



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Politica monetaria, regole e mercati finanziari: cosa abbiamo imparato?

Fabrizio Saccomanni
Banca d'Italia

Centro Paolo Baffi

IGIER

BLUE COLLOQUIA – Università Bocconi, 22 giugno 2009

Agenda

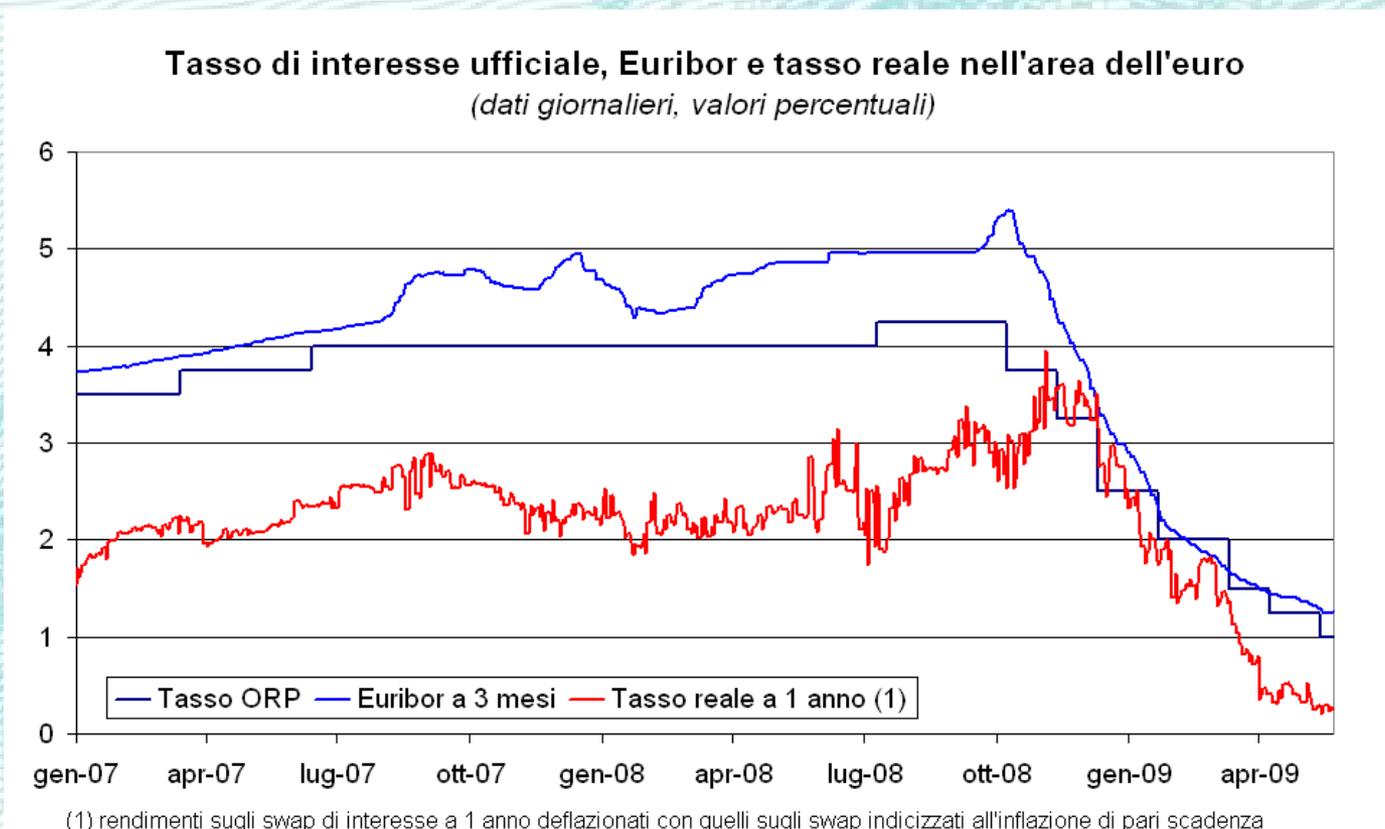
1. La crisi finanziaria globale e le misure adottate dalle banche centrali
2. Politica monetaria e stabilità finanziaria
3. Il ruolo della vigilanza e della regolamentazione nella prevenzione delle crisi: verso un approccio macroprudenziale

La più grave crisi dal dopoguerra

- ✓ La crisi finanziaria esplosa nell'agosto 2007 è la peggiore dal dopoguerra
- ✓ Il suo inasprimento si è velocemente trasmesso all'economia reale, anche attraverso il forte rallentamento del credito
- ✓ Le banche centrali, i governi, le organizzazioni internazionali hanno posto in atto misure senza precedenti per contrastarla
- ✓ Le banche centrali hanno ridotto i tassi ufficiali su livelli prossimi a zero...
- ✓ ... e adottato misure non convenzionali. L'adozione di misure non convenzionali è stata eterogenea tra paesi.

