



Crisi dei mercati: dove eravamo rimasti?

Niente di nuovo dal G20 del 15 novembre scorso. Chi si aspettava una nuova Bretton Woods è rimasto profondamente deluso. Alla fine della conferenza internazionale, tenutasi a Washington alla presenza delle alte cariche dei 20 Paesi più ricchi al mondo, solo formali dichiarazioni d'intenti e tutto rinviato ad Aprile.

Se ne ricava l'impressione che le idee su come combattere la crisi in atto non manchino, ma ancor più forte è la sensazione della distanza tra i vari Stati nel concepire la crisi stessa e gli strumenti per combatterla. Su una cosa, però, sono tutti d'accordo: il sistema finanziario nel suo complesso va riformato su scala globale, va creata cioè una regolamentazione forte a livello mondiale e degli organi di vigilanza con ampi poteri di sorveglianza e sanzionatori, per stringere le maglie attorno ad un sistema che troppo facilmente ha eluso qualsiasi direttiva riguardante solidità patrimoniale e controllo delle poste di bilancio.

In tal senso alcune proposte sono a mio parere degne di nota: trova tutti concordi innanzitutto la necessità di una regolamentazione dell'uso dei derivati, con l'obbligo di negoziazione sui mercati regolamentati per evitare il proliferare di prodotti negoziati *Over The Counter*¹, con tutte le problematiche in tema di liquidità e trasparenza che ne derivano; in secondo luogo andranno regolamentate le poste fuori bilancio, che hanno fornito finora uno strumento elusivo per gli istituti bancari, i quali in questo modo hanno agevolmente aggirato i vincoli patrimoniali previsti dagli accordi di Basilea; ancora, sono state previste soluzioni per emarginare ed eliminare sostanzialmente i paradisi fiscali.

Per vedere se e come tali proposte saranno accolte, bisognerà però attendere.

Un mese fa abbiamo chiuso il nostro commento paventando uno spostamento dell'attenzione dal settore finanziario al settore produttivo. Ebbene, i primi forti segnali non hanno tardato a farsi sentire: secondo la Commissione UE per gli Affari Economici, l'Italia, insieme a gran parte dei paesi dell'Area Euro, è in **recessione tecnica** (due trimestri consecutivi di diminuzione del PIL). Stesso discorso vale per il Giappone, mentre in paesi emergenti come India e Cina, che negli ultimi anni hanno

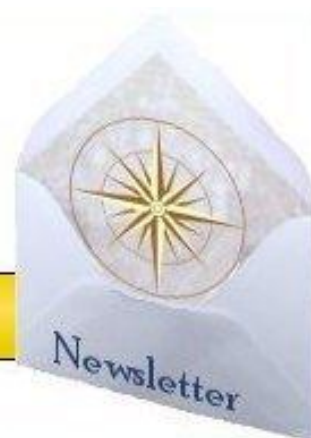
¹ Ad oggi il nozionale dei derivati negoziati in mercati OTC ha raggiunto una cifra che supera di dieci volte il Prodotto Interno Lordo mondiale!

SOMMARIO

- 1 **Commento ai mercati: dove eravamo rimasti?**
- 3 **Analisi: Prospettive di sviluppo nel Private Banking**
- 4 **Finanzacademy: L'impatto del rating sul mercato finanziario**
- 8 **Approfondimento: A deeper look at the Financial Turmoil**
- 11 **My portfolio**

Ricevi la newsletter direttamente sulla tua casella e-mail

Iscriviti gratis





visto crescere il loro PIL a ritmi sostenuti, la crescita, seppur positiva, ha subito un brusco rallentamento. Preoccupanti anche i dati sulla disoccupazione, in crescita in tutti i paesi avanzati (la sola Citigroup ha annunciato il licenziamento di 52.000 dipendenti).

E' drammatica la situazione nel **settore auto**, la cui ciclicità si fa sentire in un periodo di crisi dei consumi: General Motors, Ford e Chrysler versano in grosse difficoltà finanziarie. Per GM in particolare, che ha più risentito della crisi, Barack Obama, nuovo presidente eletto, ha promesso tutto il suo sostegno. Che però dovrà arrivare in tempi brevi, perché la strada per il Chapter 11 è breve.

Non molto migliori le condizioni del settore in Europa: Renault e BMW hanno da poco lanciato un *profit warning*, mentre è attesa una mossa analoga anche da parte di Daimler e Peugeot.

E se Atene piange... FIAT non può certo dirsi fuori dalla bufera. Nonostante continui a conquistare fette di mercato, la casa torinese teme il pericolo che eventuali aiuti di Stato (vd. OPEL in Germania) possano distorcere la concorrenza a vantaggio di chi ne usufruirà. E intanto i CDS² di Fiat sono saliti a 1000 bps, livelli mai toccati finora.

Tutti questi eventi si sono riflessi sull'andamento dei mercati finanziari. Nell'ultimo mese si è assistito ad un tentativo di rimbalzo dei listini a ridosso dell'election day statunitense del 4 novembre, ma i rialzi sono stati subito riassorbiti e pressoché tutti gli indici hanno ritracciato scendendo sotto i minimi dello scorso ottobre. L'S&P/MIB alla chiusura di venerdì (18.533 punti) perde il 52% dai valori di inizio anno e il 14,4% soltanto nell'ultimo mese³. Da un punto di vista meramente tecnico la rottura dapprima di quota 20.000, poi del supporto fornito dal minimo relativo di ottobre, hanno tolto ogni speranza di un'inversione del trend a breve e aperto uno scenario nuovamente bearish, con la probabile formazione di un'ultima gamba ribassista, che potrebbe portare l'indice verso l'area 16000-15500 punti prima dell'inizio di un auspicabile movimento laterale.

Per concludere, un cenno alle quotazioni del greggio e ai tassi.

Il **petrolio** ha continuato la sua corsa al ribasso anche nelle ultime settimane, rompendo la soglia dei 50\$/barile nella seduta di

venerdì, il livello più basso dal 18 maggio 2005. Nonostante l'annunciato taglio della produzione da parte dei Paesi dell'OPEC, è proprio il forte rallentamento dell'economia (e dunque della domanda, ai minimi da 23 anni), nonché le aspettative per l'immediato futuro ad affossarne le quotazioni. E se i più si rallegrano per ovvi motivi, c'è chi mette in guardia dalla minaccia di un prezzo relativamente così basso: il pericolo è che il diminuito costo dell'energia, unitamente alla stretta creditizia in atto, porti ad una diminuzione degli investimenti per l'approvvigionamento di combustibili nel momento della ripresa industriale, quando in questa ipotesi la rinnovata domanda di greggio potrebbe farne schizzare nuovamente il prezzo a livelli altissimi.

Sul fronte tassi, rileva l'ulteriore taglio della BCE al 3,25%. Cosa che però fa ben sperare è la lenta ma costante diminuzione dei tassi nell'interbancario, con l'Euribor a 3 mesi che passa dal 5,40% dei primi di ottobre a poco più del 4%. Valori ancora ben lontani dal tasso BCE, ma che riflettono un seppur lieve ritorno di fiducia tra gli istituti bancari e danno respiro alle migliaia di famiglie indebitate a tasso variabile.

