

Il Big Mac sui regimi macro

Il cambio di paradigma del mercato

Autore

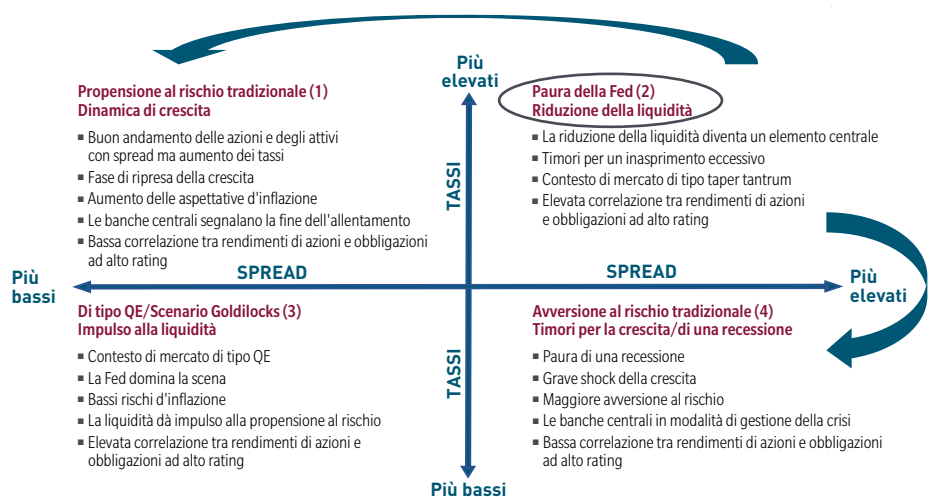


Benoit Anne
Managing Director
Investment Solutions Group

Con ogni probabilità assisteremo a un cambio di paradigma nei mercati globali. Il regime macro prevalente, la "paura della Fed", dovrebbe finire nel prossimo futuro. Durante la transizione da questo regime, riteniamo che l'attenzione dei mercati si sposterà dalla liquidità alla crescita. Quello della "paura della Fed" è stato lo scenario peggiore per le obbligazioni. Un allontanamento da questo scenario dovrebbe aprire migliori prospettive in termini di rendimenti obbligazionari, e a nostro avviso potrebbe essere tempo di considerare un aumento dell'esposizione alle obbligazioni.

La paura della Fed è finita. Il regime macro "paura della Fed" ha preso piede a fine 2021, quando è emerso chiaramente che si prospettava a breve l'inizio di un ciclo di inasprimento da parte della Federal Reserve. La predominanza di questo regime macro ha avuto conseguenze devastanti per i mercati globali, e molte asset class hanno subito le perdite più consistenti degli ultimi decenni a fronte dei rialzi dei tassi. Allo stesso tempo, gli spread creditizi si sono ampliati e gli asset rischiosi, comprese le azioni, sono stati oggetto di un brusco sell-off (quadrante in alto a destra della Figura 1).¹

Figura 1: Quattro regimi obbligazionari macro globali

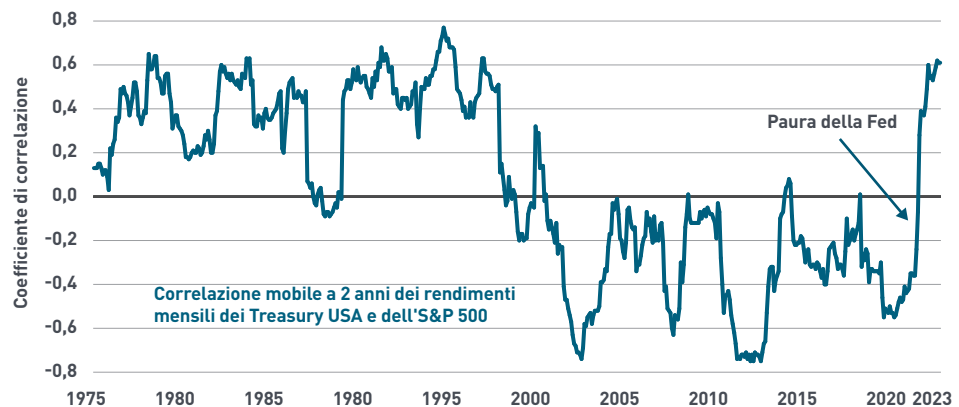


Fonte: MFS, a scopo puramente illustrativo.



