei mercati monetari che avevano cessato di funzionare. La contrazione del credito era stata tutto sommato contenuta.

BCE E LA CRISI: UNA SINTESI DELLE MISURE

Chart 1 Chronology of the ECB's non-standard measures from August 2007 to June 2011



Source: ECB.

Notes: The reddish brown bars indicate that operations were conducted in the specific month, while the petrol blue bars indicate that no new operations were conducted but that the liquidity provided in previous operations remained in place. The chart covers the main measures discussed in the text, but does not cover all of them as some are not easy to include, e.g. decisions related to collateral and to fine-tuning operations. Special maintenance-period operations are ECB refinancing operations with a maturity matching the length of the reserve maintenance period.

LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI

La seconda parte della crisi è differente. A non funzionare sono i mercati obbligazionari e quelli dei debiti sovrani dei paesi periferici. Interventi della BCE:

- *covered bond purchase programme* (CBPP): acquisti sul mercato secondario di covered bond per 60 mld;
- *securities market programme* (SMP): acquisto di titoli obbligazionari e di titoli pubblici (neutralizzato a fini di politica monetaria).

A questi si aggiungono programmi di acquisto deliberati in sede comunitaria:

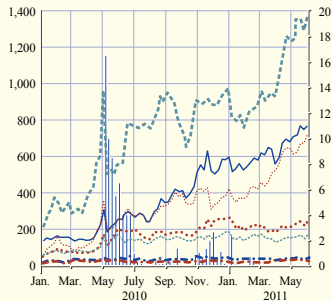
- *fondo europeo di stabilità finanziaria* (FESF) e *meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria* (MESF) nati per sostenere Portogallo e Irlanda;
- *meccanismo europeo di stabilità* (MES), detto anche fondo salva-stati.

SECURITIES MARKET PROGRAMME

Chart 8 Ten-year government bond yield spreads vis-à-vis German government bond yields and weekly SMP settlements

(weekly data; basis points; EUR billions)

- weekly SMP settlements (right-hand scale)
- Spain
- - - Greece
- Ireland
- Portugal
- Italy
- - - France
- - - Netherlands



Sources: Thomson Reuters and ECB.

VERSO MISURE NON CONVENZIONALI

Nella seconda parte della crisi si aggrava la **dinamica del credito**; la BCE decide di condurre:

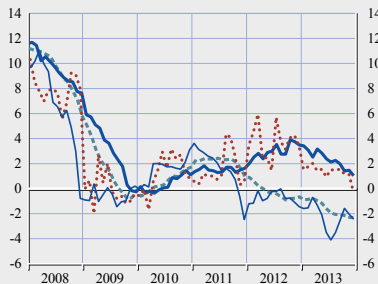
- due aste a tre anni (**long term refinancing operations**, LTRO) tra 2011-12 e 2012-02 per circa 1.000 miliardi di euro remunerato al tasso MRO;
- otto aste da 2014-09 a 2015-03 con rimborso a 2018-09 vincolate alla concessione di finanziamenti (**targeted long term refinancing operations**, TLTRO);
- **asset-backed securities purchase programme** (ABSPP) e **covered bond purchase programme** (CBPP) nel 2014 per rivitalizzare segmenti di mercato.

CREDITO AL SETTORE PRIVATO

Figura 6 M3 e prestiti al settore privato

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

- M3 (tasso di crescita sui dodici mesi)
- M3 (tasso di crescita sui tre mesi annualizzato)
- - - prestiti al settore privato (tasso di crescita sui dodici mesi)
- prestiti al settore privato (tasso di crescita sui tre mesi annualizzato)



Fonte: BCE.

WHATEVER IT TAKES

- "Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough". Mario Draghi, 26 luglio 2012;
- in risposta a premi per il rischio sovrano ritenuti inaccettabili, vengono ipotizzate *outright monetary transactions* (OMT);
- la BCE si pone come prestatrice di ultima istanza per stati sovrani in difficoltà macroeconomiche gravi e conclamate a condizione che gli stessi abbiano aderito a un programma di aiuto finanziario (*condizionalità*);
- consistono in *acquisti illimitati* su titoli di Stato con scadenza 1-3 anni, con liquidità sterilizzata a fini di politica monetaria;
- in sostanza la BCE si pone allo stesso livello dei creditori privati.

LA FORWARD GUIDANCE

Il 4 luglio 2013 il Consiglio direttivo della BCE ha comunicato che esso si attendeva "the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time. This expectation is based on the overall subdued outlook for inflation extending into the medium term, given the broad-based weakness of the economy and subdued monetary dynamics". Perché la *forward guidance*:

- cambiamento nella **comunicazione**: non più solo condizioni correnti ma anche attese;
- effetto auspicato sull'ancoraggio delle **aspettative**, in particolare quelle legate all'inflazione a lungo termine;
- chiarezza sugli obiettivi e sulla strategia aumenta la **trasparenza**.

