

QUANDO I TASSI A BREVE SONO PIU ALTI DI QUELLI A LUNGA

E' quanto sta accadendo ora per il dollaro e la sterlina. Perché succede e quali possono essere le implicazioni per gli investitori privati. Le conseguenze dello smobilizzo di grandi posizioni da parte degli investitori istituzionali

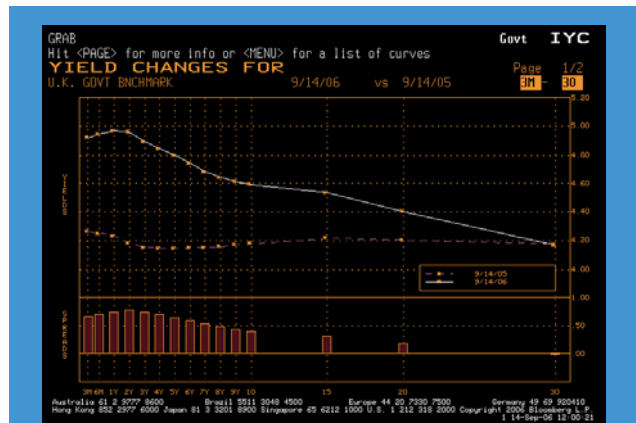
■ di Sergio Pigoli

Quando si parla di tasso di interesse spesso si tralascia di associare ad un dato livello una durata al quale quel tasso è associato. Tralasciamo volutamente le tematiche relative al merito di credito di un dato emittente: risulta a livello teorico abbastanza intuitivo che il tasso richiesto per un'emittente poco solvibile debba essere più alto, a parità di altre condizioni, di quello di un debitore molto affidabile. Vogliamo invece analizzare le tematiche implicite nelle varie scadenze di debito per un dato emittente. Per far ciò occorre osservare i comportamenti della yield curve (curva dei rendimenti) dei titoli governativi.

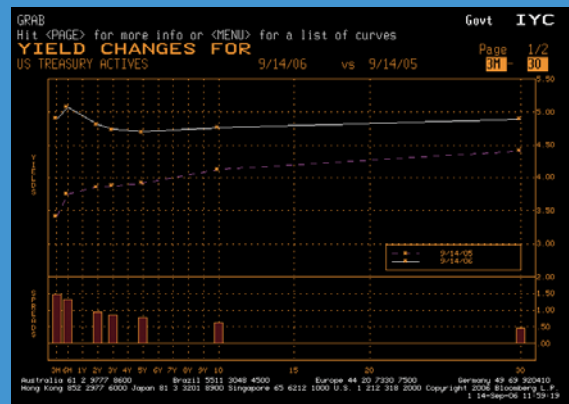
La curva dei rendimenti (yield curve) è la curva che rappresenta il livello dei tassi di interesse per le varie scadenze dei titoli obbligazionari presenti su un mercato (tipicamente il mercato dei titoli di Stato di un determinato Paese). La curva dei rendimenti ha di solito inclinazione

positiva, che non è nient'altro che un'espressione sul mercato obbligazionario della relazione rendimento-rischio, perché tendenzialmente chi immobilizza il proprio capitale per un periodo più lungo (esponendosi dunque maggiormente al rischio di erosione del potere d'acquisto reale del proprio capitale) deve essere remunerato con un rendimento più alto.

Ma non mancano casi, come quelli recenti statunitensi e britannico, di yield curve inclinate negativamente, cioè tali che i rendimenti più alti si possono trovare sulle scadenze più brevi. Ciò può avvenire a seguito di fattori tecnici, ad esempio se lo Stato ricompra (effettua un buy-back) i titoli di Stato cominciando dalle più lunghe scadenze, o perché il mercato sta scontando una crescita di lungo termine (riflessa dal livello dei tassi di interesse sulle scadenze più lontane) minore di quella di breve-medio termine. Evidentemente quando la curva dei tassi si inclina negativa-



La curva dei rendimenti dei titoli governativi inglesi da tre mesi a 30 anni attuale (linea continua in alto) e dodici mesi fa (linea tratteggiata in basso).



