

Il Delegato

Londra, 20 marzo 2020

Prot. 16
Fasc. H.1

Oggetto: Le misure adottate dalla *Bank of England* a fronte dell'emergenza economica causata dal Covid-19.

Sintesi. A complemento dell'azione del governo tesa a contrastare gli effetti economici e finanziari legati al diffondersi del contagio da Covid-19, la *Bank of England* ha adottato una serie di provvedimenti tra i quali spiccano una riduzione del *Bank Rate* allo 0,1%, la riduzione del *countercyclical capital buffer* a zero, l'istituzione di due nuove *facility*, un *Term Funding Scheme* con incentivi addizionali a favore delle piccole e medie imprese e un *Covid Corporate Financing Facility* e infine un aumento di £200 miliardi delle operazioni di *quantitative easing*. Nel loro complesso queste misure hanno sorpreso positivamente gli osservatori quanto a rapidità, ammontare e *range*. Esse sono superiori a quanto messo in campo durante la GFC e il loro coordinamento con le misure adottate dal Tesoro britannico dovrebbe accrescerne l'efficacia complessiva.

L'emergenza economica causata dal diffondersi del contagio da coronavirus ha determinato una pronta reazione da parte delle autorità britanniche con l'adozione di misure di supporto all'economia di grande portata, superiori e più estese di quelle disposte durante la GFC. I provvedimenti sono stati decisi in sintonia tra Tesoro e *Bank of England* (BoE), nel rispetto dell'indipendenza di quest'ultima, con l'obiettivo di massimizzarne l'efficacia.

La BoE, in particolare, durante due *emergency meeting* ha disposto una serie di misure che possono essere definite "storiche". Dal lato della politica monetaria convenzionale ha ridotto due volte il *Bank Rate*, portandolo allo 0,10% (era allo 0,75% prima degli interventi). Questo livello, secondo anche quanto dichiarato recentemente dall'ex Governatore Mark Carney e da Andrew Bailey, poi subentrato a Carney il 16 marzo scorso, è visto come un *effective lower bound*, al di sotto del quale si potrebbero verificare

effetti negativi sull'attività di prestito all'economia da parte delle banche e sulla fiducia dei consumatori¹. Si tratta anche del livello più basso nei 326 anni di vita della banca.

La BoE ha disposto inoltre la creazione di un nuovo *Term Funding Scheme* (TFSME) che per i prossimi 12 mesi offrirà al sistema bancario finanziamenti per 4 anni per un ammontare pari al 10%² dello *stock* di prestiti all'economia reale al *Bank Rate*, con un meccanismo di penalizzazione nel caso il *net lending* risulti negativo. La *facility* ha un incentivo addizionale a favore delle piccole e medie imprese (PMI), prevedendo per i prestiti netti a favore di queste un moltiplicatore pari a 5 dei fondi ottenibili attraverso di essa. Le banche commerciali di minore dimensione dovrebbero esserne le maggiori beneficiarie, offrendo loro l'opportunità di competere in segmenti di mercato quali i *mortgage*, così rafforzando anche il meccanismo di trasmissione della politica monetaria all'economia reale.

Insieme al Tesoro, che offrirà la copertura dai rischi di solvibilità, la BoE ha anche lanciato una nuova *Covid Corporate Financing Facility* (CCFF), che fornirà liquidità alle imprese che offrono un contributo materiale all'economia britannica attraverso l'acquisto di *commercial paper* con scadenza fino a un anno³. Il finanziamento sarà offerto a condizioni comparabili a quelle prevalenti prima della crisi a imprese che possano dimostrare di essere state, sempre prima dello *shock* economico, in condizioni di *sound financial health*⁴. La *facility* sarà disponibile per almeno 12 mesi e, secondo quanto dichiarato dal Governatore Bailey, la banca centrale è “*willing to pump unlimited quantities of money*” attraverso di essa.

La BoE ha inoltre disposto un incremento di £200 miliardi degli acquisti di titoli sul mercato tramite l'esistente *Asset Purchase Facility* (APF), portando il totale a £645

¹ Nel valutare l'efficacia della riduzione del *Bank Rate*, va osservato che circa un terzo del debito delle famiglie è rappresentato da mutui a tasso variabile e circa metà del debito delle imprese (75% per le PMI) è parametrato a un tasso variabile.

² L'ammontare è stato accresciuto dal 5% - deciso al momento della creazione della *facility* l'11 marzo scorso - al 10% disposto il 19 marzo.

³ Per questa *facility* la BoE agirà come *HM Treasury's agent*.

