

## Come influisce il rating nei portafogli obbligazionari degli Etf

Indici obbligazionari governativi dell'area Euro: come sono cambiati dopo i downgrade di Grecia e Portogallo, e cosa offre il mercato degli Etf in Borsa Italiana

a cura dell'Ufficio Studi e Ricerche Consultique

**G**li equilibri politici ed economici internazionali sono in qualche modo segnati dalle azioni delle società di rating, che mediante le loro valutazioni creditizie manifestano consensi e dissensi sull'andamento generale di un paese. È facile immaginare come l'azione di queste entità possa influenzare le decisioni degli operatori dei mercati finanziari, ma non solo. Basti pensare a come l'industria del risparmio gestito sia dipendente dalle valutazioni delle società di rating: in particolare gli Etf, che mirano a replicare passivamente l'andamento di un benchmark (indici costruiti utilizzando i rating delle più famose società come S&P, Fitch, Moody's), oppure i gestori dei fondi comuni d'investimento, che cercheranno, al contrario, di battere l'indice di mercato che si sono attribuiti per individuare il profilo di rischio del loro portafoglio. Nel corso dei vari cicli di Borsa, quindi, è normale pensare che un'entità governativa o societaria possa essere declassata o premiata per la par-

ticolare disciplina nella gestione ordinaria delle finanze, o delle riforme, e altro per quanto riguarda i governi, o per l'efficienza finanziaria e redditività delle compagnie private. Questa dinamicità di valutazione del merito di credito impatta, ovviamente, sulla composizione dei benchmark di mercato, che a seguito di un declassamento di un'entità devono essere rivisti nella loro composizione interna, eliminando quel paese o società declassata, revisionandone così l'intera struttura. Guardiamo, ad esempio, cosa è successo al mercato obbligazionario europeo, in particolare quello dell'area Euro. Sappiamo che Portogallo e Grecia sono state valutate non *investment grade* da tutte le compagnie di rating: questo ha avuto un impatto sui benchmark dei prodotti a replica passiva. Oppure, guardiamo, ad alcuni casi di *upgrade* del rating di paesi in via di sviluppo (come gli emergenti): questo ha provocato un ampliamento della base investibile per gli indici obbligazionari esposti al debito emergente,

### L'esposizione geografica dei principali indici obbligazionari diversificati

Indice	Euromts inv grade eurozone gov bond all-maturity	Barclays euro Treasury bond tr	Iboxx sovereigns eurozone tr	Euromts inv grade broad all maturities tr	Media
Francia	24,8%	23,4%	23,4%	24,2%	24,0%
Italia	22,4%	23,4%	24,1%	23,8%	23,4%
Germania	21,1%	20,9%	21,1%	20,2%	20,8%
Spagna	10,2%	10,8%	10,7%	10,7%	10,6%
Olanda	6,9%	6,2%	6,2%	6,5%	6,5%
Belgio	6,7%	6,5%	6,5%	6,8%	6,6%
Austria	4,4%	4,2%	4,2%	4,4%	4,3%
Irlanda	2,0%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%
Finlandia	1,6%	1,5%	1,5%	1,6%	1,5%
Portogallo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Grecia	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
UE	0,0%	0,5%	0,0%	0,0%	0,1%
Slovenia	0,0%	0,5%	0,0%	0,0%	0,1%
Slovacchia	0,0%	0,3%	0,3%	0,0%	0,1%
Lussemburgo	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Altro	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: Consultique

Tabella 1

## Le statistiche dei principali indici obbligazionari diversificati (dal 01.01.2008 al 20.02.2013)

Statistiche	Euromts inv grade eurozone gov bond all-maturity	Barclays euro Treasury bond tr	Iboxx sovereigns eurozone tr	Euromts inv grade broad all maturities tr
Performance di periodo	30,75%	31,63%	31,38%	31,67%
Performance annualizzata	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%
Volatilità annualizzata	3,77%	3,73%	3,62%	3,94%

Fonte: Consultique

Tabella 2

con il risvolto positivo di creare maggiore liquidità per i paesi interessati da eventi di *corporate action* positivi. In Italia, al momento, sul mercato ETFPlus di Borsa italiana esistono tantissimi sottostanti obbligazionari investiti in debito di paesi dell'area Euro. Ci sono soluzioni di indici diversificati tra più paesi e/o basati sui tratti di curva, oppure ci sono indici (di più recente introduzione) costruiti proprio per dare seguito alla dinamicità dei giudizi delle varie compagnie di rating. Per ragione di cronaca, elenchiamo anche quegli Etf che possono andare *short* o a leva su alcuni dei sottostanti precedentemente elencati, ma che in questo articolo non saranno oggetto di analisi. Parlando di indici diversificati per emittente sovrano, riportiamo di seguito una tabella (1) sintetica con le esposizioni geografiche medie (i dati sono stati desunti dai siti web delle società fornitrici di indici o degli emittenti di Etf) vedi tabella 1 pag. 24. In generale, con l'esclusione di Portogallo e Grecia, il peso attribuito agli altri paesi (ancora tutti *investment grade*) è salito. Francia e Italia hanno il peso maggiore all'interno di questi benchmark, poco sotto la Germania, e a seguire la Spagna. Com'era facilmente immaginabile, non si notano differenze significative sia nelle performance che nel rischio (inteso come deviazione standard delle variazioni dei prezzi) di questi indici (vedi tabella 2). Entrambi gli indici EuroMTS sono