Gabriele Candita



² Credit Default Swap: rappresentano il premio pagato ad una assicurazione per coprirsi dall'evento di fallimento. Un CDS eccessivamente elevato sconta dunque un alto rischio di default atteso.

³ Il periodo considerato è quello che va da lunedì 20 ottobre a venerdì 21 novembre.

Prospettive di sviluppo del private banking nell'attuale scenario di crisi

La crisi finanziaria si sta ormai trasformando in vera e propria recessione. I principali indicatori macroeconomici sembrano tutti convergere su questo scenario: brusca frenata dei consumatori, inflation swap che esprimono aspettative pari a zero sui tassi di inflazione a 3 anni nell'area euro (per gli USA addirittura esprimono un periodo prolungato di deflazione), vari indici di fiducia (consumatori, direttori acquisti, ecc.) ai minimi storici e mercati azionari che hanno "in pancia" valutazioni relative dei corsi che scontano una profonda e prolungata recessione.

A dispetto di quello che la mente può portare a pensare anche "i paperoni" d'Italia ne hanno profondamente risentito. Si è concluso poche settimane fa il **4° Forum Annuale del Private Banking**, organizzato da AIPB – Associazione Italiana Private Banking (quest'ultima nata su iniziativa delle principali banche private italiane, PricewaterhouseCoopers e l'ASAM – Associazione Studi Aziendali e Manageriali dell'Università Cattolica di Milano) dal quale è emerso un mercato in calo del 6% rispetto al 2007. Gli HNWI – High Net Worth Individual, le famiglie con un patrimonio finanziario (esclusi gli immobili) superiore ai 500mila euro, rappresentano nel 2008 un mercato di 779 miliardi di euro e il loro numero è in calo del 15% passando dalle 694mila famiglie del 2007 alle attuali 593mila.

Il mercato del PB è connotato ancora da una forte frammentazione e, quindi, da ampie potenzialità di crescita:

- circa il 40% della clientela HNWI non è seguita da strutture dedicate;
- i primi 10 operatori coprono il 23% del mercato nazionale

Se si considerano gli alti tassi di crescita del mercato registrati tra il 1998 ed il 2007, circa del 10% annuo in Italia (a livello mondiale tra il 2002 ed il 2007 il mercato è cresciuto in media del 9% attestandosi ad un valore complessivo stimato di circa 40mila miliardi di euro), il PB rappresenta una vera e propria sfida per il futuro.

Tuttavia, una recente analisi svolta dal Centro Studi Finanziari Giuridici e Sociali con la collaborazione scientifica di Family Office, Assofondazioni e della Direzione Scientifica del Master in Private Banking, evidenzia come il PB in Italia, nonostante le enormi potenzialità del mercato, manca di capacità di innovazione e di una visione strategica moderna. Marco Arcari, docente all'European School of Economics di Buckingham di Londra e autore della prefazione della suddetto studio, commenta così il PB nel nostro paese: "Il quadro che ne emerge è impietoso e nitidamente vi si può osservare una classe dirigente ripiegata su se stessa, tesa prevalentemente a proteggere ciò che ha conseguito nel passato senza più né speme né gioia nell'aspettar il domani".

Se consideriamo l'impatto della crisi finanziaria sulla fiducia degli HNWI e dei risparmiatori in generale, le complicazioni normative dettate dalla MIFID nell'ultimo anno, emerge con forza come sia necessario un comportamento looking forward dei player del PB.

Primo passo è la necessità di curare maggiormente gli interessi dei clienti (e quindi migliorare il loro grado di soddisfazione) evitando di inserire nei portafoglio prodotti a scarso valore aggiunto e con elevati costi. L'andamento negativo del risparmio gestito è sotto gli occhi di tutti: da inizio anno i fondi hanno registrato una raccolta netta negativa di 114 miliardi di euro (dato de "Il Sole24Ore" del 7/11 u.s.). E' sempre più diffusa la convinzione che i fondi a gestione attiva (cioè quelli che cercano di battere un benchmark) raramente riescono a generare un'alpha positivo nel medio-lungo termine. La consulenza finanziaria *fee only* (cioè a parcella) può essere una vera opportunità, anche per i grandi player di matrice bancaria, per allineare i propri obiettivi con quelli dei clienti, svincolandosi da logiche di prodotto/budget.

Ma quali sono gli altri vantaggi competitivi da mettere in gioco?

I servizi strategici e accessori che i principali player forniscono (o dichiarano di fornire) sembrano già essere completi: consulenza finanziaria, fiscale, successoria e immobiliare, investimenti alternativi, trust, attività fiduciaria, servizi assicurativi, asset protection, business advisory, servizi di art advisory e filantropia.

Il problema è che, oltre al core business della gestione di patrimoni, gli altri servizi hanno un peso specifico ed un contenuto assai ridotto.

Premesso che circa il 50% dei clienti target del PB sono imprenditori, andrebbero in particolar modo intensificate le attività legate al business advisory, al corporate finance ed al private equity. Queste attività, visti anche i dati sotto riportati sul passaggio generazionale, rappresentano da un lato dei momenti di origination di grandi stock finanziari e dall'altro un forte elemento di fidelizzazione del cliente (si pensi al caso classico in cui l'operatore PB riesca a far concludere l'acquisizione dell'impresa di un proprio cliente, monetizzando i sacrifici di una vita).

Alessandro Accettulli

I NUMERI DEL PASSAGGIO GENERAZIONALE

- ci sono 6,4 milioni di imprese in Italia
- il 92% sono imprese familiari
- gli imprenditori coinvolti ogni anno nel passaggio generazionale sono 80mila
- il 53% degli imprenditori ha più di 60 anni
- solo il 20% delle aziende ha già definito accordi per la successione d'azienda
- l'80% degli imprenditori ritiene che il passaggio generazionale sia un evento difficile da gestire
- il 68% degli imprenditori manifesta l'intenzione di lasciare l'azienda a un familiare
- il 46% delle aziende familiari ha la generazione successiva impegnata in azienda
- il 50% delle imprese familiari scompare alla seconda generazione
- il 15% delle aziende familiari supera la terza generazione
Fonte: Unione Fiduciaria Spa e Cerif (Università Cattolica Milano)

L'impatto del rating sul mercato finanziario.

Studi teorici ed evidenze empiriche.

Lo scopo per cui le agenzie di rating nascono e si sviluppano è quello di costituire un soggetto terzo rispetto al mercato, capace di garantire un supporto agli investitori attraverso un giudizio sull'affidabilità creditizia dei prenditori ed eliminare, o almeno ridurre, le inefficienze derivanti dall'asimmetria informativa. L'esperienza della crisi asiatica del 1997/98 ha stimolato una profonda riflessione sul ruolo delle agenzie di rating nelle dinamiche dei mercati finanziari internazionali.