Inoltre, la correlazione tra obbligazioni e azioni è diventata positiva, compromettendo la proposta di valore dell'obbligazionario come elemento di diversificazione del portafoglio (Figura 2). Oggi però siamo convinti che la predominanza del regime macro caratterizzato dalla paura della Fed abbia i giorni contati, soprattutto perché il ciclo di inasprimenti dell'istituto sta volgendo al termine. A fronte di questa evoluzione del regime macro, ci aspettiamo che la correlazione tra obbligazioni e azioni torni a quella che è stata la norma degli ultimi vent'anni. Dimostra questa ipotesi il fatto che la correlazione a breve termine, che tende a reagire più rapidamente, evidenzia già una correzione al ribasso: la correlazione su 60 giorni mobili tra obbligazioni e azioni in questo momento sta diventando negativa.² Riteniamo che la correlazione a medio termine (2 anni) illustrata di seguito possa iniziare a scendere nel corso dell'anno.

Figura 2: La paura della Fed ha determinato la più alta correlazione tra azioni e obbligazioni degli ultimi decenni



Fonte: Bloomberg. Dati mensili fino a maggio 2023. Il coefficiente di correlazione si basa sulla correlazione mobile a 2 anni dei rendimenti mensili dell'US Treasury Bond Index e dell'S&P500.

Il sentiment dovrebbe rafforzarsi. Non c'è motivo di temere la Fed in quanto il ciclo di inasprimento è quasi al termine. Alcuni operatori di mercato parlano di una "pausa" a giugno, nel senso che la banca centrale dovrebbe lasciare invariato il tasso di riferimento, per poi operare un ultimo rialzo a luglio. Altri credono che il ciclo di inasprimento sia già giunto al termine. Comunque sia, la Fed a breve cesserà di avere un ruolo prevalente come driver di mercato globale. In questo momento il mercato sconta un tasso terminale della banca centrale del 5,42% per agosto 2023, il che suggerisce un'ulteriore stretta di 17 punti base rispetto al livello corrente, ovvero si sconta un altro rialzo di quasi 25 pb (Figura 3). La fine del ciclo di inasprimento a nostro avviso contribuirà a sostenere il sentiment degli investitori, e potrebbe normalizzare in una certa misura la volatilità dei tassi grazie alla rimozione della principale fonte della recente volatilità, costituita dal ciclo di politiche monetarie aggressive. Per il momento, la volatilità dei tassi resta alta: l'indice MOVE si colloca a 124, ben sopra la media quinquennale di 77, ma prevediamo che nel prossimo periodo possa registrare una flessione.³



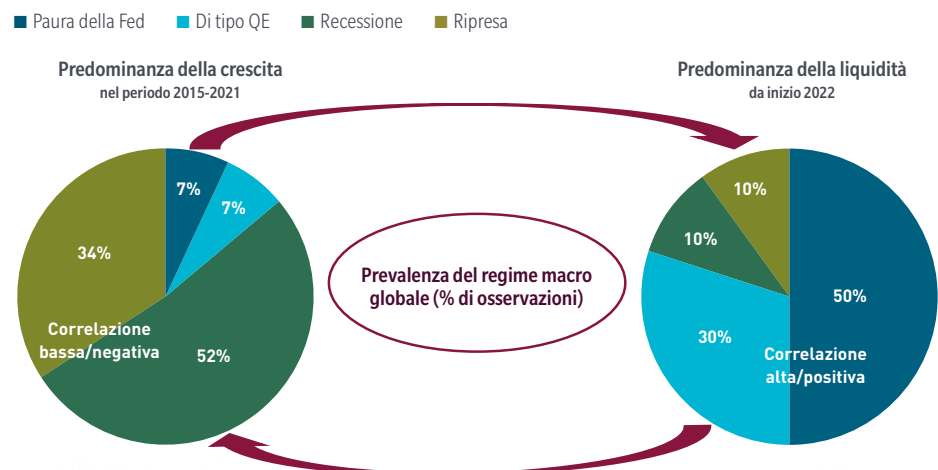
Figura 3: Fed - tasso terminale implicito nei futures sui Fed Fund



Fonti: Bloomberg. Dati giornalieri dal 1° marzo 2022 al 2 giugno 2023. Dati riferiti al limite superiore. Tassi ufficiali impliciti basati sui contratti mensili di futures sui Fed Fund da maggio 2023 a dicembre 2024, rettificati dello 0,125% per tenere conto del limite superiore dei Fed Fund.