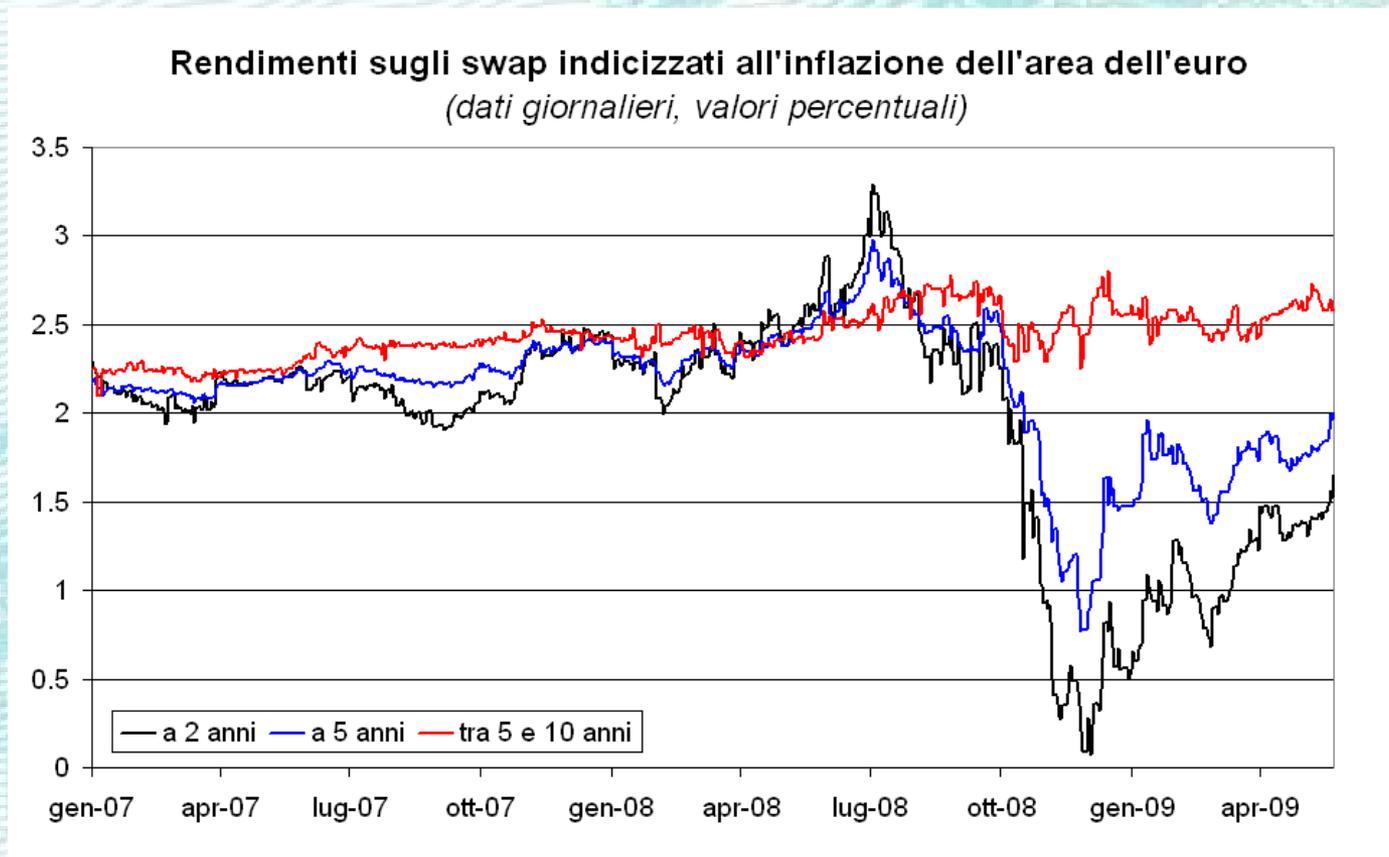
La manovra dei tassi ufficiali

L'Eurosistema, come le altre principali banche centrali, ha contrastato la trasmissione della crisi all'economia reale riducendo prontamente i tassi di interesse ufficiali



Le attese di inflazione

La riduzione dei tassi ufficiali ha riportato le aspettative di inflazione su valori più consoni con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.



