



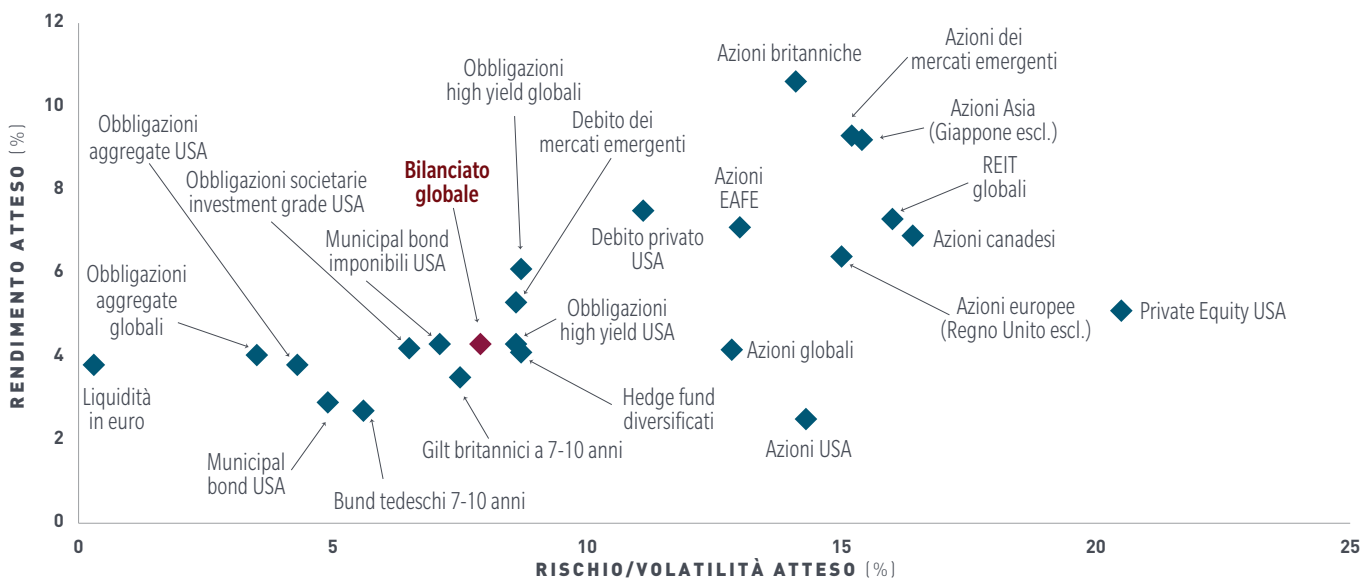
In sintesi

MFS® è lieta di presentare l'edizione di gennaio 2024 delle proprie prospettive di mercato a lungo termine. Queste prospettive, realizzate in-house, guardano al profilo di rischio e rendimento di un'ampia gamma di asset class e regioni a gennaio 2024. Di seguito riportiamo i punti salienti, i dettagli delle nostre prospettive di mercato e il nostro giudizio sulle attuali condizioni economiche e dei mercati dei capitali.

Le nostre aspettative a lungo termine sul rendimento totale nominale per le azioni globali sono del 4,2%, di poco inferiori al 4,6% delle prospettive di luglio. Le azioni globali hanno archiviato una sorprendente rimonta nel 2023, recuperando gran parte del terreno perduto nel 2022. L'entusiasmo degli investitori per tutto ciò che riguarda l'intelligenza artificiale ha trainato il rally, consentendo ai Magnifici Sette, un gruppo di titoli statunitensi growth a grande capitalizzazione, di riprendersi dalla perdita di quasi il 40% subita nel 2022 e di toccare nuovi massimi a dicembre. Pur facendo tutte le leve su vari ambiti tecnologici, queste aziende presentano marcate differenze in quanto ad attività principali, tassi di crescita e leadership aziendale, abbracciando addirittura tre settori diversi. La distribuzione di questi sette titoli nei vari settori ha contribuito a far salire gli indici statunitensi dei settori informatica, servizi di comunicazione e beni di consumo voluttuari rispettivamente del 58%, 56% e 42% circa nel 2023. I settori dei servizi di pubblica utilità, dei beni di prima necessità e dell'energia sono stati i fanalini di coda su base annua.