Il paradigma dovrebbe spostarsi dalla liquidità alla crescita. Il regime di "paura della Fed" è stato osservato nel 50% dei casi dal 2022 (Figura 4); lo definiamo un regime con predominanza della liquidità in quanto la liquidità rappresenta il principale driver di mercato. In un regime di questo tipo, gli investitori sono preoccupati in particolare dall'impatto della riduzione della liquidità. Prossimamente riteniamo che l'attenzione dei mercati si sposterà dalla liquidità alla crescita, e che le preoccupazioni per la recessione si affermeranno come principale timore del mercato. Nella categoria caratterizzata dalla predominanza della crescita figurano due regimi distinti: timori per la crescita e dinamica di crescita (Figura 1). Nel regime di "timori per la crescita/di una recessione" i tassi diminuiscono mentre gli spread si ampliano in quanto si sconta un rischio più alto di recessione. All'estremità opposta dello spettro degli scenari di crescita, il regime "dinamica di crescita" è tendenzialmente caratterizzato da tassi più elevati e spread più contenuti. Sarà un possibile esito a medio termine, specialmente se gli Stati Uniti riusciranno a evitare la recessione. Il rischio principale per il nostro scenario è quello di un prolungato orientamento restrittivo da parte della banca centrale, che estenderebbe la paura della Fed, sfociando quasi inevitabilmente in una recessione più profonda.

Figura 4: Il cambio di paradigma del mercato



A scopo puramente illustrativo. Note e fonti: in base ai dati mensili da gennaio 2015 fino ad aprile 2023. Bloomberg. Rendimenti dei Treasury USA a 10 anni. Spread obbligazioni corporate IG USA calcolati da Bloomberg. La "Paura della Fed" indica un aumento dei tassi a 10 anni di almeno 10 pb in un mese, contestualmente a un incremento degli spread IG di 5 pb. Il regime di tipo QE denota una flessione dei tassi a 10 anni di almeno 10 pb in un mese, contestualmente a una flessione degli spread IG di 5 pb. Analogamente, il regime di recessione è contraddistinto da una flessione dei tassi di almeno 10 pb mentre gli spread si ampliano di almeno 5 pb. Infine, il regime di ripresa corrisponde a un aumento dei tassi di almeno 10 pb, associato a una contrazione degli spread di almeno 5 pb. La % di osservazioni per ciascun regime è semplicemente il rapporto tra il numero di osservazioni per un determinato regime e il numero totale delle osservazioni di un regime in un determinato periodo. La freccia in basso illustra la nostra convinzione che il paradigma del mercato passerà nuovamente dalla liquidità alla crescita.



Siamo probabilmente alla fine del ciclo economico. A nostro avviso, è assai probabile che gli USA entrino in recessione nel prossimo futuro, ma la data in cui gli osservatori prevedono che questa ipotesi si concretizzi si sposta sempre in avanti, in considerazione della resilienza dell'economia statunitense. Se pronosticare una recessione è più un'arte che una scienza, possiamo ragionevolmente prevedere un ingresso in recessione nel quarto trimestre di quest'anno. Stando alle osservazioni preliminari dei dati sull'attività, la recessione negli Stati Uniti dovrebbe essere lieve, in assenza di evidenti squilibri sistemici dei bilanci. Le prospettive di crescita in questo scenario di base sono ancora incerte, ma con rischi in entrambe le direzioni. Non si può escludere un atterraggio morbido, ossia un rallentamento non abbastanza significativo da poter essere considerato una recessione. Tuttavia, se dovessero emergere eccessi finanziari di grande entità, per esempio nell'universo degli asset privati, o in caso di ulteriore aumento dei rischi per la stabilità del sistema finanziario, potrebbe anche profilarsi una recessione grave.