Le misure non convenzionali di politica monetaria

- ✓ Ampliamento del ruolo di intermediazione sul mercato monetario
- ✓ Ampliamento del collateral accettato in garanzia del rifinanziamento
- ✓ Accordi bilaterali per offrire liquidità in valuta ("currency swaps")
- ✓ Acquisto di titoli a lunga scadenza
 - US: Treasury (300 mld. USD), Agency securities e MBS (1,45 trl. USD)
 - UK: Gilts, Commercial paper, Corporate bonds (125 mld. GBP)
 - Eurosystem: Covered bonds (60 mld. EUR)
- ✓ Iniezione diretta di liquidità al settore privato non bancario (US, UK)

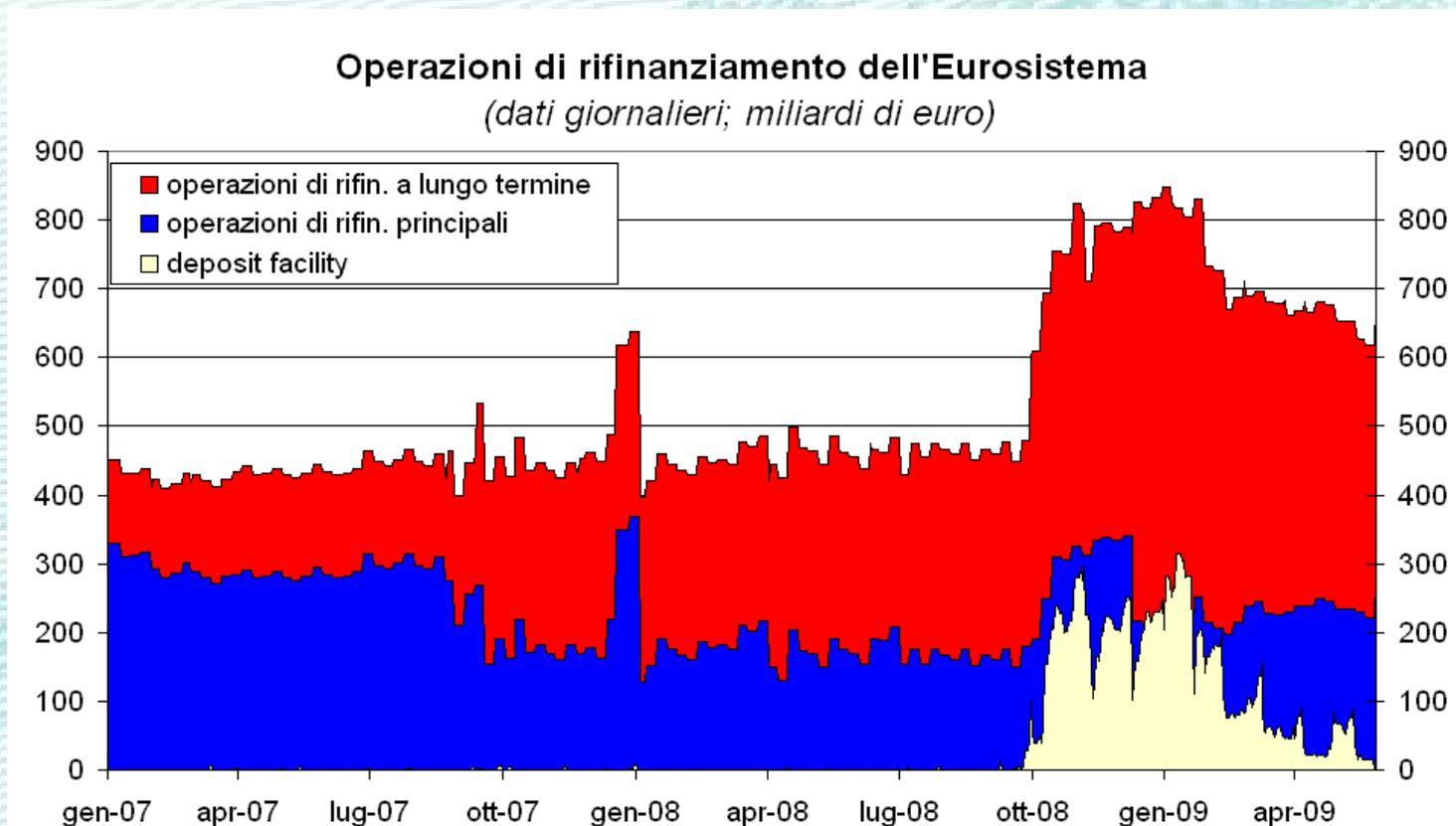
Le misure non convenzionali dell'Eurosistema