IL BILANCIO DELLA BCE

Nell'**attivo**:

- finanziamenti alle istituzioni finanziarie (MRO, LTRO)
- marginal lending facility
- riserve

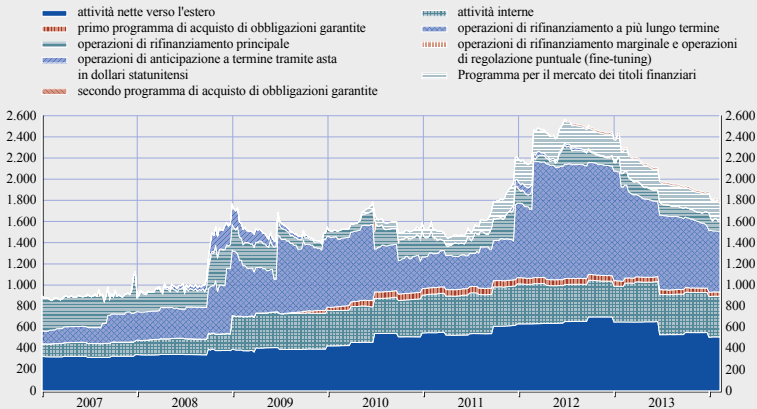
Nel **passivo**:

- riserve delle istituzioni finanziarie
- deposit facility
- circolante
- capitale

IL BILANCIO DELLA BCE: ATTIVO

Figura A Bilancio semplificato dell'Eurosistema: attivo

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

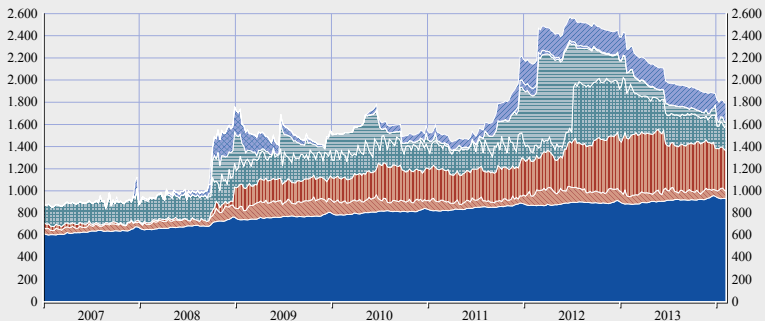
Nota: dati fino al 14 febbraio 2014.

IL BILANCIO DELLA BCE: PASSIVO

Figura B Bilancio semplificato dell'Eurosistema: passivo

(miliardi di euro)

- banconote
- altri fattori autonomi
- depositi presso la banca centrale
- operazioni di regolazione puntuale (fine tuning) di assorbimento di liquidità
- depositi delle amministrazioni pubbliche
- conti correnti
- crediti delle banche centrali estere



Fonte: BCE.

Nota: dati fino al 14 febbraio 2014.

LA CRISI E LE ALTRE BANCHE CENTRALI

- **FED**: azzeramento tasso; fornitura di liquidità (aste con ampliamento del collaterale/parti ammesse), acquisto di MBS e titoli di Stato ("quantitative easing"); strategia di comunicazione al mercato di politica e obiettivi
- **Bank of England**: azzeramento tasso; fornitura di liquidità (aste con ampliamento del collaterale/parti ammesse e swap tra ABS e Treasury bills), "funding for lending scheme", "asset purchase facility" (acquisto di ABS, CP, obbligazioni societarie, titoli del debito pubblico)
- **Bank of Japan**: politiche non convenzionali già dagli anni novanta, interventi su obbligazioni private, operazioni in valuta.

Politica economica espansiva di impostazione neokeynesiana basata su tre pilastri:

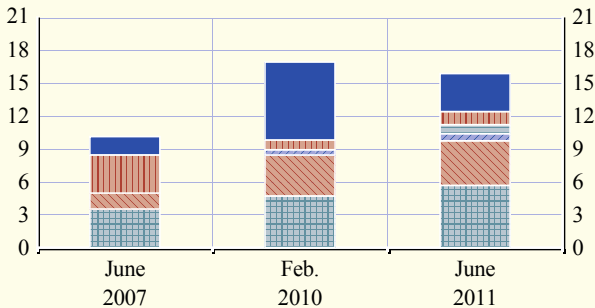
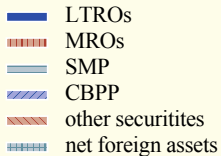
- **stimolo fiscale** (aumento spesa pubblica superiore ai 2 punti di PIL, ma aumento tassa sui consumi);
- **politica monetaria** espansiva (quantitative easing con inflation targeting al 2%);
- **riforme strutturali** di lungo periodo.