Dal nostro monitoraggio dei rischi emerge un lento scivolamento verso la recessione. Resta ancora una grande disparità tra i segnali di crescita in tutto lo spettro dei leading indicator. I segnali di recessione più allarmanti provengono dai cosiddetti "dati soft", in particolare dalle indagini sul sentiment delle imprese e dei consumatori e sulle condizioni di erogazione di credito. Ciò nonostante, i margini di profitto delle aziende restano alti e il mercato del lavoro è sempre solido, come mostra il basso livello delle richieste iniziali di sussidi di disoccupazione (Figura 5). Inoltre, il nostro Business Cycle Indicator (BCI) al momento segnala il rischio di un grave rallentamento, ma nessun rischio di recessione imminente (Figura 6). In passato, il livello del BCI associato a gravi rischi di recessione era più vicino a -1 che a -0,47.

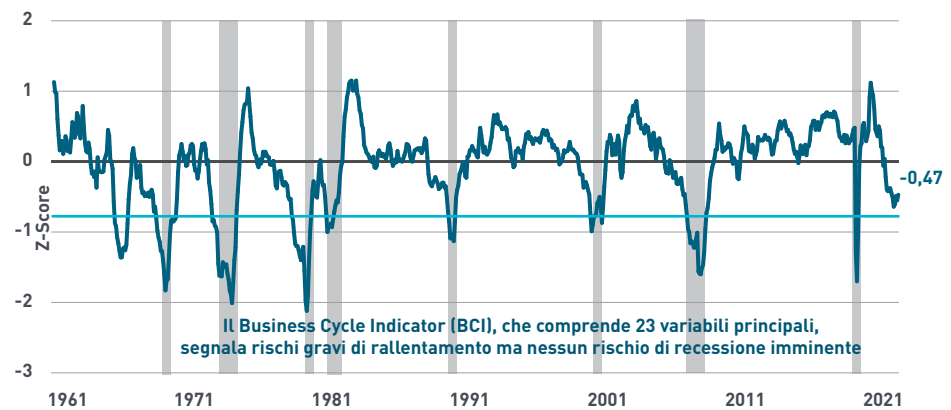
Figura 5: Monitoraggio dei rischi di recessione

Indicatore del rischio di recessione	ultimo dato	6 mesi prima	
Indagine Empire State Manuf. della NY Fed	-2,47	-0,24	
Senior Loan Officer Opinion Survey	-2,10	-1,39	
Fiducia dei consumatori (Univ. of Michigan)	-1,97	-2,20	
Indice NFIB sull'ottimismo delle piccole imprese	-1,83	-1,40	
LEI del Conf. Board	-1,79	-0,98	
Nuovi ordini dell'ISM	-1,67	-1,14	
Costruzioni di nuove abitazioni	-1,12	-0,52	
Permessi edilizi per immobili residenziali	-1,07	-0,59	
Previsioni aziendali della Fed di Philadelphia	-1,03	-1,32	
Costi del lavoro unitario	-0,98	-1,19	
ISM Produzione	-0,98	-0,65	
ISM Servizi	-0,76	-0,12	
Prospettive di spesa in conto capitale	-0,75	-0,39	
Crescita degli utili societari	-0,24	0,15	
National Assoc Home Builders Market Index	-0,12	-1,07	
Variazione dei margini di profitto	-0,08	-0,14	
Variazione del rapporto di remunerazione (% del PIL)	-0,01	0,55	
Tasso di investimento (% del PIL)	0,18	-0,19	
Output Gap (% del PIL potenziale)	0,23	0,06	
Fiducia dei consumatori (Conf. Board)	0,25	0,22	
Vendite di nuove abitazioni	0,46	-0,85	
Richieste iniziali di indennità di disoccupazione	0,50	0,57	
Componente energetica del CPI	0,90	-1,18	
Livello di margini di profitto	1,12	1,35	

Fonte: Bloomberg. Sulla base di singoli z-score da gennaio 1960 o dall'avvio della serie di dati, a seconda di quale dei due eventi si è verificato per primo. All'ultima osservazione dei dati mensili per ciascuna variabile. Si veda la nota finale per tutti i dettagli sulle fonti.



