



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Manovra "Quantitativa"

(Quinta parte) Gli aspetti più discussi, e discutibili, delle manovre quantitative, e delle iniziative non convenzionali in genere attuate di recente da varie banche centrali, sono dunque l'assunzione in garanzia, per i crediti concessi al sistema bancario allo scopo di favorirne l'attività creditizia, di titoli dall'incerto valore e dall'incerta negoziabilità, nonché il ricorso alla creazione di nuova moneta, in forma virtuale e, talvolta, anche attraverso il ricorso alla stampa di nuova cartamoneta senza adeguata "copertura" tecnica. E' ovvio come la ragione principale delle preoccupazioni espresse si leghi all'elevato potenziale che tali misure recano in termini di inflazione futura e svalutazione della moneta del paese coinvolto. Il lettore si potrà giustamente porre la questione del "cosa" la banca centrale farà dei titoli più o meno "tossici" che assume in garanzia. La domanda è interessante, ma non ha in realtà per il momento risposte definite. I titoli possono essere tenuti fino ad un momento futuro in cui le condizioni di mercato ne consentano nuovamente la negoziazione a prezzi più o meno ragionevoli. A tale proposito un recente provvedimento USA lascia ampi spazi di discrezionalità alle istituzioni finanziarie nel valutare i titoli tossici in portafoglio e ciò, purtroppo, non giova alla trasparenza ed alla credibilità dei bilanci, in una fase in cui tali elementi sarebbero invece essenziali. I titoli possono essere convogliati ad una "bad bank", organismo a finanziamento misto pubblico-privato, che deterrebbe e gestirebbe questi titoli in attesa di momenti più favorevoli. Si sta al momento lavorando su tali proposte. Per quanto invece concerne la questione del potenziale inflattivo e svalutativo che le manovre quantitative portano con sé, è probabile che, alla luce di quanto accaduto, banche centrali e governi vedano addirittura in una moderata spinta inflazionistica un catalizzatore positivo in grado di far uscire il sistema dalle secche in cui si trova incagliato. Il problema potrebbe semmai emergere qualora l'inflazione si sviluppasse mentre l'economia è ancora stagnante, E quanto poi alla svalutazione, essa rappresenterebbe, secondo il parere di molti, un vantaggio competitivo in grado di favorire l'esportazione e di sanare in parte gli squilibri dei conti pubblici, naturalmente a spese di investitori e contribuenti. E' molto probabile che la via delle svalutazioni competitive alletti molti paesi, *printers* e *non-printers*, protagonisti o meno delle manovre quantitative, la cui efficacia, peraltro, è ancora tutta da dimostrare sia in termini di ampiezza sia di tempo necessario prima che si arrivi al conseguimento di veri risultati concreti. **(fine)**

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Manovra "Quantitativa"

(Quarta parte) Abbiamo visto negli scorsi articoli come tale denominazione si applichi a quelle azioni delle banche centrali che rivestono un carattere non convenzionale, discostandosi dalle tipiche manovre sui tassi, sul livello delle riserve e dalle operazioni "di mercato aperto". Le manovre quantitative possono essere considerate come estensioni innovative, o creative, di queste ultime, in quanto tendono a creare liquidità, o meglio a fornire liquidità al sistema bancario e finanziario attraverso l'acquisto di titoli che, in circostanze normali, le banche centrali stesse non avrebbero acquistato. E' il caso dei cosiddetti "titoli tossici" di incerta negoziabilità e valorizzazione, o di altri strumenti legati, ad esempio, al credito ipotecario, credito al consumo, etc. Le manovre quantitative rappresentano una sorta di "ultima risposta" alla grave crisi di liquidità ed alle difficoltà operative che ormai da mesi attenuano l'operatività di tante banche ed istituzioni finanziarie di molti paesi. Fornire liquidità ad istituzioni "non primarie", in difficoltà e dalle incerte capacità di rimborso, accettando in garanzia titoli di altrettanto dubbia qualità, rappresenta certo una manovra non ortodossa, che ha suscitato perplessità e critiche aperte da parte dei sostenitori di una linea più classica e tradizionale della politica monetaria. Se poi la manovra quantitativa rappresenta anche l'occasione per stampare nuova moneta in grande quantità, le perplessità e le preoccupazioni non possono che crescere. Se è vero che una situazione d'emergenza richiede soluzioni d'emergenza, è pur vero che curare una crisi nata essenzialmente da un eccesso di indebitamento con un'altra valanga di debito o di massa monetaria "scoperta" può arrecare danni a medio-lungo termine. Il pericolo più rilevante è quello dell'inflazione e della svalutazione monetaria per quei paesi che abbiano adottato una scelta di manovre quantitative su vasta scala. La Federal Reserve USA si è mossa ampiamente su tale fronte, con il programma TALF e con molti altri interventi mirati in ambito ipotecario e del credito al consumo. Manovre quantitative più limitate sono state operate dalla Bank of England e dalla Banca del Giappone (definite ormai insieme agli USA "*printer nations*" – paesi stampatori, di cartamoneta, ovviamente), mentre più cauto verso tali soluzioni appare per il momento l'atteggiamento della Banca Centrale Europea e della Banca Nazionale Svizzera. (*segue*)

