



# Rialzi dei tassi: problema di breve periodo e soluzione di lungo periodo, o il contrario?

PROSPETTIVE DA FRANKLIN TEMPLETON MULTI-ASSET SOLUTIONS

## Il contesto per gli investitori è cambiato nel primo trimestre del 2018

Un periodo prolungato di costanti guadagni di mercato azionario e condizioni di *trading* insolitamente calme sono terminati bruscamente durante il primo trimestre del 2018 con il rapido e pronunciato riapparire della volatilità di mercato azionario. I drammatici cambiamenti nel comportamento del mercato a febbraio sono in certa misura diminuiti e le azioni hanno effettuato una parziale ripresa, tuttavia, la volatilità è rimasta a livelli più in linea con la storia di più lungo periodo.

Uno dei catalizzatori di questo cambiamento nel contesto di mercato è stato un distinto rialzo dei rendimenti obbligazionari dei mercati sviluppati, accelerando una rivalutazione della propensione al rischio da parte di alcuni investitori.

Storicamente, rendimenti in crescita sono stati frequentemente accompagnati da periodi di elevata volatilità. Al momento della redazione di questo articolo, il rendimento dell'obbligazione del Tesoro USA a 10 anni aveva raggiunto il 3%<sup>1</sup>, una tappa psicologica rilevante.

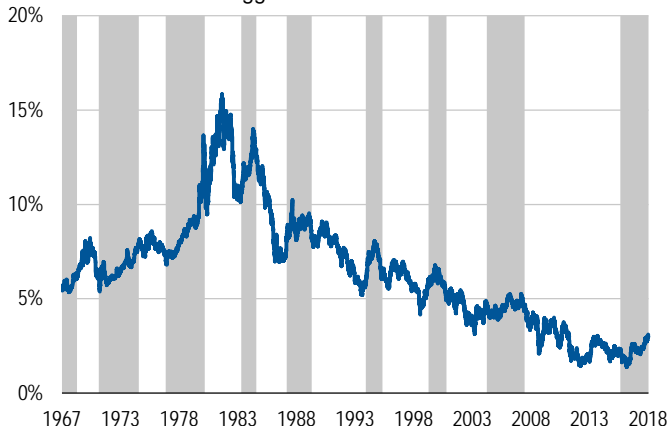
Questo incremento nei tassi di interesse di lungo periodo sembra essere stato spinto dai fondamentali e dalle aspettative degli investitori, come anche una graduale riduzione nelle recenti politiche monetarie non convenzionali delle banche centrali. Per esempio, le prospettive per la crescita del prodotto interno lordo (PIL) nel 2018 rimangono ben sostenute sia

nelle economie sviluppate sia emergenti. Il *World Economic Outlook* del FMI di recente pubblicazione ha rivisto verso l'alto le aspettative di crescita nei prossimi due anni. Al tempo stesso, le aspettative di mercato per la crescita degli utili societari sono state forti e di sostegno per un ulteriore inasprimento dei tassi. A controbilanciare questi positivi propulsori economici vi sono timori dello svilupparsi di una guerra commerciale e debolezza in una serie di indicatori della fiducia, tuttavia, le notizie economiche nel complesso rimangono di sostegno ad un rialzo dei tassi di interesse di più lungo periodo.

## I rendimenti attesi sono in calo da anni

Come illustra la Figura 1, per gli ultimi tre decenni il *trend* nei rendimenti obbligazionari di più lungo termine dei mercati sviluppati è stato su un costante percorso in discesa, con la maggior parte che ha raggiunto minimi record nel 2016. Negli ultimi nove anni, questo *trend* è stato ulteriormente rafforzato e sostenuto da interventi coordinati delle banche centrali in tutto il mondo, come risposta alla crisi finanziaria globale. Oltre a fungere da recente elemento frenante della volatilità di mercato azionario, questa riduzione nei rendimenti delle obbligazioni governative di lungo periodo ha efficacemente "abbassato il livello" che supporta altri *driver* di rendimento – quali il premio per il rischio azionario, ad esempio – e di conseguenza ridotto i tassi di rendimento attesi nella maggior parte delle asset class.