La curva dei rendimenti dei titoli governativi Usa da tre mesi a 30 anni attuale (linea continua in alto) e dodici mesi fa (linea tratteggiata in basso).

mente molte sono le implicazioni, sia segnaletiche operative, alle quali occorre prestare attenzione e sulle quali riflettere.

Nei grafici allegati vengono evidenziate le curve dei tassi per il dollaro, la sterlina, l'euro sia per i titoli tedeschi che per quelli italiani con il raffronto di come era la curva un anno fa. Ciò che appare di tutta evidenza è come le curve per dollaro e sterlina siano invertite, con i tassi per le brevi scadenze maggiori di quelli per le lunghe scadenze, mentre la curva per l'euro ha ancora un'inclinazione tradizionale seppur in fase di appiattimento.

Cerchiamo ora di comprendere le implicazioni di tale andamento sotto angolature diverse. Innanzitutto occorre fare una doverosa premessa. Le politiche monetarie delle Banche Centrali sono volte al governo dei tassi a breve termine mentre, sia pure con implicazioni diverse a seconda dei momenti economici, è l'insieme degli operatori, quindi il mercato stesso, che determina i tassi a lungo termine in funzione prevalentemente delle aspettative di crescita e di inflazione. Può quindi accadere, come infatti sta succedendo in questa fase storica, che le esigenze di controllo degli aggregati monetari attuate anche mediante l'aumento dei tassi a breve, lascino relativamente indifferenti gli investitori per quanto riguarda l'evoluzione dei tassi a lungo termine determinando così o un appiattimento della curva come nel caso dell'euro, dove i tassi per le varie scadenze tendono a posizionarsi su livelli quasi equivalenti, o addirittura come per dollaro e sterlina che

mostrano una curva invertita con tassi a breve termine più alti dei tassi a lungo termine.

Senza addentrarci in statistiche storiche sempre di difficile interpretazione, si può dire che nella maggior parte delle volte in cui si è verificata una tale fattispecie, il ciclo economico ha poi mostrato un rallentamento nei mesi seguenti. Questo è il motivo per cui un certo filone di analisi tende ad attribuire un valore predittivo alla disposizione della curva. Ed anche il ragionamento che viene associato è di facile intuizione. Le autorità monetarie che attuano manovre restrittive non lo fanno all'infinito ma solo fino al raggiungimento dei loro obiettivi di contenimento dell'inflazione e o della limitazione della crescita. Una volta raggiunto lo scopo, necessariamente seguirà o una fase di stabilizzazione o addirittura si passerà ad un ciclo di ribassi nei tassi. Chi nel frattempo si posiziona sui tassi a lungo termine tende per un periodo mediamente più lungo ad ottenere tassi più alti. Quindi non necessariamente i tassi a lungo termine seguono pedissequamente gli andamenti dei tassi a breve termine.

DOVE CONVIENE INVESTIRE

Evidentemente fino a quando le politiche monetarie rimangono restrittive o "non accomodanti", per usare il linguaggio dei banchieri centrali, la convenienza immediata che un investitore identifica è

“ Questo fenomeno aiuta a spiegare il ritorno in auge di tutta la famiglia dei prodotti di liquidità, tra cui anche i Bot che per lungo tempo hanno sofferto di remunerazioni assai modeste ”

quella di rimanere investiti sulle scadenze a breve termine. Che senso avrebbe per un investitore ottenere un rendimento inferiore per un rischio temporale maggiore? Questo fenomeno aiuta a spiegare il ritorno in auge di tutta la famiglia dei prodotti di liquidità, tra cui vi sono anche i Bot che per un lungo tempo hanno sofferto di tassi di remunerazione assai modesti. E' pur vero che i tassi a lungo termine consentono di mantenere per tutta la durata dell'obbligazione inalterato il rendimento, ma è anche vero che le politiche monetarie non cambiano da un giorno all'altro e seguono degli andamenti forse meno imprevedibili delle schizofrenie dei mercati. Quindi fino a che la curva rimane invertita, l'attrazione verso impieghi di breve termine rimane molto forte.

