



# prepararsi alla risalita dei tassi con un approccio multisettore

Loomis Sayles Full Discretion e Multisector Team:  
Dan Fuss, Matthew Eagan, Elaine Stokes, Brian Kennedy

maggio  
2013

Man mano che la ripresa mondiale dalla crisi finanziaria del 2008 si consoliderà, con ogni probabilità le banche mondiali cominceranno a invertire le politiche monetarie ultra-accomodanti applicate fin qui, inaugurando un periodo di tassi d'interesse in salita. Si registrano però anche cambiamenti significativi negli equilibri economici mondiali. Aumenta il peso dei mercati emergenti, a spese delle economie sviluppate, che stanno già tentando di opporsi alle conseguenze dell'invecchiamento demografico e del crescente indebitamento. Considerando gli effetti combinati della crescita mondiale in espansione e dei nuovi scenari economici, riteniamo che la prossima "grande" tendenza di lungo periodo sarà rappresentata dal rialzo dei tassi. Forse molti investitori si stanno chiedendo: "Se i tassi d'interesse sono destinati a salire, farei meglio a vendere tutte le obbligazioni che possiedo?". Pensiamo che abbandonare le obbligazioni non sarebbe una mossa prudente per la maggior parte degli investitori. Le obbligazioni possono avere una funzione importante nel portafoglio degli investitori, in quanto offrono potenziale di rendimento e diversificazione. Pensiamo siano queste, invece, alcune delle domande che gli investitori dovrebbero porsi:

- Quali tipologie di obbligazioni o di strumenti analoghi potrebbero essere più vantaggiosi in questa transizione verso tassi più elevati?
- In che modo i gestori di portafogli possono diversificare le fonti di capitale e di rendimento, per contribuire a rafforzare il portafoglio di fronte all'ascesa dei tassi?

Nell'eventualità di un rialzo dei tassi d'interesse, a nostro avviso gli investitori dovrebbero privilegiare un approccio flessibile e orientato al valore, teso a costruire portafogli resilienti, con un potenziale di rendimento in qualsiasi scenario dei tassi. I fattori che determinano il rendimento dei singoli titoli obbligazionari possono essere distinti e vari. Se combinati opportunamente, questi driver del rendimento possono riuscire ad attenuare il rischio e la volatilità dell'intero portafoglio. A nostro parere, nel costruire un portafoglio è necessario considerare aspetti di vario ordine, quali i potenziali vantaggi in termini di rendimento, le caratteristiche specifiche di rischio e la diversificazione globale offerta dalle obbligazioni selezionate.

## CAMBIA L'ANDAMENTO TENDENZIALE

Fin dai primi anni Ottanta del secolo scorso, l'andamento tendenziale dei tassi d'interesse ha seguito una curva discendente, interrotta da brevi periodi ciclici di rialzo, in corrispondenza dei cicli economici e congiunturali, come mostrato nel grafico a destra. Riteniamo che, nell'arco di uno o due decenni, la tendenza evidenzierà probabilmente tassi in continuo rialzo, pur non seguendo una traiettoria costante, poiché i mercati non seguono un andamento così preciso. Benché, nelle circostanze attuali, il rialzo dei tassi non sembri imminente, stanno profilandosi condizioni secolari e cicliche verso uno spostamento a lungo termine in quella direzione. Pensiamo infatti che siano presenti alcuni catalizzatori tendenziali che spingono verso la risalita dei tassi:

- Alcuni paesi del mondo industrializzato continuano a emettere nuovo debito per rifinanziare un carico debitorio già straripante allo scopo di fare fronte alla spesa pubblica. Infatti, l'elevata spesa pubblica, fin dalla Grande Recessione, ha fatto crescere a dismisura il rapporto debito-PIL in numerose economie sviluppate, compresi Stati Uniti, Eurozona e Giappone. Se questa tendenza dovesse proseguire, i mercati potrebbero chiedere di aumentare i tassi di fronte alle crescenti preoccupazioni sul piano della sostenibilità del debito.
- Con l'invecchiamento della popolazione delle economie sviluppate, aumenterà notevolmente il costo dei programmi sociali, in particolare la spesa sanitaria e pensionistica. Per continuare a finanziare questi programmi, è probabile che gli stati si rivolgeranno ai mercati finanziari. Considerando i già alti livelli di esposizione di questi paesi, l'ulteriore indebitamento pubblico potrebbe indurre gli investitori a pretendere, in cambio, maggiori rendimenti.



- Al riprendere della crescita mondiale, aumenterà la competizione per le risorse naturali e finanziarie. I governi dei paesi sviluppati competeranno con i paesi emergenti in rapida crescita per accaparrarsi i capitali, con la possibilità di spingere ancora più in alto i tassi reali. A più lungo termine, anche l'inflazione potrebbe tendere a salire per effetto della domanda di risorse naturali, inducendo i possessori di obbligazioni a pretendere un rendimento maggiore per compensare questo rischio.