Sebbene molti operatori di mercato avessero previsto che il 2023 sarebbe stato l'anno in cui i rialzi dei tassi avrebbero finalmente cominciato a pesare sull'economia, le condizioni macro generali hanno sorpreso al rialzo. La Federal Reserve degli Stati Uniti è rimasta attiva, intervenendo per placare i mercati a marzo dopo lo scoppio di una minicrisi che ha coinvolto diverse banche regionali statunitensi alle prese con disallineamenti tra attività e passività e deflussi dai depositi. La Fed ha continuato il suo percorso di rialzo dei tassi fino a metà anno, per poi fare una pausa dopo la riunione di luglio. Nel complesso, la Fed ha aumentato i tassi in occasione di undici riunioni consecutive, quindi l'interruzione ha rappresentato un cambiamento significativo. Benché i tassi rimangano in territorio restrittivo, il calo dell'inflazione ha dato alla banca centrale la copertura necessaria per prendersi una pausa prima di passare alla modalità espansiva e tagliare i tassi. Con l'inflazione complessiva in discesa al 3,4% a dicembre, ben al di sotto del tasso

Figura 1: Prospettive di mercato a lungo termine di MFS



Il portafoglio bilanciato globale è costituito per il 60% da azioni globali e per il 40% da obbligazioni globali. Il rischio/volatilità atteso è rappresentato dalla deviazione standard.

Un portafoglio bilanciato globale dovrebbe fornire un rendimento totale nominale del 4,3% a fronte di una volatilità del 7,9%.

del 9,1% di giugno 2022, la Fed può ora permettersi di adottare un approccio interlocutorio, soprattutto se l'attività economica comincia a rallentare. Altre banche centrali, come la Banca centrale europea e la Bank of England, continuano a lottare contro tassi d'inflazione superiori ai livelli di comfort, ragion per cui i tagli dei tassi dovranno aspettare.

Le azioni statunitensi, con una ponderazione di oltre il 60% nell'indice MSCI AC World, sono state il principale volano della performance delle azioni globali, nonostante la crescita tiepida degli utili. Gran parte della performance è ascrivibile all'espansione delle valutazioni, con il rapporto P/E a dodici mesi passato da poco meno di 17 volte a fine 2022 a quasi 20 volte, mantenendosi sopra la sua media decennale. Anche le azioni giapponesi hanno fornito un contributo notevole, registrando un rendimento totale del 20% su base annua in termini di dollari USA. La ponderazione del Giappone, pari al 5,4% nell'indice globale, è modesta rispetto a quella degli Stati Uniti ma è la più alta tra i paesi non statunitensi. A livello regionale, anche le azioni europee hanno registrato un forte rialzo sull'anno, guidate dalle borse italiane e tedesche, che hanno cominciato l'anno su valutazioni estremamente contenute.

Prevediamo che nei prossimi 10 anni i principali contributi ai rendimenti delle azioni globali proverranno da una modesta crescita del fatturato in termini reali e dalle distribuzioni dei dividendi. Le valutazioni, che all'inizio dell'anno si aggiravano intorno alle medie di lungo periodo, si sono nuovamente ampliate verso l'estremità superiore del loro intervallo di lungo corso, per cui non prevediamo che un'ulteriore espansione dei multipli possa contribuire ai rendimenti. I margini di profitto dei listini mondiali, pari a circa il 10,1%, restano prossimi ai massimi storici e superiori alla media a 10 anni dell'8,9%, pertanto la crescita dei fatturati e i dividendi dovranno fare il grosso del lavoro per far sì che i rendimenti superino le aspettative, in base al nostro approccio per "building block". In ambito obbligazionario, ravvisiamo opportunità interessanti in diverse asset class. Per la prima volta da anni, i Treasury statunitensi offrono rendimenti significativi su tutta la curva. Nel credito, sebbene gli spread rimangano compressi, i rendimenti complessivi sono vicini al livello più alto degli ultimi 10 anni, in base alle classifiche percentili. Questi rendimenti di partenza più elevati rappresentano una solida tesi a favore degli investimenti in obbligazioni di elevata qualità, soprattutto dal punto di vista del profilo di rischio/rendimento. Storicamente, i periodi successivi ai cicli di rialzi delle banche centrali sono dei momenti propizi per sfruttare il rischio di duration, e la combinazione di rendimenti sovrani elevati e prospettive creditizie positive depone decisamente a favore del credito societario. Le nostre aspettative a lungo termine sul rendimento totale nominale per le obbligazioni globali sono del 4,0%, in aumento dal 3,6% di luglio.

Ripensando al 2023 e ai solidi rendimenti annuali conseguiti dalle azioni, troviamo sorprendente la capacità di molte aziende di difendere i propri margini di profitto in un periodo caratterizzato da aumenti dei costi di finanziamento, dei costi degli input e delle pressioni salariali. Una possibile spiegazione è data dall'effetto combinato della solidità della spesa pubblica, dell'impiego della tecnologia e dell'estinzione del debito avvenuta negli anni precedenti per approfittare dei tassi bassi. Inoltre, la stessa forza del mercato del lavoro che ha portato alle pressioni salariali potrebbe sostenere la disponibilità dei consumatori ad assorbire i rincari, consentendo così alle aziende di trasferire l'aumento dei costi anziché assorbirli.

