

Il Big Mac sull'allocazione alla liquidità¹

È ora di mandare in pensione il CD

Autore

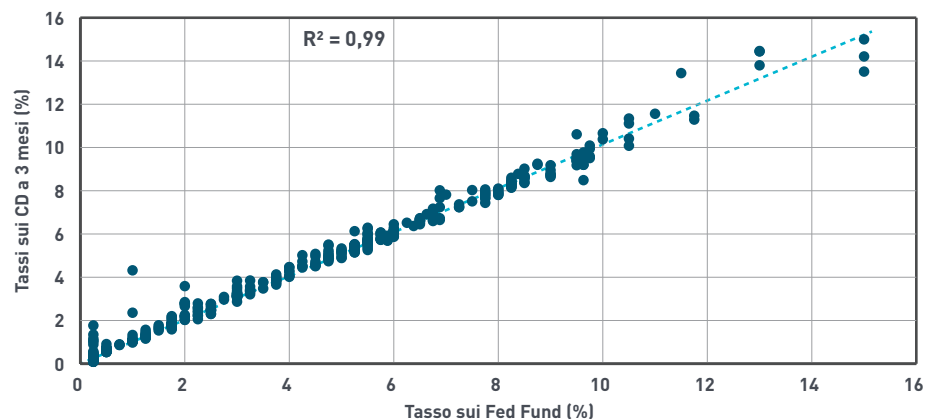


Benoit Anne
Managing Director
Investment Solutions Group

Negli ultimi mesi la liquidità è stata un'asset class molto apprezzata. Nell'ambito del regime macro "paura della Fed", la liquidità è riuscita a offrire una parziale protezione dall'aumento dei tassi e dal grave shock di avversione al rischio, fornendo al contempo rendimenti significativi. Tuttavia, il quadro macroeconomico è mutato drasticamente. Con il tasso sui Federal Fund giunto ai livelli massimi o quasi, riteniamo che la liquidità, sotto forma di certificati di deposito (CD), comincerà probabilmente a sottoperformare il credito d'ora in avanti. Siamo favorevoli all'assunzione di rischio di credito come alternativa interessante ad una posizione in liquidità.

Dato che il ciclo di inasprimento della Fed è (praticamente) terminato, riteniamo che la liquidità si appresti a sottoperformare il credito. Storicamente, il picco dei tassi delle banche centrali ha segnato un importante punto di svolta in termini di sottoperformance della liquidità rispetto all'obbligazionario. In questo rapporto analizziamo la performance della liquidità utilizzando il tasso sui certificati di deposito (CD) statunitensi a 3 mesi, per i quali sono facilmente reperibili dati a lungo termine. Come illustrato nella Figura 1, il tasso sui Federal Fund e il tasso sui CD a 3 mesi hanno mostrato una correlazione estremamente elevata. In altre parole, il tasso sui CD è stato storicamente determinato dal tasso ufficiale fissato dalla Federal Reserve statunitense.

Figura 1: Relazione statistica tra il tasso sui Federal Fund e il tasso sui CD a 3 mesi



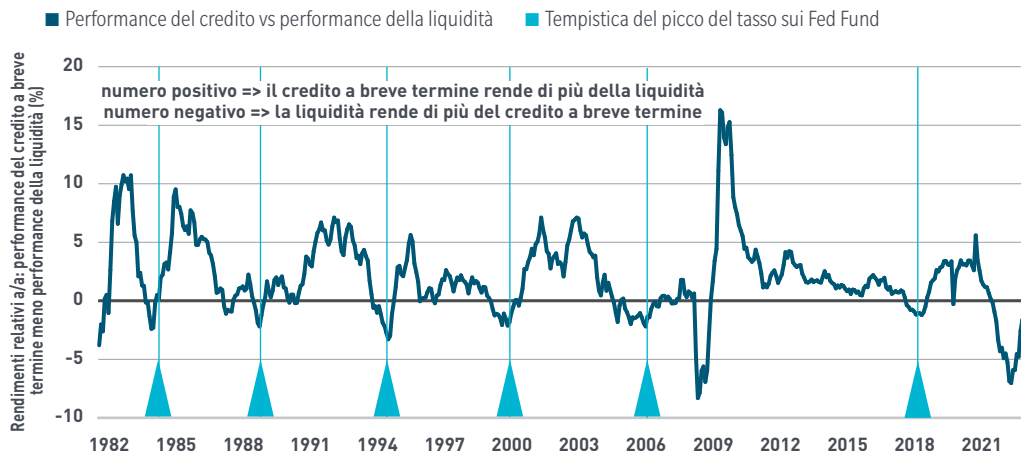
¹ Il Big Mac, che rimanda a "big macro", è una nota periodica sui mercati obbligazionari globali che analizza argomenti rilevanti per il contesto obbligazionario globale/macro globale.

Fonte: Bloomberg, Fed, database Fred della Fed. Tasso sui Fed Fund: Liquidità = tassi e rendimenti a 3 mesi o 90 giorni; Certificati di deposito negli Stati Uniti, in percentuale su base mensile non stagionalizzata. Dati mensili da gennaio 1982 ad agosto 2023.



Storicamente, la liquidità comincia a sottoperformare il credito a breve scadenza poco dopo che il tasso sui Federal Fund ha raggiunto un picco. Analizzando i dati storici relativi alla politica monetaria della Fed a partire dal 1982, abbiamo individuato sei diversi cicli di inasprimento della Fed. Complessivamente, la performance della liquidità è scesa al di sotto di quella del credito a breve termine in media tre mesi dopo il picco del tasso sui Federal Fund, come illustrato nella Figura 2. I rendimenti relativi del credito rispetto alla liquidità tendono difatti a tornare in territorio positivo poco dopo che il tasso della Fed ha raggiunto il suo picco ciclico.

Figura 2: Performance relativa del credito a breve termine rispetto ai picchi dei tassi della liquidità e dei Federal Fund

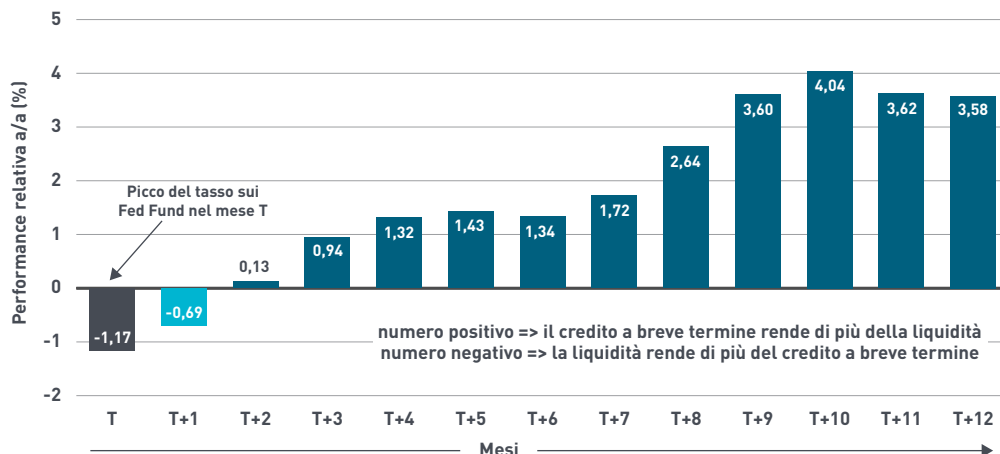


Fonte: Bloomberg, database Fred della Fed, ICE BofA. Tasso sui Fed Fund: Liquidità = Tassi e rendimenti a 3 mesi o 90 giorni: Certificati di deposito negli Stati Uniti, in percentuale su base mensile non destagionalizzata. Credito a breve scadenza = ICE BofA, credito societario IG USA a 1-3 anni (indice C1A0). Dati mensili da gennaio 1982 ad agosto 2023. Rendimenti annualizzati calcolati mensilmente.

L'entità della sottoperformance della liquidità tende ad aumentare col passare del tempo.

Storicamente, nei primi mesi successivi alla fine di un ciclo di inasprimento della Fed la sottoperformance della liquidità è stata modesta. Tre mesi dopo il picco, ad esempio, il credito a breve termine ha sovraperformato la liquidità solo dello 0,94% in media. Ma la sottoperformance della liquidità è poi diventata più significativa e ha raggiunto una media del 3,6% al nono mese, mantenendosi su livelli elevati anche in seguito (Figura 3).

Figura 3: Entità della performance relativa del credito a breve termine rispetto alla liquidità dopo i picchi dei tassi Fed



