

Il picking dei migliori Etf per affrontare l'aumento dei tassi d'interesse

Su Borsa Italiana sono presenti 25 Etf di 6 diversi emittenti che permettono l'investimento sull'asset class obbligazionaria a breve termine, con una duration compresa tra 0,9 e 3 anni

a cura dell'Ufficio Studi e Ricerche Consultive

Il *market mover* dell'anno appena trascorso è stato senza dubbio l'avvio, nel mese di dicembre, del *tapering* da parte della Fed, ovvero la riduzione dell'imponente programma di stimoli quantitativi all'economia messo in atto, a partire dal mese di settembre 2012, tramite l'acquisto di titoli di Stato e bond legati al mercato immobiliare per 85 miliardi di dollari al mese. In generale, dopo cinque lunghi

anni caratterizzati da misure di stimolo "non convenzionali" all'economia messe in pratica dalle Banche Centrali di tutto il mondo, il leitmotiv del 2014 potrebbe essere quello di una normalizzazione delle loro politiche monetarie, a causa dell'uscita dalla crisi e del miglioramento degli indicatori economici.

Dopo la crisi del 2008, le politiche monetarie delle Banche Centrali – Fed *in primis* – per cercare di far ripartire le economie sono state di tipo ultra-espansivo, con tassi d'interesse ai minimi storici e misure non convenzionali di stimolo, come il Quantitative Easing della Fed e della Bank of Japan, e i diversi Ltro (Long Term Refinancing Operations) messi in atto dalla Bce. Complessivamente, per avere un'idea dell'ordine di grandezza sulla dimensione degli stimoli, le politiche di Quantitative Easing della Fed hanno immesso nell'economia circa 3 trilioni di dollari, portando il livello degli asset del bilancio Fed al record storico di 3,6 trilioni. Prima della recessione, il livello



degli asset ammontava a circa 800 miliardi di dollari.

Nel mese di maggio 2013, quando l'allora chairman della Fed in carica, Ben Bernanke, annunciò l'avvio del *tapering*, si registrarono tensioni soprattutto nei mercati emergenti (sia azionari sia obbligazionari), penalizzati dal ritiro dell'abbondante liquidità accumulatasi negli anni precedenti. Il tasso decennale americano registrò un repentino trend rialzista, passando da valori pari all'1,70% nel mese di maggio 2013 al 3% del mese di settembre 2013 (vedi grafico 1).

Con la pubblicazione di dati positivi sulla ripresa economica e proiezioni altrettanto favorevoli per il 2014, la Fed ha avviato il *tapering* nel mese di dicembre, riducendo la quantità di acquisti mensili di bond: 10 miliardi di dollari in meno a gennaio, e altrettanti nel mese di febbraio. Le recenti proiezioni pubblicate della Fed prevedono prospettive di crescita per l'economia americana comprese tra il 2,8% e il 3,2% nel 2014, e tra il 3,0% e il 3,4% nel 2015, con un tasso d'inflazione, rispettivamente, pari all'1,5% e all'1,7%.

Per quanto riguarda l'area Euro, la ripresa dell'economia, avvenuta in tempi più recenti rispetto agli Usa, e i rischi di deflazione, causati dall'importante diminuzione del tasso d'inflazione – ora pari allo 0,8%, e assestatosi su livelli inferiori rispetto al target del 2% della Banca centrale europea – condizionano la

posizione della Bce. Di conseguenza, nonostante l'avvio di una ripresa anche nell'Eurozona, è probabile che una strategia di normalizzazione nell'ambito della politica monetaria non avvenga nel breve termine. L'ultimo bollettino della Bce sottolinea, comunque, che non ci sono rischi di deflazione per l'area Euro e che ci si attende un movimento al rialzo graduale verso

livelli d'inflazione prossimi al 2%, allontanando in questo modo la prospettiva di ulteriori stimoli monetari.

Rispetto al cambio di politica della Fed, il Giappone agirà in controtendenza. La Bank of Japan ha deciso, infatti, di proseguire nella sua politica di acquisto di bond a lunga scadenza, nota come "Quantitative and Qualitative Easing" (Qqe). Diversamente dalle altre economie mondiali, l'economia nipponica soffre, infatti, di una situazione di deflazione cronica da circa 15 anni. Per cercare di stimolare l'aumento dei prezzi, la Boj ha deciso di continuare con gli acquisti di asset che consentano di aumentare annualmente la base monetaria di circa 600 miliardi di dollari. Il nuovo corso di politica monetaria, inaugurato nell'aprile scorso dal nuovo primo ministro Abe e dal governatore Kuroda – nettamente più aggressivo rispetto a quello precedente – prevede, infatti, il raggiungimento di un tasso d'inflazione (Cpi) pari al 2%, in un orizzonte temporale di circa due anni. Alcune dichiarazioni dello stesso governatore hanno chiarito che il *frame* temporale dei due anni non sarà così stringente, poiché l'obiettivo primario resta quello di raggiungere un tasso d'inflazione stabilmente ancorato attorno al 2%, con un *timing* flessibile. Tra l'altro, le previsioni degli analisti considerano un possibile rallentamento dell'economia, anche per effetto della tassa sui consumi, che dovrebbe entrare in vigore nel mese di aprile; gli ultimi dati tendono a confermarlo, poiché il Pil nip-

