



THE ECB UNCONVENTIONAL MONETARY POLICIES: HAVE THEY LOWERED MARKET BORROWING COSTS FOR BANKS AND GOVERNMENTS?

Urszula Szczerbowicz

NON-TECHNICAL SUMMARY

Since August 2007, severe financial market disruptions impaired traditional monetary transmission channels in the euro area. First, the 2007-2009 crisis increased uncertainty concerning the banks' balance-sheet health and paralyzed interbank lending. Second, the euro area sovereign debt crisis led to the fragmentation of the single financial market and resulted in important differences in credit conditions across the member countries. The European Central Bank (ECB) faced a difficult task of restoring monetary transmission and maintaining price stability in these exceptional circumstances. However, the traditional monetary tool - the ECB main refinancing rate - did not affect other interest rates to the extent it used to before the crisis. To attain its objectives, the euro area monetary authority implemented the following unconventional monetary policies: unlimited liquidity provision in euro and some foreign currencies, lengthening of the maturities of the loans, wider range of collateral accepted and outright purchases of private and government assets.

The objective of this paper is to provide empirical evidence on the impact of the ECB non-standard measures on the market borrowing costs for banks and governments. This question is motivated by the importance of banks in financing of the euro-area economy and by the crucial role that long-term government refinancing plays in the ongoing euro-area crisis. There is a rapidly growing literature about the effectiveness of alternative monetary policies in the U.S. and the U.K. but the empirical evidence about the effects of non-orthodox measures in the euro area is still relatively scarce. To our best knowledge this study is the first one to evaluate the effectiveness of all ECB unconventional monetary policies implemented between 2007 and 2012 on bank and government borrowing costs. Specifically, we employ event-based regressions to measure the impact of the ECB announcements on money market spreads, covered bond spreads and sovereign bond spreads in the euro-area.

The results show that among the ECB unconventional measures, long-term sovereign bond purchases (SMP) proved the most effective in lowering longer-term asset yields. The effects are the most important for the sovereign spreads in the periphery euro-zone countries. The strong impact in the euro zone, exceeding the impact of similar measures in the U.S. and the U.K., suggests that the central bank intervention in sovereign market is particularly effective when the sovereign risk is important. The SMP also diminished the longer-term refinancing costs for banks, as represented by covered bond spread reduction. Furthermore, covered bond purchase programs (CBPP 1 and 2) reduced the spreads on all markets

studied: covered bond spreads, sovereign bond spreads and to some extent the money market spreads. The 3-year LTRO announcement on the other hand was effective in reducing bank refinancing cost, via smaller money market spreads and covered bond spreads, but did not result in smaller government borrowing costs.

ABSTRACT

This paper evaluates the impact of all ECB unconventional monetary policies implemented between 2007 and 2012 on bank and government borrowing costs. We employ event-based regressions to measure the effect of each policy. The borrowing conditions for banks are represented by money market spreads and covered bond spreads while the sovereign bond spreads reflect government borrowing costs. The results show that sovereign bond purchasing programs (SMP, OMT) proved to be the most effective in lowering longer-term borrowing costs for both banks and governments with the largest impact in periphery euro-area countries. The strong impact in the euro-area periphery suggests that the central bank intervention in sovereign market is particularly effective when the sovereign risk is important. Furthermore, both covered bond purchase programs and 3-year loans to banks reduced bank refinancing costs.

JEL Classification: E43, E44, E52, E58

Keywords: Unconventional monetary policy, quantitative easing, credit easing, sovereign bond spreads, covered bond spreads, Euribor-OIS spread, SMP, OMT, CBPP, LTRO.