Figura 6: Nessun rischio di recessione imminente



Fonte: Dati Bloomberg. Dati mensili da gennaio 1962 ad aprile 2023. Il BCI comprende gli z-score di 23 variabili.⁴ Le aree ombreggiate indicano recessioni ufficiali negli Stati Uniti, secondo la definizione del National Bureau of Economic Research (NBER). Per z-score si intende il numero di deviazioni standard sopra o sotto la media a cui un determinato dato si atterra. La linea orizzontale identifica uno z-score pari a meno 0,85, il che segnala una deviazione significativa dalla media.

Il cambio di paradigma del mercato dovrebbe favorire l'obbligazionario. Il regime di "paura della Fed" è stato lo scenario peggiore per le obbligazioni. A nostro avviso, un allontanamento da questo regime potrebbe aprire migliori prospettive di rendimenti obbligazionari. Nello scenario "paura della Fed" si è avuto un aumento sia dei tassi che degli spread, che hanno così contribuito insieme a penalizzare il rendimento totale. Per questo motivo nel 2022 abbiamo osservato rendimenti negativi a due cifre per quasi tutte le asset class obbligazionarie. Per contro, nei regimi dominati dalla crescita, prevedibilmente le oscillazioni degli spread e quelle dei tassi si annullano, per cui si evita un ampliamento del potenziale shock per i rendimenti. Considerando la matrice dei potenziali esiti delle variazioni dei tassi e degli spread del credito investment grade statunitense, si può vedere come il rendimento atteso su un orizzonte temporale di un anno passerà in territorio negativo solo in caso di oscillazioni significative del mercato. Per esempio, nello scenario "timori per la crescita", la stima dei rendimenti a un anno del segmento investment grade statunitense entrerà in territorio negativo solo se la variazione netta dell'andamento combinato dei tassi e degli spread raggiungerà almeno un livello di 90 pb, corrispondente a un ampliamento degli spread di 120 pb con un calo dei tassi di 30 pb, pari a un'oscillazione netta di 90 pb. Benché non possiamo escludere una variazione di questa entità, tendenzialmente essa sarebbe associata a uno scenario di grave recessione. Nel complesso, sulla scia della recente correzione al rialzo dei tassi, riteniamo che la probabilità di realizzare rendimenti negativi nell'obbligazionario sarà più bassa in prospettiva, per effetto del reddito più elevato reso possibile dai rendimenti più alti, che a sua volta avrà per effetto una maggiore protezione dall'eventualità di rendimenti assoluti negativi.



Figura 7: Stime dei rendimenti a 1 anno del segmento IG USA in diversi scenari di variazione dei tassi e degli spread (%)

IG USA		Variazioni dello spread nel corso del prossimo anno (punti base)												
		-150	-120	-90	-60	-30	0	30	60	90	120	150	180	210
Variazioni dei tassi nel corso del prossimo anno (pb)	150	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79	-15,93	-18,07	-20,21
	120	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79	-15,93	-18,07
	90	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79	-15,93
	60	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79
	30	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65
	0	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50
	-30	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36
	-60	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22
	-90	22,63	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08
	-120	24,77	22,63	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94
	-150	26,91	24,77	22,63	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21

Fonte: Bloomberg: IG USA – Bloomberg US Agg Corporate Index. Rendimento corrente al 1° giugno 2023. Duration corrente al 1° giugno 2023. La stima del rendimento a un anno viene calcolata in termini di rendimento corrente + variazione netta tra tasso e spread x duration. I riferimenti a performance e rendimenti futuri attesi non costituiscono promesse o stime di performance effettive realizzabili dagli investitori, pertanto non va fatto affidamento su di essi. Le previsioni hanno scopo puramente illustrativo e non vanno intese come consulenze, raccomandazioni o garanzie di performance. Le previsioni si basano su stime soggettive e ipotesi che non si sono ancora realizzate. La precisione delle stime è limitata dal fatto che esse non sono basate su transazioni effettive, ma sui modelli e sui dati compilati da MFS. I risultati non rappresentano né sono indicativi di risultati effettivi che possono essere ottenuti in futuro. Le performance ottenute dai singoli investitori possono variare significativamente.

