

SÌ, METTONO AL RIPARO DALL'INFLAZIONE. MA SE SALGONO I TASSI...

I fondi legati all'andamento dell'indice dei prezzi hanno perso in media, in poche settimane, l'1,42%. Ecco perché è successo e come vanno utilizzati questi strumenti, che in questo momento non sembrano particolarmente invitanti

■ di Fabio Sansone

I dati sull'inflazione americana e l'aumento, seppure più limitato, dei prezzi al consumo in Eurolandia hanno dato il via, a partire dal 22 settembre scorso, ad una correzione dei mercati obbligazionari. Un evento ampiamente atteso dagli analisti ma che sembrava allontanarsi nel tempo, al punto di far toccare nuovi record alle quotazioni delle obbligazioni e nuovi minimi ai tassi di interesse (che viaggiano in senso contrario ai prezzi dei bond). Ma ora in meno di 45 giorni l'indice dei fondi obbligazionari governativi euro a medio lungo termine ha perso l'1,51%, mentre l'indice EuroMts 10-15y, rappresentativo dell'andamento dei titoli di Stato dell'area euro con scadenza compresa tra i 10 e i 15 anni, ha lasciato sul terreno il 2,81%. La conferma, qualora ce ne fosse bisogno, che anche con i fondi obbligazionari in euro si può perdere. Resta invece meno comprensibile un altro fenomeno che si è verificato nello stesso arco di tempo: i fondi obbligazionari inflation linked, i prodotti del risparmio gestito che investono prevalentemente in titoli i cui rendimenti sono legati all'inflazione, hanno perso in media di più rispetto ai fondi obbligazionari euro governativi classici che, al contrario, investono in ogni tipologia di titoli (vedere anche articolo a

pag. 45). In particolare, nel solo mese di ottobre, i fondi obbligazionari inflation linked hanno perso in media l'1,42% contro lo 0,82% degli altri governativi classici (tabella a pag. 54).

«Nella categoria dei fondi obbligazionari governativi euro a medio lungo termine figurano prodotti con politiche di investimento e, soprattutto, scadenze medie di portafoglio molto diverse e, in ogni caso, molto inferiori a quelli che sono i benchmark del mercato obbligazionario euro», tiene a precisare **Gianluca Ferretti**, direttore investimenti obbligazionari di Bipiemme gestioni. «Ne deriva quindi che la perdita media dell'indice è falsata. Sono convinto che se si confrontassero omogeneamente, in termini di scadenza media dei titoli in portafoglio, i fondi obbligazionari governativi classici con i fondi inflation linked bond, le perdite di questi ultimi risulterebbero inferiori in virtù della componente di portafoglio che è avvantaggiata dal rialzo dell'inflazione». Secondo Ferretti sugli inflation linked bond si impone infatti un'avvertenza: «Va specificato che si tratta comunque di un titolo che ripara sì dall'inflazione, ma che contiene pure una componente obbligazionaria che risente dell'andamento dei tassi di interesse.

Semplificando al massimo, ipotizzando una componente al 50% legata al-

da sapere

■ Btp-i

Buono del Tesoro Poliennale il cui rendimento è espresso come premio rispetto al tasso di inflazione europea. Se, per esempio, il rendimento dichiarato è dell'1,3% e l'inflazione europea si attestasse al 2%, il suo rendimento lordo complessivo ammonterebbe al 3,3%.

■ Tasso equivalente di inflazione

Chiamato in gergo tecnico anche "tasso di break even" è il tasso d'inflazione che rende identico il rendimento dell'investimento in un titolo inflation linked (per esempio il Btp-i) e quello di un titolo di pari durata e rating di tipo classico (per esempio il Btp). Se, per esempio, il tasso equivalente d'inflazione tra un Btp-i e un Btp classico fosse pari al 2,15%, nel caso d'inflazione media negli anni successivi superiore al 2,15% sarebbe avvantaggiato l'investitore del Btp-i e viceversa nel caso in cui l'inflazione si rivelasse inferiore.



Gianluca Ferretti
BIPIEMME GESTIONI
DIRETTORE INVESTIMENTI
OBBLIGAZIONARI

Jorg Warncke
UNION INVESTMENTS
GESTORE DEL FONDO
UNIEURORENTA REAL ZINS



l'inflazione e l'altra metà legata alla curva dei tassi di interesse, se la prima tende a salire il titolo ne beneficerà ma se sale anche la seconda il prezzo dell'inflation linked bond ne risente». Insomma chi compera un prodotto di questo genere per ripararsi dall'inflazione deve sempre mettere in relazione questa protezione con l'andamento dei tassi di mercato: se, come è avvenuto in ottobre, i tassi decennali dei titoli di Stato salgono di 36 punti base (ovvero dal 3,06% al 3,42%), ciò penalizza del 3,4% circa la quotazione dei titoli in portafoglio.

■ COME FUNZIONANO GLI INFLATION LINKED BOND?

Innanzitutto va detto che il loro rendimento, prevede un premio rispetto all'indice dei prezzi al consumo (CPI, o altri indici simili) cui è agganciato. Proviamo a fare un esempio. Si ipotizzi che un'obbligazione di questo tipo eroghi una cedola reale del 2%, valore quest'ultimo calcolato sul proprio valore nominale: per esempio 2 euro ogni 100 di nominale. Tale importo è determinato tenendo conto dell'indice d'inflazione dell'area euro. Si immagini che dopo un anno i prezzi al consumo siano incrementati del 3%: ciò implica che la cedola da liquidare si incrementi della stessa percentuale (2 euro più 3% diventa 2,06 euro). Al contempo verrà rivalutato pure il valore nominale del bond che a partire da quella data sarà rettificato a 103 euro per effetto dell'inflazione annua. La controprova che la cedola annua offra il 2% reale è data dalla divisione della cedola (2,06 euro) per il nuovo valore nominale (103 euro).

■ DIFFERENZA TRA FONDI E TITOLI INFLATION LINKED

A favore del fondo giocano la selezione dei titoli, la diversificazione del rischio e della scadenza media e il fatto, non trascurabile, del reinvestimento automatico delle cedole incas-

sate, esercizio quest'ultimo non praticabile dal singolo investitore che di solito opera con importi contenuti e finisce con il non poter reinvestire le cedole maturate.

Per contro però occorre guardare al costo di gestione del fondo. Tenendo conto che il rendimento a scadenza di un Btp a 5 anni viaggia attualmente intorno al 3,10% lordo annuo (ovvero 2,71% netto) e che un fondo obbligazionario può costare tra l'1% e l'1,2% all'anno, è lecito valutare attentamente il ricorso a un fondo obbligazionario inflation linked bond. Proprio per questa ragione molti investitori guardano con interesse all'Etf inflation linked di Lyxor am quotato in Piazza Affari dal settembre scorso, i cui costi annui di gestione si attestano allo 0,2%: una scelta che permette di diversificare il rischio e, al contempo, di sostenere costi molto competitivi.

■ COSA CHIEDERSI PRIMA DI INVESTIRE

La domanda che un investitore si deve porre prima di sottoscrivere un prodotto inflation linked non è quanto sia il suo rendimento quanto piuttosto quale sia il tasso equivalente di inflazione, cioè il tasso di inflazione che rende identico il rendimento dell'investimento in un titolo inflation linked (per esempio il Btp-i) e un titolo di pari durata e rating di tipo classico (per esempio il Btp). Se, per esempio, il tasso equivalente d'inflazione fosse pari al 2,15% dovrebbe chiedersi: nei prossimi anni ritengo che l'inflazione in Europa possa assumere livelli mediamente più elevati al 2,15%? Solo se la risposta fosse affermativa si potrebbe procedere a un acquisto consapevole e coerente di questi prodotti. In caso contrario molto meglio investire in Btp e in Etf e fondi obbligazionari governativi euro e medio lungo termine.

■ CONCLUSIONI

«In questa fase del mercato ho pochi inflation linked bond nei portafogli a reddito fisso in euro» dichiara Ferretti

Nella prima colonna la perdita in un solo mese, ottobre, dei fondi indicizzati all'inflazione collocati sul mercato italiano

Quanto hanno perso nell'ultimo mese

FONDI OBBL.INFLATION LINKED AREA EURO		RENDIMENTI IN EURO AL 31.10.2005				
		1 MESE	DA 1/1/05	1 ANNO	2 ANNI	3 ANNI
INVESCO G.T. EURO INFLATION LINKED BOND	INVESCO GT SICAV	-1,99%	2,71%	5,22%	11,10%	16,47%
CA EURO INFLATION BOND CS	CREDIT AGRICOLE AM	-1,88%	2,63%	4,92%	12,83%	
FINECO IM EURO INFLATION LINKED	FINECO IM	-1,79%	2,96%			
NIS EUROPE INFLATION PLUS A	NEXTRA INTERNAT. SICAV	-1,71%				
SCHRODER INFLATION LINKED BOND A	SCHRODERS	-1,61%				
LYXOR ETF EUROMTS INFLATION LINKED	LYXOR I.A.M. (SOC.GEN.)	-1,54%				
DEXIA BOND EURO INFLATION LINKED N	DEXIA SICAV	-1,46%				
PARVEST EURO INFLATION LINKED BOND L	BNP PARIBAS AM	-1,45%	3,01%	4,90%		
DEXIA BOND EURO INFLATION LINKED C I	DEXIA SICAV	-1,43%				
PARVEST EURO INFLATION LINKED BOND C	BNP PARIBAS AM	-1,41%	3,39%	5,37%		
DEXIA BOND EURO INFLATION LINKED I	DEXIA SICAV	-1,41%	3,87%	6,26%		
FIDEURAM F. FF INFLATION LINKED	FIDEURAM GESTIONS	-1,33%	1,81%	3,23%	10,29%	
FONDITALIA INFLATION LINKED	FIDEURAM GESTION	-1,11%	2,06%	3,44%	10,34%	17,57%
INTERFUND INFLATION LINKED	INTERFUND	-1,11%	2,01%	3,37%	9,85%	16,65%
SGAM BONDS EURO INFLATION LINKED	SGAM FUNDS	-1,09%				
SANPAOLO INV. INFLATION LINKED	SANPAOLO INVEST FUNDS	-1,08%	1,76%	3,08%	9,36%	
CS BOND INFLATION LINKED EURO B	CREDIT SUISSE AM	-0,74%	1,63%	2,54%		
FONDI OBBL.INFLATION LINKED GLOBALI						
DWS INV. INFLATION PROTECT NC	DWS INVESTMENT SICAV.	-0,84%	1,49%			
DWS INV. INFLATION PROTECT LC	DWS INVESTMENT SICAV.	-0,77%	1,77%			
DWS INV. INFLATION PROTECT LD	DWS INVESTMENT SICAV.	-0,72%	1,23%			
EPIC GLOBAL INFLATION LINKED BOND DE	AMERICA EXPRESS FUND	-0,69%				
INFLATION LINKED BONDS	NEUTRAL SICAV	-0,67%	0,76%	1,97%		
EPIC GLOBAL INFLATION LINKED BOND AE	AMERICA EXPRESS FUND	-0,66%				
DWS INV. INFLATION PROTECT FC	DWS INVESTMENT SICAV.	-0,61%	2,34%			
CS BOND INFLATION LINKED USD B	CREDIT SUISSE AM	-0,52%	12,15%	6,13%		
CS BOND INFLATION LINKED CHF B	CREDIT SUISSE AM	-0,14%	0,81%	0,24%		
MEDIE FONDI OBBL.INFLATION LINKED AREA EURO		-1,42%	2,53%	4,23%	10,63%	16,90%
MEDIE FONDI OBBL.INFLATION LINKED GLOBALI		-0,63%	2,93%	2,78%		
IND. FONDI OBBL.GOVERN. EURO M/L T		-0,82%	2,33%	3,35%	7,36%	11,49%
IND.MTS TIT.STATO GENERALE		-0,74%	3,08%	4,39%	9,16%	13,45%
IND.MTS BTP		-1,13%	3,85%	5,68%	11,94%	17,29%
INDI. JP.MORGAN EMU INDEX		-0,98%	3,87%	5,58%	11,93%	17,50%
LYXOR ETF EUROMTS GLOBAL	LYXOR I.A.M. (SOC.GEN.)	-0,99%	3,42%	5,17%		

da sapere

■ **Curva dei tassi**
Indica la distribuzione nel tempo (di solito da tre mesi a 30 anni) dei rendimenti dei titoli a tasso fisso di una determinata area valutaria. Per esempio la curva dei tassi euro, indica quali sono i rendimenti dei titoli a tasso fisso denominati in euro a partire da quelli con scadenza a breve termine (3-6 mesi) fino a quelli con scadenza lunga (10 e 30 anni).

■ **Duration**
Misura del rischio di variazione del prezzo dell'obbligazione a tasso fisso al variare di tassi di interesse. Spesso è però usato come sinonimo per indicare la scadenza media dei titoli in portafoglio.

di Bipiemme gestioni. E aggiunge: «In questa fase non li ritengo particolarmente convenienti rispetto ai Btp tradizionali. Per esempio il Btp-i 2014 e il Btp classico 2014 offriranno lo stesso rendimento alla scadenza qualora l'inflazione media dei prossimi 9 anni si attesterà al 2,15% (il cosiddetto tasso equivalente o break even): non trovo francamente motivi validi per ritenere che in arco di tempo così lungo il costo della vita in Europa possa avere livelli più elevati. Sono prodotti, infatti, da usare come contrarian. Qualora il tasso equivalente dell'inflazione scendesse a 1,60- 1,70% sarebbero da

comperare, così come invece sarebbero da vendere in caso di break even d'inflazione al 2,40- 2,50%».

Meglio disposto su questi prodotti appare **Jörg Warncke** gestore del fondo UniEuroRenta Real Zins-Union Investment. «In un portafoglio obbligazionario gli Inflation Linked Bonds (ILBs) dovrebbero essere inseriti sia da un punto di vista tattico, se si opera cioè a breve termine, che da un punto di vista strategico, a lungo termine. All'interno dei nostri fondi infatti manteniamo gli ILBs perché offrono un certo grado di protezione contro i rischi d'inflazione. Attualmen-

te nell'area Euro l'inflazione si aggira intorno al 2,5% per cento mentre le previsioni la danno al 2,1%. Ed ecco che gli ILBs dimostrano tutta la loro attrattiva. Allo stesso tempo in caso di una crescita nominale dovrebbero perdere meno performance rispetto alle obbligazioni convenzionali perché vi sono meno oscillazioni nel rendimento reale. Inoltre la domanda per contro è alta poiché l'industria pensionistica sta cominciando ora a scoprire questo strumento d'investimento. Nel fondo UniEuroRenta Real Zins siamo esposti all'86% in questi bond contro l'80% previsto dal suo benchmark». ■