Queste tendenze a lungo termine dovrebbero intensificarsi per effetto degli andamenti ciclici che si verranno a formare, per esempio:

- Negli ultimi anni, la Federal Reserve (Fed) è stata straordinariamente accomodante, ma è probabile che, al rafforzarsi dell'economia statunitense, la sua politica farà inversione di rotta. Alla fine, la Fed dovrà tornare, con la massima tempestività, a fare leva sul sistema bancario; infatti, se questo processo venisse gestito malamente, potrebbero aumentare i timori di inflazione.
- A fianco dei tassi d'interesse bassi, resta bassa anche l'inflazione. Mentre il credito bancario, la velocità del denaro, la disoccupazione e il progresso legato alle politiche economiche e legislative statunitensi continuano a migliorare, è probabile che l'inflazione riprenda a salire, lasciandosi alle spalle la fase economica stagnante.
- Quando la Fed potrà definitivamente terminare ai propri interventi di alleggerimento quantitativo, gli acquirenti di titoli del Tesoro USA potrebbero potenzialmente scarseggiare. A partire da gennaio 2007, la Fed ha acquistato oltre 1 trilione di dollari di buoni del Tesoro USA a medio e lungo termine<sup>(1)</sup>. Quando gli acquisti da parte della Fed cesseranno definitivamente, l'offerta continua di obbligazioni a lungo termine potrebbe portare a tassi d'interesse più elevati.

È impossibile prevedere l'esatta tempistica dell'aumento dei tassi; riteniamo tuttavia che si assisterà a una ripresa della crescita economica e che, probabilmente, questi fattori tendenziali e ciclici porteranno i tassi a salire. Quando si verifica un rialzo tendenziale dei tassi, la pressione via via accumulata spinge i tassi verso massimi e minimi estremi a ogni ciclo di mercato. Considerando le possibili ripercussioni di un rialzo dei tassi su un portafoglio obbligazionario, pensiamo che, per gli investitori, sia importante cominciare a gestire le esposizioni del proprio portafoglio in vista di questo cambiamento.

#### RISCHI LEGATI AL PASSAGGIO DALLA DISCESA ALLA RISALITA DEI TASSI

Di fronte all'aumento dei tassi d'interesse, i gestori di portafoglio devono prendere in considerazione rischi diversi. Nello scenario tendenziale di tassi in discesa degli ultimi trent'anni, è stato importante sfruttare i periodi transitori di tassi relativamente alti, nel tentativo di gestire il portafoglio contrastando il rischio di reinvestimento e di rimborso. In uno scenario di tassi in ascesa, il portafoglio degli investitori può sfruttare percentuali maggiori di reinvestimento e la ridotta eventualità che gli emittenti rimborsino il proprio debito, emesso a tassi inferiori. La tabella seguente illustra quelli che, a nostro parere, sono i rischi principali di un investimento obbligazionario in uno scenario di tassi in salita e di tassi in discesa.

LE NOSTRE OPINIONI			
Rischio	Scenario di tassi d'interesse	Scenario di tassi d'interesse in	Commenti sui rischi in uno scenario di tassi d'interesse in salita
Reinvestimento	negativo	positivo	I flussi cedolari possono essere reinvestiti in obbligazioni a maggiore rendimento
Rimborso	negativo	positivo	È improbabile che gli emittenti rimborsino obbligazioni, quando devono emetterne di
Durata	positivo	negativo	Obbligazioni più qualitative e a più lungo termine risentono maggiormente della variazione dei tassi d'interesse.
Finanziamenti / Costo del capitale	positivo	negativo	Finanziamenti e costo del capitale aumentano al salire dei tassi d'interesse, per cui le aziende emettono meno obbligazioni.

## VANTAGGIO IN TERMINI DI RENDIMENTO

Caratterizzare un portafoglio con un vantaggio in termini di rendimento potenziale può aiutare a compensare l'influenza negativa dell'aumento dei tassi d'interesse. La progressiva pressione verso l'alto esalta la componente di rendimento di un titolo per attutire l'impatto dei tassi d'interesse in ascesa e proteggere i livelli di rendimento. Per gestire l'esposizione di portafoglio in un clima di tassi in ascesa applichiamo numerose strategie, tra cui la ricerca di "obbligazioni cuscinetto" (titoli che offrono cedole secondo noi interessanti), la ricerca di un potenziale di rendimento assoluto sfruttando gli sconti sul prezzo durante i picchi ciclici dei tassi e l'adeguamento della distribuzione delle scadenze per riuscire a reinvestire a tassi superiori. Riteniamo sia indispensabile strutturare portafogli che presentino un vantaggio significativo in termini di rendimento rispetto a portafogli simili, per esempio, al Barclays US Government/Credit Index.