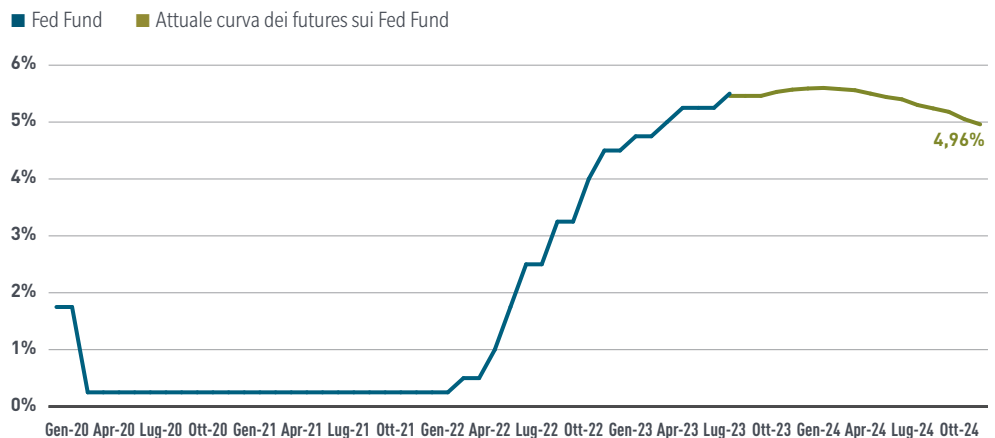
Fonte: Bloomberg, database Fred della Fed, ICE BofA. Tasso sui Fed Fund: Liquidità = tassi e rendimenti a 3 mesi o 90 giorni: Certificati di deposito negli Stati Uniti, in percentuale su base mensile non destagionalizzata. Credito = ICE BofA, credito societario IG USA a 1-3 anni (indice C1A0). Dati mensili da gennaio 1982 a luglio 2023. Rendimenti a/a. In base alla media dei sei episodi di picco dei tassi dal 1982.



Potremmo trovarci già nel mese T+2. Dopo l'ultimo rialzo dei tassi a luglio, non è ancora chiaro se la Fed abbia già completato o meno il suo ciclo di inasprimento, ma in sostanza siamo arrivati alla fine o molto vicini alla fine di questo ciclo restrittivo. A nostro avviso, ci sono molti argomenti convincenti a sostegno della tesi secondo cui la Fed ha già raggiunto il picco ciclico del suo tasso ufficiale. In particolare, i sostanziali progressi sul fronte della disinflazione hanno fornito alla banca centrale un grado di comfort molto più elevato. Se ci troviamo effettivamente nel mese T+2, ciò significa che, in base alla nostra analisi dei dati storici, la sottoperformance della liquidità potrebbe essere dietro l'angolo.

In base alle aspettative circa la politica della Fed attualmente inglobate nei prezzi, i tassi sulla liquidità sono destinati a diminuire nel giro di qualche trimestre. Come sopra discusso, il principale motore dei tassi sulla liquidità è il tasso sui Federal Fund. Ora, la curva dei futures sui Federal Fund indica la possibilità di un taglio di questo tasso al 4,96% entro la fine del 2024, con riduzioni dei tassi a partire dal terzo trimestre. Questo andamento dei tassi comprometterebbe le prospettive di rendimento della liquidità.

Figura 4: Curva dei Federal Fund e dei futures sui Federal Fund

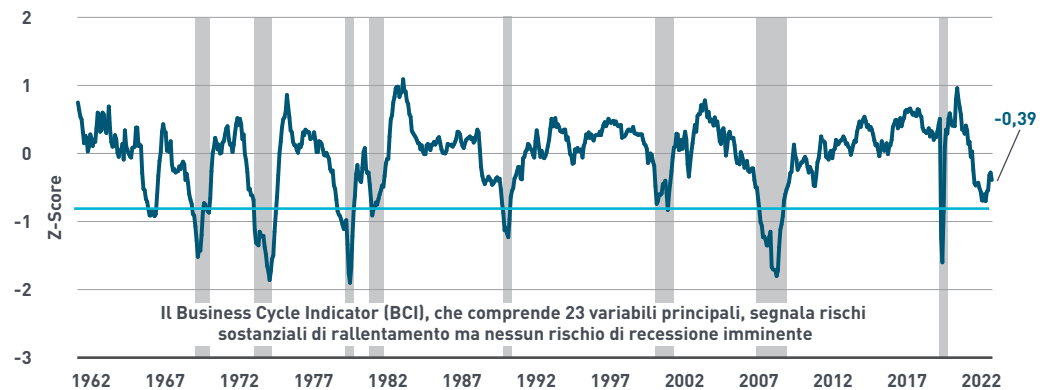


Fonti: Bloomberg. Dati mensili da gennaio 2020 ad agosto 2023. Tassi ufficiali impliciti basati sui contratti futures mensili sui Fed Fund da settembre 2023 a dicembre 2024, rettificati dello 0,125% per tenere conto del limite superiore dei Fed Fund. Dati al 21 settembre 2023.

