



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

S.A.F.  
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

CRISI FINANZIARIA:

valutazione e controllo dei titoli in portafoglio

***Lo scenario dell'investimento in titoli  
obbligazionari pubblici e privati nel  
2012.***

**Dott. Alberto Ghiurghi**

14 febbraio 2012 - Sala Convegni – Corso Europa,11 Milano



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

S.A.F.  
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

# Le variabili e lo scenario di riferimento



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

S.A.F.  
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

# Le variabili e lo scenario di riferimento

# Le variabili e lo scenario di riferimento (I)

Gli investimenti in titoli obbligazionari venivano tradizionalmente effettuati basandosi sull'evoluzione attesa delle economie e sull'analisi del trade-off tra rendimento e rischio da questi offerto.

Gli ultimi anni hanno condotto le scelte di investimento ad un "playing field" più elevato e selettivo.

## Le variabili e lo scenario di riferimento (II)

I principali driver che influenzeranno le future scelte di investimento, o di predilezione per la liquidità, possono essere individuati in:

- Crisi dei debiti sovrani;
- changeover regolamentare da Basilea 2 a Basilea 3;
- ...

# Le variabili e lo scenario di riferimento (III)

- ...
- maggiore prudenza delle banche nel concedere affidamenti e
- incertezza circa i tempi di recepimento – da parte dei mercati – delle manovre che le Autorità europee e nazionali stanno ponendo in essere per rilanciare le economie.

Valutiamo ora gli effetti di tali accadimenti:

# Le variabili e lo scenario di riferimento (IV)

- Crisi dei debiti sovrani: solo pochi anni fa questo sembrava un problema che non avrebbe mai potuto coinvolgere le economie più sviluppate, eppure... Il caso della Grecia e le difficoltà fatte registrare da Portogallo e Irlanda apparivano come rischi lontani, quasi impalpabili, sino a quando non si è assunta coscienza che l'“effetto contagio” avrebbe potuto lambire anche i Paesi “core” e “semi-core” dell'area Euro. Senza entrare nel merito, basta pensare alla serie di “downgrade” che ha interessato molte Nazioni e, a cascata con queste, primarie società. E con la crisi ed i downgrade sono venute meno molte certezze ed intervenuti nuovi elementi di cui tenere conto nell'effettuare operazioni di “asset allocation”.

# Le variabili e lo scenario di riferimento (V)

## I principali:

- Percezione che non esistono più “investimenti” “risk free” salvo (forse) la detenzione di liquidità, comunque esposta al rischio inflazione;
- Aggravio delle ponderazioni di credito sulle posizioni in titoli detenute dalle banche;
- ...

# Le variabili e lo scenario di riferimento (VI)

- ...

- **Constatazione che**, almeno nelle fasi di forte "turmoil" dei mercati, **diviene estremamente difficoltoso**, salvo rarissime eccezioni, **liquidare posizioni in titoli prontamente e a condizioni per lo meno accettabili;**

- ...

# Le variabili e lo scenario di riferimento (VII)

- ...
- Andamento della “yield curve” dei Paesi colpiti dalla crisi del debito sovrano: abbiamo recentemente assistito ad un suo “steepening”, cioè ad una diminuzione dei rendimenti offerti dai titoli a breve termine più marcata di quella fatta registrare dalle obbligazioni a lungo termine. Segno che la crisi, forse lontana dai suoi toni più acuti, non viene però ancora percepita come strutturalmente risolta.
- ...

# Le variabili e lo scenario di riferimento (VIII)

- ...

- Frequenti iniezioni di ingenti somme di liquidità nel sistema da parte delle Banche Centrali. I benefici di tale manovra sono sotto gli occhi di tutti e si traducono in un allentamento, anche in tempi brevi, delle pressioni sui mercati e nel sostegno, nel medio termine, alle economie. Delle controindicazioni tratteremo in sede di indirizzi per gli investimenti.

# Le variabili e lo scenario di riferimento (IX)

- Changeover regolamentare da Basilea 2 a Basilea 3: I cambiamenti in corso nella misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali richiesti al sistema bancario internazionale con il passaggio da "Basilea 2" a "Basilea 3", anche se sta avvenendo con la gradualità prevista dai Regolatori (e che comunque sarebbe stata resa imperativa dalla debolezza delle economie e dalla cennata fragilità dei mercati finanziari), sta ridisegnando infatti la mappa del rapporto tra Vigilanza e banche e tra queste e le imprese sotto vari aspetti.

- ...

# Le variabili e lo scenario di riferimento (X)

*Risultano rilevanti ai nostri fini:*

- L'inasprimento, sia sotto il profilo quantitativo, sia sotto quello qualitativo, dei ratios patrimoniali richiesti agli intermediari finanziari e la previsione, a loro integrazione, di nuovi *buffers* di capitale;
- L'introduzione di indici per il monitoraggio del rischio di liquidità degli istituti di credito;
- Una mappatura più estesa dei rischi creditizi (e non solo) assunti dalle banche;

# Le variabili e lo scenario di riferimento (XI)

- ...
- Tra questi, l'adozione – a parità di merito creditizio - di criteri nuovi e/o più rigorosi (e per questo maggiormente “capital spending”) per l'affidamento delle controparti;
- L'applicazione di “haircuts” più elevati per gli assets offerti in garanzia del finanziamento.

# Le variabili e lo scenario di riferimento (XII)

**Tutte innovazioni che, ai fini pratici si traducono in un accesso al credito più selettivo, in certi casi maggiormente difficoltoso e comunque più oneroso.**

# Le variabili e lo scenario di riferimento (XIII)

- Maggiore prudenza delle banche nel concedere affidamenti: questa circostanza è figlia dei provvedimenti sopra richiamati e della perdurante debolezza delle economie. E' interessante sottolineare che, almeno a livello endogeno, una azienda può contribuire a limitare gli effetti che tale orientamento del sistema bancario potrebbe avere nei suoi confronti.

Gli approfondimenti al riguardo verranno svolti in seguito; per ora ...

# Le variabili e lo scenario di riferimento (XIV)

... anticipiamo solo che la strada maestra consiste nel fare propri gli approcci prudenziali richiesti al sistema bancario, riassumibili nella coerenza gestionale, nella ricerca del rafforzamento patrimoniale e nella dimostrazione di saper cogliere “pro domo propria” le opportunità offerte dall’inevitabile ciclicità delle economie e del proprio mercato.

## Le variabili e lo scenario di riferimento (XV)

- Incertezza circa i tempi di recepimento – da parte dei mercati – delle manovre che le Autorità europee e nazionali stanno ponendo in essere per rilanciare le economie: abbiamo avuto modo di osservare come organismi internazionali ed autorità domestiche stiano cooperando, ognuno per quanto di competenza, per risolvere una crisi connotata da risvolti non solo di carattere economico ma anche politico. ...

# Le variabili e lo scenario di riferimento (XVI)

... Il coordinamento tra le autorità internazionali e tra queste e quelle locali ha dimostrato, in più di una occasione di essere lento e non sempre agevole, con inevitabili ripercussioni sia sull'andamento delle valute, sia dei mercati finanziari in generale. La ampiezza geografica della crisi, poi, insieme alla commistione tra finalità politiche, economiche e sociali che la sua risoluzione comporta, rendono ancora più difficile che in passato il compito di effettuare stime attendibili circa l'andamento futuro dei mercati e delle economie. ...

## Le variabili e lo scenario di riferimento (XVII)

... La presa d'atto di tali circostanze fanno assurgere a ruolo di "must" quelli che sino ad ieri erano solo dei suggerimenti, anche se importanti: cautela negli investimenti e allargare i propri orizzonti oltre i confini del proprio Paese per non rischiare di trovarsi a fronteggiare un "deepening" economico che, a livello locale, potrebbe rivelarsi più lungo di quanto non sia a livello internazionale. A livello di impresa poi, questa indicazione può tradursi – come vedremo in divenire - nell'opportunità di coordinare più che in passato i flussi attivi e passivi generati dall'attività tipica di impresa con quelli rivenienti dalla sua gestione finanziaria.



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

S.A.F.  
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

# La costruzione di un portafoglio titoli oggi

# La costruzione di un portafoglio titoli oggi (I)

Dalle considerazioni sin qui svolte possiamo ora trarre alcune *guidelines* circa il “come” e il “dove” indirizzare i propri investimenti:

- **Indirizzare i propri investimenti verso strumenti finanziari in grado di generare flussi** (in conto cedole o in conto capitale) **coerenti con quelle che sono le previsioni dei propri fabbisogni di cassa**: questo semplice matching consente di minimizzare i rischi connessi ad eventuali problemi di smobilizzo forzoso in fasi di acuta debolezza dei mercati, senza per questo limitare il proprio orizzonte temporale ad investimenti di breve termine, con le penalizzazioni che questa strategia comporterebbe in termini di minor rendimento (e di ricorrenti spese bancarie per il rinnovo degli investimenti);

# La costruzione di un portafoglio titoli oggi (II)

- oltre che al rendimento di una obbligazione, al suo merito creditizio, espresso dal rating ed alla sua esposizione al rischio di tasso, misurata dalla duration, prestare attenzione alla liquidabilità della stessa. Abbiamo già avuto modo di comprendere come, a maggior durata dell'investimento corrispondano maggiori rischi, misurati dai parametri sopra indicati. Per la misurare la liquidità di uno strumento avremo cura di esaminare, per ogni segmento della curva dei rendimenti (es.: 6m, 1y, 2y, 3y, 5y, 7y, 10y, .....), quale strumento finanziario è caratterizzato dai maggiori scambi: è opportuno indirizzarsi verso il titolo individuato anche se tale scelta può comportare una marginale penalizzazione in termini di rendimento. Ne saremo compensati nel caso dovessimo liquidare lo strumento prima della data prevista.

# La costruzione di un portafoglio titoli oggi (III)

- (sempre nell'ottica di prestare attenzione alla liquidità di una obbligazione), **è consigliabile evitare, anche se le alchimie finanziarie possono farle sembrare appetibili, obbligazioni caratterizzate da strutture complesse che ne rendano difficile il calcolo del "fair price"**; sono frequentemente emesse per importi limitati, non è semplice né immediato controllare l'andamento del parametro o basket di riferimento e sovente, quando "passano di moda", vedono rarefarsi il book e ampliarsi significativamente lo spread "denaro/lettera";

# La costruzione di un portafoglio titoli oggi (IV)

- **evitare o sottopesare la presenza nel portafoglio di obbligazioni non quotate:** attualmente offrono – a parità di merito creditizio dell'emittente - un premio di rendimento modesto rispetto a titoli quotati. Frequentemente inoltre, come la tipologia di obbligazioni indicata al punto precedente, presentano una scarsa stanziabilità presso il sistema bancario. Laddove comunque si desiderasse inserire nel portafoglio obbligazioni non quotate, limitare la scelta ad emittenti primari ed a emissioni per le quali risulti possibile determinare con buona approssimazione il prezzo confrontandole con strutture assimilabili quotate sui mercati;

# La costruzione di un portafoglio titoli oggi (V)

- **prediligere titoli indicizzati ad un parametro efficiente o obbligazioni "inflation linked"**. Abbiamo visto come il tentativo di superare la crisi induca le Banche Centrali ad effettuare frequenti iniezioni di liquidità nel sistema. Principale controindicazione di tali manovre è di costituire, nel medio e nel lungo termine, un grosso stimolo alla ripresa dell'inflazione. Parlare di questo fenomeno nello scenario economico in cui ci troviamo potrebbe apparire fuori luogo, ma diviene doveroso farlo se si desidera trattare di investimenti anche strutturali e che per tale ragione coprono un orizzonte temporale che trascende il brevissimo termine.