Stime sui tassi d'interesse a breve e lungo termine

Rate	Market Yield	Q1 14	Q2 14	Q3 14	Q4 14	Q1 15	Q2 15
United States							
US 30-Year	3.68	3.83	4.02	4.13	4.25	4.33	4.42
US 10-Year	2.73	2.91	3.10	3.24	3.39	3.50	3.61
US 2-Year	0.34	0.37	0.48	0.61	0.76	0.89	1.04
Germany							
Germany 10-Year	1.64	1.93	2.02	2.15	2.28	2.36	2.52
Germany 2-Year	0.18	0.21	0.23	0.30	0.38	0.45	0.68
United Kingdom							
UK 10-Year	2.76	2.94	3.07	3.23	3.35	3.58	3.59
UK 2-Year	0.62	0.59	0.75	0.90	1.07	0.99	1.09
Japan							
Japan 10-Year	0.62	0.68	0.71	0.77	0.84	0.86	0.93
Japan 2-Year	0.07	0.10	0.10	0.11	0.12	0.12	0.14
Canada							
Canada 30-Year	3.02	3.23	3.40	3.57	3.71	3.77	3.84
Canada 10-Year	2.51	2.70	2.89	3.04	3.23	3.34	3.47
Italy							
Italy 10-Year	3.41	3.83	3.96	4.04	4.18	3.97	4.03
Italy 2-Year	0.88	0.99	1.25	1.45	1.65	1.55	1.37

Fonte: Bloomberg

tabella 1

ponico nel 4Q 2013 è aumentato dell'1% rispetto al trimestre precedente, contro stime di *consensus* più elevate, pari al 2,8%.

Nel complesso, l'avvio del *tapering* da parte della Fed e un atteso cambio di rotta da parte delle principali Banche centrali aumenta la richiesta da parte degli investitori di strumenti atti a contrastare al meglio l'aumento del rischio di rialzo dei tassi

sul comparto obbligazionario. Morgan Stanley prevede, nel 2014, un ulteriore innalzamento dei rendimenti dei titoli di Stato dei paesi sviluppati e una maggiore volatilità dei tassi. Tale scenario di mercato rende più attraente per i risparmiatori l'acquisto di bond con *duration* breve, che risentono meno dell'aumento dei tassi d'interesse. L'attenzione degli investitori si sposta, dunque, verso la parte più corta della curva dei tassi, soprattutto in riferimento agli Usa, dove i movimenti dovrebbero essere più significativi sotto l'effetto del graduale svolgimento del *tapering*; anche in Europa, il ritorno alla crescita economica dovrebbe favorire un aumento dei rendimenti. Nella tabella 1 sono riportate le previsioni nel medio periodo sui tassi d'interesse a breve e a lungo termine fornite dal *provider* Bloomberg.

Su Borsa Italiana, allo stato attuale, sono presenti 25 Etf che permettono l'investimento sull'asset class obbligazionaria a breve termine (la *duration* è compresa tra 0,9 e 3 anni) di 6 diversi emittenti: db X-trackers (7 Etf), iShares (6 Etf), Lyxor (4 Etf), Amundi (3 Etf), SPDR (3 Etf), UBS (2 Etf). La maggior parte di essi sono orientati sul settore europeo, anche se non viene preclusa la possibilità di esporsi alle obbligazioni governative e societarie americane, tuttavia, non sono presenti Etf obbligazionari ad alto rendimento (High Yield) a breve scadenza. Riguardo agli Etf che consentono un'esposizione al settore obbligazionario europeo, vi è una maggiore preva-

lenza di prodotti che investono sulla componente governativa rispetto a quella societaria, infatti, gli strumenti finanziari che accedono al solo comparto *corporate* sono solamente tre. Al contrario, gli Etf esposti alla componente governativa sono ben 17, di cui 12 concentrati sulle obbligazioni europee, 3 su quelle tedesche e, infine, 2 su quelle italiane. Per quanto riguarda il mercato obbligazionario americano, se un investitore volesse investire sul settore *corporate* ha a disposizione lo Spdr Barclays 0-3 Year Us Corporate Bond Ucits Etf, il cui obiettivo è riflettere il rendimento delle obbligazioni societarie americane a tasso fisso di tipo *investment grade*. Per il comparto governativo, invece, c'è la possibilità di scegliere tra una gamma di prodotti più ampia. Riguardo alla modalità di replica del sottostante, tra gli Etf presenti sul listino italiano c'è una equiripartizione tra quelli a replica sintetica e quelli a replica fisica del benchmark. I primi utilizzano titoli e contratti derivati (*swap*) per replicare il sottostante, i secondi, invece, possono scegliere tra una replica ottimizzata (a campione)