Effetti immediati sull'economia, meno in seguito. Problematiche:

- difficile coordinamento tra politica fiscale e monetaria (e riduzione indipendenza seconda);
- sostenibilità debito pubblico (2,5 volte il PIL);
- avvio di una guerra valutaria (Yen svalutato di oltre il 40% dall'avvio).

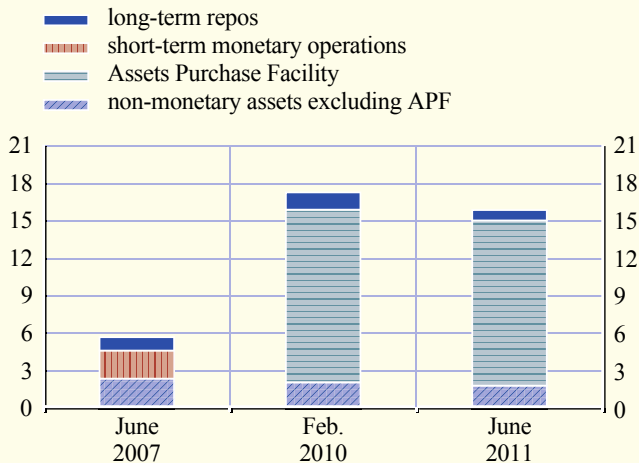
LE DIMENSIONI DEL BILANCIO: BCE

Eurosystem



LE DIMENSIONI DEL BILANCIO: BANK OF ENGLAND

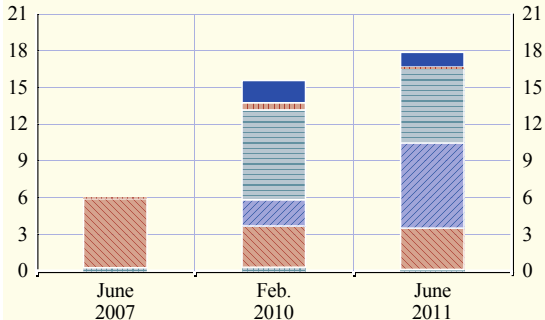
Bank of England



LE DIMENSIONI DEL BILANCIO: FEDERAL RESERVE

Federal Reserve

- other assets
- repos and other loans
- mortgage-backed securities
- Treasury – QE purchases
- Treasury held before start of QE
- net foreign assets



“Se serve un ulteriore stimolo monetario, le banche centrali devono scavalcare il mercato monetario e intervenire direttamente in altri mercati di attività per influire, attraverso prezzi e quantità, sui vari canali di trasmissione della politica monetaria”

M. Draghi, Congresso Bancario Europeo, 21 novembre 2014

IL QUANTITATIVE EASING DELLA BCE

Annunciato il 22 gennaio 2015. Caratteristiche:

- **titoli** emessi da Stati, agenzie e istituzioni europee;
- acquisti mensili fino a **60 miliardi** di euro fino almeno a settembre 2016 (500 euro per cittadino, 12% PIL);
- acquisti sul solo **mercato secondario** (con prezzo già formato);
- **risk sharing**: limitato al 20% dei titoli acquistati.

Effetti attesi:

- riduzione tassi di interesse sulle classi di titoli acquistati;
- aumento inflazione fino al target;
- spillover su tassi prestiti corporate e famiglie;
- effetti sulla domanda tramite: aggiustamenti di portafoglio, svalutazione e allentamento budget.

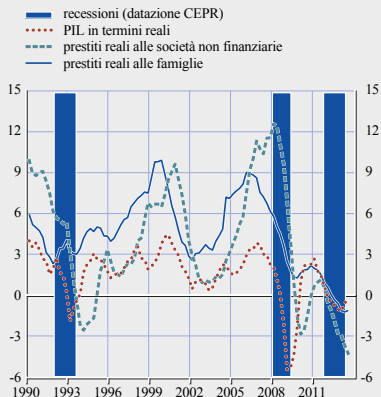
QE IN SALSA BCE: LA GENESI

- la **deflazione** si era associata negli ultimi mesi con una riduzione del bilancio della BCE e della base monetaria;
- l'acquisto di titoli di Stato sul secondario (mercato ampio e liquido) è il modo più facile per accrescere la base monetaria;
- è un intervento di **politica monetaria** o contiene al suo interno anche uno **stimolo fiscale**? per creare le condizioni politiche il risk sharing è ridotto (anzi, si può argomentare che del QE beneficiano paesi con bassi tassi come la Germania);
- il QE sostituisce una passività (titoli pubblici) con un'altra (moneta); il risparmio sugli interessi viene ottenuto a prezzo di una accresciuta inflazione;
- il punto principale: la liquidità immessa influirà sul **livello di attività** dell'economia reale?