In particolare si è cercato di appurare se le agenzie riescano effettivamente ad agire come soggetti terzi rispetto ai mercati o se invece esse, con le loro decisioni, siano in grado di influenzarli, modificandone la dimensione, la volatilità, influenzando sulle tendenze dei flussi di capitali e determinando variazioni dei costi di indebitamento. Nel seguito si cercherà di porre in rilievo l'entità e le modalità con cui le agenzie di rating esercitano un impatto sul mercato internazionale del debito pubblico, attraverso l'analisi e il confronto dei principali studi empirici relativi a questa materia. Come vedremo, letteratura è piuttosto concorde nell'attribuire alle agenzie di rating un impatto significativo sul mercato finanziario, dimostrando che le azioni di rating, in generale, determinano variazioni degli interest spread e, quindi, variazioni del costo di indebitamento dei paesi emergenti.

Anche se i rating e gli interest spread sono chiaramente correlati, essendo in ultima analisi due misure del rischio di insolvenza, non è assolutamente ovvio che i primi influenzino i secondi. La correlazione osservata, infatti, potrebbe essere il risultato del fatto che investitori e agenzie condividano un set informativo comune relativo alla rischiosità dell'emittente, pur rimanendo le due variabili del tutto indipendenti.

Proprio in relazione alla disponibilità e alla diffusione di informazioni da parte delle agenzie di rating, esistono due visioni alternative:

1. Le agenzie di rating sono specializzate nell'ottenere e nell'elaborare informazioni, soprattutto relativamente ai paesi emergenti, in cui vi è maggiore asimmetria informativa, e l'annuncio di un nuovo rating riflette la disponibilità, da parte delle agenzie, di nuove informazioni sull'emittente. Questa visione è coerente con l'esistenza dell'impatto dei rating sul mercato finanziario, che si verifica attraverso l'aggiustamento delle scelte degli operatori sulla base delle notizie diffuse dalle agenzie.

2. Le agenzie di rating hanno accesso soltanto alle informazioni pubblicamente disponibili e generalmente seguono il mercato nella loro elaborazione, analisi e interpretazione. Secondo questa visione, i rating non hanno un impatto sul mercato finanziario, in quanto esso sarebbe in grado di anticipare sistematicamente le agenzie.

Dato che la maggior parte degli studi empirici dimostra l'esistenza di una relazione di causalità dei rating nei confronti degli spread, questa seconda interpretazione sembra poter essere rifiutata. Di seguito vengono analizzati alcuni dei principali studi relativi all'impatto dei rating sul mercato finanziario. Cantor e Packer in "Determinants and Impact of Sovereign Credit Rating" (1996) studiano l'impatto dei rating sul mercato finanziario attraverso gli effetti che questi determinano sugli interest spread. I dati utilizzati sono la media dei rating di Standard & Poor's e Moody's, relativi a 35 paesi industrializzati ed emergenti, raccolti nell'autunno 1995 e gli spread di obbligazioni estere denominate in dollari, calcolati rispetto al rendimento dei buoni del tesoro americani, nello stesso periodo.

Una prima regressione del logaritmo degli spread sui rating medi evidenzia un alto potere esplicativo di questo regressore ed un

alto livello di significatività. La relazione tra le due variabili, come atteso, è negativa: un aumento del rating determina una diminuzione dello spread. In altre parole, una minore probabilità di default è associata ad un minore costo del debito. Confrontando questa prima regressione con una seconda del logaritmo degli spread sulle variabili macroeconomiche che determinano i rating, risulta che i rating spiegano le variazioni degli spread più di quanto non lo facciano complessivamente le singole determinanti dei rating stessi. Ciò sembra dimostrare che i rating abbiano un valore esplicativo addizionale rispetto alle loro determinanti nei confronti degli spread e che apportino al mercato finanziario informazioni aggiuntive, non disponibili in altre fonti pubbliche. Un'analisi più accurata, con un approccio "event study", viene condotta per valutare in dettaglio l'impatto dei rating sugli spread. Per le azioni di rating sono considerati 79 eventi tra annunci di aumento o diminuzione dei rating e annunci di credit watch o rating outlook da parte di Standard & Poor's e Moody's, rilevati tra il 1987 e il 1994; per quanto riguarda gli spread sono considerate le variazioni medie dello spread relativo nel giorno precedente e nel giorno successivo all'azione di rating.

L'analisi di questi dati suggerisce le seguenti conclusioni:

1. Complessivamente, le azioni di rating hanno un impatto sugli spread, rilevante e statisticamente significativo;
2. L'impatto è maggiore per i rating di speculative grade rispetto a quelli di investment grade;
3. I risultati ottenuti per gli effetti di annunci di abbassamenti di rating, annunci di credit watch e rating outlook e annunci da parte di Standard & Poor's non sono statisticamente significativi.

Escludendo queste variabili non significative, viene effettuata un'ulteriore regressione dello spread relativo sulle variabili residue che sono state osservate essere maggiormente influenti: gli aumenti di rating, le variazioni effettive di rating (aumenti e/o diminuzioni), le azioni di rating relative a speculative grade e le azioni di rating di Moody's. I risultati di questa regressione indicano che l'impatto dei rating sugli spread è maggiore nel caso gli annunci siano fatti da Moody's e nel caso di rating di speculative grade; al contrario, gli spread non sembrano essere sensibili rispetto alle altre variabili considerate.

Infine viene analizzata un'ulteriore problematica, relativa al potenziale effetto di diluizione dell'impatto dei rating sugli spread, esercitato dall'anticipazione da parte del mercato delle informazioni su cui si basano le agenzie per le loro stime. Sono costruite tre variabili, le quali vengono inserite prima singolarmente e poi contemporaneamente nell'ultima regressione considerata, quella degli spread su aumenti di rating, variazioni effettive di rating, azioni di rating relative a speculative grade e azioni di rating da parte di Moody's. Le tre nuove variabili sono: la variazione dello spread relativo nei sessanta giorni precedenti l'azione di rating; il segno del gap tra il nuovo rating e il rating



medio delle altre agenzie relativo allo stesso emittente; una variabile dummy, uguale ad 1 se nei sessanta giorni precedenti l'annuncio di rating c'è stato un cambiamento di rating dello stesso segno (l'osservazione dei dati, infatti, mostra la tendenza dei rating ad essere correlati positivamente). L'inclusione di queste variabili nel modello dimostra che, contrariamente alle aspettative, l'anticipazione del mercato non riduce significativamente l'impatto degli annunci di rating. Anzi, poiché le ultime due variabili incluse risultano altamente significative, si può concludere che l'impatto dei rating è maggiore quando il nuovo rating conferma quelli delle altre agenzie o altri precedenti annunci di rating.

Reisen e Von Maltzan in "Boom and Bust and Sovereign Rating" (1999) svolgono uno studio analogo sull'impatto dei rating sugli spread, utilizzando però un campione più vasto (152 annunci di rating) e più recente: le osservazioni sono infatti raccolte nel periodo dal 1989 al 1997, in modo da catturare gli effetti della crisi asiatica e dell'emissione dei Tesobono messicani. Inoltre, l'analisi è maggiormente focalizzata sui paesi emergenti.