Nel complesso, crediamo che questo possa essere un momento opportuno per considerare di aumentare l'esposizione all'obbligazionario in previsione di questo cambio di paradigma positivo del mercato. ▲



Note

- ¹ Il diagramma a quattro quadranti descrive i quattro possibili regimi obbligazionari macro sulla base delle variazioni dei tassi e degli spread: paura della Fed, timori per la crescita/di una recessione, quantitative easing, e dinamica di crescita. Nel regime "paura della Fed", per esempio, salgono sia i tassi che gli spread. Nel regime "timori per la crescita", mentre gli spread si ampliano i tassi si abbassano.
- ² Fonte: Bloomberg. La correlazione a breve termine si calcola come correlazione mobile su 60 giorni dei rendimenti giornalieri dei Treasury USA e dell'S&P 500 Treasury USA = Bloomberg US Treasury index. I dati al 2 giugno 2023 evidenziano un coefficiente di correlazione di -0,48.
- ³ Bloomberg. L'indice ICE BofA Move è un indice ponderato per la curva dei rendimenti relativo alla volatilità implicita normalizzata delle opzioni sui Treasury a 1 mese. Si tratta della media ponderata delle volatilità di CT2, CT5, CT10 e CT30. Dati al 2 giugno 2023.
- ⁴ Il BCI incorpora le seguenti variabili: le richieste iniziali di sussidi di disoccupazione (Department of Labor), i permessi di costruzione (US Census Bureau), l'indice di diffusione dei sondaggi sulle previsioni aziendali della Fed di Philadelphia (Philadelphia Fed), le vendite di nuove abitazioni (US Census Bureau), l'indice di fiducia dei consumatori (University of Michigan e Conference Board), l'indice delle aspettative di spesa per investimenti composto dai sondaggi regionali della Fed (New York, Richmond, Dallas, Kansas City, Philadelphia), i nuovi ordini dell'ISM (Institute for Supply Management), le variazioni dei margini di profitto delle imprese (Bureau of Economic Analysis), la crescita degli utili societari (Bureau of Economic Analysis), il livello dei margini di profitto delle imprese (Bureau of Economic Analysis), l'output gap (Congressional Budget Office), il Consumer Price Index USA (Bureau of Labor Statistics), l'Empire State manufacturing survey (New York Fed), il National Association of Home Builders Market Index (NAHB), l'indice NFIB sull'ottimismo delle piccole imprese (NFIB), le costruzioni di nuove abitazioni (Census bureau), il Senior Loan Officer Opinion Survey, Net % of Domestic Respondents Tightening Standards for C&I Loans for Small Firms (Fed), l'ISM manifatturiero (Institute for Supply Management), l'ISM dei servizi (Institute for Supply Management), il Tasso di investimento: gli investimenti fissi in % del PIL - trasformati in serie mensili attraverso l'interpolazione (Bureau of Economic Analysis), la Variazione del rapporto di remunerazione. Retribuzione a titolo di reddito personale percepita dai dipendenti in % del PIL. Variazione del rapporto su 12 mesi (Bureau of Economic Analysis), costo del lavoro unitario (Bureau of Labor Statistics).

Fonte: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® è un marchio commerciale e di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue collegate (collettivamente "Bloomberg"). Bloomberg o i licenziati di Bloomberg detengono tutti i diritti di proprietà degli indici Bloomberg. Bloomberg non approva né avalla il presente materiale, né garantisce la precisione o la completezza delle informazioni ivi contenute, né rilascia alcuna garanzia, espressa o implicita, circa i risultati ottenibili dalle stesse e, nella misura massima consentita dalla legge, non potrà essere ritenuta responsabile di danni derivanti in relazione alle stesse.

Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino.

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti** – MFS Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc.; **America Latina** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Investment Management Canada Limited. Questa comunicazione non è stata esaminata da commissioni per la borsa valori o equivalenti autorità regolamentari canadesi; **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera**: pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera)**: pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à.r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a.r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale; **Singapore** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** – MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento.