

Tassi ai minimi... (09/06/2009)

Poco più di un anno fa Deutsche Bank ha emesso un etf "short" obbligazionario, il primo del genere. Nei primi mesi successivi all'emissione il fondo non riscosse molto successo: a dicembre gli attivi amministrati ammontavano a poco meno di 12 milioni. Oggi superano i 200 milioni. Si tratta di Short IBOXX € Sovereigns Eurozone TR-DB (XSGL.MI).

Lo strumento è basato su un indice di Markit iBoxx, costruito appositamente per il fondo, e rappresenta la versione al ribasso dell'indice iBoxx € Sovereigns Eurozone Total Return.

L'indice da cui origina la versione short rappresenta l'intero mercato obbligazionario di emissioni governative dell'area euro, dal quale vengono estratti i vari sottoindici suddivisi per scadenze, rating ed area geografica. E' composto da oltre 240 strumenti suddivisi su tutte le scadenze.

La performance dell'indice corto riflette una posizione ribassista giornaliera sul corrispettivo indice al rialzo. Nel computo dell'indice viene introdotto un elemento "favorevole" all'investitore che riguarda il rendimento doppio al tasso Eonia diminuito di un costo medio relativo al prestito dei titoli, identificato pari allo 0,15%. Il rendimento pari al tasso Eonia meno il costo di shorting (0,15%) viene chiamato da iBoxx repo rate. Il costo può variare nel tempo in base all'evoluzione dei mercati, e la società di gestione dell'indice, Markit, ne darà evidentemente notizia.

In sostanza a fronte di un ribasso giornaliero dell'1% dell'indice di mercato, l'indice corto segnerà un rialzo dell'1% cui bisogna sommare il cd "repo rate", ovvero due volte il tasso Eonia meno 0,15%.

L'etf è stato lanciato in un momento in cui le notizie a riguardo di un'inflazione pressante preoccupavano fortemente il mercato, tanto che nel mese di Luglio 2008 la BCE aveva deciso un rialzo del tasso di rifinanziamento principale di 0,25% al 4,25%.

Oggi a quasi un anno di distanza la banca centrale ha attuato una politica monetaria fortemente espansiva, arrivando a tagliare il tasso di policy sino all'attuale 1%, il più basso dalla nascita della BCE.

L'acuirsi della crisi dei mercati azionari negli ultimi mesi del 2008 ha accentuato il ricorso degli investitori a titoli governativi, causandone un rialzo dei prezzi anche sulle scadenze più elevate e, soprattutto, introducendo una volatilità più consistente.

Entrambi gli indici sono total return, ovvero misurano sia l'andamento dei prezzi delle obbligazioni in portafoglio sia il reinvestimento all'interno del portafoglio dei flussi cedolari distribuiti dai titoli.

In condizioni di normalità l'andamento dei tassi d'interesse rappresenta la variabile che più spiega l'andamento dell'indice. In misura decisamente minore il rischio di credito.

Il secondo grafico mette a confronto l'andamento negli ultimi dieci anni dei due indici obbligazionari, confrontati con l'andamento del tasso d'interesse di riferimento a 8 anni per i titoli governativi dell'area euro. Otto anni corrispondono all'incirca alla durata media dei titoli in portafoglio.

Nel lungo periodo viene rispettata la relazione inversa all'andamento dei tassi, dove l'indice lungo beneficia di un ribasso dei tassi, al contrario dell'indice corto dove i rialzi ne aumentano il valore.

I tassi d'interesse lunga la curva vengono influenzati nel tempo dalle decisioni di politica monetaria della banca centrale, attraverso le modificazioni del tasso di policy. Il tasso relativo ai titoli di stato a 8 anni, come si osserva nel grafico, ha subito nel tempo delle oscillazioni anche marcate in funzione dell'andamento dei mercati: i titoli di stato spesso vengono utilizzati come "riparo" nei momenti di crisi. Nel periodo metà 2003 sino fine 2005, ovvero nel periodo in cui il tasso di policy

era rimasto costante al minimo precedente del 2%, il tasso a 8 anni dei governativi è oscillato più volte in una banda compresa all'incirca tra il 3% ed il 4,25%.