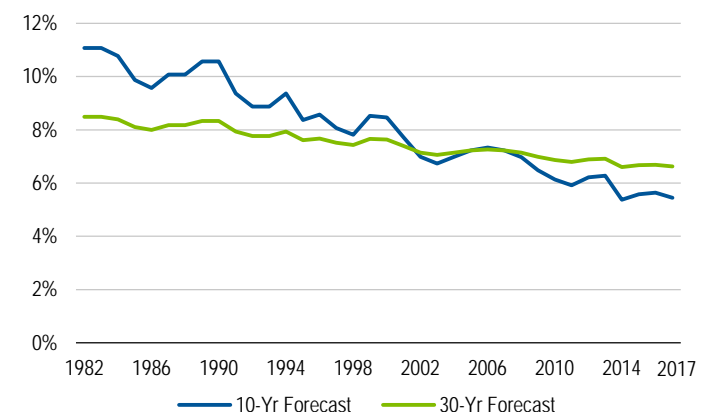
Figura 1: Rendimento buoni del Tesoro USA a 10 anni  
29 dicembre 1967–17 maggio 2018



Fonte: Calcoli della Global Research Library di Franklin Templeton utilizzando dati ricavati da FactSet, US Federal Reserve. I periodi in ombra denotano una politica monetaria restrittiva. Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future.

Ad uso esclusivo di investitori professionali. Non destinato al pubblico.

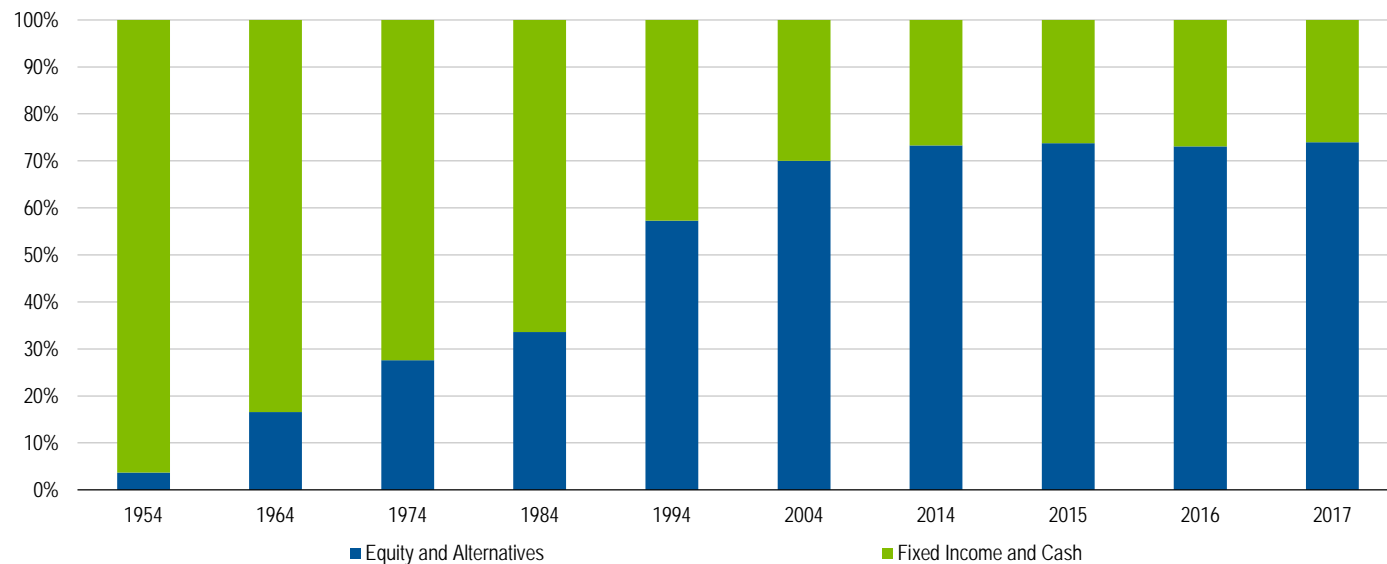
Figura 2: I rendimenti attesi di lungo periodo sono in calo da anni; bassi rendimenti reali sono stati il *driver* primario  
Previsione di portafoglio Wilshire 60/40  
1982–2017



Fonte: Wilshire Associates Incorporated. Non vi è alcuna garanzia che alcuna previsione sarà realizzata.