Considerando il contesto macroeconomico, a nostro avviso è sensato assumere un maggior rischio di credito. Questo perché nelle ultime settimane le prospettive macro sono migliorate e i timori di recessione si sono ridimensionati, benché parzialmente. Di fatto, lo scenario di un atterraggio morbido ha acquistato spessore, ed è uno scenario meno propizio a un orientamento fortemente difensivo. Si tratta di uno sviluppo importante per il mercato obbligazionario, in quanto riduce potenzialmente il rischio di un marcato ampliamento degli spread in caso di recessione. Tuttavia, data la velocità e l'ampiezza di questo ciclo restrittivo, il rischio di un ulteriore e imponente inasprimento appare ridotto, e ciò deporrebbe a favore del reddito fisso. Il nostro Business Cycle Indicator mostra ora che il rischio di recessione è diminuito notevolmente, anche se permane il rischio di un significativo rallentamento della crescita (Figura 5).



**Figura 5: Business Cycle Indicator:
Una misura composta di alcuni indicatori anticipatori per gli USA**



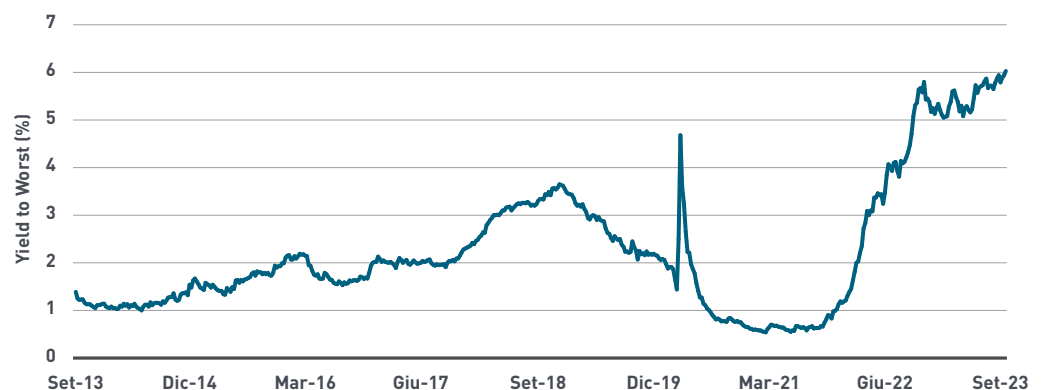
Fonte: Dati Bloomberg. Dati mensili da gennaio 1962 ad agosto 2023. Il BCI aggrega gli z-score di 23 variabili. Le aree ombreggiate indicano recessioni ufficiali negli Stati Uniti, secondo la definizione del National Bureau of Economic Research (NBER). Per z-score si intende il numero di deviazioni standard sopra o sotto la media a cui un determinato dato si attesta. La linea orizzontale identifica uno z-score pari a -0,75, il che segnala una deviazione significativa dalla media. Si veda la nota finale per tutti i dettagli sulle fonti.¹

Di recente i tassi di mercato sono aumentati, e per le giuste ragioni. L'anno scorso la correzione dei tassi è stata determinata principalmente dallo shock inflazionistico. Non è più così. A nostro avviso, il recente andamento dei tassi riflette il miglioramento delle prospettive di crescita. Ma, in prospettiva, crediamo che la correzione dei tassi non sia sostenibile. Riteniamo che i tassi di mercato si stabilizzeranno su un livello più elevato e che la volatilità dei tassi si attenuerà, favorendo i rendimenti obbligazionari a lungo termine.

Il quadro delle valutazioni del credito a breve scadenza ci sembra alquanto favorevole.

Innanzitutto, l'attuale rendimento del credito a breve scadenza si attesta intorno al 6,0%, un livello piuttosto elevato rispetto agli standard storici e superiore di circa 60 punti base agli attuali tassi sui CD (Figura 6). Ciò significa che, con una duration di 1,8, l'indice del credito a breve scadenza dovrebbe affrontare un rialzo dei tassi di 30 pb perché la performance si allinei a quella dei tassi sui CD a 3 mesi (supponendo che il tasso sui CD rimanga invariato lungo lo stesso arco di tempo). Il rendimento iniziale più elevato contribuisce a ridurre il rischio di performance inferiori. La Figura 7 mostra le varie combinazioni delle proiezioni del rendimento a un anno per il credito IG statunitense a 1-3 anni in base a diversi scenari di andamento dei tassi e degli spread. Nel complesso, solo uno scenario estremo (evidenziato in rosso) genererebbe un rendimento a un anno negativo.

Figura 6: Rendimenti del credito a breve scadenza



Fonte: Bloomberg, ICE BofA. Credito a breve scadenza = ICE BofA, credito societario IG USA a 1-3 anni (indice C1A0). Dati settimanali dal 13 settembre 2013 al 21 settembre 2023.