⁴ La carta commerciale dovrà avere le seguenti caratteristiche: (i) scadenza da 1 settimana a 12 mesi; (ii) se disponibile, *rating* A-3 / P-3 / F-3 da almeno una tra le società di *rating* Standard & Poor's, Moody's e Fitch; (iii) essere depositata su Euroclear e/o Clearstream. L'ammontare minimo *eligible* sarà 1 milione di sterline.

miliardi⁵. La maggioranza degli acquisti aggiuntivi riguarderà titoli governativi britannici; gli acquisti saranno completati non appena possibile a livello operativo. Secondo alcune stime, tale incremento del *quantitative easing* equivale a circa 100 punti base di riduzione del tasso di *policy* e rappresenta una espansione del bilancio della banca superiore a quella annunciata durante la GFC o dopo il referendum sulla Brexit.

La decisione è stata motivata da un deterioramento del mercato dei *Gilt*, dove gli investitori si sono spostati in massa verso strumenti a più corta scadenza e più liquidi, determinando un irrigidimento delle condizioni finanziarie. Un simile fenomeno, ma con portata globale, ha riguardato il mercato del dollaro, determinando condizioni di scarsità di questa valuta. La BoE ha partecipato a un'iniziativa coordinata tra le maggiori banche centrali tesa a rafforzare l'offerta di liquidità in dollari al sistema bancario attraverso gli *standing US dollar liquidity swap line arrangements* tra banche centrali. Le banche centrali hanno concordato una riduzione del tasso d'interesse di 25 punti base e un allungamento della scadenza massima di queste operazioni⁶.

La BoE ha completato la sua azione attraverso misure macroprudenziali. In particolare, ha disposto la riduzione del *countercyclical capital buffer* a zero (dall'1%; era previsto salire al 2% a fine 2020); questa misura, da sola, offre spazio per nuovi prestiti da parte del sistema bancario per un ammontare potenzialmente pari a £190 miliardi, equivalenti a 13 volte gli impieghi bancari netti registrati nel 2019. Il *buffer* è atteso rimanere al nuovo livello (zero) almeno per i prossimi 12 mesi.

Allo scopo di evitare che il capitale liberato venga impiegato per obiettivi diversi dal sostegno all'economia, la BoE ha reso noto che scoraggerà l'utilizzo dello stesso per accrescere la distribuzione di dividendi o altre forme di distribuzione come *share buy-backs* e *bonus* per i dipendenti, ed eserciterà a questo fine un "costante e costruttivo monitoraggio".

⁵ UK *government bonds* e *sterling non-financial investment-grade corporate bonds*, acquistati sul mercato attraverso *reverse auctions*. Anche per queste operazioni la BoE beneficia di un meccanismo di copertura del rischio da parte del Tesoro.

⁶ La BoE inizierà a offrire dollari USA attraverso operazioni *repo* con scadenza a 84 giorni, in aggiunta alla esistente scadenza a 1 settimana; la frequenza di quest'ultima diventerà giornaliera. Il tasso applicato sarà lo *U.S. dollar overnight index swap (OIS) rate* di pari scadenza più 25 punti base.

Infine, in considerazione della discesa dei rendimenti avvenuta nelle scorse settimane, la banca ha invitato le imprese assicurative a richiedere l'utilizzo dei margini di flessibilità previsti dalla regolamentazione Solvency II per la diluizione dell'impatto dei movimenti di mercato⁷.

La BoE – così come le banche centrali degli altri paesi – si trova a fronteggiare uno shock economico profondo e subitaneo, temporaneo ma di durata incerta, che colpisce sia l'offerta che la domanda. Contrariamente all'esperienza della GFC, il *black swan* non è comparso nel mondo della finanza, ma nell'economia reale, dove la *disruption* delle *supply-chain* e una sempre più debole attività economica esercitano un forte impatto negativo sui *cash flow* e portano a un aumento della domanda di credito da parte di famiglie e imprese, in particolare da parte di quelle più piccole. Secondo la BoE la priorità assoluta è fornire tutta la liquidità necessaria, a prezzi prossimi allo zero, per “*keep firms in business and people in jobs*”.

Un ingranaggio essenziale nella trasmissione dell'azione di *policy* è il sistema bancario. Secondo la BoE, le banche maggiori sono in grado di affrontare una severa *disruption* del mercato; esse detengono mille miliardi di sterline in *asset* liquidi di alta qualità. Inoltre, utilizzando il collaterale pre-depositato presso la BoE, le stesse banche sarebbero immediatamente in grado di ottenere liquidità per circa 300 miliardi di sterline dalle *facility* sopra descritte, così da fornire l'indispensabile supporto all'economia del paese⁸.

⁷ La Direttiva Solvency II permette il ricalcolo della *transitional measure on technical provisions* ogni 24 mesi, o con maggiore frequenza quando il profilo di rischio dell'impresa sia materialmente cambiato.

⁸ La BoE ha adottato anche una serie di misure dirette ad alleviare il carico operativo per il sistema bancario, tra cui la cancellazione degli *stress test* annuali per le 8 maggiori banche del paese.