Decifrare il mercato del lavoro

A cosa potrebbero essere dunque dovute le condizioni tese sul mercato del lavoro? Una possibile causa è il tasso di partecipazione complessivo alla forza lavoro tuttora inferiore ai livelli pre-Covid, dato che molti lavoratori over 55 non sono rientrati nella forza lavoro. I motivi di ciò possono essere diversi, tra cui il fatto che hanno raggiunto la loro soglia pensionistica, che non vogliono affrontare gli attriti del rientro in ufficio o che non sono in grado di lavorare a causa di problemi di salute. A causa del forte disallineamento tra lavoratori e posti vacanti, per la prima volta da decenni i lavoratori sembrano avere una maggiore leva sui datori di lavoro. Questo ha fatto sì che la crescita dei salari sia aumentata del 5% negli ultimi tempi, contro una media di circa il 2,8% annuo negli anni Dieci del 2000. Per molte aziende, la manodopera rappresenta una parte importante, se non predominante, della struttura dei costi, per cui salari più alti significano margini di profitto più bassi o un aumento dei costi dei loro beni e servizi. Quando l'inflazione è aumentata nel 2021 e nel 2022, molte società sono riuscite a trasferire l'aumento del costo del lavoro alzando i prezzi o rimpicciolendo le confezioni (un fenomeno noto come "shrinkflation"). Con il retrocedere dell'inflazione, queste soluzioni potrebbero diventare più difficili da mettere in atto, con effetti potenzialmente negativi sui margini di profitto. Più recentemente, in molte categorie di beni l'inflazione non solo si è attenuata ma si è passati alla disinflazione, a indicazione del fatto che le aziende potrebbero in aggregato aver raggiunto il picco del loro pricing power.

Banche centrali sotto la lente

Dopo la raffica di rialzi dei tassi delle banche centrali degli ultimi due anni, sembra essere cominciata una nuova fase in cui le banche sono in pausa o potrebbero prendersi presto una pausa, e nel frattempo monitorano le implicazioni economiche degli aumenti dei tassi. Resasi conto di essere potenzialmente in ritardo rispetto all'inflazione, a partire dal 2022 la Fed ha intrapreso il ciclo di rialzi più serrato e aggressivo dagli anni Ottanta.

Sebbene la Fed sia stata indubbiamente la banca centrale più aggressiva, non è stata certamente la sola ad adottare questa linea d'azione. Secondo un conteggio Reuters, fino a settembre 2023 le banche centrali del G10 hanno effettuato 36 rialzi per un totale di 1.150 punti base. La Fed ha interrotto i rialzi dopo la riunione di luglio e riteniamo che per il momento abbia concluso le sue manovre, salvo un imprevisto e importante catalizzatore dell'inflazione. Altre banche centrali potrebbero emulare la Fed ma non hanno ancora raggiunto lo stesso punto del percorso dato il loro attuale contesto inflazionistico. Sebbene la moderazione dei tassi d'inflazione e le sacche di rallentamento dell'attività economica abbiano dato a queste banche centrali la copertura necessaria per interrompere i rialzi in attesa di ulteriori dati economici, potrebbe essere troppo presto per prendere in considerazione una riduzione dei tassi. In quella che il mercato ha ritenuto essere una svolta importante, il "dot plot" delle aspettative della Fed rilasciato dopo la riunione di dicembre suggerisce riduzioni dello 0,75% nel 2024 rispetto agli attuali livelli, ma non è chiaro quando cominceranno questi tagli. La Fed lascia intendere che ridurrà più avanti nell'anno, mentre i mercati stanno scontando nei prezzi la possibilità di una mossa già alla fine del primo trimestre, con un numero di tagli quasi doppio rispetto a quello suggerito dal dot plot. Riteniamo che i mercati prevedano troppi tagli e troppo presto.

Complessivamente, la stima della Banca Mondiale relativa alla crescita reale del PIL globale 2024 è del 2,7%, un livello che sarebbe inferiore al tasso del 2023 e decisamente al di sotto del 6% del 2021. Gli Stati Uniti rimangono tra le economie meglio posizionate potendo contare sulla forza della spesa al consumo e sull'eccesso di risparmi dovuto agli stimoli, che in parte continua a fluire attraverso i canali governativi statali e locali. Compagno tuttavia i primi segnali di stanchezza dei consumatori, tra cui l'aumento dei prestiti tramite carte di credito e dell'uso dei servizi "compra ora, paga dopo". I servizi "compra ora, paga dopo", che consentono ai consumatori di rateizzare i pagamenti in più settimane, agiscono come una specie di credito a breve termine. Ma essendo privi di un quadro normativo uniforme, le autorità di regolamentazione temono che possano fungere da "crediti ombra" e non tutelare adeguatamente il consumatore. Le insolvenze sulle carte di credito hanno cominciato ad aumentare, pur partendo da un livello molto basso e non indicando ancora stress significativi per i consumatori.