L'analisi delle variazioni medie negli spread relativi in seguito alle azioni di rating suggerisce tre conclusioni principali:

1. Mentre le azioni di rating di Standard & Poor's, Moody's e Fitch IBCA singolarmente non producono una risposta statisticamente significativa degli spread, gli annunci di rating aggregati delle tre agenzie possono produrre effetti significativi nella direzione attesa. Tale effetto si verifica nei dieci giorni successivi all'annuncio di rating, mentre in seguito si ha un inversione di tendenza dello spread, che può essere indicativa dell'iniziale overshooting o di azioni di politica sui rating.
2. Gli abbassamenti di rating effettivi hanno l'effetto di aumentare lo spread. Questa tendenza si verifica già prima dell'annuncio (il mercato anticipa le agenzie) e si protrarre per circa venti giorni.
3. I credit watch e rating outlook positivi sono anticipati da una diminuzione dello spread; in seguito all'annuncio, tuttavia, l'effetto sugli spread svanisce.

Inoltre, Reisen e Von Maltzan hanno dimostrato l'esistenza di una doppia e reciproca relazione causale tra rating e interest spread. Effettuando un test di Granger su un set di dati panel relativi a rating e spread su obbligazioni denominate in dollari per un campione di paesi emergenti e non, rilevati nel periodo dal Gennaio 1988 al Dicembre 1997, viene dimostrato che variazioni degli spread determinano variazioni dei rating e che, allo stesso tempo, variazioni di rating determinano variazioni degli spread; tale relazione è più forte quando sono considerati complessivamente i rating di Standard & Poor's, Moody's e Fitch IBCA.

Kraussl in "Do Credit Rating Agencies Add to the Dynamics of Emerging Market Crises?" e in "Do Changes in Sovereign Credit Ratings Contribute to Financial Contagion in Emerging Market Crises?" (2003) analizza l'impatto dei rating sul mercato finanziario attraverso l'osservazione delle variazioni dell'indice SMP (speculative market pressure) conseguenti ad azioni di rating. Questa scelta trova giustificazione nel fatto che molti paesi emergenti non hanno un mercato di obbligazioni sovrane sviluppato, rendendo problematica la costruzione di un data set di spread relativi a questo tipo di strumenti finanziari; inoltre, soprattutto nei periodi di crisi, le obbligazioni sovrane non vengono trattate su basi regolari e quindi possono non essere apprezzate accuratamente. L'indice SMP include tutte le variabili che subiscono ripercussioni durante una crisi finanziaria: il tasso di cambio nominale, il tasso d'interesse di breve termine e l'indice dei prezzi di borsa.

Il data set è costituito da rating sovrani su debito di lungo termine denominato in valuta estera, assegnati da Standard & Poor's e Moody's. Il periodo di osservazione va dall'1 Gennaio 1997 al 31 Dicembre 2000 e cattura le turbolenze finanziarie del Sud est asiatico, della Russia e del Brasile. In totale il campione è formato

da 302 annunci di rating (variazioni di rating effettive e annunci di credit watch e rating outlook) per 28 paesi emergenti.

Gli altri dati necessari per costruire l'indice SMP sono i tassi nominali di cambio, rilevati con frequenza giornaliera per ciascun paese rispetto al dollaro americano, i tassi d'interesse di breve termine, misurati con i tassi d'interesse interbancari overnight, che costituiscono una buona indicazione della condizione di liquidità del mercato valutario, e i prezzi di mercato dei titoli, approssimati dai maggiori indici di borsa di ciascun paese. L'indice SMP è costruito come media ponderata di queste tre componenti, in cui i pesi sono determinati in modo da uguagliare le volatilità delle tre variabili, tra di loro molto diverse. La relazione tra rating e indice SMP è negativa, infatti: una diminuzione del rating determina un aumento del tasso di cambio nominale, misurato incerto per certo, e del tasso d'interesse di breve termine; gli indici di borsa, al contrario, diminuiscono, ma tale variazione viene moltiplicata per -1, in modo che un abbassamento di rating sia sempre associato ad un aumento dell'indice SMP e viceversa. L'analisi di Kraussl valuta le variazioni dell'indice SMP in un intervallo di tempo di venti giorni centrato nel giorno dell'annuncio di rating; i principali risultati sono:

1. Gli abbassamenti di rating generano una forte reazione del mercato finanziario, avendo un effetto statisticamente significativo sull'indice SMP, soprattutto nel periodo dall'annuncio fino ai dieci giorni successivi; al contrario, aumenti di rating hanno un impatto molto minore sul mercato finanziario, in quanto non influiscono sull'indice SMP se non nel solo giorno dell'annuncio, ma con un basso livello di significatività.
2. L'assegnazione di credit watch e rating outlook negativi genera una forte reazione del mercato, con un aumento dell'indice SMP altamente significativo; anche l'assegnazione di credit watch e rating outlook positivi ha un rilevante impatto sull'indice SMP, anche se leggermente inferiore a quelli negativi.
3. Gli annunci di rating non anticipati da credit watch o rating outlook, sia positivi che negativi, determinano una forte risposta dei mercati, con grandi variazioni dell'indice SMP nel giorno dell'annuncio di rating e nei dieci giorni successivi; al contrario, nessuno degli annunci di rating anticipati da credit watch o rating outlook è associato a variazioni significative dell'indice SMP. Questo risultato indica che quando le agenzie annunciano i credit watch ed i rating outlook, i partecipanti del mercato finanziario si aspettano cambiamenti futuri di rating nella direzione suggerita dalle agenzie e quindi anticipano le loro decisioni.
4. I risultati raggiunti finora potrebbero essere inficiati dalla situazione, almeno teorica, per cui al momento dell'annuncio di un nuovo rating, la reazione del mercato non sia dovuta al nuovo rating in sé ma alla sopraggiunta disponibilità di nuove notizie relative all'emittente, le stesse che hanno determinato la variazione di rating.

Per testare questa ipotesi, vengono considerate separatamente le azioni di rating "contaminate" e quelle "incontaminate" da nuove informazioni pubbliche; le azioni di rating "incontaminate" consistono in variazioni di rating non accompagnate dalla contemporanea diffusione nel mercato di notizie relative all'emittente. In questo modo, la reazione del mercato sarà dovuta inequivocabilmente al rating in sé e non ad altri fattori. Il risultato di questa analisi suggerisce che, sebbene l'impatto sia più forte nel caso di rating "contaminati", anche i rating "incontaminati" producono effetti rilevanti e significativi sull'indice SMP, confermando l'impatto dei rating sul mercato finanziario.

Tra i diversi modelli proposti, il più affidabile sembra quello proposto da Kraussl: il periodo di osservazione è il più recente (1997/2000), il campione di azioni di rating è ben nutrito (302 osservazioni) e anche i paesi osservati sono numerosi. Un altro vantaggio dell'analisi di Kraussl è che considera l'impatto dei rating sull'indice SMP anziché sugli spread; questo tipo di approccio, probabilmente, è più efficace nel sintetizzare gli effetti

complessivi dei rating sull'intero settore finanziario. Una volta accertato l'impatto delle agenzie di rating sugli interest spread, risulta interessante analizzare le reali conseguenze delle decisioni delle agenzie stesse sui mercati finanziari, soprattutto in relazione alle crisi finanziarie. Il punto centrale è quello di capire se le agenzie attenuano o aggravano le crisi finanziarie. L'ipotesi di neutralità sembra poter essere esclusa alla luce degli studi precedentemente analizzati, i quali dimostrano le forti implicazioni delle variazioni dei rating per i mercati finanziari.