... E IL CREDITO?

Figura A Crescita annua del PIL in termini reali e prestiti reali alle famiglie e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE, Eurostat e Centre for Economic Policy Research and Business Cycle Dating Committee

PRIMA CRISI E CREDITO

Nella prima parte della crisi la situazione del credito preoccupava relativamente. Secondo la BCE:

- il calo del credito risultava in linea con quello del prodotto, in base all'esperienza storica;
- gli interventi di politica monetaria erano stati efficaci nel limitare le conseguenze sul credito;
- i fattori di domanda pesavano comunque sul calo più di quelli di offerta.

IL CREDIT CRUNCH

Con la crisi dei debiti sovrani il calo del credito alle imprese diviene persistente. Possibili motivi:

- **cambio di regime**: aumento dell'avversione nei confronti del rischio (effetto sottostima rischi pre crisi);
- problemi di **funding** per le banche che non hanno una base di raccolta presso la clientela;
- evoluzione dei **requisiti di capitale**, con avvio del SSM (trattamento dei titoli pubblici);
- effetti cumulati del peggioramento della **qualità del credito**.

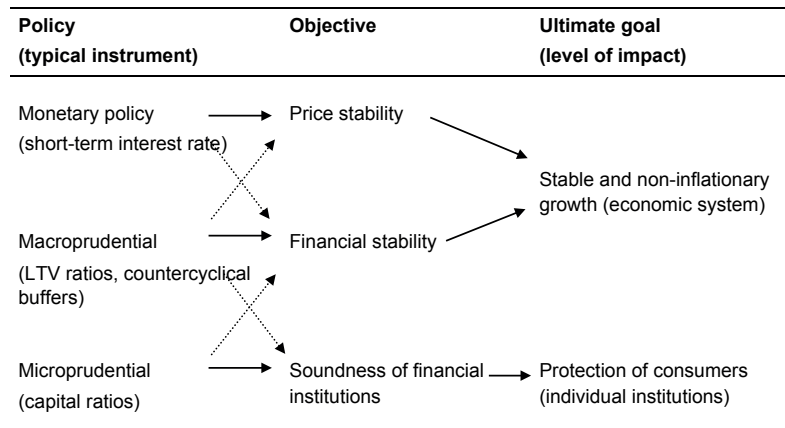
UN PASSO INDIETRO: CRISI E CREDITO

Vi sono due **salto di paradigma** che riguardano il credito:

- le finalità e le modalità che caratterizzano l'azione di **supervisione**;
- il rapporto tra credito e **sviluppo economico**.

APPROCCIO MODERNO ALLA SUPERVISIONE

Figure 1 Policy framework for the financial and economic system



Source: Schoenmaker and Wierds (2011).

LA SOLUZIONE EUROPEA

Figure 2 Policy framework for the Eurozone

Union	Dimension	Major players
Monetary union	Monetary →	ECB with NCBs
Banking union	Macro →	NCA with ECB
	Micro →	ECB with NCAs

- Visione secondo la quale la finanza **supporta la crescita economica** (Bagehot 1873, Schumpeter 1912, Hicks 1969, Goldsmith 1969, Levine 1993).
- **Quale finanza?** Dall'idea di mercato finanziario quale soluzione finale efficiente all'individuazione di un ruolo per gli intermediari (Diamond 1994).
- Prima della crisi distinzione tra **buona** e **cattiva** finanza (prodotti derivati).

STRUMENTO DEL DEMONIO?

- Con la crisi l'orientamento nei confronti della finanza cambia: **contrapposizione** rispetto all'economia reale.
- Salvatore Rossi (2013): i **capi di accusa** sono la capacità di destabilizzare l'economia e la lontananza rispetto a essa, l'incomprensibilità e l'irragionevolezza degli strumenti.
- Si diffonde l'idea che, aldilà degli strumenti, **troppa finanza** è dannosa; ipotesi **threshold**.
- Ipotesi di **spiazzamento** dei settori dell'economia reale maggiormente basati sul **capitale umano**.
- Reinhart-Rogoff (2010): esiste una soglia (90%) oltre la quale il livello del debito pubblico ha effetti negativi sull'economia.

LE QUESTIONI APERTE

- Politiche monetarie non convenzionali: **coordinamento** tra banche centrali, **phasing out**.
- Politiche fiscali: sfruttare l'allargamento della base monetaria per **investimenti pubblici** avendo presente l'indebitamento complessivo.
- Unione bancaria: evitare **credit crunch** per effetto (1) adozione nuove regole e (2) incentivi in conflitto tra regolazione micro e macroprudenziale.
- Per l'Italia: ridurre la **dipendenza** dal credito bancario e accrescere la qualità della **gestione finanziaria** delle imprese.

Grazie per l'attenzione

michele.benvenuti@bancaditalia.it