

Investire in obbligazioni durante le recessioni statunitensi

Autori

David Peterson, CFA
Research Senior Analyst
Investment Solutions Group

Zachary Knope, CFA
Research Lead Analyst
Investment Solutions Group

In breve

- Dal 1972 le obbligazioni hanno sovraperformato sia la liquidità che le azioni durante le recessioni che hanno colpito gli Stati Uniti.
- Di norma, i tassi d'interesse cominciano a diminuire tre mesi prima delle recessioni e raggiungono il minimo ciclico circa cinque mesi dopo l'inizio di una recessione.
- È stato dimostrato che durante le fasi di rallentamento economico le obbligazioni offrono vantaggi di diversificazione e riducono la volatilità dei portafogli che includono asset rischiosi come le azioni.

A partire dall'inizio del 2022, gran parte dell'universo d'investimento è stata scossa dal tentativo delle banche centrali di tutto il mondo di contenere l'inflazione, giunta sui massimi pluridecennali, aumentando i tassi d'interesse e invertendo il quantitative easing. In passato, un inasprimento finanziario di tale portata – nell'attuale ciclo il tasso ufficiale della Federal Reserve è passato dallo 0,25% al 5,50% – è coinciso con una recessione dell'economia statunitense. Sebbene l'arrivo o meno di una recessione sia ancora oggetto di dibattito, gli investitori farebbero bene a tenere presente come si sono comportate le obbligazioni durante i passati rallentamenti economici. Secondo la nostra analisi storica, infatti, le obbligazioni hanno sovraperformato e ridotto significativamente la volatilità in portafoglio in periodi di tensione dei mercati.

Definire le recessioni

Partendo dal 1969, negli Stati Uniti si sono verificate otto recessioni (secondo la definizione del National Bureau of Economic Research). Noi le dividiamo in due categorie: lievi e gravi. Le recessioni gravi hanno tre caratteristiche:

- Flessioni del PIL su base annua superiori al 2%
- Un aumento del 3% del tasso di disoccupazione
- Una diminuzione dell'output gap superiore al 4%

Classificazione delle recessioni

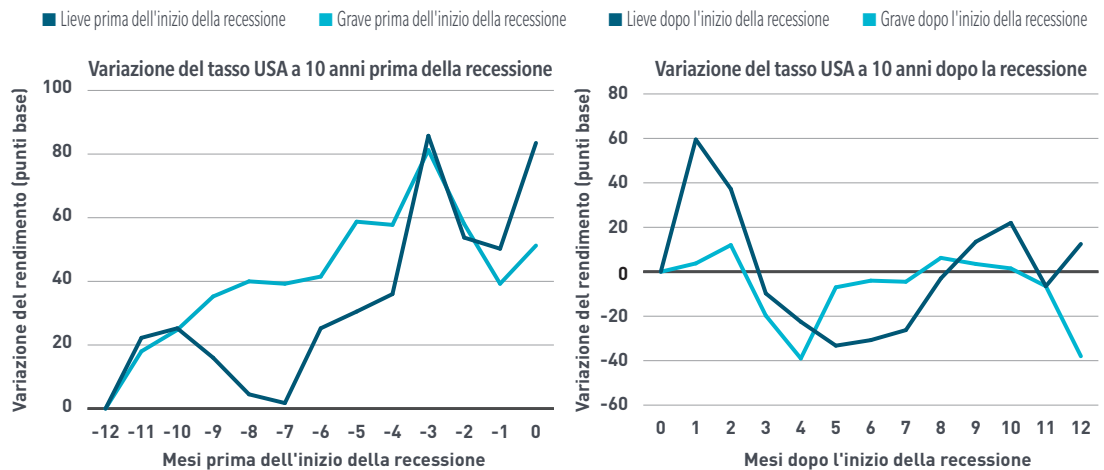
Grave	Lieve
1973–1975	1969–1970
1981–1982	1980–1980
2007–2009	1990–1991
2020–2020	2001–2001