L'IMPACT DES POLITIQUES NON CONVENTIONNELLES DE LA BCE SUR LES COÛTS D'EMPRUNT DES BANQUES ET DES ÉTATS

Urszula Szczerbowicz

RÉSUMÉ NON TECHNIQUE

Depuis août 2007, les graves perturbations des marchés financiers ont bloqué les canaux de transmission de la politique monétaire dans la zone euro. La crise de 2007-2009 a augmenté l'incertitude quant à la solidité des bilans bancaires et a paralysé le marché interbancaire ; la crise de la dette souveraine de la zone euro a conduit à la fragmentation du marché unique des services financiers et a entraîné une différenciation importante des conditions de crédit entre pays membres. Dans ces circonstances exceptionnelles, il appartenait à la Banque centrale européenne (BCE) de rétablir la transmission monétaire et de maintenir la stabilité des prix. Cependant, l'outil monétaire traditionnel - le taux principal de refinancement de la BCE - n'avait plus l'impact habituel sur les autres taux d'intérêt. Pour atteindre ses objectifs, l'autorité monétaire de la zone euro a dû mettre en oeuvre des politiques monétaires non conventionnelles : mise à disposition de liquidités illimitées en euros et en devises, allongement des échéances des prêts, assouplissement des règles de collatéral et achats d'obligations publiques et privées.

L'objectif de cet article est de mesurer l'impact de ces mesures non conventionnelles sur les coûts des emprunts des banques et des États. Cette question est particulièrement importante du fait de la place des banques dans le financement de l'économie de la zone euro et du rôle crucial que le coût du refinancement de long-terme des emprunts souverains joue dans la crise de la zone. Or, s'il existe une littérature en plein essor sur l'efficacité des politiques monétaires menées aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'évaluation des effets des mesures non conventionnelles dans la zone euro est encore très limitée. Notre étude est, à notre connaissance, la première à évaluer l'impact de l'ensemble des politiques monétaires non conventionnelles de la BCE mises en oeuvre entre 2007 et 2012 sur les coûts d'emprunt des banques et des États. Plus précisément, nous mesurons la réponse du marché monétaire, du marché d'obligations sécurisées et d'obligations souveraines des pays membres de la zone euro aux annonces de politique monétaire non conventionnelle.

Nos résultats montrent que, parmi les mesures non conventionnelles de la BCE, le programme d'achats d'obligations souveraines à long terme (SMP) a été le plus efficace pour réduire les écarts de taux (spreads) à long terme. Les effets sont particulièrement importants pour les spreads souverains en périphérie de la zone euro. L'impact observé dans la zone euro dépasse celui des mesures similaires pratiquées aux États-Unis et au Royaume-Uni ; cela suggère que l'intervention de la banque centrale sur le marché souverain est particulièrement efficace lorsque le risque souverain est important. Le SMP a

également réduit les coûts de refinancement à plus long terme pour les banques en réduisant les spreads des obligations sécurisées. En outre, les programmes d'achat d'obligations sécurisées (CBPP 1 et 2) ont contribué à la diminution des spreads des obligations sécurisées, des spreads des obligations souveraines et dans une certaine mesure des spreads sur les marchés monétaires. D'autre part, l'annonce des opérations de refinancement à trois ans a été efficace dans la réduction des coûts de refinancement bancaire, via la diminution des spreads sur les marchés monétaires et des spreads des obligations sécurisées. Cependant, elle n'a pas diminué les coûts d'emprunt des États.

RÉSUMÉ COURT

Cet article évalue l'impact des politiques monétaires non conventionnelles mises en oeuvre par la BCE entre 2007 et 2012 sur les coûts d'emprunt des banques et des États. Nous mesurons l'effet de chaque politique par des régressions basées sur les événements. Les conditions d'emprunt pour les banques sont représentées par les spreads du marché monétaire et les spreads des obligations sécurisées tandis que les spreads des obligations souveraines reflètent les coûts d'emprunt des États. Les programmes d'achat d'obligations souveraines (SMP, OMT) apparaissent avoir été les plus efficaces pour abaisser les coûts d'emprunt à long terme des banques et des États. Cet impact étant particulièrement prononcé dans la périphérie de la zone euro, ceci suggère que l'intervention de la banque centrale sur le marché souverain est particulièrement efficace lorsque le risque souverain est important. En outre, les deux programmes d'achat d'obligations sécurisées ainsi que les prêts à 3 ans accordés aux banques ont réduit les coûts de refinancement des banques.

Classification JEL : E43, E44, E52, E58

Mots clés : Politiques monétaires non conventionnelles, assouplissement quantitatif, assouplissement de crédit, achats d'obligations souveraines, achats d'obligations sécurisées, spread Euribor-OIS, SMP, OMT, CBPP, LTRO.