

Luglio 2016

Brexit: la Bank of England si muove. Le prospettive future della politica monetaria britannica e gli impatti sull'Europa

Marcello Minenna, Professore a contratto di Finanza matematica all'Università Bocconi

“*Expect the unexpected*”. Mai come in occasione delle convulse giornate che hanno seguito la diffusione dei risultati finali del referendum sulla *Brexit*, una delle regole auree della politica monetaria ha avuto un suo peso. Lo scenario di vittoria del *Leave*, assai poco considerato dai mercati e dagli scommettitori ufficiali era da tempo al centro dell'attenzione della *Bank of England* (BoE), la Banca Centrale britannica.

L'obiettivo primario era quello di garantire la liquidità alle banche in situazione di forte *stress* dei mercati. *Ex post* sappiamo che la BoE aveva acceso delle *swap-lines* dedicate in grado di fornire la liquidità in valuta estera necessaria ad assecondare il preventivo, forte calo della Sterlina e con cui ha garantito fino a 250 miliardi di Sterline per prestiti a brevissimo termine. I risultati hanno mostrato che questa politica di prevenzione ha pagato: nonostante il crollo della valuta britannica di quasi il 10% rispetto al Dollaro ed il panico sui mercati azionari mondiali, la Piazza di Londra ha sperimentato dei cali limitati (-3,15% a fronte di una media in Europa dell'8%), mentre banche e fondi hanno gestito in maniera sostanzialmente ordinata il massiccio deflusso di capitali.

Ora, superato il *day after* ed il massiccio riposizionamento degli operatori finanziari che sono stati spiazzati dalla scommessa persa, la BoE è entrata in modalità “*damage control*”. La sfida è quella di mitigare il più possibile gli effetti avversi della *Brexit* sul dato economico congiunturale di medio-lungo termine: le prime stime di un impatto sul rallentamento della crescita del PIL dello 0,2% per 3 anni potrebbero essere soggette a drastica revisione. Non necessariamente al ribasso: al momento è impossibile quantificare se all'indebolimento della Sterlina – che appare consolidato nel breve termine ed appare probabile nel lungo – seguirà un forte declino delle importazioni oppure una fiammata improvvisa delle esportazioni. Non è escluso infatti che, data la forte vocazione verso l'*export* dell'economia britannica (soprattutto verso gli USA) la crescita del valore delle esportazioni possa controbilanciare i prevedibili effetti psicologici di contrazione dei consumi interni dovuti al clima di incertezza politica. È certo che nei giorni successivi alla *Brexit* la percentuale di imprese britanniche pessimista sulle prospettive future dell'economia è salita al 49% da un contenuto 25%

appena pochi giorni prima. Tutte le aspettative sulle vendite, le esportazioni e gli investimenti sono attualmente molto depresse.

Il tema degli impatti a breve termine sull'economia merita un approfondimento: oltre al finanziamento del forte *deficit* commerciale, che richiede il continuo ingresso di materie prime e flussi di investimenti diretti e di portafoglio, la BoE identifica una molteplicità di canali attraverso cui gli esiti del *referendum* potrebbero influenzare la stabilità finanziaria.

Uno di questi è il mercato immobiliare, che è finito sotto i riflettori proprio negli ultimi giorni, con la sospensione del riscatto delle quote di alcuni dei fondi storicamente più importanti ed attivi nel settore (*M&G* e *Standard Life*). Secondo la valutazione della BoE, il mercato immobiliare ha subito un afflusso di capitali troppo intenso e le valutazioni di diversi segmenti sono oramai eccessive. La connotazione chiaramente speculativa della maggioranza degli investimenti potrebbe inasprire in senso pro-ciclico le dinamiche inevitabili di ridimensionamento del mercato.

Un secondo elemento di debolezza per l'economia britannica è dato dall'alto livello di indebitamento delle famiglie (oltre il 170% del reddito disponibile – in Italia il dato è stabile intorno all'82-83%), che le rende assai vulnerabili ad un aumento della disoccupazione e dei costi di finanziamento.

Con il *meeting* del 5 luglio, la *Monetary Policy Committee* ha avviato comunque una chiara linea di azione di carattere anticiclico, rilassando i requisiti di capitale richiesti alle banche britanniche in contropartita dell'erogazione di prestiti. In particolare, la BoE è intervenuta sul coefficiente di riserva a fronte di attività finanziarie rischiose (il c.d. CCBR ovvero "*countercyclical-capital buffer rate*"); fino a pochi giorni fa la normativa della banca centrale prevedeva che ogni istituzione finanziaria detenesse una riserva di capitale pari allo 0,5% della propria esposizione creditizia. La BoE ha azzerato questo coefficiente almeno fino a giugno 2017¹, liberando *de facto* almeno 6 miliardi di Sterline che dovevano essere obbligatoriamente detenute dalle banche a fini prudenziali. Il correlato effetto leva dovrebbe consentire al sistema bancario di erogare credito verso imprese e famiglie potenzialmente per ulteriori 150 miliardi di Sterline. A corredo del provvedimento principale, la BoE ha previsto il blocco di ogni aumento dei dividendi agli azionisti di quelle banche che perdano i requisiti di capitale.

Non è certo che l'impatto di questo provvedimento possa avere dei riflessi apprezzabili sulla dinamica dei prestiti all'economia reale; il coefficiente era comunque molto basso e ci sono fattori macro-economici più determinanti. Quello che conta in questo caso è il netto segnale trasmesso ai mercati: la BoE riconosce delle minacce alla crescita economica ed alla stabilità finanziaria ed è pronta ad intervenire ripetutamente per mitigare i fattori di rischio.