Il cuscinetto che si può costituire attraverso un rendimento maggiore è essenziale per gestire i portafogli obbligazionari in uno scenario di tassi in ascesa. I vantaggi legati al migliore rendimento devono però essere valutati alla luce dei rischi legati a questi titoli, che non sempre possono essere gestiti come si desidera. In genere, la gestione di questi fattori può essere supportata da un adeguato sistema di controllo dei rischi, da un'ampia diversificazione e da una selezione titoli attenta e basata sulla ricerca.

## STRATEGIE PER GESTIRE LA TRANSIZIONE VERSO TASSI PIÙ ELEVATI

### Reddito come driver del rendimento

Riteniamo che individuare fonti stabili di reddito sia una priorità assoluta, considerando l'importanza di questo fattore nella costruzione del rendimento assoluto a lungo termine di un portafoglio. Questa condizione diventa essenziale nel contesto attuale di tassi d'interesse bassi e di curva dei rendimenti ripida. In questa fase del ciclo, abbiamo individuato negli ambiti seguenti alcune fonti di reddito che riteniamo potenzialmente interessanti:

- *Titoli obbligazionari con scadenza a più lungo termine:* La curva dei rendimenti USA resta ripida. Pur prevedendone l'appiattimento in un mercato ribassista, pensiamo che assicurarsi adesso una maggiore redditività, scegliendo titoli con scadenza a più lungo termine, possa migliorare il rendimento futuro.
- *Titoli obbligazionari con rating inferiore:* In un contesto di ripresa economica, di banche centrali accomodanti e di bilanci sani, può essere sensato investire in strumenti obbligazionari con rating inferiore. Si prevede che le percentuali di default restino basse, dopo il progressivo calo dal 13,6% a novembre 2009 a non più del 2,8% a settembre 2013<sup>(2)</sup>.
- *Opportunità su scala mondiale:* Benché a volte quasi tutto il mondo andare nello stesso senso, in realtà non tutti i rendimenti obbligazionari del mondo seguono la stessa direzione, contemporaneamente o con la stessa intensità. Si creano così spazi di opportunità per gli investitori avveduti.
- *Prestiti bancari:* Se la curva dei rendimenti dovesse appiattirsi e i tassi nominali aumentare, i portafogli obbligazionari potrebbero sfruttare anche le caratteristiche degli strumenti a tasso variabile, che offrono cedole a tasso variabile ed esposizione verso emittenti societari.

### Crescita del capitale come driver del rendimento

Pensiamo sia arrivato il momento di accettare il rischio legato a titoli specifici. Siamo quindi alla ricerca di titoli che racchiudano un potenziale di crescita del capitale praticamente svincolato dalla variazione del livello complessivo dei tassi: obbligazioni che possono apprezzarsi nonostante la salita dei tassi d'interesse. A fianco delle opportunità offerte dagli emittenti societari, possono risultare interessanti vari altri settori del mercato obbligazionario:

- *Obbligazioni non US dollar:* Spesso la valuta di un'obbligazione può reagire in maniera indipendente dalla componente obbligazionaria sottostante e offrire una fonte aggiuntiva di rendimento.



- *Titoli convertibili:* Spesso i “convertibili” sono più correlati alle variazioni del prezzo delle azioni che ai tassi d’interesse. Un rialzo dei tassi coincide quasi sempre con un miglioramento del contesto economico nel suo complesso. Al salire dei tassi, le obbligazioni convertibili sensibili all’azionario possono offrire reddito e un potenziale apprezzamento, senza essere appesantite dalla potenziale zavorra rappresentata dalla durata.
- *Mercati delle cartolarizzazioni:* A nostro avviso, anche i titoli garantiti da ipoteche residenziali (RMBS) e quelli garantiti da ipoteche su immobili commerciali (CMBS) possono essere una fonte interessante di rischio specifico. Pensiamo che questo settore racchiuda un valore reale per gli investitori che riescono a fare un’analisi approfondita dei singoli titoli.

Benché reddito e crescita del capitale siano importanti driver del rendimento, è essenziale usare molti strumenti diversi, compresi quelli sintetici e derivati, per gestire l’esposizione e il rischio del portafoglio. Questi strumenti possono offrire un mezzo efficiente e flessibile per gestire la duration e l’esposizione al rischio di credito del portafoglio. Per esempio, i prezzi sui contratti a termine, come i prezzi delle obbligazioni, si muovono in direzione opposta ai tassi d’interesse, per cui è possibile vendere contratti a termine ordinari per migliorare la copertura di un portafoglio nei confronti dell’aumento dei tassi d’interesse. Riteniamo che un contesto di tassi in salita richieda una gestione attiva dei rischi per contribuire a preservare il portafoglio.

