

## **Perché i titoli del Tesoro protetti dall'inflazione (TIPS) non sono riusciti a proteggere dall'inflazione quando era necessario**

- *I TIPS non isolano completamente gli investitori dai rischi dell'inflazione. Si tratta infatti di obbligazioni con caratteristiche uniche, ideati originariamente come uno strumento per la finanza governativa e non necessariamente per fornire agli investitori un'adeguata protezione dall'inflazione*
- *I detentori di TIPS ricevono cedole semestrali e il pagamento del capitale alla scadenza. La differenza con i corrispettivi tradizionali è che nel corso della vita dei TIPS, il valore del capitale aumenta in linea con l'indice dei prezzi al consumo (CPI) non stagionalizzato (NSA), mentre i pagamenti delle cedole semestrali sono determinati come una percentuale fissa del suddetto capitale scalato*
- *L'aspirante investitore in TIPS ha un'altra spina nel fianco: le tasse. Un investitore soggetto a imposta deve trattare come reddito ordinario i pagamenti delle cedole ricevute durante l'anno fiscale e l'aumento del valore nominale del capitale, corretto per l'inflazione, ricevuto alla scadenza! Si tratta di un doppio colpo: certo, si riceve più reddito per compensare l'inflazione, ma va dichiarato allo Stato*
- *I TIPS hanno ancora senso nel contesto di un portafoglio obbligazionario diversificato. La preferenza per i TIPS rispetto ai Treasury nominali si basa ancora sull'inflazione, in particolare sulle aspettative di inflazione. Se un investitore deve tenere denaro nei Treasuries e si aspetta un aumento dell'inflazione più di quanto il mercato prezzi, l'investitore razionale preferirebbe i TIPS ai titoli nominali, in quanto riceverebbe un capitale alla scadenza che si è adeguato maggiormente all'inflazione*

### **A cura di Jeffrey Cleveland, Chief Economist di Payden & Rygel**

**12 giugno 2023** – Nel 2023, anno in cui l'inflazione ha raggiunto tassi mai visti in oltre 40 anni, i Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS, ossia i bond governativi protetti dall'inflazione) hanno registrato un rendimento totale negativo del -11,9%. Peggio ancora, per un investitore obbligazionario attento all'inflazione, un indice azionario come il Dow Jones Industrial Average è sceso solo del 6,9% nello stesso periodo. Molti investitori si sono quindi domandati: che cosa succede? Perché i TIPS non sono riusciti a proteggere gli investitori dall'inflazione?

Per andare subito dritti al sodo, occorre dire che i TIPS non isolano completamente gli investitori dai rischi dell'inflazione. Per capire perché, è necessario spiegare il loro meccanismo. Si tratta infatti di obbligazioni con caratteristiche uniche, ideati originariamente come uno strumento per la finanza governativa e non necessariamente per fornire agli investitori un'adeguata protezione dall'inflazione. Quindi, nonostante i TIPS possano avere senso in un ampio portafoglio obbligazionario, sta agli investitori esaminarne rischi e opportunità.

#### **I TIPS nel tempo**

Il 16 maggio 1996, il Segretario del Tesoro statunitense Robert Rubin annunciò l'iniziativa TIPS, volta a "incrementare il tasso di risparmio nazionale e a ridurre il costo del capitale per il governo federale". Sfortunatamente, quando il Segretario Rubin ha annunciato che questi nuovi titoli avrebbero "offerto agli investitori una protezione contro l'inflazione", si è trattato più di marketing che di sostanza. Dal punto di vista del governo federale, il fattore principale nella decisione di emettere questo nuovo tipo

di debito era la riduzione dei costi di finanziamento del Tesoro nel lungo periodo. I TIPS sono quindi emersi come un ulteriore strumento per assorbire i risparmi degli investitori e (si spera) far risparmiare il governo, non necessariamente per proteggere gli investitori dall'inflazione. Gli Stati Uniti non sono stati gli unici o i primi a ricorrere a strumenti simili ai TIPS. Da allora, il valore delle obbligazioni globali legate all'inflazione nei mercati sviluppati (i cosiddetti "linker") è cresciuto da 12 miliardi di dollari a un picco di 3,5 trilioni di dollari nell'ottobre 2021, prima di scendere agli attuali 2,7 trilioni di dollari. Gli Stati Uniti hanno lanciato la loro prima versione il 29 gennaio 1997. All'asta di debutto, il governo ha venduto circa 7 miliardi di dollari di titoli con scadenza 15 gennaio 2007. Oggi, il 44% delle obbligazioni globali indicizzate all'inflazione sono TIPS statunitensi, il che forse giustifica l'attenzione degli investitori verso l'inflazione USA più che altrove.