¹ <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/fpc/ccbrates.aspx>

In caso di *shock* finanziario, la risposta *standard* delle autorità monetarie è in genere quella di tagliare i tassi di interesse. Ad esempio, nel periodo eccezionalmente instabile dopo il fallimento di *Lehman Brothers*, la BoE ha abbassato i tassi ripetutamente in una misura totale pari a 4,5 punti percentuali in soli 6 mesi. Tuttavia ora il contesto è profondamente diverso: se la Sterlina dovesse continuare a svalutarsi, il maggiore costo delle importazioni potrebbe innescare un innalzamento delle aspettative di inflazione di lungo periodo. In questo scenario diventerebbe addirittura più probabile un rialzo dei tassi di interesse, sia per contenere l'inflazione che per prevenire un pericoloso deflusso di capitali. Nell'immediato, non c'è dubbio comunque che la BoE potrebbe essere tentata di non focalizzarsi sul rischio di una inflazione futura più alta, giudicando prioritario il sostegno dell'attuale congiuntura.

Peraltro i tassi di interesse sono inoltre oramai rasenti lo zero (0,5%) dal 2009. In analogia con l'Eurozona dove i tassi di riferimento sono scivolati in territorio negativo, è controverso affermare che un taglio di pochi punti base possa essere di stimolo all'economia reale. Se la BoE deciderà di intervenire, lo farà realisticamente nel *meeting* di Agosto, quando potrebbe deliberare un taglio di almeno 25 punti base (0,25%). È più plausibile però che la BoE ricorra nuovamente a politiche monetarie non convenzionali, come ad esempio il programma (*Quantitative Easing*) di acquisto di titoli di Stato (*Gilts*) e titoli *corporate* varato tra il 2009 ed il 2012 per 350 miliardi di Sterline. Questa iniezione di liquidità tutt'ora non è mai stata sterilizzata² ed è assimilabile di fatto ad un'espansione monetaria semipermanente che tende a deprimere i tassi di interesse di lungo periodo. Gli analisti prevedono una ripresa degli acquisti di titoli fino ad un massimo di 500 miliardi di Sterline.

In prospettiva, l'insieme delle misure espansive che la BoE sta mettendo in atto contribuiranno a mantenere basso il valore della Sterlina, che potrebbe tendere verso la parità con l'Euro entro 12 mesi. Un'ulteriore spinta per l'*export*, ma con i rischi già evidenziati che verranno ulteriormente esacerbati.

L'attivismo della banca centrale britannica dovrebbe sperabilmente aiutare anche a ridurre l'impatto negativo della *Brexit* sull'Eurozona. A prima vista potrebbe essere lecito pensare che il maggiore impatto economico e finanziario del risultato del *referendum* possa essere confinato nel Regno Unito. La nazione britannica rappresenta infatti meno del 4% del PIL mondiale e nel 2015 conta per il 3% del totale delle importazioni dall'Unione Europea. Tuttavia la posizione del Regno Unito come *hub* finanziario (il settore finanziario britannico vale oltre 8 volte il PIL), lascia l'Eurozona molto esposta in termini di connessione finanziarie, in parte riflettendo la liberalizzazione del mercato domestico comunitario ed il solido contesto legale e delle istituzioni del Regno Unito. Ad esempio: un terzo delle esportazioni britanniche di servizi finanziari ed assicurativi è verso l'Unione Europea; inoltre più della metà dei

² Tutti i proventi derivanti dai titoli governativi in scadenza sono reinvestiti nuovamente dalla Bank of England.

prestiti transfrontalieri del settore bancario del Regno Unito è verso i suoi *partner* comunitari, mentre almeno la metà degli investimenti diretti esteri arriva dall'Unione.

Il contesto attuale post-*Brexit* è paradossalmente più pesante nel resto d'Europa che nel Regno Unito: la Grecia è ufficialmente di nuovo in pesante recessione (-1,4% nel primo trimestre 2016) mentre la crisi del sistema bancario italiano sta raggiungendo un punto critico, con l'ondata di ricapitalizzazioni forzate degli istituti più in difficoltà che non può essere procrastinata oltre e che potrebbe verosimilmente indurre un'azione unilaterale del governo italiano se la tempesta sui mercati non si stabilizzerà in breve tempo. Questa mossa potrebbe a sua volta provocare delle ripercussioni molto negative sul percorso di implementazione dell'Unione Bancaria, fino a provocarne l'arresto. In ogni caso, è evidente che qualsiasi effetto della politica monetaria della BoE sarebbe uno "*spillover*" di secondo ordine per l'Eurozona, dove sono le scelte della BCE (e soprattutto delle sue misure non convenzionali, come il *Quantitative Easing*) ad influenzare il quadro di stabilità finanziaria. Sul QE europeo si rumoreggia da diverse settimane: il massiccio afflusso di capitali verso i titoli governativi tedeschi, percepiti come *safe haven* (cioè un "porto sicuro") ha abbassato i rendimenti verso livelli negativi mai sperimentati (un *Bund* a 5 anni ha un rendimento implicito dello -0,6%), rendendo il 70% del debito tedesco non acquistabile dalla BCE. Una modifica delle regole di ingaggio da del QE è dunque oramai nelle carte da giocare di Draghi. In definitiva, gli effetti della *Brexit* potrebbero dunque incidere più in maniera indiretta che diretta sul futuro economico dell'Eurozona.