Negli anni '90 si sono verificati numerosi "boom-bust cycle" nel mercato dei prestiti ai paesi emergenti, che sono culminati con la crisi asiatica del 1997/98. Un boom cycle si verifica quando gli afflussi di capitali ai paesi emergenti sono accompagnati da aumenti di rating da parte delle agenzie; questa situazione crea aspettative ottimistiche tra i partecipanti al mercato e determina ulteriori afflussi di capitali di breve termine, i quali contribuiscono alla vulnerabilità finanziaria del paese. Un bust cycle, invece, origina da un iniziale piccolo deflusso di capitali da un paese emergente; il seguente aumento dello spread porta le agenzie ad abbassare il rating e questo, a sua volta, è interpretato dagli investitori come un segnale per ritirare ulteriori capitali. Il risultato è che lo spread diventa ancora più grande e le agenzie continuano ad abbassare i rating. Il ripetersi di questo circolo vizioso può innescare una vera crisi finanziaria. Le agenzie ricoprono un ruolo cruciale all'interno di questi cicli, in quanto possono contribuire, a seconda del loro comportamento, ad attenuare o ad esasperare i boom-bust cycles, attraverso l'impatto esercitato dai rating sugli spread. Il punto cruciale è rappresentato dalla relazione di reciproca causalità tra rating e interest spread rilevata da Reisen e Von Maltzan (1999):

1. Se le agenzie di rating si comportano in modo anticiclico e le variazioni di rating non sono conseguenza delle variazioni degli spread, il boom-bust cycle viene attenuato: durante il boom, una pronta diminuzione del rating può smorzare le aspettative euforiche e ridurre i flussi di capitali privati di breve termine, nocivi per la stabilità finanziaria di un paese;
2. Se invece le agenzie si comportano in modo prociclico e le variazioni dei rating sono conseguenza delle variazioni degli spread, il boom-bust cycle viene amplificato: durante il boom, un miglioramento dei rating rinforzerebbe le aspettative dei partecipanti al mercato e stimolerebbe un eccessivo afflusso di capitali.

È proprio relativamente a questo tipo di dinamica che le agenzie di rating sono state spesso criticate: molti osservatori di mercato hanno accusato le agenzie di essersi comportate in modo prociclico e di avere quindi contribuito ad aggravare le crisi finanziarie. Gli studi di Reisen e Von Maltzan e Kraussl confermano questa ipotesi, in quanto movimenti degli spread vengono osservati anche nei periodi antecedenti le azioni di rating, indicando che le agenzie intervengono all'interno di dinamiche già in corso. L'esempio più eclatante di questo tipo di comportamento prociclico delle agenzie si è avuto in occasione della recente crisi asiatica. I cambiamenti di rating sui mercati emergenti asiatici, osservati nel periodo tra il Luglio 1997 e il Novembre 1998, sono stati i più grandi ed improvvisi nella moderna storia dei rating sovrani: il rating della Corea del Sud è stato abbassato di otto gradini, quello della Malesia di cinque, e quello della Thailandia di quattro; molti paesi sono passati dall'investment grade allo speculative grade.

I partecipanti del mercato e le istituzioni finanziarie internazionali hanno sollevato critiche sulla condotta delle agenzie, sostenendo che queste non erano state in grado di mettere in guardia il mercato dalla difficile situazione asiatica e che i rating erano stati abbassati soltanto dopo l'inizio della crisi. Le agenzie che avevano compreso di aver commesso degli errori hanno provato a giustificarsi, sostenendo che la crisi asiatica aveva avuto caratteristiche diverse rispetto al passato: in questo caso infatti la

finanza pubblica era in ordine ed erano stati soltanto i problemi del settore privato ad aver innescato la crisi. Questa novità, secondo le agenzie, aveva reso impossibile le previsioni, poiché queste si basavano su modelli statistici che non tenevano conto, ancora, della vulnerabilità del settore privato.

Una possibile spiegazione del fatto che le agenzie si comportino prociclicamente è quella proposta da Ferri, Liu e Stiglitz in "The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis" (1999). Il successo di una agenzia di rating dipende in grande parte dalla propria reputazione; situazioni come quella della crisi asiatica costituiscono una seria minaccia alla reputazione delle agenzie e le loro errate valutazioni sono accompagnate da bassi recuperi di capitale investito. Secondo questa logica, le agenzie sarebbero incentivate ad annunciare rating più bassi, in seguito a crisi inaspettate, come tentativo di ricostruire il loro capitale di reputazione. Allo stesso modo, in periodi di espansione economica le agenzie non dovrebbero preoccuparsi di ricostruire il loro capitale reputazionale e potrebbero quindi lasciarsi andare a valutazioni più generose. Secondo Reisen e Von Maltzan, gli abbassamenti di rating così inusuali e intempestivi hanno rinforzato la crisi nella regione asiatica in diversi modi: le banche commerciali non hanno più potuto emettere lettere di credito internazionali per esportatori ed importatori locali; gli investitori internazionali hanno dovuto disfarsi delle attività asiatiche che erano state degradate a speculative grade; ma soprattutto, essi hanno avuto un impatto diretto sugli spread, facendoli aumentare e determinando, conseguentemente, un maggiore costo del debito per i paesi asiatici emergenti. Tuttavia, Kraussl in "Sovereign Credit Ratings and their Impact on Recent Financial Crises" (2000) dimostra che un abbassamento di rating durante una fase di deflusso di capitali non necessariamente aggrava la crisi finanziaria.

Secondo il Fondo Monetario Internazionale, infatti, esistono due variabili che giocano un ruolo cruciale durante una crisi finanziaria: gli interest spread e la posizione di liquidità internazionale di breve periodo (data dall'ammontare delle riserve al netto del debito totale di breve periodo). Nel caso del Messico abbiamo una conferma della teoria dei boom-bust cycle: la diminuzione di un gradino del rating del debito messicano nel Gennaio 1995 e un rating outlook negativo hanno determinato aumenti dello spread e intensificato la crisi finanziaria. Le riserve internazionali detenute dal Messico avevano subito un fortissimo declino prima dell'abbassamento di rating, passando da 26.630 milioni di dollari americani nel Gennaio 1994 ad un minimo di 6.278 milioni di dollari nel Dicembre dello stesso anno; in seguito all'abbassamento di rating, le riserve hanno cominciato ad aumentare ma lentamente ed in modo discontinuo.

Nel caso della Corea del Sud, nonostante l'abbassamento del rating sia stato molto deciso (addirittura otto gradini nell'arco di soli due mesi dal Novembre 1997 al Dicembre 1997), l'impatto sulla posizione di liquidità internazionale è stato molto leggero: si è passati infatti da un volume di riserve internazionali di 34.000 milioni di dollari americani nel Dicembre 1996 ad un volume di 23.478 milioni di dollari nel Gennaio 1998. L'abbassamento di rating delle agenzie ha addirittura contribuito ad una più rapida conclusione della crisi finanziaria. A partire dal Gennaio 1998, nello stesso periodo in cui le riserve internazionali coreane hanno toccato il minimo, le agenzie hanno cominciato a rialzare i rating della Corea del Sud e anche le riserve internazionali hanno intrapreso un trend di crescita assai sostenuta e prolungata.

Le principali conclusioni a cui giunge Kraussl sono:

1. Contrariamente a ciò che è comunemente ritenuto, forti abbassamenti di rating non necessariamente intensificano una crisi finanziaria, al contrario essi possono contribuire a farla concludere più velocemente;
2. Come dimostra il caso della crisi messicana del 1995, un graduale abbassamento dei rating può intensificare una crisi finanziaria;

3. Una agenzia di rating consapevole che un iniziale abbassamento di rating determinerà effetti di mercato (aumento degli spread e deflusso di capitali) i quali a loro volta indurranno ulteriori abbassamenti di rating, può operare in modo lungimirante, effettuando un unico e consistente abbassamento iniziale, in modo da evitare la fase bust e contribuire ad una conclusione più rapida della crisi finanziaria.

Appare ormai evidente che, nonostante le agenzie di rating non abbiano la pretesa di interferire nelle dinamiche di mercato, la loro terzietà è resa inevitabile proprio dalla natura stessa dell'attività che svolgono: l'annuncio di un nuovo rating costituisce un aggiornamento della stima della rischiosità di un emittente, sulla base della disponibilità di nuove informazioni riservate; la diffusione al mercato di tali nuove informazioni, a sua volta, è la premessa fondamentale per l'aggiustamento delle scelte di investimento da parte degli operatori di mercato.

A seconda delle diverse situazioni contingenti, come abbiamo visto, l'impatto delle agenzie può determinare conseguenze positive o negative per la stabilità dei mercati finanziari e per la capacità di finanziamento dei paesi. L'esito di ogni intervento può essere impossibile da stabilire a priori ed avere effetti controversi. In ogni caso, occorre tenere presente che lo scopo delle agenzie di rating non è quello di attenuare o prevenire le crisi finanziarie ma soltanto quello di fornire stime efficienti sulla posizione finanziaria e sulla probabilità di default degli emittenti di debito, tali da riflettersi in una altrettanto efficiente allocazione delle risorse del mercato.

Alla luce di questa considerazione, la bontà di un rating non può essere valutata nella misura in cui esso contribuisca ad attenuare o ad intensificare un ciclo. Un nuovo rating è un "buon" rating se rispecchia con coerenza le nuove informazioni sull'emittente, se è indipendente dai cicli finanziari e se non è influenzato dalle specifiche situazioni contingenti in cui si trovano i mercati; soltanto in questo modo le conseguenti variazioni dell'interest spread e dell'indice SMP potranno essere coerenti con la posizione e la credibilità finanziaria del paese valutato e condurre all'aggiustamento delle scelte degli investitori internazionali verso una efficiente allocazione delle risorse.

Dario Mannucci



Centro Studi Finanza.it

centro studi per la finanza, l'economia e la borsa

A deeper look at the Financial Turmoil

what happens if the subprime market and the derivative instruments are not the murders?

Summary

The 2nd of April 2007 New Century Financial Corporation, the second-largest subprime mortgage lender in the United States, files for Chapter 11 bankruptcy. This follows significant strains (losses, search for an acquirer, and some bankruptcies) for more than two dozen smaller subprime lenders in February and March. The 3rd of May UBS announces the closure of its internal Dillon Read hedge fund, following some \$125 million in subprime-related losses.

The 14th of June, rumors surface that two Bear Stearns-managed hedge funds invested in securities backed by subprime mortgage loans have incurred heavy losses and that \$3.8 billion of high-quality ABS bonds are up for sale to raise cash for margin calls.

The 6th of August, American Home Mortgage Investment Corp announces its inability to fund lending obligations (31/7) and, one week later, files for Chapter 11 bankruptcy (6/8). Union Investment, a German fund manager, stops withdrawals from one of its funds after investors pull out about 10% of their assets (3/8).

Lots of researchers, managers, opinion makers and so on made several attempts to explain the reasons why the recent turmoil on the financial market started.

Somebody suggest that it represents a sharp repricing of credit risk that, given the leverage built up in the system, lead to, and was exacerbated by, an evaporation of liquidity in many market including the interbank one.

Someone else argued, instead, and highlighted that on one hand the epicenter of the crisis has to be searched for in the subprime market; on the other hand, that the magnitude of the crises has been exacerbated by the behavior of the investment banks and the rating agencies as well, either for the risky strategies taken aimed at the researching of profit; or for the delay with which the agencies have downgraded some instrument and have warned about the risks of the latest one.

However there are lots of questions that remain unsolved, for example, why the magnitude of the recent turmoil is still so huge after more than one years since its inception? Can the strategies taken by the investment banks, even the distress in a single segment of financial market be, able to produce this turmoil? Why did the banks suffer so much for this crisis? What can we learn from this phenomenon? And, above all, what shall we expect in the next future?

Instead we would like to try provide in this site a different explanation and a different idea of what has happened in the financial market since the second half of 2007.

In doing so we will take a closer look at the market, at some instruments and at some rules as well.

First of all, our idea is that the underlying of the crisis must be searched in the presence of several conditions existing in the market before the inception of the turmoil rather than in the wide use of derivative and in the collapse on the US real estate price as someone suggests, although we have been dealing with the presence of a relevant house bubble price that has affected either the strategies of the bank or the use of the derivative.

According to this point of view we believe that the crisis in the subprime market, as the one in the banking field, must be seen as a consequence rather than a cause of the turmoil.

What we want to claim is that over the three past decades some of the most developed financial systems, more market oriented, have been experiencing with several structural changes that have affected their functioning above all in the risk distribution and mitigation.

For example, there has been an extension of the banks'spectrum activity; an increasing importance of several operators such as the private Equity and the Hedge Fund.

All these changes have caused an increasing integration between market and operators with the consequence that the classical distinction between banks and market in the financial system is failed.

Together with these issues, the size and the structure of the international banks'exposure to the mortgage-related structured products, whose characteristics in terms of risks profile have not been well understood, the presence of a particular accounting framework, came together to explain why the magnitude of the crisis has been so severe, and moreover, why the crises have affected systems more market oriented first rather those more bank oriented.

As we have seen there are lots of aspect to take into account in order to explain the unfolding of the last turmoil.

However in this short paper we prefer to use a theoretical approach based upon the boom&boost theory first and postpone the analysis of the most specific issues of this crisis, like the impact of the use of the CDO, the role played by the new accounting framework, Private Equity or hedge Funds in enhancing the severity of the crisis on another paper.

1. The cross-international flow and its impact on the turmoil market.

As the outstanding literature in the field of the financial crisis suggests, we can affirm that a combination of wide liquidity and low cost of funding are the preconditions for credit expansion, bank's balance sheet growth and boom&boost cycles.

Conditio Sine Qua Non for the development of these phenomena is the presence of good markets performances in terms of yield and gains or an expansion in the real economy as well, able to call up unemployed liquidity from the other markets: when the real economy or financial markets perform better, especially in a context of low cost of funding, the research for a profit become more stressed and by this way the probability that the operator will be more risk-taking.

