

PERCHÉ INVESTIRE IN TITOLI MBS GARANTITI DA IPOTECA

Executive Summary

I titoli garantiti da ipoteca (MBS) rappresentano quasi il 25% del mercato del reddito fisso negli Stati Uniti e sono una fonte di rendimento meno volatile.

Gli MBS rientrano in una delle due principali categorie, “agency” e “non agency”, che presentano diversi livelli di rischio di credito e potenziale di rendimento.

Quest’asset class è cambiata molto dopo la crisi finanziaria globale, con l’emissione di una gamma di strumenti eterogenei.

Le nuove norme e le condizioni di credito più rigorose introdotte dopo la grande crisi finanziaria hanno migliorato la qualità di credito dei mutui ipotecari.



Tom Mansley
Investment Director

Molti investitori già conoscono i titoli MBS garantiti da ipoteca, ma ci sono alcuni aspetti peculiari del mercato statunitense che li rendono interessanti agli occhi degli investitori non americani che vogliono costruire un portafoglio veramente diversificato nel reddito fisso globale.

Un MBS è uno strumento garantito da un vasto gruppo di mutui ipotecari in cui l’investitore ha diritto ai flussi di cassa collegati ai mutui sottostanti. Ciascun gruppo di titoli può comprendere singoli mutui su proprietà immobiliari residenziali o commerciali.

Ci sono due tipologie principali di titoli MBS, ovvero quelli agency e non agency. Gli MBS di tipo agency in genere sono garantiti o assicurati da un ente governativo, pertanto sono più sicuri ma offrono tassi di rendimento più bassi. Gli MBS di tipo non agency sono emessi da istituti privati, la garanzia è privata o assente, pertanto sono soggetti al rischio di credito, per quanto offrano potenzialmente maggiori vantaggi.

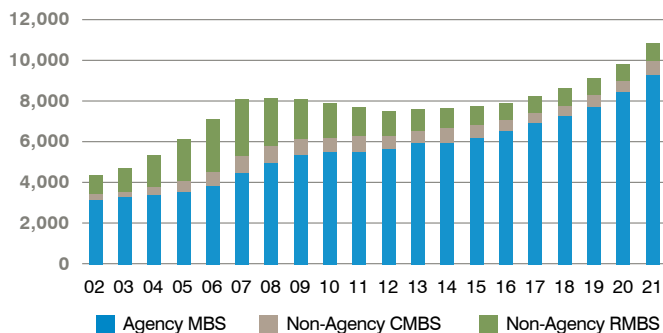
Il mercato MBS ha avuto un ruolo fondamentale nella crisi finanziaria globale, però questa categoria di investimento è cambiata molto da allora, con l’emissione di una gamma di strumenti eterogenei. Il concetto di mutui ipotecari non qualificati si è diffuso dopo la crisi finanziaria globale e presenta numerose opportunità. Nei mercati sviluppati si tratta di prestiti fatti a mutuatari il cui profilo finanziario e/o immobiliare non rientra nelle linee guida stabilite da un ente governativo. È emersa inoltre un’intera area di specializzazione nei prestiti in difficoltà, come i prestiti non più in sofferenza, laddove il mutuatario è stato insolvente ma ha poi ripreso i pagamenti.

Può sembrare sorprendente che gli MBS siano in effetti il secondo segmento del mercato obbligazionario statunitense dopo i titoli del Tesoro. Infatti rappresentano circa il 25% del mercato del reddito fisso negli Stati Uniti. A nostro giudizio ci sono numerose ragioni per prendere in considerazione i titoli MBS USA. Considerato che

I mutui ipotecari rappresentano una componente così ampia del mercato obbligazionario statunitense, è difficile avere una presenza rilevante in questo mercato se si escludono i mutui ipotecari. Gli MBS possono offrire rendimenti più alti dei titoli del Tesoro con scadenza analoga. Ciò comprende i titoli agency di più alta qualità, ma anche le emissioni non agency. Una delle ragioni del rendimento più alto è il rischio di estinzione anticipata e il rischio di reinvestimento correlato all'MBS. Nel caso di Ginnie Mae, ma anche di Freddie Mac e Fannie Mae, tale rendimento maggiorato è correlato a un rischio di credito minimo o nullo. La qualità di credito elevata abbinata alle dimensioni ampie e alla gamma eterogenea di investitori fa sì che il mercato MBS statunitense sia generalmente molto liquido.

Titoli correlati ai mutui ipotecari in circolazione negli USA

in miliardi di dollari USA



Fonte: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), a dicembre 2021. CMBS = MBS garantiti da ipoteca commerciale, RMBS = MBS garantiti da ipoteca residenziale.

Prima del boom dei prestiti sub-prime all'inizio del nuovo millennio, ci fidavamo della capacità di assorbire con giudizio il rischio di credito in cambio di un rendimento più elevato. I prestiti sub-prime si diffusero con incredibile rapidità perché molti avevano interesse nell'espansione di questo mercato. I funzionari governativi cercavano di conquistare popolarità promuovendo le case di proprietà, le società che erogavano i mutui ipotecari e le banche di investimento incassavano ingenti commissioni, gli investitori trascuravano le condizioni di credito in cambio di rendimenti che potevano produrre ROE elevati, e così via.

Quando ci si rese conto che il rischio di credito era stato erroneamente calcolato, l'attenzione si spostò sul mercato agency, garantito da enti governativi, che offriva opportunità diverse, assumendo il rischio di estinzione anticipata del mutuo ipotecario e il rischio di interesse, ma non il rischio di credito. Dopo lo scoppio della bolla dei sub-prime nel 2008, quando l'interesse per il rischio di credito svanì all'improvviso, noi beneficiammo degli investimenti in cui le dislocazioni fondamentali erano interessanti.