Figura 3: Le allocazioni alle azioni e agli investimenti *alternative* sono aumentate, mentre quelle agli investimenti obbligazionari sono scese

Investimenti pensionistici pubblici  
1954–2017



Fonte: US Board of Governors of the Federal Reserve System, *Financial Accounts of the United States*, Pew Analysis of State Financial Reports. Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future.

Gli investitori sottofinanziati – ad esempio, gli investitori le cui passività attese eccedono le loro attività – hanno dovuto fronteggiare alcune difficili scelte di fronte a questa riduzione dei tassi di rendimento attesi:

- Risparmiare di più.
- Cercare di massimizzare il *total return* aumentando le allocazioni ad asset legati alla crescita economica. Questo, certamente, rischia di peggiorare la situazione dei finanziamenti quando i mercati non riescono a produrre la performance attesa.
- Coprire una porzione delle passività spostando parte del portafoglio in obbligazioni di duration più lunga.
- Combinazioni delle opzioni soprastanti.

Molti investitori concentrati sul superare un dato ostacolo di rendimento annuo – diciamo il 7% - hanno risposto aumentando il rischio di investimento. Hanno spinto esposizione alle azioni e altri asset sensibili alla crescita economica nella speranza di mantenere i rendimenti, e hanno costantemente ridotto le proporzioni focalizzati o sul coprire direttamente le passività o altrimenti diversificando i rischi azionari.

I piani pensionistici pubblici, per esempio, sono stati tra gli allocatori più ottimisti nel rischio azionario come evidenziato dalla Figura 3, ma non sono certamente da soli nell'assumere questo approccio. Notiamo che la proporzione di diversificazione asset—obbligazionario e liquidità —si è stabilizzata ad un livello storicamente basso.

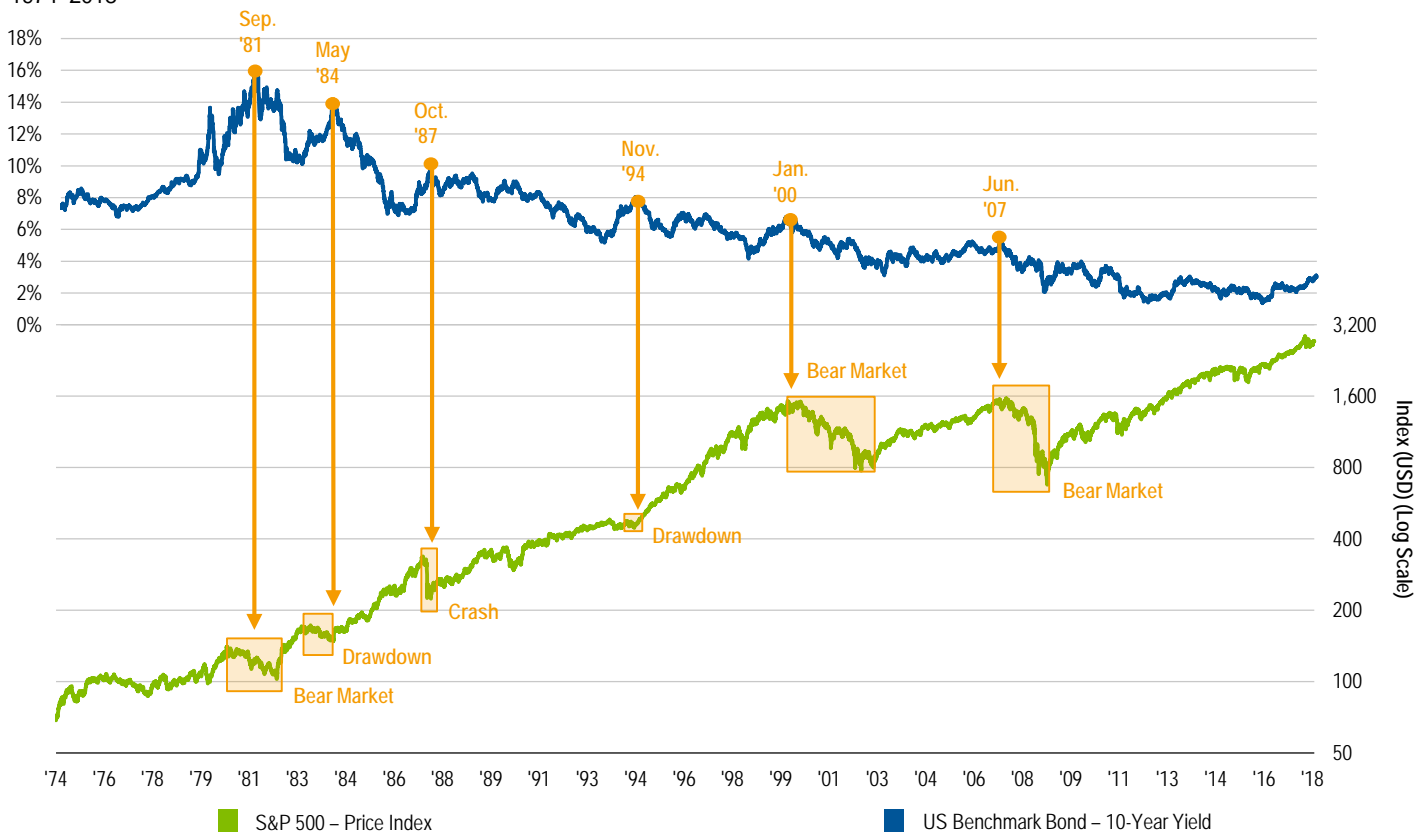
## Maggiori rendimenti obbligazionari aiuteranno o penalizzeranno gli ottimisti?