Ma le conseguenze della curva invertita non si limitano ad una possibile diversa allocazione delle attività, anzi le problematiche maggiori sono forse da cercare sul fronte delle passività. Lo sa bene chi negli anni passati, forse tentato dai bassi tassi a breve termine, ha contratto un mutuo a tasso variabile. Come fenomeno inverso rispetto a quello dell'investitore, il debitore rimane destinato a pagare interessi più alti proprio in funzione delle politiche restrittive che la Banca centrale attua in quel momento.

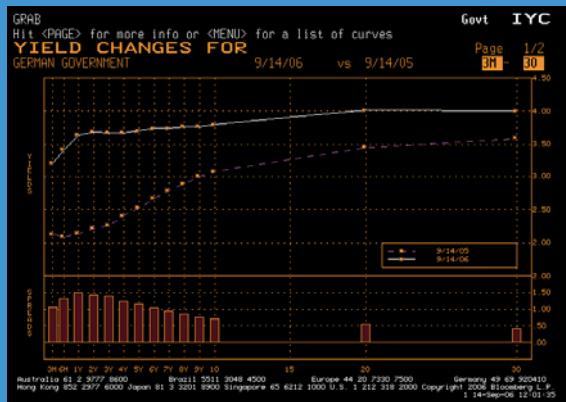
Tuttavia le conseguenze più significative si trovano in una tematica forse più sofisticata. Nell'osservazione quotidiana dei mercati, e non solo quelli obbligazionari ma anche quelli azionari e delle commodities, esiste una componente

non trascurabile di acquisti effettuati mediante il credito. Hedge funds in prima battuta ma anche tesorerie di banche o di grandi gruppi industriali, solo per citare le categorie di soggetti dimensionalmente più rilevanti, operano sui mercati utilizzando la leva finanziaria, e cioè investono più del loro capitale mediante l'attivazione di linee di credito che evidentemente hanno un costo, che nella maggior parte dei casi è ancora ai tassi a breve. Per esemplificare e banalizzare il ragionamento, ciò significa che se un operatore ri-

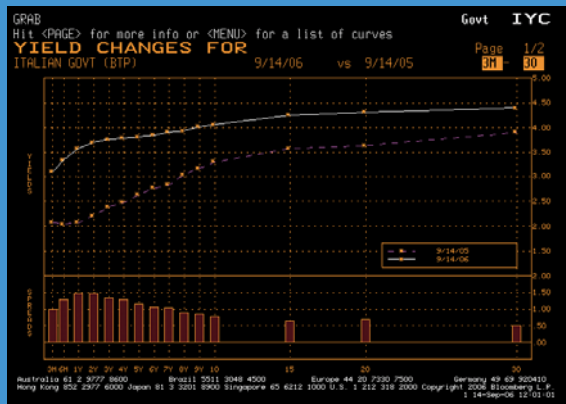
esce ad indebitarsi diciamo al 4% e contemporaneamente ad investire al 5%, se e quando il suo investimento sarà concluso avrà ottenuto un punto percentuale sull'investimento come extraprofitto rispetto al suo capitale. Ovviamente la relazione vale anche all'inverso ma in questo caso genererebbe perdite anziché profitti. Evidentemente tanto più la curva dei tassi di interesse si presenta positivamente inclinata, con tassi a lungo più alti di quelli a breve, tanto maggiore è l'ammontare di posizioni che nei mercati

