

**OBBLIGAZIONARI GOVERNATIVI
L'AREA EURO A BREVE TERMINE**



Non solo tranquillità

di Rocki Gialanella

I rendimenti dei titoli di stato sono scesi ai minimi storici, specie per Bot e Ctz. Questa categoria di fondi, che negli ultimi mesi è stata spesso capace di buone performance, si trova quindi in difficoltà a offrire remunerazioni accettabili, anche perché spesso le commissioni di gestione non sono lievi. L'obiettivo di difendere il risparmiatore almeno dall'inflazione non è per nulla scontato e per il futuro ci sono pesanti nubi all'orizzonte

I fondi obbligazionari governativi a breve termine si presentano ai potenziali sottoscrittori come strumenti in grado di offrire un'elevata sicurezza in termini di affidabilità creditizia delle emissioni ospitate in

portafoglio. Il tipo di investimenti effettuati rendono questi strumenti adatti a investitori che puntano, con un orizzonte temporale di breve e medio termine, a una remunerazione moderata del capitale investito che

Le performance dei fondi obbligazionari euro governativi breve termine*

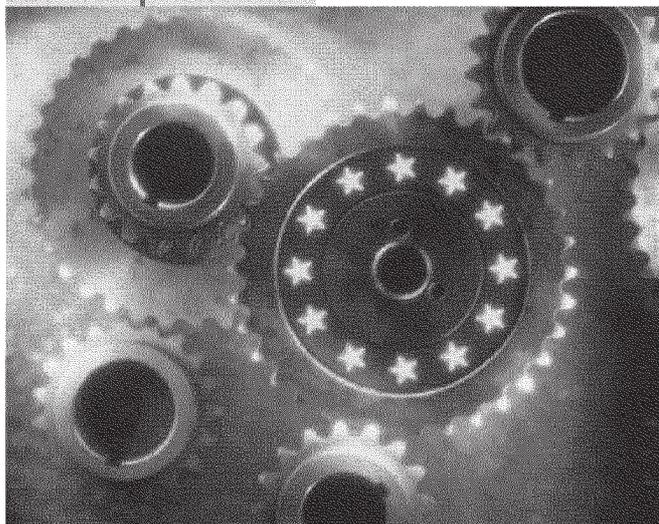
Fondo	Società	Valuta	% Ytd	% a 1 anno	% a 3 anni	% a 5 anni	Commissione annua di gestione
Bgf Euro Short Duration Bond D2 Cap.	Blackrock Global Funds Sicav	Eur	7,50	11,55	16,01	18,64	0,75%
Q7 High Quality Bond I	New Millennium Sicav	Eur	8,18	10,28			0,50%
Eur Short-Mid Term Bonds I	Pictet Funds (Lux)	Eur	4,31	8,49	14,22		0,15%
Pioneer S.F. - Euro Curve 1-3 Year H Acc.	Pioneer Asset Management Sa	Eur	3,17	8,39			0,45%
Euro Short Term Bond C Acc.	Schroder International Selection Fund Sicav	Eur	3,50	8,27	12,94	17,21	1,00%
Easyfund Bond Eur Short Term Z	Eurizon Capital Sa	Eur	3,55	8,08			0,14%
Rossini Lux - Obbligazionario Euro Breve Termine I	Banca Delle Marche Gestione Internazionale Lux Sa	Eur	3,39	7,90			
Short Maturity Euro Bond I	Morgan Stanley Investment Funds Sicav	Eur	4,78	7,06	11,93	15,60	0,45%
Arca Mm - Monetario	Arca Sgr Spa	Eur	3,70	6,56	11,32	13,71	0,80%
Leonardo Monetario	Leonardo Sgr Spa	Eur	4,07	6,39	12,75	16,19	0,20%
Euro Income L - A	Mediolanum International Funds - Challenge Funds Ltd	Eur	2,35	6,34	11,14	13,47	1,05%
Euro Bond Short Term R	Fideuram Gestions Sa (Fonditalia)	Eur	2,29	6,17	9,94	12,24	1,00%
Bright Oak Fix Short Term A	Bright Oak Plc	Eur	2,74	6,12	11,45		0,80%
Optima Reddito B. T.	Optima Spa Sgr	Eur	3,33	6,11	10,52	12,53	0,80%
European Short-Term Bonds Ie	World Express Funds I Sicav	Eur	2,53	6,05			0,55%
Short Term Euro I	Novara Aquilone Sicav	Eur	4,03	6,03			0,27%
Ubi Pramerica Euro B.T.	Ubi Pramerica Sgr Spa	Eur	3,04	6,02	11,42	13,69	0,80%
Short Term European Bond I1	Aviva Investors Sicav	Eur	2,35	5,93	11,19	14,26	0,35%