...

# La costruzione di un portafoglio titoli oggi (VI)

... Per tale ragione e per le motivazioni espresse parlando delle incertezze circa i tempi di recepimento delle manovre da parte dei mercati, gli investimenti a tasso fisso potranno dunque essere suggeriti per il breve e (al massimo) medio periodo; scelte che trascendano tale orizzonte temporale potranno essere operate solo dopo avere valutato a fondo le conseguenze che un andamento avverso potrebbe avere sul portafoglio nel suo complesso. A supporto di tale affermazione desidero anche rammentare che, se sono eccezionali le circostanze che stiamo vivendo, altrettanto eccezionalmente basso è, inserito in un contesto storico, il livello dei tassi, sia in termini nominali, sia in termini reali.

# La costruzione di un portafoglio titoli oggi (VII)

- **evitare speculazioni valutarie, ricercando al contrario esposizioni coerenti con la contribuzione offerta dalle aree di attività dell'azienda;** in un contesto caratterizzato da un'elevata volatilità delle divise, una diversificazione valutaria potrà essere ricercata:
  - se e in quanto coerente con la presenza di altre poste in divisa da ascrivere all'attività svolta dell'azienda;
  - per una quota limitata del portafoglio, in un'ottica di diversificazione dello stesso.

# La costruzione di un portafoglio titoli oggi (VIII)

- **nell'ambito delle singole divise** (in primis Euro e, sotto le premesse di cui al punto precedente, Dollaro), **a parità di orizzonte temporale, diversificare i Paesi emittenti**; è così possibile, sfruttando le correlazioni o decorrelazioni tra le varie economie, ottimizzare il rendimento del portafoglio limitandone al contempo il rischio di concentrazione.

# La costruzione di un portafoglio titoli oggi (IX)

- Se le considerazioni sin qui svolte potrebbero servire come uno spunto di riflessione per la costruzione di un qualsiasi portafoglio obbligazionario, il tema diviene più articolato laddove l'interlocutore abbia l'intenzione di effettuare l'investimento, oltre che per finalità di tesoreria, anche per alimentare, in prospettiva, la dialettica banca impresa o, fuor di metafora, **non escluda di poterlo utilizzare in futuro quale "collateral" per ottenere dei finanziamenti.**

...

# La costruzione di un portafoglio titoli oggi (X)

...

- La prima considerazione è che un'azienda che dovesse affacciarsi al mercato del credito potendo contare sulla presenza di un proprio portafoglio titoli potrebbe vantare nei confronti del sistema bancario e dei propri competitors, un "plus" che trascende il valore del portafoglio medesimo in quando dimostrerà di aver saputo essere "forward looking" avendo provveduto alla costituzione di un buffer durante i periodi di buon andamento del proprio business.

...

# La costruzione di un portafoglio titoli oggi (XI)

...

- Inoltre: affinché la garanzia costituita dal portafoglio di tesoreria possa dispiegare la massima efficacia detto portafoglio dovrà essere caratterizzato da:
  - Ottimo rating delle obbligazioni che lo compongono, dal momento che quanto più elevato è il rating delle stesse, tanto minore sarà la loro ponderazione di rischio, e pertanto la banca potrà pesare maggiormente ai fini regolamentari la garanzia riconosciutale;

...

# La costruzione di un portafoglio titoli oggi (XII)

...

➤ elevata liquidità delle obbligazioni stesse poiché sotto determinati requisiti (Basso rischio di mercato, alto merito creditizio, negoziazioni su mercati efficienti e di grandi dimensioni,....) le banche possono utilizzare gli strumenti finanziari così acquisiti per soddisfare i ratios di liquidità loro richiesti, con ulteriori ed evidenti benefici sul valore delle garanzie presso di sé costituite.

# La costruzione di un portafoglio titoli oggi (XIII)

**Vi ringrazio per l'attenzione che mi avete riservato.**

**Alberto Ghiurghi**



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O