### **“Il Diavolo sta nei dettagli”**

Un pizzico di matematica è necessario per spiegare la struttura unica dei TIPS. In primo luogo, come qualsiasi altro titolo del Tesoro statunitense, i detentori di TIPS ricevono cedole semestrali e il pagamento del capitale alla scadenza. La differenza è che nel corso della vita dei TIPS, il valore del capitale aumenta in linea con l'indice dei prezzi al consumo (CPI) non stagionalizzato (NSA), mentre i pagamenti delle cedole semestrali sono determinati come una percentuale fissa del suddetto capitale scalato. Vediamo un esempio concreto. Ipotizziamo un'obbligazione TIPS emessa ad aprile con un capitale di 1.000 dollari e una cedola dell'1,25% a 5 anni. Per l'orrore dei banchieri centrali, supponiamo che, subito dopo l'emissione, la notizia che l'inflazione salga al 5% e che rimanga lì per tutta la durata dei nostri TIPS con scadenza 2028. Di conseguenza, la prima cedola semestrale verrebbe calcolata utilizzando il capitale rettificato di 1.025 dollari. Perché 1.025 dollari? Perché con inflazione del 5% annuo, l'IPC è passato da 100 a 102,5 nei primi 6 mesi. Nel nostro esempio, in cui l'inflazione è bloccata al 5% per i cinque anni successivi all'emissione dell'obbligazione, il CPI aumenterà da 100 all'emissione a 127,63 alla scadenza. Di conseguenza, il capitale adeguato pagato alla scadenza sarà di 1.276,28 dollari. Nel frattempo, un normale titolo del Tesoro statunitense avrebbe pagato solo 1.000 dollari alla scadenza. Alla scadenza, l'obbligazionista TIPS riceverà anche l'ultima cedola semestrale, ora pari a 7,98 dollari. Il vantaggio è quindi la possibilità di indicizzare il capitale all'IPC nel tempo. Ma esaminiamo ora alcuni svantaggi critici dei TIPS.

### **Travagli tecnici**

In primo luogo, i dati dell'inflazione principale vengono pubblicati solo con un certo ritardo. Pertanto, i pagamenti del capitale saranno indicizzati a un valore ritardato dell'IPC piuttosto che al valore più recente. Questo perché per il pagamento di una cedola con scadenza, ad esempio, a metà giugno, l'agenzia statistica governativa non ha ancora pubblicato l'IPC di giugno; quindi, il pagamento può essere indicizzato alla media di due letture dell'IPC: una di due mesi prima e l'altra di tre mesi prima! Il processo potrebbe non corrispondere perfettamente ai dati dell'inflazione reale.

In secondo luogo, le letture dell'IPC riflettono l'inflazione per il consumatore medio degli Stati Uniti. Supponiamo che siate un genitore di un quindicenne che sta pensando all'università. Da quando vostro figlio è nato nel 2008, il capitale dei TIPS si è rivalutato del 43% con l'aumento dell'IPC. Tuttavia, il CPI per le rette universitarie è aumentato del 62%. Non tutti sono, infatti, sulla stessa lunghezza d'onda per quanto riguarda l'inflazione.

### **Nel lungo periodo, siamo tutti morti**

Il terzo inconveniente è che, come per qualsiasi obbligazione, l'aumento dei tassi d'interesse deprime il valore delle obbligazioni esistenti emessi con cedole più basse quando i tassi erano più bassi. La buona notizia è che, dato che il Tesoro è sostenuto dal pieno credito e dalla fiducia del governo degli Stati Uniti, non dobbiamo preoccuparci del rischio di insolvenza. La cattiva notizia è che anche se veniamo compensati per l'aumento dell'inflazione, se anche i tassi d'interesse aumentassero i nostri titoli subiranno comunque l'effetto mercato, come è successo l'anno scorso. Questo va bene se pensiamo di tenere i titoli obbligazionari fino alla scadenza, ma è meno favorevole se abbiamo bisogno di liquidità. Perché? Per via della durata. La duration delle obbligazioni misura la tempistica dei flussi di cassa, che può essere considerata un "peso". Per un'obbligazione senza cedola, la duration corrisponde alla scadenza dell'obbligazione. Poiché le obbligazioni prevedono il pagamento di cedole

periodiche, la loro duration sarà influenzata dalla scadenza e dalla cedola. Quanto più alta è la duration, tanto maggiore è il dolore per l'aumento dei tassi d'interesse, anche per i TIPS, perché avreste potuto reinvestire il vostro denaro a rendimenti più elevati. Per mettere le cose in prospettiva, immaginate due obbligazioni: una che vi ripaga in 3 mesi e un'altra in 10 anni. Ora, se i tassi d'interesse aumentano, preferireste riavere il vostro denaro prima per reinvestirlo ai nuovi tassi più alti. Pertanto, il prezzo dell'obbligazione a 10 anni (con una durata maggiore) dovrebbe diminuire di più rispetto a quello dell'obbligazione a 3 mesi per renderla interessante per i potenziali acquirenti. Quindi, più lunga è la durata dell'obbligazione, maggiore è la sua sensibilità ai tassi di interesse.