Dws Invest Euro Bonds (Short) Fc	Dws Invest Sicav	Eur	4,91	5,86	12,45	16,27	0,45%
Bnl Obbligazioni Euro Bt	Bnp Paribas Asset Management Sgr Spa	Eur	2,87	5,82	10,61	12,94	0,75%
Caam Breve Termine	Credit Agricole Asset Management Sgr	Eur	2,62	5,72	11,24	13,94	0,72%
Eurizon Focus Obbligazioni Euro Breve Termine	Eurizon Capital Sgr Spa	Eur	2,50	5,62	10,60	13,25	0,80%
Zenit Monetario I	Zenit Sgr Spa	Eur	0,37	5,43			0,20%
Mediolanum Risparmio Corrente	Mediolanum Gestione Fondi Sgrpa	Eur	2,79	5,39	9,72	12,14	0,90%
Unibanca Monetario	Eurizon Capital Sgr Spa	Eur	2,21	5,32	10,42	13,15	0,70%
Teodorico Monetario	Eurizon Capital Sgr Spa	Eur	2,59	5,30	10,74	13,68	0,60%
Bim Obbligazionario A Breve Termine	Symphonia Sgr	Eur	2,21	5,01	10,32	13,02	0,60%
Allianz Monetario	Allianz Global Investors Italia Sgr Spa	Eur	2,58	4,92	9,73	11,90	1,00%
Valori Responsabili Monetario	Etica Sgr Spa	Eur	1,45	4,91	10,43	12,89	0,60%
Euromobiliare Prudente	Euromobiliare Asset Management Sgr Spa	Eur	2,20	4,88	9,11	11,28	0,10%
Vegagest Obbligazionario Euro Breve Termine A	Vegagest Sgr Spa	Eur	3,74	4,87	9,55	12,62	0,65%
Nordfondo Obbligazioni Euro Breve Termine	Sella Gestioni Sgr Spa	Eur	2,36	4,85	10,09	12,51	0,60%
Abn Amro Master Monetario	Abn Amro Asset Management Italy Sgr Spa	Eur	2,07	4,80	9,78	12,20	0,80%
Ducato Fix Euro Bt Y	Prima Sgr Spa	Eur	4,83	4,78			0,35%
Bp Monetario	Bancoposta Fondi Spa Sgr	Eur	2,14	4,76	10,69	13,32	0,70%
Dws Euro-Bonds (Long)	Dws Investment Sa	Eur	3,39	4,68	7,16	14,33	
Bpvi Breve Termine	B.P.Vi Fondi Sgr Spa	Eur	2,89	4,58	9,92	12,71	0,75%
Passadore Monetario	Eurizon Capital Sgr Spa	Eur	2,39	4,56	9,95	12,69	0,70%
Euro Short Term I	Dexia Bonds	Eur	5,20	4,53	10,68		0,20%
Eur Select Defensive B	Ubs (Lux) Bond Sicav	Eur	2,78	4,52	9,68		1,00%
Ducato Fix Euro Bt A	Prima Sgr Spa	Eur	4,61	4,44	9,02	11,41	(Ter) 0,84%
Optima Riserva Euro	Optima Spa Sgr	Eur	2,15	4,34			0,40%
Fondo Alto Monetario	Fondi Alleanza Sgr Spa	Eur	2,23	4,30	8,31	10,74	(Ter) 0,928%
Sopramo Pronti Termine	Sopramo Sgr Spa	Eur	3,18	4,16			
Bipiemme Monetario	Bipiemme Gestioni Sgr Spa	Eur	2,91	4,15	9,52	12,52	0,70%
Cr Cento Monetario Plus	Vegagest Sgr Spa	Eur	3,34	4,13	8,77	11,45	0,75%
Gestielte Bt Euro B	Aletti Gestielte Sgr Spa	Eur	2,47	4,09			0,20%
Fondersel Reddito	Ersel Asset Management Sgr Spa	Eur	3,13	4,06	8,77	11,40	0,80%
Pioneer Monetario Euro A	Pioneer Investment Management Sgrpa	Eur	2,43	4,05	8,95	11,10	0,85%
Eis Insurance Unit Euro Short Term I1	Eurizon Investment Sicav	Eur	2,27	3,97	11,81		0,50%

*Primi 50 fondi ordinati secondo le performance decrescenti a un anno

sia capace di offrire una difesa dai morsi dell'inflazione.