I successivi rialzi dei tassi della Bce sino al 4,25% hanno influenzato un graduale rialzo dei rendimenti ad 8 anni.

Durante il 2008 i ribassi dei rendimenti nella prima parte dell'anno sono stati determinati dalla fuga dal rischio verso i più sicuri governativi. I ribassi dei tassi hanno portato una discesa dei rendimenti negli ultimi tre mesi dell'anno di circa 1 punto, anticipando le mosse della Bce.

Gli impatti dei movimenti dei tassi sui prezzi delle obbligazioni sono piuttosto pronunciati in quanto il portafoglio ha una durata media finanziaria di circa 6 anni e mezzo.

Quando è opportuno scegliere la posizione corta?

Considerando che "vendendo" le obbligazioni si rinuncia al flusso cedolare offerto dai titoli, anzi rappresenta un elemento negativo nell'indice corto, parzialmente compensato dal rendimento al tasso Eonia, lo strumento rappresenta una buona opportunità per avvantaggiarsi dei rialzi dei tassi d'interesse sull'intero mercato dei governativi dell'area euro.

Nel lungo periodo l'indice rialzista tende naturalmente a crescere per effetto dei flussi cedolari, pur considerando le variazioni di prezzo dovute ai movimenti dei tassi.

L'indice corto al contrario sembra adatto solamente a sfruttare i movimenti di prezzo nel breve medio periodo. Le cedole vengono giustamente "perse".

Ora i tassi sono ai minimi storici in virtù dello stato recessivo dell'economia. I tassi a lunga comunque non hanno subito uno shift parallelo, scontando per allora la ripresa dell'economia.

L'indice a 8 anni riportato nel grafico ha raggiunto i minimi del 2005, quando i tassi della BCE erano al 2%. Non hanno ancora raggiunto livelli inferiori.

Certo non appena l'economia darà segnali di ripresa e la curva inizierà a muoversi verso l'alto, questo etf sarà da tenere in debita considerazione.

	Securities	Crncy	Prc Appr	Total Ret	Difference	Annual Eq
1	QW1A Index		-.75 %	-.75 %*	-2.33 %	-1.77 %
2	SHSVETR Index		1.57 %	1.57 %*		3.77 %
3						

(* = No dividends or coupons)

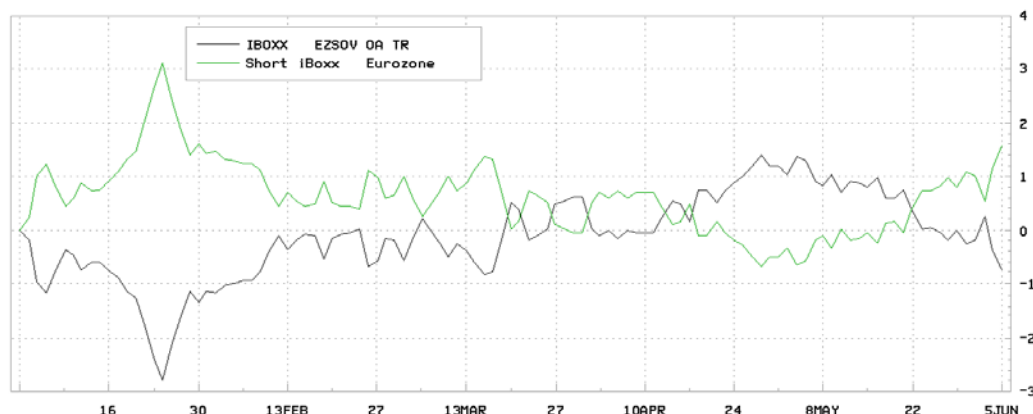


Figura 1 Andamento indice Short iBoxx € Sovereigns Eurozone Total Return (linea verde) e iBoxx € Sovereigns Eurozone Total Return (linea nera), dal 2 gennaio 2009 al 5 giugno 2009.

