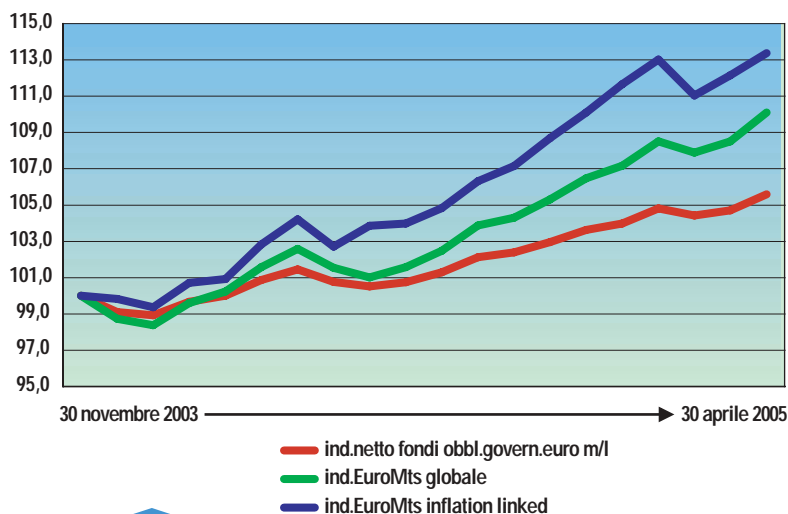


QUANTO CONVENGONO GLI INFLATION LINKED

Come funzionano, quanto rendono e per chi sono indicati i prodotti finanziari agganciati all'incremento dei prezzi al consumo. La cedola è buona, la protezione funziona, ma il prezzo può essere penalizzato da un rialzo dei tassi di interesse



Da 18 mesi battono fondi e titoli di Stato

Il grafico mostra chiaramente che dal novembre 2003 le obbligazioni inflation linked (linea blu) hanno reso nettamente di più sia dei titoli di Stato (linea verde) sia dei fondi obbligazionari euro a medio/lungo termine (linea rossa)

■ di Fabio Sansone

Che cosa può succedere ai nostri portafogli obbligazionari se sale l'inflazione? Sono bastati un nuovo sprint rialzista del prezzo del petrolio e, in contemporanea, le dichiarazioni preoccupate dei governatori delle banche centrali americana ed europea, per riaccendere le tensioni sul fronte del pericolo inflazione. Non solo. Gli esperti finanziari internazionali hanno del resto già previsto per quest'anno costi delle materie prime (le cosiddette commodities) in salita, o quantomeno su livelli sostenuti. Se l'inflazione ripartisse davvero potrebbe far soffrire soprattutto i giardinetti obbligazionari tradizionali più esposti ai titoli a reddito fisso con scadenze medie e lunghe. Infatti se è vero che l'aumento dei tassi di interesse viaggia in direzione opposta a quello dei prezzi dei titoli obbl-

gazionari (al crescere dell'uno cala l'altro e viceversa), è sacrosanto che questa relazione aumenti in modo più che proporzionale alla scadenza del titolo. Facciamo un esempio pratico. Ipotizzando un aumento dello 0,10% annuo dei tassi di interesse, il prezzo di un Btp triennale perderebbe lo 0,2% circa, quello di un Btp decennale lo 0,96% circa e quello di un titolo del Tesoro scadenza 2035 addirittura il 2,8% circa.

E' in questo contesto che si spiega il crescente successo che stanno riscontrando, in termini di diffusione sul mercato, i cosiddetti inflation linked bond (che in qualche altro caso assumono la denominazione di inflation protected bond). Si tratta di emissioni obbligazionarie che hanno l'obiettivo di garantire un rendimento reale, ovvero un guadagno prefissato al netto del tasso d'inflazione.

Al contempo, si può constatare un ingente flusso di nuovi prodotti del risparmio gestito che hanno come strumento privilegiato da mettere in portafoglio proprio i bond inflation linked: si tratta dei fondi d'investimento specializzati su titoli anti-inflazione.