LE PRINCIPALI CARATTERISTICHE

Secondo la classificazione adottata da Assogestioni, i fondi obbligazionari area euro breve termine fanno parte di una categoria specializzata (solitamente caratterizzata da un investimento principale pari almeno al 70% del portafoglio e da un investimento



residuale pari al massimo al 30% del portafoglio), ma provvisti dell'eccezione dedicata alle categorie governative, per le quali la soglia minima dell'investimento principale è elevata all'80% e la soglia massima di quello residuale è ridotta al 20%.

I fondi appartenenti a categorie governative si caratterizzano per un investimento principale in strumenti finanziari emessi da emittenti sovrani o istituzioni sovranazionali promosse da enti sovrani. L'investimento residuale (20%) deve essere in titoli investment grade in valute europee.

Le caratteristiche di base della categoria possono essere riassunte nei seguenti tre punti:

a) La valuta di denominazione: i fon-

Parla Federico Mosca, responsabile degli investimenti in obbligazioni governative di Arca

«Confrontateci con il conto corrente»

A quali potenziali rendimenti può ambire un sottoscrittore che decida di sottoscrivere quote di un fondo obbligazionario area euro breve termine? Crede che questo strumento possa garantire ritorni in grado di tutelare il capitale da eventuali accelerazioni dell'inflazione?

«Un fondo obbligazionario area euro breve termine (liquidità) deve essere considerato come uno strumento alternativo al deposito in conto corrente e, come tale, il rendimento che offre deve essere confrontato con la remunerazione della liquidità offerta dalla banca. Il portafoglio generalmente è investito in titoli con scadenza inferiore a un anno e in titoli indicizzati a più lunga scadenza, ma che comunque adeguano la cedola al variare dei rendimenti dei Bot. Di conseguenza, di fronte a un'improvvisa accelerazione dell'inflazione, la protezione del capitale scaturirà, almeno parzialmente, dall'adeguamento

delle cedole ai nuovi rendimenti di mercato, che a loro volta reagiscono a eventuali incrementi dell'inflazione».

Quali mosse vi aspettate dalla Bce per i prossimi trimestri? Pensate che la crescita sarà tale da indurre Trichet a optare per un rialzo dei tassi di interesse?

«Pensiamo che la politica monetaria della Bce rimarrà invariata almeno fino al primo semestre dell'anno prossimo. Il Consiglio rimane scettico sulla sostenibilità della crescita economica e lo stesso Trichet ha più volte manifestato preoccupazioni sulla tenuta del mercato del lavoro e delle eventuali ripercussioni sull'andamento dei consumi. Inoltre, la dinamica dei prezzi rimarrà contenuta e anche per il prossimo anno le stime sull'inflazione da parte degli economisti restano ben al di sotto del target della Banca centrale».

di appartenenti alle categorie euro si caratterizzano per un investimento principale in strumenti finanziari denominati nella valuta unica europea. E' previsto in via residuale l'investimento in titoli denominati in valute del continente europeo.

b) La tipologia dell'emittente: i fondi appartenenti a categorie governative si caratterizzano per un investimento principale in strumenti finanziari emessi da emittenti sovra-

ni o istituzioni sovranazionali promosse da enti sovrani. La quota di investimento residuale (20%) è costituita da titoli investment grade in valute europee.

c) La duration: la duration complessiva del portafoglio dei fondi appartenenti a categorie a breve termine non deve superare i due anni. Con riferimento al calcolo della duration dei titoli a cedola variabile (floater), è stato deciso di attribuire loro una duration convenzionale pari alla vi-

Qual è l'asset allocation geografica del vostro fondo? E' possibile ipotizzare un ritorno della volatilità sui mercati obbligazionari dei cosiddetti Pigs (Portogallo, Italia, Grecia e Spagna)?