Come nel caso di molti quesiti, la risposta è: “Dipende”.

Gli ottimisti, continuando a investire soprattutto in asset più volatili o illiquidi – sperando di catturare un premio di rendimento che li ricompensi per queste esposizioni – e sottoposti all'obbligazionario, sono meno *direttamente* esposti al livello dei rendimenti obbligazionari. Questi investitori focalizzati sull'azionario è anche probabile abbiano una duration degli asset totale inferiore rispetto alla duration delle loro passività. Se i rendimenti salgono, il valore di mercato attuale delle loro passività può ridursi rispetto al valore dei loro asset, migliorando lo stato finanziario dell'azienda. Tuttavia, gli ottimisti possono avere una serie di esposizioni *indirette* ai crescenti rendimenti incorporati nelle loro altre asset class. Per esempio:

- Il *private equity*—particolarmente il «buyout»—fa affidamento, almeno parzialmente, sulla leva per generare rendimenti molto consistenti. Man mano che i rendimenti salgono, il costo di tale leva aumenta, forse accelerando un cambiamento nell'attività di strategia, fusioni e acquisizioni, e forse una rivalutazione dell'asset class.
- I REIT pubblici e la maggior parte dei real estate investment privati fanno anch'essi affidamento sulla leva per generare rendimenti competitivi. Poiché il costo di tale leva aumenta potrebbe incidere sull'attrattiva del real estate rispetto ad altri investimenti, almeno nel breve periodo.
- Infine, le *public equity* hanno reagito con cali di breve periodo durante scorsi “forti rialzi” dei rendimenti, anche se questi aumenti sono stati nel contesto di un *trend* in discesa di più lungo periodo, come illustrato in Figura 4.

Figura 4: Tassi di Interesse e indice S&P 500  
1974–2018



Fonte: FactSet, Tullett Preban Information, S&P. Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future. Gli indici sono non gestiti e non si può investire direttamente in essi. Non includono commissioni, spese o oneri di vendita.

Quindi, è giusto evidenziare che gli investitori concentrati sull'equity e orientati al *total return* hanno ancora rischi indiretti associati con rendimenti in crescita, tuttavia, tali investitori sono stati ricompensati storicamente se sono stati in grado di aderire alle loro allocazioni azionarie nel più lungo periodo.

### I pessimisti prevarranno?

I pessimisti che hanno cercato di coprire le loro passività con obbligazioni e asset sensibili alla duration analoghi sono – in teoria – in una certa misura indifferenti al livello di rendimenti.

Rendimenti crescenti restringono il valore di mercato attuale dei loro asset, ma riducono anche il valore attuale delle loro passività. In effetti, la duration delle passività della maggior parte degli investitori tende ad essere più lunga della duration dei loro portafogli e conseguentemente rendimenti più alti potrebbero in realtà migliorare il loro stato finanziario.