#### NOTE

1 Fonte: Federal Reserve, gennaio 2013

2 Fonte: ©2013 Moody’s Investors Service, Inc. Monthly Default Report, al 31/3/2013.

**Una versione di questo rapporto è stato originariamente pubblicato nel luglio 2012. Abbiamo aggiornato il contenuto come necessario e altrimenti crediamo che le informazioni siano aggiornate e pertinenti.**

**Il Barclays US Government / Credit Index comprende buoni del Tesoro (obbligazioni pubbliche del Tesoro degli Stati Uniti che hanno scadenze rimanenti di più di un anno) e il debito pubblico emesso di agenzie governative degli Stati Uniti, società quasi-federali, e il debito aziendale o estero garantito dal governo degli Stati Uniti, in aggiunta ad altre obbligazioni di categoria 'investment grade' ed il debito estero pubblicamente emessi, che soddisfano i requisiti di scadenza definita, di liquidità e di qualità.**

## AVVERTENZE

*Gli esempi forniti sono solo a scopo illustrativo e non rappresentano transazione effettive o passate svolte da Loomis Sayles.*

*La diversificazione non assicura risultati futuri né garantisce contro le perdite.*

*Gli indici non sono gestiti e non sono gravati da fiscalità. Non è possibile investire direttamente in un indice.*

*Dati relativi al processo di investimento sono indicativi e si applicano in condizioni normali di mercato.*

*Il presente documento è stato tradotto dall'inglese. Fa fede la versione inglese del documento.*

*Il presente documento è distribuito a fini puramente informativi e non è da intendersi in termini di offerta di servizi finanziari né di sollecitazione o proposta di acquisto o vendita di strumenti finanziari. Decisioni di investimento dovrebbero prendere in considerazione le esigenze specifiche del particolare investitore. Qualsiasi opinione o previsioni contenute nel presente documento riflettono giudizi soggettivi e assunzioni dell'autore e non riflettono necessariamente le opinioni di Loomis, Sayles & Company, L.P., o di qualsiasi gestore. Le raccomandazioni di investimento possono essere in contrasto con tali pareri. Non vi è alcuna garanzia le previsioni si verifichino, e il contesto effettivo potrebbe essere differente. I dati e le analisi non rappresentano il rendimento effettivo o previsto di un prodotto di investimento. Riteniamo che le informazioni, comprese quelle ottenute da fonti esterne, di essere corretta, ma non possiamo garantire l'accuratezza. Le opinioni degli autori si riferiscono a una data specifica e sono soggette a modifica in qualsiasi momento senza preavviso.*

*Loomis, Sayles & Company, L.P., una società del gruppo Natixis Global Asset Management, è un consulente di investimento registrato alla U.S.*

*Securities and Exchange Commission (LARD N. 105377) autorizzata all'offerta di servizi di gestione degli investimenti negli Stati Uniti. La società fornisce tutti i servizi di gestione degli investimenti da e per gli Stati Uniti.*

*In Italia, il presente materiale è distribuito a fini puramente informativi da NGAM S.A., società di gestione del risparmio, o dagli uffici della sua succursale NGAM S.A., Succursale Italiana, una società Iscritta nell'elenco allegato all'Albo delle SGR tenuto dalla Banca d'Italia al n. 23458.3. NGAM S.A. è una società di gestione di diritto lussemburghese autorizzata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier e registrata al numero B 115843. La sede legale di NGAM S.A. è 51, avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, Granducato del Lussemburgo. La sede legale di NGAM S.A., Succursale Italiana è in Via Larga, 2 - 20122 Milano, Italia. Tel: 800 131 866.*

*Le società sopra menzionate sono strutture commerciali controllate da Natixis Global Asset Management, holding che raggruppa varie società di gestione specializzate e strutture commerciali presenti sul territorio mondiale. Le società di gestione e le strutture commerciali controllate da Natixis Global Asset Management svolgono le loro attività regolamentate solo nelle o dalle giurisdizioni in cui sono abilitate ed autorizzate. I prodotti ed i servizi offerti possono quindi non essere disponibili in tutti i Paesi, ovvero per tutti i tipi di investitori.*

*LS | Loomis Sayles è un marchio di Loomis, Sayles & Company, L.P. registrato presso lo US Patent and Trademark Office.*

**Documento ad uso riservato degli investitori professionali di cui è vietata la diffusione tra il pubblico**

MALR010242 LEGREV022814