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

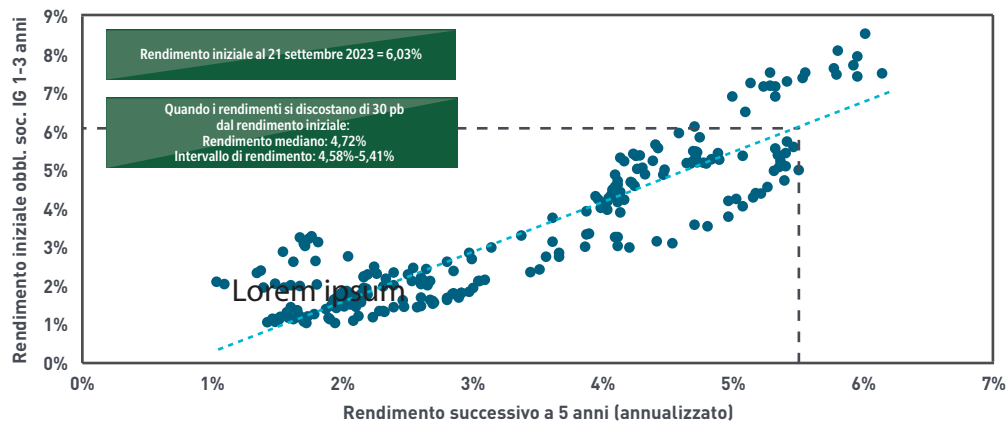
IG USA 1-3 anni		Variazioni dello spread nel corso del prossimo anno												
		-150	-120	-90	-60	-30	0	+30	+60	+90	+120	+150	+180	+210
Variazioni dei tassi nel corso del prossimo anno (pb)	+150	5,98	5,43	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81	2,28	1,74	1,21	0,67	0,14	-0,40
	+120	6,54	5,98	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81	2,28	1,74	1,21	0,67	0,14
	+90	7,09	6,54	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81	2,28	1,74	1,21	0,67
	+60	7,65	7,09	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81	2,28	1,74	1,21
	+30	7,65	7,65	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81	2,28	1,74
	0	8,76	8,20	7,63	7,09	6,54	6,03	5,43	4,87	4,32	3,76	3,21	2,65	2,10
	-30	9,31	8,76	8,17	7,63	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35	2,81
	-60	9,87	9,31	8,70	8,17	7,63	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	3,35
-90	10,42	9,87	9,24	8,70	8,17	7,63	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	3,88	
-120	10,98	10,42	9,77	9,24	8,70	8,17	7,63	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	4,42	
-150	11,53	10,98	10,31	9,77	9,24	8,70	8,17	7,63	7,10	6,56	6,03	5,49	4,96	

Fonte: Bloomberg, ICE BofA: IG USA 1-3 anni = ICE BofA, credito societario IG USA a 1-3 anni (indice C1A0). Rendimento corrente del 6,03% al 21 settembre 2023. Duration corrente al 21 settembre 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.

I rendimenti iniziali tendono storicamente a essere correlati con le performance seguenti.

I dati storici indicano un forte legame tra i rendimenti d'ingresso e le successive performance. Dopo periodi storici in cui il rendimento iniziale del credito a breve scadenza era compreso tra il 4,6% e il 5,2% - un intervallo di 30 pb intorno al rendimento corrente - le successive performance a 5 anni si sono collocate tra il 4,4% e il 5,46%, con un valore mediano del 4,72% (Figura 8).

Figura 8: Obbl. soc. IG USA 1-3 anni: Rendimento iniziale vs rendimento totale sui 5 anni successivi



Fonte: Bloomberg. ICE BofA. Credito a breve scadenza = ICE BofA, credito societario IG USA a 1-3 anni (indice C1A0). Dati mensili da gennaio 2000 ad agosto 2023. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

Nel complesso, con la fine del ciclo di inasprimento della Fed alle porte, riteniamo sia giunto il momento di mandare in pensione il CD. Crediamo infatti che la liquidità sia destinata a sottoperformare il credito a breve scadenza nei mesi a venire. Viste le valutazioni interessanti, il miglioramento del quadro della crescita e le dinamiche inflazionistiche favorevoli, siamo propensi ad assumere rischio di credito in alternativa all'allocazione in liquidità. ▲



Note

¹ 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), la sottocomponente energetica del 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), l'indagine Senior Loan Officer Opinion Survey, % netta di banche nazionali che hanno inasprito le condizioni per i prestiti commerciali e industriali alle piccole imprese (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 retribuzione. 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 licenzianti 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 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 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.