Mentre nella prima fase della crisi (fino a settembre 2008) l'Eurosistema ha potuto contrastare le tensioni nel mercato interbancario senza modifiche sostanziali al framework operativo, dopo il dissesto Lehman si sono rese necessarie misure straordinarie:

- Offerta di fondi illimitati e a tasso fisso
- Estensione del novero di garanzie stanziabili in asta
- Ampliamento dell'offerta di dollari nell'area dell'euro (in accordo con la Fed)
- Incremento della frequenza delle operazioni a più lungo termine ed estensione fino a 12 mesi della loro durata massima

Le misure non convenzionali dell'Eurosistema

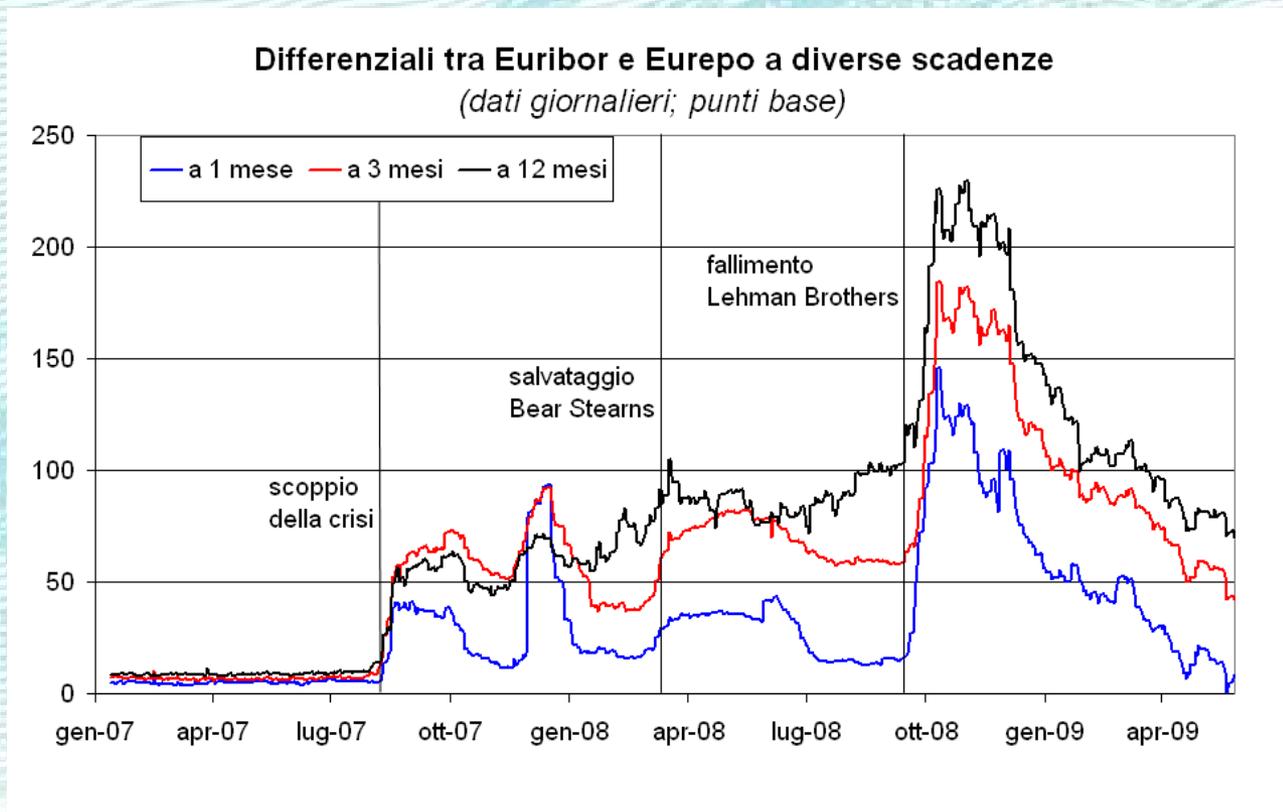
Dallo scorso ottobre l'Eurosistema offre liquidità illimitata e a tasso fisso



Gli effetti delle decisioni dell'Eurosistema

Le misure hanno evitato una crisi di liquidità con conseguenze sistemiche. I rischi di liquidità e di controparte sono progressivamente diminuiti ...