(*segue*)

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Manovra "Quantitativa"

(Terza parte) Abbiamo chiuso lo scorso articolo ricordando come la Federal Reserve di Washington, banca centrale degli Stati Uniti, istituzione unica non soltanto per capacità operativa e tempestività di intervento, ma anche per creatività ed ampio spettro delle misure messe in campo nel fronteggiare la crisi, sia *leader* delle manovre quantitative, anche attraverso iniziative mirate e particolarmente rilevanti. Ricordiamo il varo, agli inizi di questo mese di marzo, del TALF-*Term Asset-Backed Securities Loan Facilities*, un programma da 200 miliardi di USD di prestiti contro titoli che hanno per sottostante crediti universitari, automobilistici e legati alle carte di credito. La seconda fase del TALF dovrebbe raggiungere il livello di 1 trilione di USD ed includere parte dei martoriati prestiti ipotecari ed altri titoli più o meno "tossici" che pesano sui portafogli e sui bilanci di banche ed altre istituzioni finanziarie. Ricordiamo anche come già nei mesi precedenti la FED avesse acquistato oltre 100 miliardi di USD di titoli delle agenzie governative ipotecarie in difficoltà.

Altre banche centrali sono state e sono più caute nell'intraprendere la strada degli interventi straordinari di natura "quantitativa", soprattutto se questi comportano la creazione di nuova moneta. Il rischio inflazionistico è infatti in agguato. La Banca Centrale Europea ha dichiarato la propria disponibilità ad ampliare la gamma di iniziative di politica monetaria, ma al momento non si è ancora cimentata con azioni al di fuori dell'ortodossia e delle procedure classiche. Se il quadro economico e finanziario in Euroland dovesse peggiorare sensibilmente nel corso dei prossimi mesi, manovre quantitative non sono da escludere anche da parte dell'istituto di Francoforte.

Altre banche centrali hanno allo studio manovre del genere o sono sul punto di intervenire, soprattutto in attesa di vedere gli effetti che le drastiche riduzioni dei tassi d'interesse a breve e le altre manovre "normali" producono, prima di prendere decisioni che possono avere, nel tempo, anche conseguenze negative, come vedremo prossimamente. (*segue*)

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Manovra "Quantitativa"

(Seconda parte) Sono dunque in crescita le misure "non convenzionali" adottata dalle banche centrali, quanto meno da una parte di esse, per fornire liquidità ulteriore al sistema bancario, ai mercati finanziari ed all'economia, consentendo un'adeguata erogazione del credito ad imprese e famiglie.

Le manovre quantitative si situano fra questi strumenti innovativi e si rivelano particolarmente importanti ora che i tassi di riferimento hanno raggiunto livelli storicamente bassi, per cui esiste poco spazio ormai per ridurli ulteriormente.

Dopo aver aumentato il numero delle loro controparti cui fornire supporto, ed aver aumentato anche la gamma dei titoli assunti in garanzia, fra cui titoli di dubbia qualità, le manovre quantitative vengono così a costituire l'"ultima spiaggia" per fornire liquidità al sistema depresso, acquistando direttamente dalle banche grandissime quantità di titoli di vario tipo, non solo titoli governativi ma anche *corporate*, e perfino *commercial papers*, fornendo moneta virtuale oppure stampandone di nuova in forma cartacea (operazione questa spesso non pubblicizzata).