COME FUNZIONANO LE OBBLIGAZIONI INFLATION LINKED

Premesso che, come indicatori dell'inflazione futura, vengono di solito utilizzati l'indice dei prezzi al consumo (CPI) o altri indici similari, per chiarire il funzionamento degli inflation linked bond è possibile 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'a-

rea 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).

CHI EMETTE I TITOLI INFLATION LINKED

Le principali emissioni obbligazionarie di questo tipo sono quelle lanciate dai governi europei (Francia, Grecia e Italia soprattutto) anche se da qualche tempo sono in deciso aumento i titoli inflation linked bond emessi da istituzioni sovranazionali e da società (corporate). In questi casi il rischio di credito tende a peggiorare in funzione della rispettabilità dell'emittente (il rischio di insolvenza di una società è quasi sempre superiore a quello di un stato europeo); a favore dell'investitore offrono però scadenze meno lunghe (tra i 5 e i 10 anni) e qualche decimo di punto di rendimento in più all'anno rispetto agli inflation linked bond governativi.

COME E PERCHÉ UTILIZZARE I FONDI SPECIALIZZATI

Soprattutto perché assicurano un'ampia diversificazione anche a fronte di modeste

somme disponibili. I fondi infatti, che richiedono tra i 500 e i 5000 euro per la prima sottoscrizione, utilizzano le analisi sui dati macro economici di mercato per poi confrontarli con la dinamica dei tassi di interesse, il rapporto esistente tra la domanda e l'offerta, e, inoltre, possono accedere e confrontare gli inflation linked bond a livello internazionale. I gestori hanno così la possibilità di allestire un portafoglio che tenga conto di molti fattori dalla variazione reale dell'inflazione alle aspettative del valore atteso dei prezzi al consumo, dall'andamento delle oscillazioni dei cambi alla qualità degli emittenti, dal rendimento dei titoli in portafoglio all'andamento dei mercati obbligazionari internazionali. Inoltre, di solito, il rischio legato ai tassi di interesse ed ai tassi di cambio possono essere gestiti utilizzando strumenti derivati (contratti future, opzioni, e così via).

CHI È L'INVESTITORE-TIPO AL QUALE CONSIGLIARE GLI INFLATION LINKED

Innanzitutto a coloro che, preoccupati da un nuovo eventuale focolaio inflattivo, temono che sia i titoli tradizionali a tasso fisso e sia quelli a tasso variabile non siano in grado di proteggerli dalla perdita del potere di acquisto. Ne deriva che questi prodotti possono trovare posto nei portafogli sia dei piccoli investitori che dei clienti con maggiori capitali (gestioni patrimoniali, servizi di private banking, investitori istituzionali). A patto tuttavia

- Le obbligazioni cosiddette inflation linked garantiscono un rendimento agganciato all'inflazione: se questa sale, sale anche la cedola.

- Un'alternativa alla sottoscrizione diretta di bond sono i fondi specializzati che investono, diversificando tra più emittenti, in obbligazioni inflation linked.

- Non sono adatti per gestire la liquidità. La principale controindicazione è la sensibilità ai tassi: se questi salgono e l'inflazione resta stabile, il prezzo scende (perdita in conto capitale).

Centrobanca (Bpu) contro l'inflazione italiana

Tra le emissioni governative francesi, italiane greche e, preannunciate, tedesche, e quelle bancarie e societarie c'è la gara a chi è capace di escogitare formule accattivanti contro il pericolo inflazione. Va in questa direzione 100% obbligazione italiana più leva aprile 2013 la nuova emissione obbligazionaria di Centrobanca, la banca d'impresa del gruppo Banche popolari unite (Bpu). Il suo obiettivo, infatti, è quello di coprire

l'inflazione italiana fino all'aprile 2013, data in cui verrà rimborsato alla pari; offrendo però un premio annuale variabile proporzionato al differenziale dei tassi di interesse a lungo termine e a breve dell'area euro. In pratica la cedola sarà determinata sommando all'inflazione italiana (in base all'Icpi, l'indice nazionale dei prezzi al consumo per famiglie di operai e impiegati al netto dei consumi di tabacchi pubblicato dall'Istat) la

differenza tra il tasso swap euro 10 anni (il cosiddetto Cms10y) e quello a due anni (il Cms2y) moltiplicata per un coefficiente fisso pari a 1,3. Un meccanismo che dovrebbe assicurare la copertura della crescita dei prezzi al consumo e, allo stesso tempo, un premio, maggiorato del 30%, collegato alla pendenza nella curva dei tassi euro. Alla scadenza, nell'aprile 2013, al risparmiatore verrà restituito il 100% del capitale nominale investito inizialmente per una cedola

finale pari al 18% lordo meno la somma delle sette cedole annue già incassate: ne deriva che, nel caso in cui nei sette anni precedenti fossero state pagate cedole per un importo complessivo uguale o superiore al 18%, non spetterà alcuna cedola premio finale. Per sottoscrivere questo bond il taglio minimo è pari a 1.000 euro, senza spese di sottoscrizione e di gestione. L'obbligazione sarà quotata al Mot, il mercato telematico della Borsa.

Quanto rendono i fondi obbligazionari inflation linked

FONDI OBBLIGAZIONARI INFLATION LINKED : COSTI E RENDIMENTI					
FONDO COMUNE O COMPARTO D'INVESTIMENTO	CASA D'INVESTIMENTO	COMMISSIONI MASSIME			PERFORM. % A 1 ANNO
		INVESTIMENTO MINIMO	ANNUE DI GESTIONE	DI ENTRATA (1)	
AMEX GLOBAL INFLATION LINKED BONDS AE	AMERICAN EXPRESS	2.500 EURO	1,10	3,0%	
AMEX GLOBAL INFLATION LINKED BONDS DE	AMERICAN EXPRESS	2.500 EURO	1,30	0	
AZIMUT REAL VALUE	AZIMUT SGR	1.500 EURO	1,20	2,0%	
CREDIT SUISSE BOND INFLATION LINKED EURO	CREDIT SUISSE AM	2.500 EURO	1,00	5,0%	4,4
CREDIT SUISSE BOND INFLATION LINKED CHF (3)	CREDIT SUISSE AM	2.500 EURO	1,00	5,0%	4,2
CREDIT SUISSE BOND INFLATION LINKED \$USA (4)	CREDIT SUISSE AM	2.500 EURO	1,00	5,0%	-3,9
DEXIA BOND EURO INFLATION LINKED	DEXIA AM	4.000 EURO	0,40	6,0%	9,9
DWS INVEST INFLATION PROTECT LC	DWS INVEST	500 EURO	1,00	3,0%	
DWS INVEST INFLATION PROTECT NC	DWS INVEST	500 EURO	1,30	0	
CA FUNDS EURO INFLATION BOND	CREDIT AGRICOLE AM	UNA QUOTA	1,00	3,0%	
FINECO IM EURO INFLATION LINKED	FINECO IM	UNA QUOTA	1,20	2,0%	
FONDITALIA INFLATION LINKED	FIDEURAM GESTION SA	5.000 EURO	1,10	2,5%	6,9
GESTIELLE CPI TOTAL RETURN OBBLIGAZIONARIO	ALETTI GESTIELLE AM SGR	500 EURO	0,60	1,00	
INTERFUND INFLATION LINKED (2)	INTERFUND	50.000 EURO	1,10	6,5%	6,7
INVESCO EURO INFLATION LINKED BOND A	INVESCO	2.500 EURO	0,75	5,25%	8,1
INVESCO EURO INFLATION LINKED BOND E	INVESCO	1.500 EURO	0,90	3,15%	7,9
PARVEST EURO INFLATION LINKED BOND C	BNP PARIBAS AM	1.000 EURO	0,75	5,0%	
PARVEST EURO INFLATION LINKED BOND L	BNP PARIBAS AM	1.000 EURO	1,25	0,00	
SCHRODERS ISF GLOBAL INFLATION LINKED A	SCHRODERS	1.000 EURO	0,75	4,0%	7,7
SCHRODERS ISF GLOBAL INFLATION LINKED B	SCHRODERS	1.000 EURO	1,25	0,00	7,5
FONDI OBBL. EURO GOVERN. A M/L TERMINE		1.000 EURO	1,00	1,00	4,8
INFLAZIONE ITALIANA ISTAT					1,9

" Note: (1) con possibilità di sconti fino al 100% da parte del collocatore ; (2) utilizzato nelle ggf di Banca Fideuram" ; " (3) focalizzato sull'inflazione dell'area franco svizzero; (4) focalizzato sull'inflazione dell'area dollaro Usa"

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 (tre-sei mesi) fino a quelli con scadenza lunga (10 e 30 anni).

di avere un orizzonte temporale di investimento medio lungo (almeno di tre anni, meglio se di cinque) e con l'avvertenza di destinare una quota non eccessiva a questi prodotti e, ad ogni modo, proporzionata al grado di contenimento voluto del rischio del portafoglio.

COME DECIDERE LA QUOTA DI INVESTIMENTI DA DEDICARE AI PRODOTTI INFLATION LINKED

Occorre distinguere in funzione dell'orizzonte d'investimento. Se è molto breve (6 - 12 mesi) si potrebbe anche valutare l'esclusione di questi titoli, che restano influenzati negativamente dal rialzo dei tassi di interesse. Se invece l'orizzonte temporale è compreso tra 12 e 24 mesi la percentuale adeguata potrebbe attestarsi attorno al 10% : ciò permette di coniugare la diversificazione di portafoglio a reddito fisso inserendo questi prodotti che hanno un profilo di rischio/rendimento più interessante rispetto a obbligazioni classiche. Per un orizzonte temporale di 36-60 mesi, infine, la quota da destinare agli inflation linked bond potrebbe salire al 15-20%.

CONTROINDICAZIONI ALL' INVESTIMENTO IN QUESTI PRODOTTI

Se l'investitore richiede soprattutto una soluzione alternativa alla gestione della liquidità (sia essa tramite Bot o tramite fondi monetari) in grado però di salvaguardare il potere di acquisto su base annua, è bene che stia alla larga da questi prodotti. In uno scenario in cui, per esempio, le aspettative economiche tendano a migliorare, i tassi di interesse proseguono gradualmente il recupero dai minimi storici ma i prezzi al consumo rimangono stabili, i prezzi dei prodotti inflation linked finirebbero con il perdere quota nel breve termine, con la conseguenza di far accumulare perdite in conto capitale a chi li possiede. Il discorso non vale ovviamente se si tengono i bond fino alla scadenza. Infine un'ultima considerazione, soprattutto per coloro che puntano al fai-da-te. E' bene controllare, prima della sottoscrizione, rispetto a quale indice di inflazione è calcolata la cedola reale del titolo: la maggior parte infatti fa riferimento a quella dell'area euro, che negli ultimi anni si è mantenuta su livelli inferiori a quella italiana misurata dall'Istat. ■



Daniele Paglia

PER CHI INVESTE ADESSO MEGLIO UN 25-30% SUBITO E UN ALTRO 20-25% DILUITO NEI PROSSIMI MESI

l'altro questa strategia di investimento misto ci permette di abbassare la scadenza media di portafoglio (quella del fondo si attesta infatti a 3,58 anni contro i circa 10 anni dell'indice dei titoli governativi euro), riducendo così il rischio di esposizione del fondo al rialzo dei tassi di interesse.