Poiché il rendimento del Tesoro a 10 anni, un tasso di interesse benchmark, è aumentato di quasi 300 punti base dalla fine di dicembre 2021 alla fine di dicembre 2022, i TIPS hanno subito un colpo proprio come ogni altra obbligazione. L'ancora di salvezza è che gli investitori hanno visto il loro capitale più elevato, con pagamenti di cedole più alti in termini nominali; quindi, i TIPS hanno "sovrapformato" i titoli del Tesoro nominali con scadenze simili nello stesso periodo. Tuttavia, la maggior parte della protezione dall'inflazione dei TIPS arriva alla scadenza, il che significa che un TIPS a 10 anni ha una duration elevata, soprattutto con tassi cedolari così bassi!

Quarto punto. L'aspirante investitore in TIPS ha un'altra spina nel fianco: le tasse. Un investitore soggetto a imposta deve trattare come reddito ordinario i pagamenti delle cedole ricevute durante l'anno fiscale e l'aumento del valore nominale del capitale, corretto per l'inflazione, ricevuto alla scadenza! Si tratta di un doppio colpo: certo, si riceve più reddito per compensare l'inflazione, ma va dichiarato allo Stato. Stranamente, quando gli investitori confrontano i rendimenti totali, spesso trascurano di riferire i dati corretti per le imposte.

In quinto luogo, i TIPS soffrono di problemi di liquidità. Parte della liquidità è dovuta a periodi pronunciati di stress di mercato che esacerberanno le differenze di liquidità. Ad esempio, nel quarto trimestre del 2008, nonostante il rally di riduzione del rischio dovuto alla crisi finanziaria globale, i TIPS hanno registrato un drawdown del 10,4%. Inoltre, date le dimensioni ridotte del mercato rispetto ai titoli del Tesoro nominali, in particolare 1,9 trilioni di dollari di TIPS in circolazione rispetto ai 22,5 trilioni di dollari nominali, il mercato dei TIPS tende a presentare meno liquidità rispetto ai corrispettivi nominali.

### **Quando hanno senso i TIPS?!**

I TIPS hanno ancora senso nel contesto di un portafoglio obbligazionario diversificato. La preferenza per i TIPS rispetto ai Treasury nominali si basa ancora sull'inflazione, in particolare sulle aspettative di inflazione. Se un investitore deve tenere un po' di denaro in Treasuries e si aspetta un aumento dell'inflazione più di quanto il mercato prezzi, l'investitore razionale preferirebbe i TIPS ai nominali, in quanto riceverebbe un capitale alla scadenza che si è adeguato maggiormente all'inflazione.

I TIPS vengono acquistati e venduti dopo l'emissione e devono essere valutati quotidianamente. Il rendimento di un TIPS contiene implicitamente una stima dell'inflazione futura. Al momento in cui scriviamo, i TIPS implicano un tasso di inflazione del 2,4% per i prossimi cinque anni. Tuttavia, cosa succederebbe se la Fed abbandonasse il suo piano di raggiungere un'inflazione del 2% e spostasse il suo obiettivo al 3% o al 4%? Più realisticamente, cosa succederebbe se gli investitori cambiassero le aspettative di inflazione perché sorpresi da un'inflazione persistente? Se ciò si verificasse, potremmo avere dei problemi per i TIPS. In definitiva, i TIPS hanno spesso un ruolo fondamentale in un portafoglio obbligazionario ampio e diversificato. Ma non bisogna credere a tutto ciò che è scritto sulla scatola: TIPS non vi immunizzeranno dalla flagello dell'inflazione, nel caso in cui questa rimanga o si riaffermi nel 2023 e oltre.

\*\*\*

*Questo articolo ha uno scopo puramente illustrativo e non è da intendersi come consulenza fiscale, legale o finanziaria professionale. Vi invitiamo a rivolgervi al vostro consulente fiscale, legale e finanziario per esaminare la vostra situazione specifica. Le dichiarazioni e le opinioni qui riportate sono aggiornate alla data del presente documento e sono soggette a modifiche senza preavviso. Inoltre, le opinioni espresse in questo articolo non sono necessariamente indicative dell'opinione di Payden & Rygel. Questo materiale non può essere riprodotto o distribuito senza l'autorizzazione scritta di Payden & Rygel.*

## **Payden & Rygel**

*Con oltre 148 miliardi di dollari in gestione, Payden & Rygel è leader nella gestione del risparmio gestito e annovera tra i suoi clienti banche centrali, fondi pensione, imprese di assicurazione, università, banche private e fondazioni di varia natura. Società di gestione indipendente e non quotata, Payden & Rygel ha sede a Los Angeles con uffici a Boston e hub di gestione a Londra e a Milano.*

Per ulteriori informazioni contattare:

**BC Communication**

**Beatrice Cagnoni** | Tel: +39 335 5635111 | [beatrice.cagnoni@bc-communication.it](mailto:beatrice.cagnoni@bc-communication.it)

**Giulia Franzoni** | Tel: +39 334 3337 756 | [giulia.franzoni@bc-communication.it](mailto:giulia.franzoni@bc-communication.it)