Le manovre di questo tipo furono ampiamente applicate dalla banca centrale giapponese dal 2001 al 2006, allorché la manovra classica del tasso di riferimento non era più praticabile, visto che i tassi erano a zero ed ogni altra mossa tradizionale di politica monetaria aveva sortito effetti alquanto limitati. Oggi la banca centrale capofila nell'applicazione delle manovre quantitative è certamente la Federal Reserve statunitense, che, dall'indomani del famigerato 11 settembre e poi, in concomitanza con la crisi *subprime* e con tutti i suoi effetti indotti nell'area creditizia e finanziaria, ha inondato il mercato di liquidità, giungendo a più che raddoppiare la propria "cifra di bilancio", che ha raggiunto i 2 trilioni di USD. Oltre a varie iniziative di acquisto diretto di titoli, anche "critici", dal sistema bancario e perfino non bancario, l'azione della FED si è caratterizzata per iniziative mirate verso settori particolarmente toccati dalla crisi di liquidità o dalla pressione dei titoli "tossici", cioè non più negoziabili e dall'incerto *pricing*, che pesano quali macigni sulla funzionalità del sistema finanziario e sui bilanci delle sue istituzioni. (*segue*)

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Manovra "Quantitativa"

(Prima parte) Molti fra i nostri lettori sapranno come i tre strumenti classici a disposizione delle banche centrali nell'elaborazione della loro politica monetaria siano: 1) la manovra sul tasso di riferimento (o tasso di sconto), che si trasmette a tutto il sistema bancario, stimolando o riducendo il credito; 2) la manovra del livello delle riserve che le altre banche debbono detenere presso di essa; 3) la manovra di mercato aperto, con cui la banca centrale compra o vende titoli pubblici sul mercato allo scopo di drenare liquidità oppure di immetterne di nuova. La grave crisi finanziaria generata dai problemi *subprime* e dal forte indebitamento/*leverage*, poi estesi a tutto il comparto ed a gran parte dei suoi protagonisti, ha però indotto le banche centrali, o quanto meno parte di esse, ad elaborare strategie nuove e più creative allo scopo di accrescere la liquidità del sistema, evitare difficoltà e financo fallimenti per banche ed altre istituzioni dalle situazioni compromesse, a causa dei titoli tossici in sofferenza, di carenza di mezzi liquidi e quant'altro. La Federal Reserve americana, in particolare, ma non solo, ha ad esempio elargito sostegno finanziario ad un numero di istituzioni ben più ampio rispetto alla ristretta cerchia di controparti con cui tradizionalmente era solita operare, acquistando o prendendo da esse in garanzia titoli di vario tipo, anche di non eccelsa qualità, in quanto affetti da problemi di negoziabilità o di incerta valorizzazione. D'altro canto, a mali estremi estremi rimedi ! In tale quadro si inseriscono le manovre cosiddette "quantitative", o di "allentamento quantitativo", un neologismo che significa in sostanza la creazione *ex novo* di massa monetaria da parte di una banca centrale con mezzi diversi rispetto agli strumenti classici che essa abitualmente impiega. La manovra quantitativa ha il duplice scopo, tipico della strategia perseguita in particolare dalle banche centrali di ambito anglosassone, Federal Reserve e Bank of England, di stimolare al contempo il quadro economico e dare sollievo al sistema finanziario. In pratica si crea nuova moneta (ma non necessariamente stampando banconote, come vedremo) allo scopo di acquistare titoli, pubblici o privati, *bonds* societari, *commercial paper*, etc, così da fornire alle banche mezzi per rimanere sul mercato e continuare a concedere credito alle famiglie ed alle aziende. Possiamo considerare le manovre "quantitative" come, in un certo senso, un'estensione innovativa della manovra classica definita di "mercato aperto", con la differenza che le nuove procedure danno origine *de facto* a nuova moneta, sia essa fisica o virtuale, con tutte le conseguenze del caso. (*segue*)

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.