Le recessioni che non presentano queste caratteristiche rientrano nella categoria delle recessioni lievi. Dal 1969 si sono verificate quattro recessioni gravi e quattro recessioni lievi. Molte sono cominciate alla fine dei cicli d'inasprimento monetario avviati dalla Fed che, al pari di altre banche centrali, tende ad attuare una politica monetaria anticiclica, ossia cerca di inasprire le condizioni finanziarie quando l'economia si surriscalda e di ravvivare l'economia quando si raffredda troppo. Per i prodotti obbligazionari e sensibili ai tassi, ciò significa di norma un aumento dei tassi durante il ciclo d'inasprimento che porta alla recessione e quindi una discesa dei tassi quando la Fed taglia il suo tasso ufficiale per stimolare l'attività economica.

Movimenti dei tassi prima e dopo le recessioni

La Figura 1 traccia l'andamento medio dei tassi dei Treasury statunitensi a 10 anni 12 mesi prima e 12 mesi dopo le recessioni lievi e gravi.

Figura 1: variazioni medie dei tassi USA a 10 anni 12 mesi prima e 12 mesi dopo la recessione



Fonte: Bloomberg, NBER, Federal Reserve Bank of St. Louis. Dati mensili dal 31 dicembre 1968 al 28 febbraio 2021. Recessioni lievi = 1969, 1980, 1990, 2000. Recessioni gravi = 1973, 1981, 2007, 2020. Variazioni dei rendimenti indicizzate a 0 all'inizio dell'analisi.

Possiamo osservare come i tassi tendano a seguire un percorso simile durante le recessioni lievi e gravi, aumentando prima della recessione e scendendo quando questa si risolve. I tassi tendono a raggiungere il picco tre mesi prima della recessione per poi ridiscendere, toccando il fondo in media quattro-cinque mesi dopo la recessione. Nelle recessioni gravi i tassi scendono in media di quasi 70 punti base, e tendono a farlo tra i tre mesi precedenti la recessione e i quattro mesi successivi. Nelle recessioni lievi i tassi tendono a salire più a lungo, di solito raggiungendo il picco nel primo mese e ridiscendendo nel quinto e sesto. Nelle recessioni lievi i tassi scendono in media di 93 punti base nel primo e nel quinto mese di recessione. Escludendo la recessione del 1980, durante la quale i tassi sono scesi precipitosamente partendo da livelli elevati, nelle recessioni lievi i tassi diminuiscono in media di soli 55 punti base.

Andamento dei Treasury durante le recessioni

Sebbene le recessioni rappresentino una sfida per gli investitori, il calo dei tassi d'interesse può essere vantaggioso per la componente obbligazionaria del portafoglio diversificato di un investitore. Analizzando i rendimenti a tre e sei mesi dei Treasury USA, abbiamo riscontrato che il punto più basso della performance viene toccato circa tre mesi prima delle recessioni, mentre i picchi di rendimento si verificano circa cinque mesi dopo le recessioni.

Figura 2: rendimenti medi dei Treasury USA durante una recessione

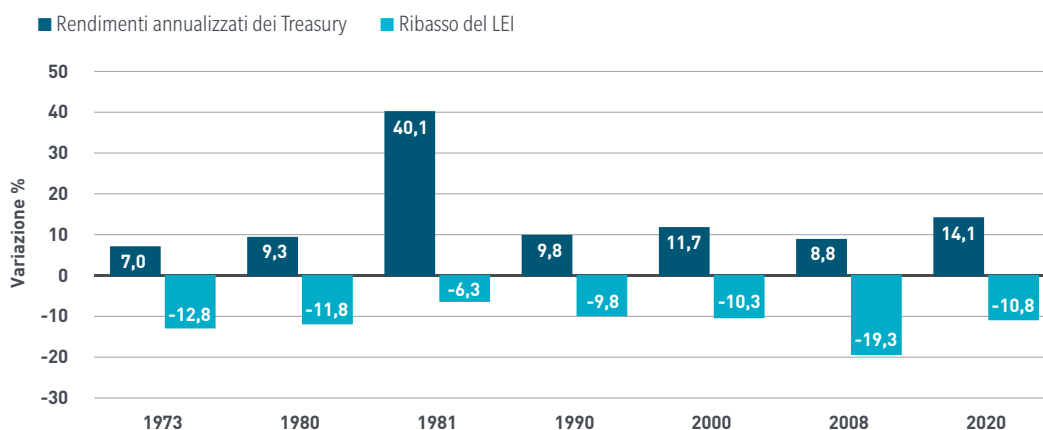
Indice dei Treasury USA	Rendimento a 3 mesi	Rendimento a 6 mesi
6 mesi prima	2,09%	2,92%
3 mesi prima	0,22%	2,29%
Inizio della recessione	3,34%	3,58%
3 mesi dopo l'inizio della recessione	3,34%	3,58%
4 mesi dopo l'inizio della recessione	0,44%	2,76%
5 mesi dopo l'inizio della recessione	6,12%	7,15%
6 mesi dopo l'inizio della recessione	2,81%	5,96%
Fine della recessione	3,34%	7,31%
6 mesi dopo la fine della recessione	1,15%	1,94%

Fonte: Bloomberg. Dati mensili dal 31 gennaio 1973 al 31 ottobre 2020. Treasury USA = Bloomberg US Treasury Index. Rendimenti al lordo e in dollari USD. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

Benché i rendimenti riportati nel grafico mostrino che le performance obbligazionarie aumentano durante una recessione, va detto che questa analisi viene effettuata col senno di poi, in quanto conosciamo le date di inizio e di fine delle recessioni esaminate. Per prevedere i tempi delle recessioni future gli investitori devono captare i segnali.

Un segnale molto utile è il Leading Indicator Index (LEI) del Conference Board statunitense, che aggrega diversi indicatori economici che tendono ad anticipare il ciclo economico. Dal 1973 il LEI è sceso sotto lo zero dieci volte, sette delle quali hanno portato a una recessione. I tre falsi "allarmi" sono stati caratterizzati da un'unica rilevazione mensile sotto lo zero a cui ha fatto seguito una rimonta dell'indice. Pertanto, qualsiasi flessione protratta sotto lo zero è una forte indicazione di una possibile recessione all'orizzonte. Nelle sette rilevazioni che hanno preannunciato una recessione, l'indice LEI ha cominciato a scendere in media sei mesi prima della recessione e ha toccato il fondo circa 14 mesi dopo. Questo orizzonte temporale coincide quasi perfettamente con il picco e il successivo calo osservato nei tassi d'interesse. La Figura 3 mostra la performance annualizzata dell'indice dei Treasury USA a partire dalla prima entrata del LEI in territorio negativo fino al suo minimo recessionistico. In media, i Treasury hanno reso il 14,4% durante questi ribassi del LEI. Ciò suggerisce che, se abbinate ad asset rischiosi come le azioni, che tendono a conseguire performance meno favorevoli durante i periodi di recessione, le obbligazioni possono aiutare a gestire il rischio di ribasso durante i periodi di rallentamento.

Figura 3: rendimenti dei Treasury USA durante i ribassi del LEI



Fonte: Bloomberg, Conference Board. Dati mensili dal 31 gennaio 1973 al 30 aprile 2020. Treasury = Bloomberg US Treasury Index. Rendimenti al lordo e in dollari USD. Ribasso = variazione su base annua più bassa del LEI durante i periodi indicati. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

Performance relativa rispetto ad altre asset class

È interessante comparare le obbligazioni con altre asset class in un'ottica di asset allocation strategica, ossia al fine di capire come utilizzarle al meglio all'interno di un portafoglio.

I recenti aumenti dei tassi operati dalle banche centrali hanno reso la liquidità un investimento interessante per la prima volta da molti anni, e le obbligazioni di norma sottoperformano la liquidità durante i cicli di rialzo dei tassi, come mostrato nella Figura 4. Tuttavia, in base all'analisi storica, una volta che le banche centrali operano l'ultimo rialzo del ciclo fino a raggiungere il cosiddetto "tasso terminale", le obbligazioni possono beneficiare dei successivi tagli dei tassi e storicamente hanno sovraperformato gli investimenti in liquidità durante e dopo le fasi caratterizzate da tassi terminali.

Figura 4: rendimenti dei Treasury USA e della liquidità a confronto

Performance dell'asset class intorno ai precedenti episodi di tassi terminali		12 mesi prima del tasso terminale	Durante il tasso terminale*	12 mesi dopo il tasso terminale
Tasso terminale = da giugno 2000 a dicembre 2000	Liquidità	5,87	3,48	5,03
	Treasury USA	4,58	6,42	8,13
Tasso terminale = da luglio 2006 a luglio 2007	Liquidità	4,35	5,52	4,64
	Treasury USA	1,80	5,63	8,77
Tasso terminale = da gennaio 2019 a luglio 2019	Liquidità	2,20	1,38	1,92
	Treasury USA	2,84	3,36	7,55
Tasso corrente Ciclo d'inasprimento**	Liquidità	3,92	TBD	TBD
	Treasury USA	-2,21	TBD	TBD

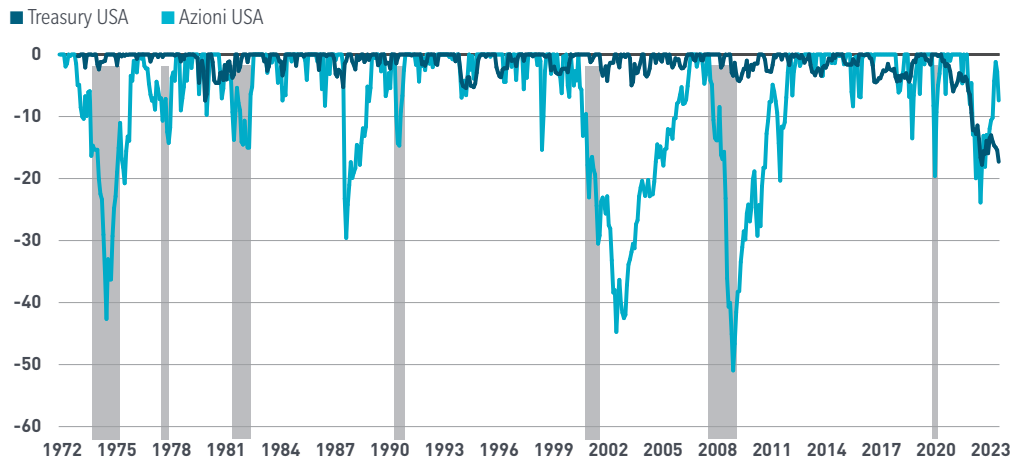
Fonti: Bloomberg, Factset, ICE BofA, Federal Reserve statunitense. Dati mensili dal 31 gennaio 1988 al 31 agosto 2023. Rendimenti dei Treasury a media scadenza = indice Bloomberg US Treasury Intermediate. Liquidità = indice ICE BofA US Currency Deposit Offered Rate Constant Maturity (3m). Rendimenti espressi al lordo e in dollari USD. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

*Per il periodo "durante il tasso terminale" vengono utilizzati i rendimenti annualizzati a causa della diversa durata del raggiungimento e del mantenimento dei tassi terminali.

**L'attuale ciclo d'inasprimento dei tassi è al 31 luglio 2023 e mostra la performance dei 12 mesi precedenti durante l'ultimo ciclo.