Tuttavia, la teoria non è sempre realtà – poche coperture sono perfette, e possono verificarsi maggiori rendimenti obbligazionari per parecchi motivi, con ampi variabili effetti. L'inflazione può aumentare più rapidamente del previsto, costringendo la banca centrale a far salire i tassi di interesse ufficiali, almeno per una volta, potenzialmente conducendo ad un mercato ribassista nelle obbligazioni. I portafogli di pochi investitori sono preparati per un significativo aumento dell'inflazione, dato che sono trascorsi molti anni da quando la maggior parte dei mercati sviluppati ha sperimentato inflazione significativa. L'inflazione tende anche ad influire sulle le passività nominali, dato che può essere contrattualmente integrata in contratti di affitto, lavorativi, e altri contratti di lungo periodo.

Ad uso esclusivo di investitori professionali. Non destinato al pubblico.

### Quindi, cosa pensiamo accadrà?

Una conclusione ovvia è che gli impatti di rialzi dei tassi sono complessi e difficili da prevedere. Di fronte a questa incertezza, gli investitori beneficeranno di un migliore allineamento delle loro decisioni di asset allocation strategica con l'orizzonte temporale e la struttura delle loro passività, ed assicurando che stiano risparmiando abbastanza per gestire risultati di investimento inattesi. Questi sono passi saggi indipendentemente dalle prospettive economiche e di mercato.

Maggiori rendimenti obbligazionari – se spinti dai fondamentali economici piuttosto che dall'inflazione – dovrebbero far aumentare i tassi di rendimento attesi per un portafoglio bilanciato tipico, se misurati nel più lungo periodo. Tuttavia, la transizione di più breve periodo da oggi a quel domani migliore potrebbe essere difficoltosa. Con il brusco aumento nella volatilità realizzata dalle azioni che è stato visto quest'anno, e motivi per ritenere che i migliori anni di questo mercato rialzista siano probabilmente alle nostre spalle, crediamo che gli investitori istituzionali dovrebbero riesaminare i rischi che stanno correndo. Comprendere l'esposizione generale ai fattori azionari, di duration e inflazionistici è cruciale per assicurare l'allineamento di tolleranza al rischio e asset allocation. Inclusa in questa analisi dovrebbe essere la considerazione del livello di sensibilità inflazionistica sia nelle attività sia nelle passività, al fine di determinare quanto vulnerabile è lo stato finanziario ad un imprevisto aumento dei prezzi.

A margine, riteniamo che l'aumento nei rendimenti obbligazionari che si è già verificato motiverà molti investitori a comprare infine più obbligazioni. In effetti, crediamo che il persistere di livelli insolitamente bassi per il premio termine – riflesso nella curva dei rendimenti piatta attuale – sia esso stesso una conseguenza della domanda accumulata di attività che corrispondono alle passività di più lungo periodo. Questa è una caratteristica strutturale dei mercati obbligazionari delle economie mature che è improbabile si invertirà presto, a nostro avviso. Recenti guadagni nelle azioni, obbligazioni societarie high-yield, e minori investimenti liquidi quali private equity e real estate forniscono i mezzi per finanziare un modesto ribilanciamento dei rischi. In conseguenza di questo ribilanciamento del rischio, gli investitori potrebbero inizialmente considerare posizioni obbligazionarie di duration più corta, data la mancanza di rischio derivante da una

prospettiva di rendimento che propende verso l'estremità breve della curva. Queste posizioni obbligazionarie di più breve periodo potrebbero lentamente effettuare una transizione verso posizioni obbligazionarie di più lungo periodo che sono più allineate con le passività di più lungo periodo man mano che i tassi di interesse si stabilizzano.

Molte istituzioni infine potrebbero avere un'opportunità di ridurre il loro sottopeso strutturale all'obbligazionario. Aumentando attentamente l'esposizione sulla duration in modo opportunistico, possono contribuire a compensare passività di più lungo periodo, e ridurre il livello generale di rischio di investimento che si è accumulato in molti portafogli negli ultimi decenni.