«Il portafoglio del fondo è investito prevalentemente in titoli governativi italiani (Bot e Cct) e in minima parte in titoli greci a tasso fisso a breve termine. Pensiamo che la volatilità del mercato obbligazionario dei paesi periferici dipenderà in parte dai quantitativi di titoli che verranno emessi sul mercato primario nei prossimi mesi e in parte dall'andamento dei tassi di interesse. Ulteriori pressioni potrebbero derivare dalle prese di profitto da parte degli investitori nell'ultima parte dell'anno, visto il marcato restringimento dei differenziali di rendimento con i titoli tedeschi».

La concorrenza degli Etf specializzati in titoli di debito a breve e brevissimo termine si sta facendo sempre più agguerrita. Per quali motivi un sottoscrittore dovrebbe preferire l'investimento in un fondo obbligazionario a breve termine area euro rispetto a un Etf?

«Se parliamo di fondi che investono in titoli a brevissima scadenza (fondi di liquidità), i nostri fondi



FEDERICO MOSCA, RESPONSABILE DEGLI INVESTIMENTI IN OBBLIGAZIONI GOVERNATIVE DI ARCA

hanno un costo molto contenuto (0,40% su base annua) e allineato con quello degli Etf, soprattutto tenuto conto del fatto che i nostri fondi sono gestiti attivamente. Se parliamo, invece, di fondi che investono in titoli a breve scadenza (fondi obbligazionari a breve termine) il costo dei nostri fondi eccede quello degli Etf, ma i vantaggi che noi offriamo sono plurimi. La gestione attiva può fare molta differenza soprattutto in anni come questo, caratterizzati da elevata volatilità. Inoltre, noi offriamo la possibilità di guadagnare esposizione tramite un portafoglio ben diversificato ai titoli obbligazionari corporate investment grade che abbiamo nel benchmark e che offrono interessanti prospettive di extrarendimento rispetto ai fondi che investono solo in titoli governativi».

ta della cedola (per un Cct, ad esempio, duration convenzionale di sei mesi). Questa decisione riflette due punti problematici. Il primo è che una formula corretta di duration per un floater, oltre a essere tuttora oggetto di analisi teorica, è troppo complessa per essere calcolata ai fini del rispetto dei principi di classificazione. Il secondo è che, nonostante i floater possano avere vita residua anche molto lunga, non si ritiene di escluderli dai fondi di li-

quidità, per i quali il vincolo di duration massima è pari a sei mesi, in quanto il mercato finanziario domestico non offre strumenti monetari diversificati e i Cct restano uno strumento imprescindibile anche con vita residua elevata.

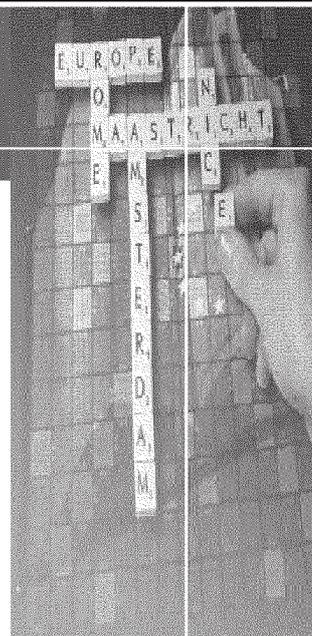
L'EVOLUZIONE DELLA CURVA DEI TASSI

La recente riduzione dei rendimenti che ha interessato sia la parte a breve sia quella a lungo termine della curva dei tassi di interesse, ha contribuito alla

creazione di un humus favorevole alla crescita del valore delle quote di questi fondi. Basta osservare i risultati ottenuti da inizio anno (Ytd) e sui 12 mesi dai fondi inseriti nella tabella a pagina 69 (include i primi 50 ordinati secondo le performance realizzate a un anno), per rendersi conto che la spinta fornita dalla riduzione dei rendimenti e dal conseguente balzo in avanti delle quotazioni è stata sensibile, in particolare per i primi 30 prodotti, capaci di realizzare progressi che vanno da un minimo del + 5% a un massimo dell'11%.