A differenza delle obbligazioni, che ricevono una spinta dalle banche centrali durante le fasi di rallentamento dell'attività economica, le azioni tendono a sottoperformare in questi periodi. La Figura 5 mette a confronto i Treasury con le azioni statunitensi durante i periodi di recessione a partire dal 1972. I Treasury mostrano sempre ribassi inferiori e tempi di recupero più rapidi. Nelle sette recessioni mostrate, i Treasury USA mostrano un ribasso medio massimo durante le recessioni del 3,6%, con un periodo medio di recupero dal ribasso iniziale di dieci mesi. Nel caso delle azioni, il ribasso medio massimo è pari al 38,4% e il tempo di recupero è di 44 mesi, ovvero poco più di 3,5 anni.

Figura 5: ribassi dei Treasury e delle azioni USA

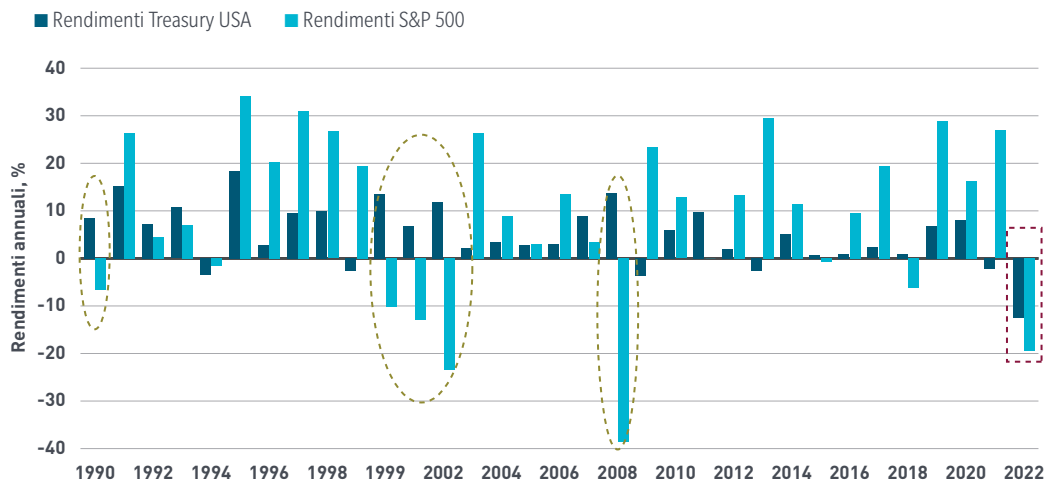


Fonte: FactSet. Dati mensili dal 31 ottobre 1972 al 29 settembre 2023. Azioni USA = indice S&P 500. Treasury USA = Bloomberg US Treasury Index. Rendimenti al lordo e in dollari USD. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

I benefici della diversificazione

Se i ribassi sono stati più lievi e le rimonte più rapide per le obbligazioni, i titoli di Stato hanno generato rendimenti positivi anche durante le recessioni. La Figura 6 mette in risalto la divergenza tra i rendimenti dei titoli di Stato e quelli delle azioni durante i periodi di tensione sui mercati, a ulteriore riprova dei vantaggi di diversificazione forniti dalle obbligazioni, che possono aiutare a gestire il rischio di ribasso.