oppure completa, che prevede l'acquisizione di tutti i titoli che compongono l'indice di riferimento, con gli stessi pesi determinati dall'*index provider*. Per quanto riguarda la distribuzione dei proventi, 14 Etf lo prevedono periodicamente, mentre i restanti 11 optano per la capitalizzazione delle cedole maturate. Gli Etf che si riportano nella tabella 2 permettono all'investitore di assumere una posizione lunga sul sottostante, ad eccezione dell'Amundi Etf ShortGovt BondEuroMts Investment Grade 1-3y Ucits Etf, che consente di assumere una posizione opposta all'andamento del benchmark di riferimento. I costi totali (Ter) sono raccolti in un range abbastanza ristretto, che oscilla tra lo 0,14% e lo 0,22% annuo. Concludendo, un investitore che volesse investire sull'obbligazionario area Euro può trovare sul listino italiano una vasta gamma di Etf che permettono di scegliere tra una modalità di replica del benchmark fisica o sintetica, e tra una politica di distribuzione o accumulazione dei proventi, a seconda delle proprie preferenze, e con costi che si mantengono sempre molto contenuti.

ETFplus: gli Etf obbligazionari a *duration* breve

Isin	Etf	Proventi	Mod. di replica	Ter
FR0010754135	Amundi Etf Govt Bond Euromts Broad Investment Grade 1-3 Ucits Etf (C)	Accumul.ne	Sintetica	0,14%
FR0011161215	Amundi Etf Govt Bond Highest Rated Euromts Investment Grade 1-3 Ucits Etf	Accumul.ne	Sintetica	0,14%
FR0010821876	Amundi Etf Short Govt Bond Euromts Broad Investment Grade 1-3 Daily Ucits Etf	Accumul.ne	Sintetica	0,14%
LU0484969463	db X-Trackers II iBoxx € Sovereigns Eurozone Aaa Ucits Etf	Accumul.ne	Sintetica	0,15%
LU0468897110	db X-Trackers II iBoxxGermany 1-3 Ucits Etf	Distrib.ne	Sintetica	0,15%
LU0548059699	db X-Trackers II iBoxx Germany Covered 1-3 Ucits Etf	Accumul.ne	Sintetica	0,15%
LU0290356871	db X-Trackers II iBoxx Sovereigns Eurozone 1-3 Ucits Etf	Accumul.ne	Sintetica	0,15%
LU0614173549	db X-Trackers II iBoxx Sovereigns Eurozone 1-3 Ucits Etf-1D	Distrib.ne	Sintetica	0,15%
LU0613540938	db X-Trackers II iBoxx Sovereigns Eurozone Aaa 1-3 Ucits Etf	Accumul.ne	Sintetica	0,15%
LU0877808211	db X-Trackers II Mts Italy Aggregate 1-3 Years - Ex-Bank Of Italy Ucits Etf	Accumul.ne	Sintetica	0,15%
IE00B4L60045	iShares Euro Corporate Bond 1-5Yr Ucits Etf	Distrib.ne	Fisica a Campione	0,20%
IE00B3VTMJ91	iShares Euro Government Bond 1-3 Ucits Etf	Accumul.ne	Fisica a Campione	0,23%
IE00B14X4Q57	iShares Euro Government Bond 1-3Yr Ucits Etf	Distrib.ne	Fisica a Campione	0,20%
IE00BCRY6557	iShares Euro Ultrashort Bond Ucits Etf	Distrib.ne	Fisica a Campione	0,20%
IE00B3VWN179	iShares Usd Government Bond 1-3 Ucits Etf	Accumul.ne	Fisica a campione	0,23%
IE00B14X4S71	iShares Usd Treasury Bond 1-3 Ucits Etf	Distrib.ne	Fisica a Campione	0,20%
FR0010222224	Lyxor Etf EuroMts 1-3Y Investment Grade - Eur	Accumul.ne	Fisica Completa	0,17%
FR0011146315	Lyxor Etf EuroMts Highest Rated Macro-Weighted Govt Bond 1-3Y	Accumul.ne	Fisica a Campione	0,17%
FR0010960955	Lyxor Etf iBoxx \$ Treasuries 1-3Y	Accumul.ne	Sintetica	0,17%
FR0011313741	Lyxor Etf Mts Btp 1-3Y Italy Government Bond	Accumul.ne	Sintetica	0,17%
IE00BC7GZW19	Spdr Barclays 0-3 Year Euro Corporate Bond Ucits Etf	Distrib.ne	Fisica a Campione	0,20%
IE00BC7GZX26	Spdr Barclays 0-3 Year Us Corporate Bond Ucits Etf	Distrib.ne	Fisica a Campione	0,20%
IE00B6YX5F63	Spdr Barclays 1 - 3 Year Euro Government Bond Ucits Etf	Distrib.ne	Fisica a Campione	0,15%
LU0721552544	Ubs-Etf Barclays Capital Us 1-3 Year Treasury Bond	Distrib.ne	Fisica Completa	0,22%
LU0721553351	Ubs-Etf Markit iBoxx Germany 1-3	Distrib.ne	Fisica Completa	0,17%

Fonte: Consultique

Tabella 2