“ Quando la curva dei tassi si inverte e in particolare i tassi a breve salgono, si comincia ad entrare in una fase in cui i flussi che si vedono scambiati sui mercati possono non essere più legati solamente a valutazioni economiche ma a esigenze di smobilizzo di posizioni costituite in precedenza e non per forza in utile ”

vengono poste in essere per sfruttare quello che tecnicamente si chiama carry positivo. Cioè, semplificando: il differenziale tra tassi a breve e tassi a lungo. Oggi tuttavia le condizioni non sono queste, come evidenziato dai grafici, anzi chi pone o ha posto in essere in passato queste strutture si trova ad incorrere in perdite. La completa interrelazione tra i mercati rende possibili strategie assai complesse ed articolate le cui possibili conseguenze sfuggono ai più. Dal punto di vista teorico nulla vieta ad uno degli operatori più sopra evidenziati di indebitarsi in yen giapponesi per investire in azioni, ad esempio sulla Borsa italiana o quella americana. Finché il costo del debito rimane basso tutto può avere senso, ma quando la curva dei tassi si inverte ed in particolare i tassi a breve salgono, si comincia ad entrare in una fase in cui i flussi che si vedono scambiati sui mercati possono non essere più legati solamente a valutazioni economiche ma ad esigenze di smobilizzo di posizioni precedentemente costituite e non necessariamente in utile. E data la velocità di circolazione dei capitali e l'interdipendenza fra i vari mercati risulta difficile distinguere causa ed effetto. In chiave prospettica nella scelta dei propri investimenti occorre quindi tenere conto della disposizione particolare che le curve dei tassi stanno avendo. Di per sé non dicono nulla ma evidenziano alcune anomalie che a lungo andare, se non rimosse, potrebbero generare nei mercati movimenti imprevedibili. ■



La curva dei rendimenti dei titoli governativi tedeschi da tre mesi a 30 anni attuale (linea continua in alto) e dodici mesi fa (linea tratteggiata in basso).



La curva dei rendimenti dei Btp italiani da tre mesi a 30 anni attuale (linea continua in alto) e dodici mesi fa (linea tratteggiata in basso).

TUTTI GLI ETF PER INVESTIRE NEI BOND

Il successo degli Etf presso gli investitori privati è uno dei fenomeni che contraddistinguono il 2006 dal punto di vista finanziario. Sono quindi ormai strumenti di investimento molto diffusi. A tal punto che possono tranquillamente sostituire le altre forme di investimento che hanno come oggetto le obbligazioni. A Piazza Affari è oggi possibile negoziare otto fondi quotati legati a indici obbligazionari. Un paniere di offerte che permettono di investire in bond governativi a breve, medio e a lunga scadenza. Ma anche in obbligazioni indicizzate all'inflazione o di tipo corporate. E persino denominate in valuta estera. Ma quali sono i motivi che spingono a prendere in considerazione gli Etf come investimento alternativo in bond? La prima ragione è per la capacità degli Etf di replicare il benchmark a cui è agganciato. E' la definizione stessa di Exchange Traded Fund a prometterlo: "L'Etf è un fondo oppure una Sicav con due peculiari caratteristiche: è negoziato in Borsa come un'azione e ha come unico obiettivo d'investimento quello di replicare l'indice al quale si riferisce (benchmark) attraverso una gestione totalmente passiva".

IL VANTAGGIO DEI BASSI COSTI

Non è certo garantita la fedele replica dell'indice, ma sicuramente il suo andamento si avvicina di più al benchmark di quanto facciano la gran parte dei fondi comuni obbligazionari. Il secondo motivo è quello dei costi. I risparmiatori ben sanno quanto sono