... ma gli spreads si mantengono elevati, ben al di sopra dei livelli pre-crisi, e rimane necessario riattivare pienamente il circuito del credito



In prospettiva, serve un'exit strategy

✓ In prospettiva:

- Il ruolo di intermediazione della liquidità e di sostegno al credito svolto dalle banche centrali, e quindi la dimensione e il rischio implicito dei loro bilanci, dovranno riportarsi su livelli normali

✓ Bisogna pensare sin da ora a un'efficace exit strategy:

- È importante prevedere la sequenza con cui verranno riassorbite le diverse misure ...
- ... anche se i tempi per il suo avvio sono ancora prematuri; dipenderanno dalle condizioni del mercato monetario, del credito, dalle prospettive macroeconomiche

✓ Le misure non convenzionali di iniezione di liquidità dell'Eurosistema sono disegnate in modo da favorirne il riassorbimento automatico.

Due scuole di pensiero

Può e deve la politica monetaria contribuire alla stabilità finanziaria?

Due scuole di pensiero:

- ✓ La banca centrale deve perseguire solo la stabilità dei prezzi e, nel caso di crisi finanziarie, limitarsi a interventi ex-post
- ✓ La banca centrale deve farsi carico anche della tutela della stabilità finanziaria tenendo conto della crescita eccessiva dei prezzi delle attività o del credito

La prima scuola

Secondo la prima scuola:

- ✓ È impossibile individuare le bolle speculative
- ✓ La politica monetaria può non essere efficace nell'influenzare i prezzi degli asset
- ✓ Gli effetti dello scoppio di bolle speculative possono sempre essere contrastati con politiche monetarie espansive che evitino conseguenze sistemiche ("mop up after")

La crisi finanziaria globale ha comportato un riesame critico di queste congetture

La seconda scuola

Seconda scuola: molte domande, lavori “ancora in corso”

1. È possibile individuare le bolle speculative?

- ✓ Individuare una bolla speculativa richiede una valutazione necessariamente arbitraria
- ✓ Tuttavia un numero crescente di lavori empirici suggerisce che fasi di crescita eccezionalmente elevata del credito e dei prezzi degli assets sono spesso seguiti da crisi finanziarie, con gravi conseguenze sull'economia reale
- ✓ Recente evidenza indica, in particolare, che negli Stati Uniti la forte dinamica creditizia degli ultimi anni ha contribuito alla bolla immobiliare

La seconda scuola

2. È possibile contrastare l'insorgere di bolle speculative?

- ✓ La presenza di intermediari con un elevato maturity mismatch accresce l'efficacia della politica monetaria nell'influenzare l'offerta di credito
- ✓ La politica monetaria può risultare efficace nel prevenire situazioni di crisi dovute a equilibri inefficienti ("herd behavior", "bank runs"), agendo come "fattore di coordinamento"

In sintesi

- ✓ In sintesi, la politica monetaria deve:
 - evitare, come minimo, di contribuire essa stessa all'accumulo di squilibri finanziari
 - reagire in maniera simmetrica rispetto al ciclo del credito e delle attività finanziarie ("lean against the wind")
 - sfruttare pienamente l'informazione contenuta nell'andamento del credito e dei prezzi degli asset
 - adottare un orizzonte sufficientemente ampio nella definizione dei suoi obiettivi e nella valutazione dei suoi effetti
- ✓ Tuttavia, non è in generale possibile perseguire due obiettivi con un solo strumento
- ✓ Servono strumenti addizionali, di natura macroprudenziale

Lezioni dalla crisi

Prima di discutere l'approccio macroprudenziale, è opportuno ricapitolare le principali "lezioni" dalla crisi finanziaria ⇒

1. Quali responsabilità degli intermediari?

Eccessiva, talvolta inconsapevole, assunzione di rischi nelle fasi di euforia finanziaria, determinata da:

- ✓ Sovrastima dei benefici da diversificazione connessi con le cartolarizzazioni (effettivo trasferimento del rischio, diversificazione)
- ✓ Standard di erogazione del credito poco rigorosi da parte di alcuni intermediari, spesso non regolamentati
- ✓ Complessità e scarsa trasparenza di alcuni strumenti finanziari
- ✓ Eccessivo affidamento nelle disciplina di mercato e acritica accettazione delle valutazioni delle agenzie di rating (a loro volta, soggette a rischio di conflitti di interesse)
- ✓ Sottostima del rischio di liquidità
- ✓ Problemi di governance – sistemi di remunerazione e incentivazione inadeguati

Lezioni dalla crisi

2. Quali responsabilità delle autorità di regolamentazione e di supervisione?

- ✓ Basilea 1: incentivi a trasferire i rischi fuori bilancio e parte dell'intermediazione presso intermediari e/o mercati non regolamentati ("*shadow banking system*")
- ✓ Basilea 2: rischio di effetti (pro)ciclici
- ✓ Regole contabili: alta volatilità dei profitti (estensione del principio del mark-to-market, incentivi ad accantonamenti prociclici)
- ✓ Vigilanza: "*light-touch*" non sempre adeguato e insoddisfacenti meccanismi per la supervisione dei gruppi bancari *cross-border*

La regolamentazione e la supervisione si sono concentrate sulla stabilità microprudenziale: scarsa attenzione alle esternalità

- ✓ Singoli intermediari possono apparire solidi in condizioni normali, ma cosa accade in momenti di turbolenza generalizzata, soprattutto in presenza di esposizione a rischi comuni alla generalità degli operatori?
- ✓ Comportamenti razionali di singoli operatori possono condurre a effetti sistemici indesiderati ⇒ fino alla scomparsa di interi segmenti di mercato

Verso un approccio macroprudenziale

Che vuol dire ottica “macroprudenziale”?

Più ampia considerazione dei profili macroeconomici nell’analisi della solidità dei singoli intermediari e nella definizione delle priorità di vigilanza ...

... e maggiore attenzione alla ripercussioni sistemiche dei comportamenti dei singoli operatori.

Servono 3 ingredienti ⇒

- ✓ Analisi
- ✓ Strumenti
- ✓ Architettura istituzionale

Analisi

Adeguate analisi rappresentano il punto di partenza per una efficace vigilanza macroprudenziale

Due “dimensioni” per l’analisi macroprudenziale, volte a valutare:

- ✓ Come il rischio sistemico possa essere amplificato dall’interazione tra sistema finanziario ed economia reale (prociclicità)
- ✓ Come singoli intermediari possano contribuire al rischio sistemico per effetto della loro dimensione e/o esposizione a rischi comuni

È necessario:

- ✓ Arricchire la base informativa a disposizione delle autorità
- ✓ Affinare strumenti di analisi già in uso, ad esempio gli stress test

Strumenti

Due possibili strade, non necessariamente alternative:

- ✓ Incorporare negli strumenti microprudenziali specifici elementi macro:
 - Buffer patrimoniali da accumulare nelle fasi cicliche positive e utilizzare al deteriorarsi del ciclo
 - Accantonamenti a fronte delle perdite attese su crediti con connotazione anticiclica
 - Strumenti non collegati alla rischiosità delle esposizioni e volti a contenere l'eccessivo indebitamento delle banche non adeguatamente colto dalle misure di Basilea 2 (leverage ratio)

- ✓ Introdurre nuovi strumenti di natura macroprudenziale
 - Dibattito ancora molto aperto: es. modulare requisiti prudenziali in funzione crescente del rischio sistemico posto da ciascun intermediario ("pollution tax")

Architettura istituzionale

Rafforzamento dell'analisi macroprudenziale a livello UE ⇒ importante contributo del gruppo De Larosière

- ✓ Proposta di istituire un nuovo organismo (European Systemic Risk Board) con il compito di identificare le aree di rischio che richiedono particolare attenzione e gli interventi da parte della autorità competenti
- ✓ È essenziale che:
 - Si riconosca la vigilanza macroprudenziale come una funzione di banca centrale;
 - Si doti il nuovo organismo di strumenti efficaci per assicurare che all'analisi dei rischi potenziali per il sistema finanziario seguano efficaci azioni di policy
- ✓ Dunque, l'ESRB dovrebbe avere adeguate capacità analitiche e accesso alle informazioni di vigilanza
- ✓ I supervisori nazionali dovrebbero poter contribuire a questa analisi con proprie valutazioni e priorità per azioni correttive che tengano conto delle specificità dei mercati domestici
- ✓ È necessaria una interazione sistematica con i colleghi dei supervisori