Per rendersi conto dell'intensità della virata al ribasso dei rendimenti nel mercato obbligazionario domestico, basti ricordare che l'ultima asta di Bot a sei mesi ha registrato un nuovo minimo storico del rendimento lordo, attestato allo 0,55%. I rendimenti netti dei Bot, in sostanza, sono scesi allo 0,08%.

Segnali negativi per gli investitori che prediligono i titoli governativi a breve scadenza sono pervenuti anche dall'asta dei Ctz: i Certificati di credito del tesoro zero coupon, con scaden-



OBBLIGAZIONARI GOVERNATIVI L'AREA EURO A BREVE TERMINE

A colloquio con Yuri Basile, gestore del fondo Gestielle Bt euro

Una difesa contro l'inflazione

Quali sono le aspettative per questa categoria di fondi?

«Considerando che i rendimenti dei governativi sono sui minimi e i differenziali di rendimento tra i paesi core e i periferici si sono ridotti, la redditività di un fondo a breve termine è limitata all'1-1,5% su un orizzonte temporale di un anno».

Crede che questo strumento possa garantire ritorni in grado di tutelare il capitale da eventuali accelerazioni dell'inflazione?

«Un fondo a breve termine gestito in modo attivo permette, grazie all'utilizzo di strumenti a cedole variabili e prodotti legati all'inflazione, di recuperare le perdite in conto capitale legate al rialzo dei rendimenti e garantire una redditività in linea con i tassi di mercato monetario correnti, quindi teoricamente superiori agli attuali in caso di una ripresa dell'inflazione».

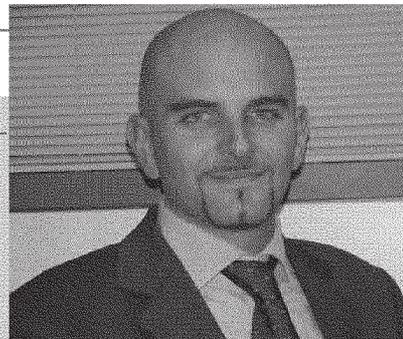
Tuttavia al momento la nostra idea non è che l'inflazione costituisca una minaccia, anzi un'accelerazione allontanerebbe il rischio deflazione e riporterebbe la crescita dei prezzi vicino al target della Banca centrale».

Che cosa vi aspettate dalla Bce per i prossimi trimestri?

«Noi crediamo che l'intervento dei governi e delle banche centrali abbia permesso di evitare il rischio di un disfacimento del sistema finanziario e di un tracollo dell'economia, ma globalmente i paesi sviluppati non potranno velocemente tornare a crescere al loro livello potenziale, sia perché devono ancora sanare gli squilibri che hanno portato alla crisi (eccessivo indebitamento) sia perché, a fronte dei pesanti deficit di bilancio, al primo accenno di ripresa dovranno essere sviluppate politiche fiscali restrittive che ridurranno la forza della crescita stessa. In questo contesto il compito delle banche centrali, Bce inclusa, deve essere di fare in modo di evitare una spirale deflazionistica e accompagnare gli accenni di ripresa, cioè rinviando piuttosto che anticipando l'uscita dalla politica monetaria accomodante».

Qual è l'asset allocation geografica del vostro fondo?

«In realtà la volatilità sui mercati obbligazionari nei paesi periferici non è mai scomparsa: solo che, dopo un periodo in cui si esprimeva in un allargamento dei differenziali di rendimento rispetto alla Germania, negli ultimi mesi si è espressa in un restringimento. I nostri portafogli attualmente hanno una composizione maggiormente concentrata sui paesi core come Germania e Francia: la ragione è tattica, il restringimento è stato veloce e riconducibile a una generale riduzione della percezione del rischio piuttosto che a una visione positiva su tali paesi. Un ritorno dell'avversione al rischio sui mercati, legata alla