Figura 6: rendimenti annuali dei Treasury e delle azioni statunitensi

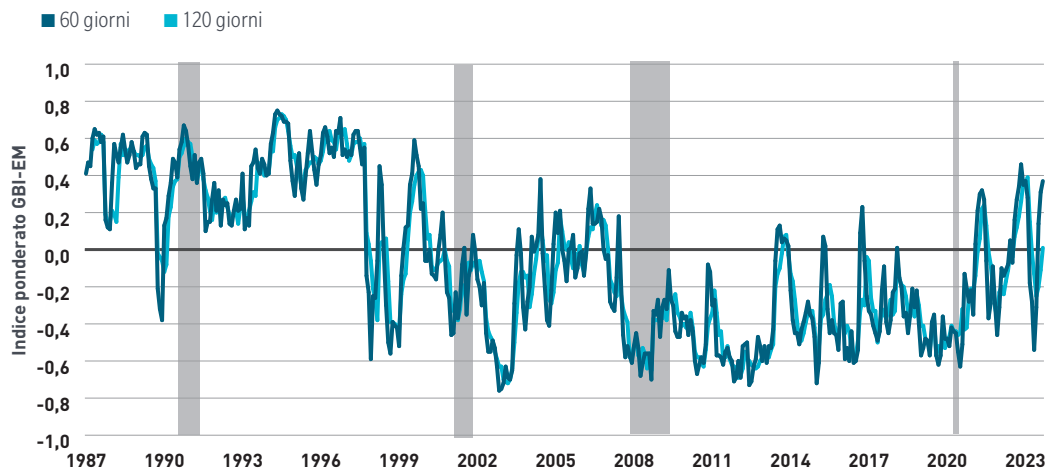


Fonte: Bloomberg. Dati annuali dal 1990 al 2022. Rendimento S&P500 = S&P 500 Total Return Index. Rendimenti Treasury USA = Bloomberg US Treasury Index. Rendimenti al lordo e in dollari USD. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

Questa relazione è stata messa alla prova nel 2022, quando l'economia mondiale si è trovata a fronteggiare livelli di inflazione che non si vedevano dagli anni '80, in risposta ai quali è stata attuata in tempi record una massiccia stretta monetaria (Figura 6).

Le correlazioni tra azioni e obbligazioni possono cambiare prima e dopo una recessione. Come si evince dalla Figura 7, nelle ultime quattro recessioni le correlazioni tra Treasury e azioni hanno tipicamente raggiunto il picco diversi mesi prima dell'inizio della recessione, per poi diminuire durante la recessione. In tutte le recessioni esaminate vediamo riduzioni tangibili del grado di correlazione, che risultano particolarmente pronunciate in alcuni degli episodi di recessione più gravi, come quello del 2008.

Figura 7: correlazioni mobili dei Treasury USA con le azioni statunitensi



Differenza di correlazione (livello minimo meno livello massimo)	60 giorni	120 giorni	Tempo fino al minimo (anni)
4/26/1989–5/23/1991	-0,26	-0,18	2,08
9/28/2000–9/13/2001	-0,66	-0,18	0,96
10/18/2006–10/6/2008	-1,02	-0,84	1,97
11/29/2019–3/10/2020	-0,28	-0,09	0,28
Medie	-0,55	-0,32	1,32

Fonte: ICE BofA, Bloomberg. Correlazione calcolata utilizzando i dati giornalieri e calcolati mensilmente dal 30 novembre 1986 al 29 settembre 2023. Azioni USA = indice S&P 500. Treasury USA = ICE BofA US Treasury and Agency Index. Per il calcolo delle tabelle nello stesso periodo sono stati utilizzati dati giornalieri. Rendimenti al lordo e in dollari USD.

La diminuzione della correlazione è spesso vantaggiosa per i portafogli degli investitori, in quanto una minore correlazione si traduce generalmente in un minor rischio complessivo del portafoglio. Ad esempio, un investitore con un portafoglio composto per il 60% da azioni con una volatilità del 20% e per il 40% da obbligazioni con una volatilità del 5% vedrebbe il rischio complessivo di portafoglio ridursi di 70 punti base se la correlazione diminuisse di 0,35 punti. Ciò rafforza la tesi a favore delle obbligazioni, visti i loro straordinari vantaggi in termini di diversificazione e riduzione del rischio a livello di portafoglio.

Impatto delle obbligazioni nei portafogli

Qual è la componente obbligazionaria appropriata a un determinato portafoglio? Gli obiettivi e le tolleranze al rischio variano da investitore a investitore. Tuttavia, riteniamo che una maggiore allocazione obbligazionaria in un periodo di recessione aiuti di norma a gestire il rischio di ribasso per l'intera durata della recessione rispetto ai portafogli con una maggiore allocazione azionaria. La Figura 8 mette a confronto i ribassi mensili di tre portafogli ipotetici, che hanno componenti obbligazionarie comprese tra il 20% e il 60%.