composti da obbligazioni a tasso fisso denominate in euro che non incorporano alcuna opzione o convertibilità, facenti parte dell'universo creditizio *investment grade*, sono emesse da paesi dell'Eurozona e quotate sulla piattaforma MTS. Nello specifico, sono ammissibili solo quelle obbligazioni che hanno un ammontare emesso di almeno 2 miliardi di euro. Il Barclays Euro Treasury Bond offre un'esposizione a obbligazioni governative denominate in euro con *rating investment grade* emesse pubblicamente sull'Eurobond market e sui mercati dell'Eurozona. L'indice include solo i bond con una scadenza residua di 1 anno e con un ammontare di capitale minimo in circolazione di 300 milioni di euro. Infine, parliamo brevemente dell'indice iBoxx Sovereigns Eurozone: esso è composto dalle obbligazioni governative dell'area Euro relative a tutte le classi di scadenza e ogni titolo riceve una ponderazione pari all'ammontare in circolazione. Tutti i bond, per essere inclusi nell'indice, devono avere una durata residua di minimo un anno (alla data di ribilanciamento dell'indice) e un ammontare complessivo in circolazione di almeno 2 miliardi di euro. Fatta questa breve disamina descrittiva sull'eleggibilità degli indici obbligazionari governativi diversificati dell'area Euro, passiamo ora alle evoluzioni "chieste" dal mercato, e alle conseguenti azioni di *downgrade* per Portogallo e Grecia (non più

## L'esposizione geografica degli indici low rating

Indice	Euromts lowest-rated inv grade gov all-maturity	Markit Iboxx eur sovereigns eurozone y plus tr	Media
Italia	32,5%	55,3%	43,9%
Spagna	32,5%	24,7%	28,6%
Belgio	27,6%	15,1%	21,3%
Irlanda	7,5%	4,2%	5,9%
Slovacchia	0,0%	0,6%	0,3%

Fonte: Consultique

Tabella 3

## Le statistiche degli indici low rating

Statistiche	Euromts lowest-rated inv grade gov eurozone y plus tr all-maturity	Markit iboxx eur savereigns y plus tr all-maturity
Performance di periodo	25,05%	24,86%
Performance annualizzata	4,4%	4,4%
Volatilità annualizzata	6,16%	5,74%

Fonte: Consultique

Tabella 4

## Le statistiche degli indici high rating

Statistiche	Euromts highest-rated macro weight gov all-maturity	Euromts highest rated gov all-maturity
Performance di periodo	37,31%	37,20%
Performance annualizzata	6,4%	6,3%
Volatilità annualizzata	4,01%	3,89%

Fonte: Consultique

Tabella 6

*investment grade*). Come si può vedere dalla tabella 3, a farne parte (dei componenti) sono solo i paesi “periferici” dell’area Euro: mediamente il portafoglio è esposto per quasi la metà a titoli di Stato italiani e poi, a seguire, a Bonos spagnoli e titoli governativi belgi.

Le statistiche (vedi tabella 4) parlano di una maggiore volatilità di questi portafogli, più elevata anche di un portafoglio diversificato di *corporate bond*. L’indice EuroMTS Lowest-Rated Investment Grade Government All-Maturity è rivisto con frequenza mensile, ed è composto da titoli emessi dai governi degli Stati membri dell’area Euro con rating inferiore alla tripla A. L’indice iBoxx EUR Sovereigns Eurozone Yield Plus, invece, è di tipo *total return* ed è composto da titoli obbligazionari denominati in euro emessi dai cinque paesi *investment grade* con i rendimenti più elevati (vedi tabella 5) selezionati tra i governi degli Stati membri della Eurozona (il processo di calcolo è affidato a un modello quantitativo).

Il massiccio *flight to quality* osservato su tutto il mercato obbligazionario europeo nel corso degli ultimi due anni ha permesso ad alcuni *index provider* di elaborare benchmark che rispecchiassero fedelmente la performance di quei titoli considerati “sicuri” dal mercato. Gli investitori hanno approfittato, quindi, dei vari *downgrade* occorsi a paesi come Italia, Spagna, e via dicendo, per affidare al loro por-

tafoglio una parte rilevante dei sottostanti che avessero come merito di credito la tripla A.

In particolare, l’indice EuroMTS Highest Rated Government All Maturities è composto da titoli di debito denominati in euro e negoziati sulla piattaforma MTS, emessi da governi membri dell’Unione Monetaria Europea ai quali è assegnato un livello di credito minimo pari alla tripla A da almeno due delle tre principali agenzie di rating (Moody’s, Standard&Poor’s e Fitch). Differente, invece, è il “parente” indice EuroMTS Highest Rated Macroweight Government All Maturities, che adotta un approccio di ponderazione condizionata allo stato di salute macroeconomico del paese oggetto di valutazione: quindi, si attribuirà un peso maggiore allo stock obbligazionario di paesi con meno debito pubblico (in rapporto al Pil), con un più alto rapporto tra il saldo delle partite correnti e il Pil, con i più bassi tassi d’interesse di lungo termine e la più elevata crescita trimestrale del Pil. Rispetto alla categoria “low rating”, questi panieri presentano un rischio di volatilità nettamente più ridotto e, nel periodo considerato (dal 01/01/2008 al 20/02/2013), anche una migliore performance. Inoltre, considerata la differente modalità di calcolo di questi due indici “highest rated”, in questi cinque anni analizzati non troviamo poi delle differenze così significative in termini di rendimento e di volatilità (vedi tabella 6).

## L’esposizione geografica degli indici high rating

Paesi	Euromts highest-rated gov all-maturity	Euromts highest rated macroweight gov all-maturity	Media
Francia	42,6%	32,4%	37,5%
Germania	35,5%	47,8%	41,7%
Olanda	11,4%	10,9%	11,2%
Austria	7,8%	5,3%	6,6%
Finlandia	2,7%	3,6%	3,2%

Fonte: Consultique

Tabella 5