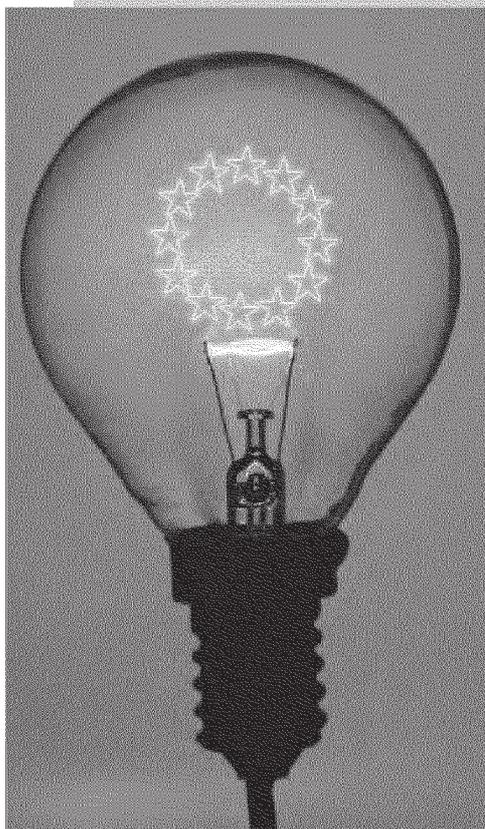


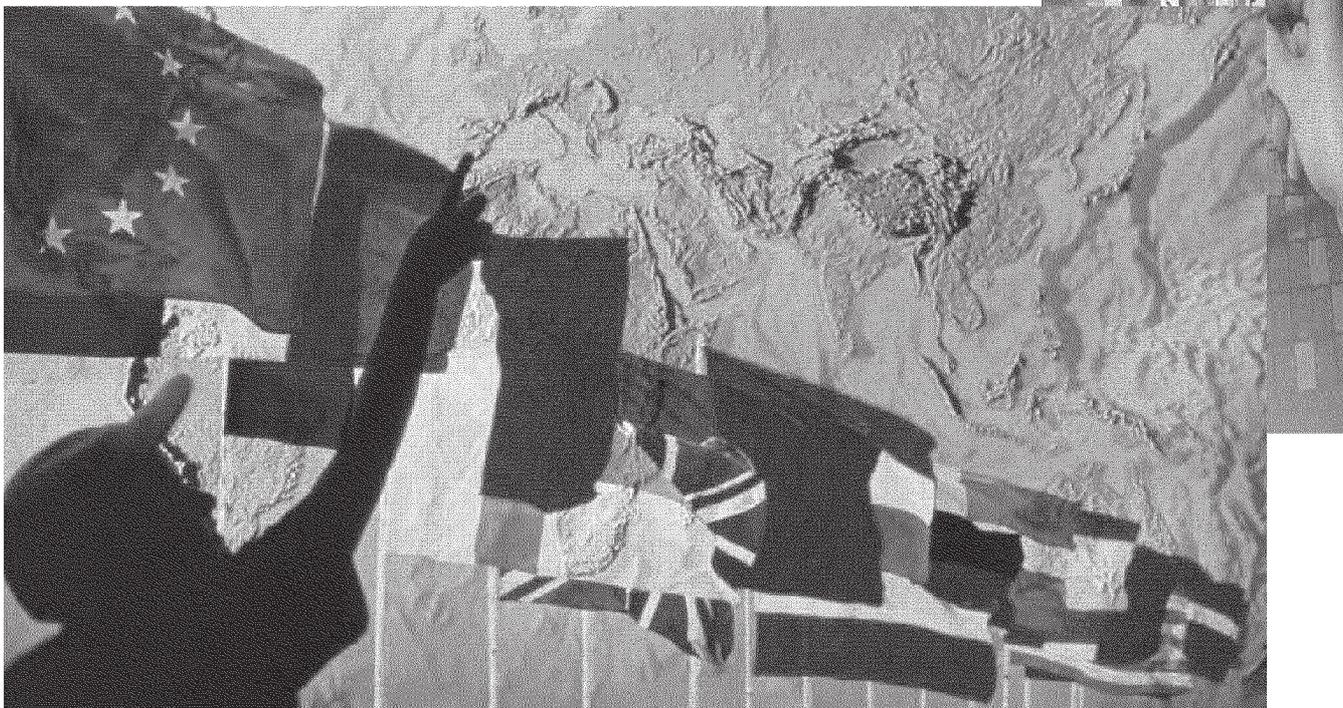
YURI BASILE, GESTORE DEL FONDO GESTIELLE BT EURO

delusione di chi si aspetta la normalizzazione della crescita e la definitiva affermazione della ripresa, potrebbe svantaggiare i Pigs, portandoli a sottoperformance i paesi core. La ragione non è strategica, in quanto il mercato aveva apprezzato in modo errato il rischio legato a questi paesi e tale errore è stato in parte corretto; nel medio periodo peserà più la differenza tra paesi che non avranno problemi a colmare i propri disavanzi con la collocazione del debito soprattutto a livello domestico e grazie a mercati del debito efficienti e paesi con disavanzi delle partite correnti eccessivamente elevati».