The favorable conditions existing in a sector alter the risk-reward investors'perception and fuel imbalances that often takes the form of excessive investment toward that sector affected by favorable conditions.

In a very plausible state of the world, the gains achieved by the former lead the others to follow the same strategy like allowing the risk of being scattered inside the market.

As a matter of fact, the more the investors who follow the same strategy, pushed by the research of profit, the more the probability that they are exposed to the same source of risk.

Any downturn condition will thus be able to amplify the unfold and the propagation of any crisis factor across the operators.

If the strategy becomes more homogenized among a growing number of investors, it becomes plausible to witness of two opposite consequences: on one hand, the more the investors willing to put their money into a particular market or sector, the more the probability that the liquidity flowed in pushes away the price form its fundamentals generating a bubble phenomenon.

In the same way, the flow of liquidity yields some instruments traded on the market more liquid, more marketable and, by this way, more diffused inside the portfolio of the investors.

On the other hand, there will probably be an increasing demand for some financial

services, like prime brokerage, proprietary trading activity and so on; or a strong lending activity provided by the banking system aimed at satisfying the operators'demand.

In other words, in a context of: low cost of funding, wide liquidity and strong markets' performances, the research of profit becomes more stressed and more powerful in directing the resources

towards the markets or the instruments that show a greater appeal in terms of risk returns profile.

It probably produces a price bubble phenomenon fuelled either by the increasing demand of the investors for certain types of activity or by the cheaper and plentiful external banks' support.

In these circumstances of aware or unconscious low perception of risk, any condition, factor or event that is able to deteriorate the performances of the market or impact on the operators' imbalances is able to trigger a state-crisis condition.

The higher the integration among markets, investors and banks the higher the speed by which the crisis can jump from a specific sub-segment of the financial system as well the higher the magnitude will be.

Just as outlined above, this is what has happened since 2000 when a huge amount of liquidity has kept going from several financial areas, like EU, UK, Switzerland and some off-shore financial centre, towards the US financial market and has been channeled to financing private operation of non credit bank.

Thus: the growth in net liabilities of the banks located in those areas has been used to finance claims on non-banks primarily in the US.

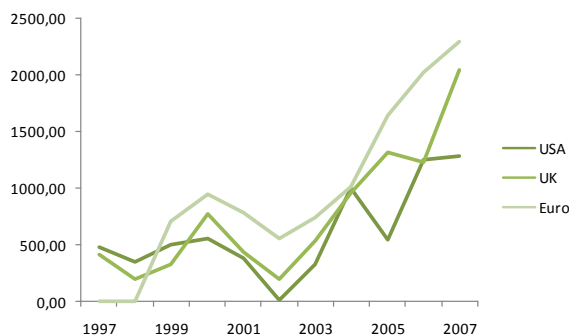
Global Capital flows 1997-2007

Dates in £/billion

Outflow



Inflow



The latter ones have borrowed US dollars from non-banks and have channeled these funds to unaffiliated banks in the interbank market: by mid 2007 their total net claims on other banks reached 433 \$/billion.

At the same time EU located banks have borrowed from others banks to fund US dollars investment in non banks: their net liabilities grew to more than 800 \$/billion by end of 2007.

All these funds were channeled into credit to non-banks.

If we look to the US dollars-denominated net claims booked by the German, Swiss and UK banks we observe that they expanded by a combined 499 \$/billion since 2000.

In other words: we have assisted to an international redistribution of funds between deficit and surplus banks by the interbank market.

These redistributions kept the pace from the EU, prevalently, towards the US and have been used to finance credit to non-banks.

The flow of money from other financial areas together with the presence of a price bubble on home prices, pushed up the returns on the mortgage segment, catching up the interest of those investors more risk oriented and continuously researching for profit.

In this context the financial innovation has played a fundamental role in making the investment in this sector more liquid and negotiable: the expansion of credit risk transfer instruments, which permitted the transfer, hedging and active trading of credit risk as separate asset class, represent, moreover, an example of how the financial intermediaries tried to meet the favor of the risk-reward profile of the investors in the market.

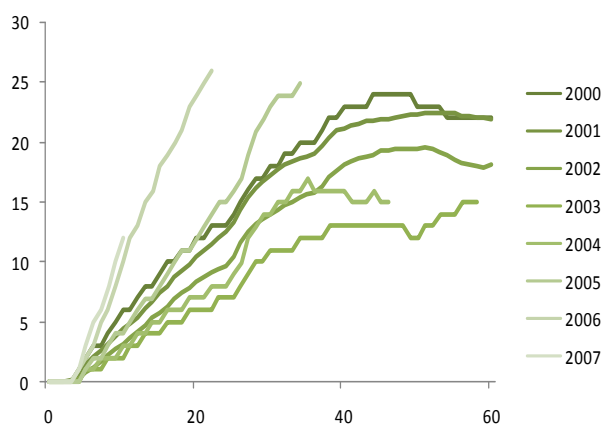
The expansion of these product had both contributed, and been supported by, a strengthening of the O&D banks' financial model.

The combination of increasing integration between the market and the financial intermediaries, together with the stressed research of profit by the investors and the opportunity offered by the derivative product introduced an instability factors inside the US financial market: financial intermediaries rather than holding the loan originated, sold them off, after having repackaged them into CDO or ABS instruments, into the capital market and by this way into the investors' portfolio; the extrapolation of the credit risk off the banks' balance sheet, using credit derivative and SPV, enhanced their risk strategies and moreover lowered their screening and monitoring functions.

It has increased the amount of risk transferred into the market and into the portfolio of investors too: the amount of credit risk transferred into the market, amplified by what we call "Matrioska Effect", has probably been greater than its management and hedging ability.

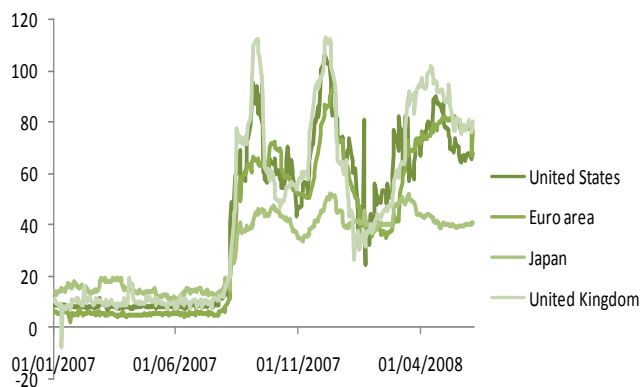
It was in this backdrop the turmoil on the financial market took shape.