---

## QUALI SONO I RISCHI PRINCIPALI?

I Fondi possono avere titoli di diverse tipologie o essere esposti a differenti settori, circostanze di mercato o paesi. Possono altresì investire in diverse asset class, quali azioni, obbligazioni, quote/unità di fondi di investimento collettivo, strumenti di mercato monetario, e strumenti finanziari derivati. Questi investimenti comportano rischi differenti che possono fare sì che il valore delle azioni nei fondi e qualunque rendimento dei fondi scenda o salga. Gli investitori possono non recuperare l'intera somma investita e non vi è garanzia che un fondo raggiungerà il suo obiettivo. La performance del fondo potrebbe essere influenzata da rischi inclusi fluttuazioni valutarie e dei tassi di cambio, sistemi politici, economici, legali e normativi meno stabili, specialmente nei mercati emergenti, l'affidabilità creditizia di un emittente, la capacità di vendere le posizioni di un fondo o dove una piccola variazione nel valore dell'asset sottostante può avere un impatto maggiore sul valore di uno strumento finanziario derivato. I Fondi possono anche essere esposti a rischi operativi. Prima di effettuare qualsiasi investimento, Vi invitiamo a leggere la sezione del prospetto relativa al rischio e, dove disponibile, il Documento Informativo Chiave per gli Investitori. Tutti questi documenti sono disponibili sul nostro sito web [www.FTIdocuments.com](http://www.FTIdocuments.com).

**Avvertenze: Prima della sottoscrizione, leggere attentamente il prospetto informativo.**

Questo documento è da considerarsi di interesse generale e non costituisce un consiglio legale o fiscale e nemmeno un'offerta di azioni o un invito a richiedere azioni della SICAV di diritto Lussemburghese Franklin Templeton Investment Funds. Nessuna parte di questo documento deve essere interpretata come un consiglio all'investimento. Le opinioni espresse sono quelle dell'autore alla data di pubblicazione e sono soggette a variazioni senza preavviso.

Le sottoscrizioni di azioni della Sicav possono essere effettuate solo sulla base dell'attuale prospetto della Sicav, completo o semplificato, accompagnato dall'ultima relazione annuale certificata disponibile e dall'ultima relazione semestrale, se successivamente pubblicata. Il valore delle azioni della Sicav e i rendimenti da esse provenienti possono scendere o salire, e gli investitori possono non riottenere l'intero importo investito. **I rendimenti passati non sono indicazione o garanzia di rendimenti futuri.** Le oscillazioni valutarie possono influenzare il valore degli investimenti all'estero. Quando si investe in un fondo denominato in una valuta estera, la performance può anche essere influenzata dalle oscillazioni valutarie. L'investimento in un Fondo comporta rischi, che sono descritti nel prospetto completo e semplificato della Sicav. Nei mercati emergenti i rischi possono essere più alti che nei mercati sviluppati. Gli investimenti in strumenti derivati comportano rischi specifici più esaurientemente descritti nel prospetto del Fondo.

Nessuna azione della Sicav può essere direttamente o indirettamente offerta o venduta ai residenti negli Stati Uniti d'America. Le azioni del Fondo non sono disponibili in tutte le giurisdizioni ed i potenziali investitori dovrebbero verificare tale disponibilità con l'Agente locale che rappresenta Franklin Templeton, prima di effettuare qualsiasi investimento. Qualsiasi ricerca ed analisi contenuta in questo documento è stata ottenuta da Franklin Templeton Investments per i suoi scopi ed è a voi fornita solo per inciso. Riferimenti a particolari industrie, settori o aziende sono per informazioni generali e non sono necessariamente indicativi dei titoli di un fondo in nessun momento particolare. Siete invitati a consultare il vostro consulente finanziario prima di decidere di investire.

Una copia dell'ultimo prospetto, della relazione annuale e della relazione semestrale, se pubblicate successivamente, possono essere reperite sul nostro sito web [www.franklintempleton.it](http://www.franklintempleton.it) o possono essere ottenute, senza spese, da Franklin Templeton International Services S.à.r.l. Succursale Italiana. Pubblicato da Franklin Templeton International Services S.à.r.l. Succursale Italiana - Corso Italia, 1 - 20122 Milano - Tel: 39 0285459 1- Fax: 39 0285459 222 - Numero Verde 800915919.

1. Calcoli della Global Research Library di Franklin Templeto utilizzando dati provenienti da FactSet.

Importanti avvisi e condizioni dei fornitori dei dati disponibili al sito [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).



FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS

[www.franklintempleton.it](http://www.franklintempleton.it)

Ad uso esclusivo di investitori professionali. Non destinato al pubblico.

Copyright © 2018 Franklin Templeton Investments. Tutti i diritti riservati.

6/18