Figura 8: performance ipotetica del portafoglio durante una recessione

Allocazione di portafoglio:	Periodo di recessione Ribasso massimo:					
	Recessione del 1980	Recessione del 1982	Recessione del 1991	Inizio anni 2000	Crisi finanziaria globale	Pandemia
80% azioni, 20% obbligazioni	-8,47%	-8,49%	-10,95%	-6,72%	-39,54%	-9,30%
60% azioni, 40% obbligazioni	-7,25%	-6,54%	-8,38%	-3,75%	-29,40%	-6,25%
40% azioni, 60% obbligazioni	-6,08%	-4,57%	-5,79%	-0,79%	-17,88%	-3,21%
Differenza tra i portafogli con il 60% in obbligazioni e quelli con il 20% in obbligazioni	2,39%	3,92%	5,16%	5,92%	21,66%	6,10%
Indice S&P 500	-9,73%	-13,28%	-13,83%	-9,68%	-48,45%	-12,35%
Bloomberg US Treasury	-4,91%	-1,08%	-1,44%	-1,24%	0,00%	0,00%

Fonte: Bloomberg. Dati mensili dal 31 dicembre 1979 al 30 aprile 2020. Rendimenti al lordo e in dollari USD. Azioni = indice S&P 500. Obbligazioni = indice Bloomberg US Treasury. **I portafogli ipotetici analizzati sono a scopo puramente illustrativo.**

Come possiamo osservare, in ogni portafoglio ipotetico il ribasso massimo per le azioni statunitensi era molto più ampio di quello dei Treasury statunitensi, e le maggiori allocazioni obbligazionarie hanno generato meno volatilità. Inoltre, poiché storicamente la performance dei Treasury diventa positiva molto prima di quella delle azioni, riteniamo che un investitore possa trarre vantaggio dal ribilanciamento dei portafogli verso l'allocazione target acquistando azioni in una fase in cui è più probabile che conseguano buone performance in futuro e mettendo così il portafoglio in una posizione potenzialmente migliore in vista dell'avvio del ciclo economico successivo.

Conclusioni

Anche se ogni recessione è diversa, riteniamo che i vantaggi delle obbligazioni nei periodi di recessione continueranno ad essere osservati anche in futuro. Col proseguire dei cicli di aumenti e tagli dei tassi delle banche centrali, prevediamo che il modello storico che vede i tassi salire in vista di una recessione, scendere appena prima e continuare a scendere nei primi quattro-cinque mesi di recessione sia destinato a ripetersi. Prevediamo altresì che molti dei vantaggi in termini di diversificazione e di riduzione del rischio offerti dalle obbligazioni rispetto alle azioni continueranno a essere potenzialmente utili agli investitori durante le fasi di rallentamento economico. Se le nubi oscure della recessione si stanno effettivamente addensando, un'allocazione obbligazionaria è uno strumento importante da considerare. ▲

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.

"Standard & Poor's®" e S&P "S&P®" sono marchi registrati di Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P") e Dow Jones è un marchio registrato di Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). Tali marchi sono concessi in licenza d'uso a S&P Dow Jones Indices LLC e concessi in sublicenza per determinati scopi ad MFS. L'S&P 500® è un prodotto di S&P Dow Jones Indices LLC, ed è stato concesso in licenza d'uso ad MFS. I prodotti di MFS non sono sponsorizzati, approvati, venduti o promossi da S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P o dalle rispettive affiliate, e né S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P, né le rispettive affiliate rilasciano alcuna dichiarazione in merito all'opportunità di investire in tali prodotti.

Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle di MFS Investment Solutions Group, un'entità interna alla divisione distribuzione di MFS, e possono differire da quelle dei gestori di portafoglio e degli analisti di ricerca di MFS. Queste opinioni sono soggette a variazioni in qualsiasi momento e non vanno considerate alla stregua di una consulenza di investimento fornita dal Consulente, di una raccomandazione di titoli o di un'indicazione delle intenzioni di trading per conto di MFS.

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 contravvenga 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.