A Milano sono quotati ben otto fondi legati a indici obbligazionari che permettono di investire in titoli di Stato a breve, medio e lungo termine. E anche in bond corporate o in bond agganciati all'inflazione. Ecco tutte le informazioni utili

cari a livello di commissioni i normali fondi obbligazionari, soprattutto in funzione dei rendimenti che offrono da anni. Per gli Etf i costi sono invece particolarmente contenuti. Ma vanno compresi bene al fine di valutarne il giusto impatto sulla performance attesa. Innanzitutto è necessario sapere che non ci sono commissioni di ingresso, di uscita e di performance. Le uniche commissioni da pagare sono le commissioni totali annue (TER): tali commissioni includono anche la commissione di gestione annua e, per gli Etf negoziati in Borsa Italiana, sono comprese, a seconda

del singolo fondo quotato, tra lo 0,15% e lo 0,90%. Nella realtà questi costi sono applicati automaticamente in proporzione al periodo di detenzione dell'Etf. Per una corretta valutazione dei costi non vanno poi dimenticati le commissioni di negoziazione, indicativamente le stesse previste dalla propria Banca/Sim per le contrattazioni delle azioni italiane. Un'ultima cosa da sapere prima di investire in Etf obbligazionari è come vengono gestite nel fondo quotato le cedole staccate dai bond che compongono il paniere. In pratica non ci sono regole assolute. I dividendi che l'Etf incassa a fronte delle azioni detenute nel proprio patrimonio (nonché i proventi del loro reinvestimento) possono essere distribuiti periodicamente agli investitori o capitalizzati stabilmente nel patrimonio dell'Etf stesso. In entrambi i casi l'investitore non viene assolutamente penalizzato.

COSA OFFRE PIAZZA AFFARI

Ma vediamo nel dettaglio l'offerta presente al mercato Mtf di Piazza Affari. Gli Etf obbligazionari offerti sul listino della Borsa Italiana si possono suddividere in due famiglie. Una, composta da indici costituiti da titoli di Stato in euro. L'altra, più piccola, è fatta da due Etf legati a emissioni corporate. I più scambiati sono quelli legati ai bond governativi. Lyxor, il braccio armato di Société Générale nel campo degli Exchange Traded Fund, presenta ben cinque fondi quotati legati agli indici Euromts, famosi panieri di euroobbligazioni governative. Scendendo nel dettaglio sono tutti comparti di una Sicav di diritto francese, Multi Units France, gestita da Lyxor Int. A.M. (Société Générale) che ha l'obiettivo di replicare la performance di vari indici benchmark Euromts di riferimento, grazie a una gestione passiva e a un particolare meccanismo di funzionamento denominato "creation/redemption in kind". L'emittente ha dichiarato informalmente che i proventi periodici (i cosiddetti dividendi) verranno capitalizzati nel patrimonio dell'Etf stesso ad



Tutti gli Etf obbligazionari di Piazza Affari

NOME ETF	INDICE SOTTOSTANTE	CODICE
OBBLIGAZIONARIO CORPORATE (EURO)		
ISHARES EUR CORPORATE BOND	IBOXX EUR LIQUID CORPORATE	IBCX
OBBLIGAZIONARIO CORPORATE (USD)		
ISHARES \$ CORPORATE BOND	GOLDMAN SACHS \$ INVESTOP INDEX	LQDE
TITOLI DI STATO (EURO)		
ISHARES EURO INFLATION LINKED BOND	BARCLAYS EURO GOV INFLATION-LINKED BOND INDEX	IBCI
LYXOR ETF EUROMTS INFLATION LINKED	EUROMTS INFLATION LINKED	EMI
LYXOR ETF EUROMTS 1-3Y	EUROMTS 1-3 Y	EM13
LYXOR ETF EUROMTS 10-15Y	EUROMTS 10-15Y	EM1015
LYXOR ETF EUROMTS 3-5Y	EUROMTS 3-5 MASTER UNIT	EM35
LYXOR ETF EUROMTS GLOBAL	EUROMTS GLOBAL	EMG

Leleco dei prodotti obbligazionari quotati alla Borsa di Milano.



esclusivo beneficio, quindi, degli investitori finali. Tra i veri indici di riferimento c'è l'EuroMTS Inflation Linked che è composto da 13 titoli di Stato dell'area euro indicizzati all'inflazione. Le commissioni totali annue (TER) sono dello 0,20%.