2 VIENE INDICATO UN RENDIMENTO ATTESO E UNA VOLATILITÀ DI RIFERIMENTO PER IL FONDO?

L'obiettivo di gestione del fondo è quello di realizzare una performance su base annua pari all'inflazione euro maggiorata di 250 punti base al netto dei costi di gestione. Dal momento che il Ter (Total Expense ratio, ovvero il rapporto tra tutte le spese annue del fondo rispetto al suo patrimonio in

Il gestore spiega il fondo Credit Suisse

L'INFLAZIONE SI COMBATTE COSÌ

gestione, ndr) del fondo è di circa 110 punti base annui, il rendimento atteso del fondo è di 140 punti base in più rispetto ai prezzi al consumo. Ovviamente non si tratta di un dato puntuale annuo ma di una media relativa ad un intero ciclo congiunturale di 5-7 anni. Per quanto riguarda la volatilità invece il fondo non deve superare una standard deviation di 2% annuo. Negli ultimi 12 mesi è stata molto inferiore (1% circa) e pari a circa la metà di quella dei fondi obbligazionari governativi euro (2%); il Beta (rapporto tra volatilità del fondo e quella dei fondi concorrenti di mercato, ndr), che negli ultimi mesi è risalito fino a 0,8, dovrebbe ritornare a quota 0,5 entro fine anno.

3 QUAL È L'ATTUALE ASSET ALLOCATION DEL FONDO IN TERMINI DI TIPOLOGIA DI TITOLI, SCADENZA MEDIA E EMISSIONI?

In questa fase siamo piuttosto conservativi e privilegiamo le emissioni con rating compreso entro la singola A. In termini di scadenza, invece, le preferenze vanno ai titoli che scadono entro 3-5 anni,

seguiti da quelli a 1-3 anni e da quelli con scadenza inferiore ai 12 mesi.

4 A QUALE TIPOLOGIA DI INVESTITORE È INDICATO IL FONDO?

Questo tipo di fondi può essere inserito in ogni specie di portafoglio obbligazionario. Infatti il suo profilo di rischio è inferiore ai fondi obbligazionari governativi euro a medio lungo termine e, a patto che lo si tenga per almeno 12-18 mesi, non molto superiore ad un fondo monetario euro.

5 IN UN PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONARIO, CON PROFILO DI RISCHIO MEDIO, QUALE QUOTA CONSIGLIERESTE PER I PROSSIMI 6-12 MESI?

Ritengo che la quota strutturale da dedicare a questo fondo sia del 50%. In chiave tattica invece, per chi iniziasse soltanto oggi a investirvi, suggerirei di impiegare il 25-30% subito in questo fondo e il restante 25-20% diluito nei prossimi tre - sei mesi, nei quali prevediamo una leggera sottoperformance degli inflation linked rispetto ai governativi euro.

Daniele Paglia fa parte del team di gestione del fondo Credit Suisse bond inflation linked euro, uno dei tre prodotti della casa d'investimento svizzera specializzata sugli strumenti del mercato obbligazionario anti-inflazione. Gli altri due fondi sono il Cs bond inflation linked \$Usa (e si pone l'obiettivo di preservare l'investimento dagli effetti del caro vita americano) e il Cs bond inflation linked Chf (che invece ha nel mirino la protezione del capitale dall'inflazione svizzera).

1 QUAL È L'APPROCCIO DI GESTIONE ADOTTATO PER IL FONDO?

Il portafoglio del fondo è costruito affiancando ai titoli classici inflation linked altri titoli sintetici che il nostro team di gestione mette a punto. In pratica acquistiamo titoli obbligazionari euro su tutta la curva dei tassi (dalle scadenze 1-3 anni fino ai trentennali, ndr) e, successivamente, allestiamo un portafoglio swap per proteggere tale esposizione dagli effetti inflattivi. Ciò si rende necessario perché il mercato degli inflation linked bond è ancora dominato da emissioni statali francesi, italiane e greche che sono spesso concentrate nella parte intermedia (scadenze comprese tra i 5 e i 15 anni, ndr) della curva. Tra