Mentre altri investitori subivano ingenti perdite su crediti, noi ci siamo comportati come un investitore giudizioso e specializzato. Con la crisi del mercato degli MBS in corso, era il momento favorevole per tornare al segmento non agency.

Pressoché inevitabilmente, la crisi dei sub-prime ha prodotto un rigoroso controllo di qualità. Da allora, solamente chi aveva il profilo di credito più alto poteva ottenere un mutuo.

Com'è il mercato dei mutui ipotecari statunitense nel 2022?

Quest'anno il mercato dei mutui ipotecari ha subito profonde trasformazioni. L'aumento dei tassi ipotecari contribuisce a far diminuire le vendite di case che sono scese sui livelli pre-Covid. Ciononostante, il prezzo di un'abitazione negli Stati Uniti è in costante aumento. Secondo Case-Shiller, a giugno i prezzi delle case sono saliti dello 0,6% rispetto a maggio e del 18% rispetto all'anno precedente. Secondo noi, la mancanza di abitazioni disponibili e la costante formazione di nuovi nuclei familiari faranno salire i prezzi degli immobili nel prevedibile futuro.

Dato che la maggior parte dei mutui ipotecari negli Stati Uniti è a tasso fisso, i rialzi dei tassi di interesse non hanno un forte impatto sulla qualità di credito del mercato dei mutui ipotecari in circolazione. L'aumento dei prezzi delle abitazioni di fatto ha migliorato il rapporto tra l'ammontare del prestito e il valore del bene acquisito che, a sua volta, ha migliorato il profilo di credito dei titoli ipotecari di vecchia data. Le perdite sui vecchi mutui sono diminuite costantemente con l'aumento dei prezzi immobiliari e il numero delle estinzioni senza perdite è aumentato nel tempo.

Attualmente, i tassi ipotecari più alti hanno anche ridotto l'apertura di nuovi mutui, sia per l'acquisto di una casa che per il rifinanziamento del mutuo esistente. Meno accensioni risulteranno prevedibilmente in un calo delle emissioni di MBS agency e non agency, e ciò potrebbe stabilizzare gli spread MBS per via del calo dell'offerta.

Ruolo dei diversi tipi di titoli nei portafogli MBS

Pass-through	agency e non agency	Generalmente assenti
CMO	agency	In portafoglio quando il mercato è estremamente volatile
	non agency	Strumento favorito in condizioni normali di mercato in cerca di rendimento
Stripped	Principal only (solo capitale)	Quando i tassi di interesse scendono e/o le estinzioni anticipate aumentano
	Interest only (solo interessi)	Quando i tassi di interesse salgono e/o le estinzioni anticipate diminuiscono
Derivati	Swap, future, titoli di Stato e altri strumenti ipotecari	Utilizzati principalmente a fini di copertura

La regolamentazione e le condizioni di credito più rigorose hanno migliorato la qualità di credito dei mutui ipotecari in considerazione del travaglio di Fannie Mae e Freddie Mac alla vigilia e durante la crisi finanziaria globale che dipese principalmente dai mutui di qualità inferiore. Di conseguenza, i criteri per la sottoscrizione di mutui residenziali di tipo agency negli Stati Uniti restano rigorosi, seppur in misura minore per favorire chi acquista la prima casa. I criteri di sottoscrizione dei mutui non agency sono altrettanto severi e il capitale obbligatorio per le banche più alto di quelli agency.

Nonostante le preoccupazioni per l'inflazione e la prospettiva di una recessione, riteniamo che i titoli MBS abbiano le potenzialità di superare la tempesta. Questo perché crediamo che i consumatori americani siano in grado di resistere bene, grazie alla domanda robusta nel mercato del lavoro e al tasso di risparmio elevato durante la pandemia. Il tasso di disoccupazione ad agosto era del 3,5%, secondo noi ciò dovrebbe consentire alla Federal Reserve di intervenire con decisione senza mettere in grande difficoltà il mercato del lavoro e il credito al consumo. Inoltre, il mercato MBS continua a essere favorito dai prezzi immobiliari elevati che, a nostro giudizio, difficilmente crolleranno mentre c'è carenza di abitazioni.

SFonte: GAM. Gli strumenti finanziari citati sono riportati solamente a scopo di esempio, per aiutare il lettore a comprendere i temi presentati e non costituiscono un suggerimento o un'offerta di acquisto o di vendita di titoli.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)

Importanti avvertenze legali:

Le informazioni contenute in questo documento hanno unicamente fine informativo e non vanno considerate come una consulenza di investimento. Le opinioni e le valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale scenario economico. Non siamo responsabili dell'accuratezza e della completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Il rendimento passato non è indicativo dei risultati futuri, né delle tendenze attuali o future. Gli strumenti finanziari menzionati sono riportati unicamente a scopo di esempio e non vanno considerati un'offerta diretta, una raccomandazione o un consiglio di investimento. Il riferimento a un titolo non rappresenta un suggerimento di acquisto o di vendita di tale titolo. I titoli indicati sono stati selezionati da un universo di titoli coperti dai portfolio manager per far meglio comprendere al lettore i temi presentati. I titoli citati non fanno necessariamente parte di un portafoglio e non rappresentano un suggerimento di investimento da parte dei portfolio manager.