Seguono poi l'EuroMTS 1-3Y (circa 20 titoli di Stato in euro, con scadenza tra 1 e 3 anni, emessi da Stati dell'area euro), l'EuroMTS 3-5Y (circa 22 titoli di Stato in euro, con scadenza tra 3 e 5 anni), l'EuroMTS 10-15Y (circa 10 titoli di Stato in euro, con scadenza tra 10 e 15 anni), e l'EuroMTS Global (circa 106 obbligazioni governative in euro). Tutti i relativi Etf targati Lyxor hanno commissioni totali annue (TER) di appena lo 0,165%. Le azioni di questi Etf sono quotate alla Borsa Italiana dove possono essere acquistate e vendute in tempo reale con i costi e le modalità tipiche delle azioni tradizionali. Il lotto minimo di negoziazione è pari a una azione e la liquidità degli scambi è supportata da Société Générale in qualità di Specialist (con specifici obblighi di quotazione in continua).

■ AL RIPARO DALL'INFLAZIONE

Per investire in un paniere di bond statali indicizzati all'inflazione c'è anche un'altra possibilità, quella di utilizzare lo iShares Euro Inflation Linked Bond. Questo Etf è il comparto di una Sicav di diritto irlandese, iShares plc, gestita da Barclays Global Investors (BGI) che ha l'obiettivo di replicare il Barclays Euro Government Inflation-Linked Bond Index. I proventi periodici (dividendi) vengono capitalizzati nel patrimonio dell'Etf stesso ad esclusivo beneficio degli investitori. L'indice Barclays Euro Government Inflation-Linked Bond Index è composto attualmente da 14 titoli emessi da Stati appartenenti all'area euro indicizzati all'inflazione, mentre la liquidità degli scambi è supportata da Banca IMI in qualità di Specialist. Le commissioni totali annue sono però più care del Lyxor Euromts Inflation Linked, toccando lo 0,25%.

■ DUE PRODOTTI PER LE CORPORATE

Sul fronte dei bond corporate ci sono, come accennato, due Etf a disposizione. Entrambi sono composti di una Sicav di diritto irlandese, iShares plc, gestita da Barclays Global Investors (BGI). Ma il primo è ha come benchmark di riferimento l'indice "iBoxx ? Liquid Corporates" è composto da 40 obbligazioni corporate denominate in euro ed emesse da primarie società finanziarie e industriali. Le 40 obbligazioni hanno rating investment grade e sono contraddistinte da un elevato grado di liquidità. Sul secondo, invece, entra il rischio valuta, legato all'andamento del cambio eurodollaro. Infatti il benchmark di riferimento è l'indice Goldman Sachs \$ Invesstop Index è composto da circa 100 obbligazioni corporate di tipo investment grade denominate in dollari Usa ed emesse da primarie società finanziarie e industriali. Le commissioni totali annue sono pari allo 0,20% per il fondo quotato sui bond corporate in euro (eventuali dividendi vengono distribuiti quattro volte all'anno), e allo 0,15% per l'Etf sulle obbligazioni societarie denominate in dollari. Per questo fondo quotato, eventuali dividendi vengono distribuiti mensilmente.

Un'ultima notazione va fatta sulla fiscalità. La tassazione degli Etf quotati su Borsa Italiana è la stessa prevista per gli Oicr esteri armonizzati. A titolo di esempio, per un investitore privato che abbia optato per il regime del risparmio amministrato la ritenuta fiscale a titolo d'imposta è del 12,5% sui redditi di capitale e sui redditi diversi operata automaticamente dal proprio intermediario. I redditi di capitale non sono compensabili con eventuali minusvalenze pregresse generate, ad esempio, dalla negoziazione di azioni. Nessun provento deve essere riportato nella dichiarazione dei redditi. ■