Mortgage Delinquency By Vintage year: subprime market: several years

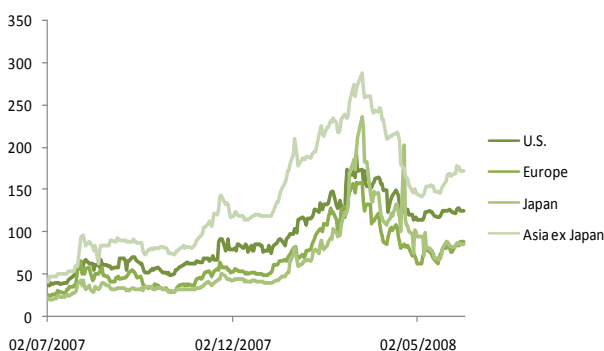


Liquidity and credit Strains: 3 Month Libor Spread against OIS

In basis point



Risk perception: Global CDS 5y Spread (in basis point): 2007 02/2008 06



In very short terms the crisis that began in the middle 2007, can be summarized into of 4 phases:

- An initial seemingly orderly repricing of credit risk in US subprime market;
- A much sharper adjustment with downgrading experience after the losses suffered by lots of Hedge Funds also on structured product;
- A growing stress un interbank market effecting interbank rates;
- A widespread diffusion of losses on Banks'balance sheet.

2. In few words what is happened? What is really new?

Something not particularly different in comparison with the crisis of 1997-1999: when the amount of bad credit transferred into the market reaches a boil over point, banks, as any other financial intermediaries, can no longer count on the financial markets'absorption ability.

In this situation the probability of a financial or banking crisis grows dramatically as the ability to stem the contagion becomes redoubt.

As usual, financial crisis episodes come from any imbalances, or overextension in risk-taking strategies, veneered by the presence of vibrant macroeconomic fundamentals: the reduction in risks evaluation and perception lead the investors to become more aggressive and, at the same time, more vulnerable to any downturn factor able to trigger a generalized crisis.

The more the strategies are widespread among the investors the more the vulnerabilities of the financial system due to the default chains that a single downturn factor can produce.

A prolonged situation of difficulty, or any signal of potential distress, will turn into a sharp repricing of credit risk.

In presence of high leverage factor it leads to, or it exacerbates, an evaporation of liquidity and a subsequent tension in many markets and in the interbank market too.

What is really new, in comparison with the crisis of 1997-1999 are:

- the widespread use of some derivative like CDS or CDO, characterized by great opacity and by the characteristics of their payoff: the high non linearity produces steady streams of cash flow in good times, but heavy losses during the bad ones;
- The existence of really accommodating accounting framework, that have limited the prismetization of the OBSE on the Banks'balance sheet and by this way, the losses suffered since the inception of the crisis;
- The presence of an increasing integration between the banks and the market pushed up by the activity that the latter need in order to place structured products in the investors'portfolio.

Finally, the reason why the banks were so exposed against the turmoil has been deepened carefully.

In very short terms it is due to the amount invested, either directly or indirectly, in subprime market and by the backup credit lines for the SPV that the banking systems provided to them.

Stefano Rossoni

My Portfolio

Alleggeriamo monetario e corporate (con buone plusvalenze) a favore di governativi e azionario.

Le scelte di asset allocation tattica riportate nella prima rubrica dello scorso mese si sono rivelate corrette. La componente che ha sovraperformato è stata quella dei corporate bond: i cds si sono stretti moltissimo pur restando elevati, soprattutto in alcuni settori (ad es. auto); i titoli che abbiamo indicato hanno registrato performance su base mensile in media del 5%. In un'ottica di gestione dinamica del portafoglio proponiamo quindi una presa di profitto parziale su tale asset class avendo espresso buona parte del proprio valore.

Ragionando sempre su un profilo di rischio bilanciato⁴, l'**asset allocation** in questo momento è così modificata:

Precedente		Attuale
20%	↓	15% Monetario
30%	↑	35% Obbligaz. Governativo Area Euro
30%	↓	25% Corporate Bond (in Euro)
5%	=	5% Commodities
5%	↑	7,5% Azionario USA
5%	↑	7,5% Azionario Europa
3%	=	3% Azionario Giappone
2%	=	2% Azionario Mercati Emergenti

Spieghiamo in dettaglio.

Alleggeriamo di 5 punti l'investimento in corporate bond riallocando le risorse su azionario Europa e Usa. Riteniamo infatti che i livelli attuali delle quotazioni rappresentino un importante punto di partenza per poter iniziare ad accumulare posizioni. Privilegiamo strategie di stock picking su large cap, high yield e multi settoriali, evitando le tematiche più cicliche come auto e costruzioni. Due esempi su tutti guardando nei nostri confini nazionali:

- Eni dividendo netto ai prezzi attuali 6,80%
- Enel dividendo netto ai prezzi attuali 8,40%

Il peso dei singoli titoli non dovrebbe superare il 2-3% del portafoglio totale. Se si ritiene troppo dispendiosa una tale attività consigliamo l'acquisto di etf su indici relativi alle società con

⁴ Per adeguare il portafoglio a profili di rischio diversi, come già detto, occorre modificare i pesi delle varie asset class, ad es. aggiungendo peso azionario o sovrappesando i corporate bond nel caso si abbia un profilo di rischio più elevato.



maggior capitalizzazione (Eurostoxx 50, S&P100, S&P/MIB40, etc.).

E' stata ridotta l'esposizione al mercato monetario, che passa dal 20% al 15%. Ciò in considerazione del fatto che gli inflation swap prevedono un'inflazione vicina allo zero nell'area euro per i prossimi tre anni (...e deflazione negli Usa!!) e che, di conseguenza, la BCE avrà ampi spazi per ulteriori tagli dei tassi (ci attendiamo un taglio di 75 bps nella prossima riunione del 4/12 p.v.); i rendimenti dell'ultima asta bot sembrano confermare questa aspettativa (rendimento netto ca. 2% su base annua).

Nel portafoglio modello, infine, incrementiamo la componente obbl.gov.euro allocando le risorse in parte su strategie lunghe di duration (allungando la scadenza dei titoli in portafoglio), privilegiando in ottica geografica i Btp che si trovano ad uno spread storico elevato (superiore di poco all'1%) rispetto al bund decennale e, in parte, su **titoli indicizzati all'inflazione** (OATe e BTPi). Proprio quest'ultimi rappresentano un'ottima opportunità dato che i prezzi scontano le aspettative espresse dall'inflation swap cui abbiamo accennato; se superiamo l'orizzonte temporale di 5 anni, tali titoli esprimono un rendimento netto del 2,30/2,50% netto se l'inflazione fosse in media pari a zero, come da attese, per i prossimi 5 anni. Ma se abbiamo aspettative di inflazione vicine al target BCE del 2% i titoli manifestano rendimenti netti decisamente superiori ai cugini a tasso fisso.

Comitato "finanza personale" del CESFEB

Note legali.

La presente Newsletter ha carattere puramente informativo e divulgativo e non rappresenta alcun'offerta né sollecitazione ad effettuare operazioni di acquisto o vendita di strumenti finanziari. Qualsiasi informazione contenuta nel presente Documento è stata ottenuta da fonti ritenute attendibili, ma della cui accuratezza e precisione gli autori non potranno ritenersi responsabili, né possono assumersi responsabilità alcuna sulle conseguenze finanziarie, fiscali o di altra natura che potrebbero derivare dall'utilizzazione di tali informazioni. Il presente Documento è distribuito per posta elettronica a chi è iscritto al sito internet www.centrostudifinanza.it ed a chi ne ha fatto richiesta, è destinato al pubblico indistinto e non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta del gestore del sito.