Come reggete alla concorrenza degli Etf?

«La motivazione è chiaramente nella differenza che c'è tra i due strumenti: l'Etf replica un indice, il fondo comune ha un benchmark che è semplicemente un riferimento per indicare il livello di rischio e la tipologia di strumenti finanziari in cui il fondo investe, ma l'obiettivo non è la replica come per l'Etf, bensì fornire un rendimento superiore al benchmark, superiore anche alle spese in certi casi superiori a quelle dell'Etf. Nel caso dei fondi specializzati in titoli a debito a breve termine, in un contesto di tassi ai minimi storici, un Etf avrà una redditività bassissima e in caso di rendimenti in salita addirittura negativa. Un fondo, invece, può diversificare il proprio investimento ricercando rendimenti superiori e in caso di risalita dei tassi puntare su strumenti (sempre coerenti con il rischio dichiarato in prospetto) a tasso variabile o legati all'inflazione. L'Etf e i fondi comuni non sono in competizione perché, essendo profondamente diversi, sono destinati a due tipologie diverse di investitori».





za al 30 giugno 2011, il cui rendimento netto è diminuito all'1,29%. A livello europeo la tendenza è stata la stessa, con una riduzione dei rendimenti che ha coinvolto sia i titoli emessi dai paesi provvisti del massimo rating (Francia e Germania su tutti), sia quelli emessi dai paesi che possono vantare livelli di affidabilità creditizia posizionati su gradini più bassi (Italia, Grecia, Irlanda, Spagna).

LE PERFORMANCE NEL LUNGO TERMINE

Il panorama delle performance offerte dalla categoria si fa meno interessante quando si sposta l'orizzonte temporale sui risultati ottenuti sui 36 mesi e sui 60 mesi. Se i rendimenti offerti sui tre anni riescono a centrare l'obiettivo perseguito dalla maggior parte dei sottoscrittori che optano per questi strumenti (moderata crescita del capitale investito che deve essere difeso dai morsi dell'inflazione), non si può affermare lo stesso per i rendi-

menti ottenuti nell'arco dei 60 mesi. Le performance a cinque anni riescono a malapena a tenere testa all'andamento dell'inflazione media accumulata in questo periodo nei paesi dell'area euro. Sui risultati realizzati da alcuni fondi nel medio e lungo termine ha influito negativamente il peso delle commissioni di gestione annue, che possono variare di molto da fondo a fondo, spaziando nel range 0,10-1%.

Tuttavia, le sensibili differenze tra i rendimenti dei singoli strumenti trovano spiegazione anche nelle scelte di investimento dei gestori. Non bisogna dimenticare che la maggior parte delle sgr propende per l'adozione di uno stile di gestione attivo orientato a creare un extra-rendimento rispetto al parametro di riferimento, pur mantenendo un costante controllo del profilo di rischio assunto. Negli ultimi mesi, il costante restringimento degli spread tra i titoli governativi a tasso fisso o indicizzati all'inflazione dei paesi dell'area

euro provvisti da un minore livello di affidabilità creditizia e quelli dei paesi più forti (Germania e Francia) ha favorito i portafogli concentrati sui primi, penalizzando quei gestori che hanno preferito destinare quote elevate del proprio patrimonio ai titoli a tasso variabile (Cct). Giunto ormai quasi al termine il processo di riduzione degli spread, i rendimenti futuri dipenderanno dalle conferme o dalle eventuali smentite del processo di stabilizzazione in corso nel mercato obbligazionario, dalle conseguenti scelte di politica monetaria della Bce e dalla capacità dei gestori di adeguare per tempo la composizione del portafoglio alle mutate condizioni del mercato. In caso di stabilizzazione dei mercati obbligazionari, le performance di medio termine (12 mesi) non dovrebbero superare l'1-1,5%. Nell'ipotesi di uno scenario segnato dal ritorno della volatilità, potrebbero materializzarsi nuovi rischi e opportunità per i gestori. ■