In Europa, la crescita economica è diventata anemica a causa dei maggiori tassi d'inflazione e d'interesse e della debolezza dei consumi privati. L'economia tedesca continua a flirtare con la recessione; la fiducia delle imprese è in calo e il mercato immobiliare soffre a causa della brusca salita dei costi di finanziamento. Altrove in Europa, la Banca d'Italia ha recentemente tagliato le sue previsioni di crescita, in quanto la maggiore rigidità delle condizioni creditizie ha frenato la spesa di consumatori e imprese, e la stagnazione è vista come lo scenario migliore.

In Asia, l'entusiasmo per il Giappone, la terza economia mondiale che è parsa finalmente aver conseguito un assetto fatto di crescita e inflazione più elevati, ha lasciato il passo alla realtà. Dopo un'impennata della

crescita la scorsa estate, l'economia del paese si è nuovamente contratta nel terzo trimestre, a causa del calo della spesa e degli investimenti. Tuttavia, ciò non ha impedito agli investitori di acquistare azioni giapponesi, e l'indice Nikkei 225 ha guadagnato più del 20% su base annua. Più a lungo termine, i reali miglioramenti della corporate governance e il rafforzamento delle alleanze commerciali potrebbero fungere da volano per le azioni giapponesi. La Cina continua a faticare a far ripartire la crescita, gravata com'è dal rallentamento del settore degli immobili residenziali, dai bassi livelli di fiducia degli investitori e da un ambiente normativo imprevedibile. Inoltre, la disoccupazione giovanile rimane un problema, avendo raggiunto il record del 21,3%, secondo un rapporto del Council on Foreign Relations di settembre 2023.

Essendosi mosse in anticipo durante i cicli di rialzo dei tassi, alcune banche centrali dei mercati emergenti hanno cominciato ad allentare la politica monetaria, una tendenza che probabilmente accelererà se le banche centrali dei mercati sviluppati riusciranno ad avviare la riduzione dei tassi. Il debito dei mercati emergenti in valuta locale potrebbe beneficiare di un continuo indebolimento del dollaro USA, che ha abbandonato i massimi del 2022.


Ora che le economie di tutto il mondo cominciano ad avvertire l'impatto dell'aumento dei costi di finanziamento, è probabile che continueremo a osservare traiettorie di crescita e inflazione divergenti nel 2024. Soprattutto, l'aumento dei tassi agisce sulle economie dei vari paesi in modi diversi. Ad esempio, sul fronte immobiliare la maggior parte dei proprietari di casa statunitensi ha stipulato mutui a tasso fisso. Per contro, in Canada e in molti paesi europei i mutui devono adeguarsi alle variazioni dei tassi, esponendo i proprietari alle oscillazioni del costo del denaro. Inoltre, i livelli di indebitamento dei consumatori variano da paese a paese: la base di consumatori canadesi, ad esempio, ha un onere di indebitamento elevato rispetto ad altre economie avanzate.

CONSIDERAZIONI SUL PORTAFOGLIO PER IL 2024

Uno dei peggiori anni della storia per il portafoglio bilanciato è stato il 2022. L'anno scorso è stato uno dei più forti, sostenuto da rendimenti positivi in entrambe le asset class. Il classico portafoglio 60/40 ha reso oltre il 17% annuo, premiando gli investitori che hanno resistito all'impulso di passare alla liquidità dopo la flessione del 2022. Sebbene un motivo fondamentale per cui la strategia bilanciata si è dimostrata così efficace nel tempo sia stato il contrappeso delle asset class, le azioni e le obbligazioni statunitensi hanno entrambe chiuso il 2023 con un rendimento totale positivo. L'S&P 500 ha guadagnato all'incirca il 26% annuo, con i Magnifici Sette in rialzo di oltre il 100%. La combinazione di performance solide e ponderazioni mastodontiche ha permesso all'indice di conseguire robusti rendimenti complessivi, nonostante la marcata sottoperformance degli altri componenti. Il soprannome affibbiato dai media a queste sette azioni ha indotto molti investitori a farne un unico fascio, traendo conclusioni sul loro presunto destino collettivo. Ma ciascuna di queste società ha caratteristiche peculiari in quanto a fondamentali, team di gestione e prospettive commerciali,

Mercati dei capitali

Gennaio 2024



ragion per cui suggeriamo agli investitori di resistere all'impulso di considerarle come un tutt'uno. Detto questo, alcune di esse condividono la capacità di beneficiare dell'ascesa dell'intelligenza artificiale. Alcune di queste aziende saranno i fornitori di infrastrutture, mentre altre ne trarranno vantaggio perché faciliteranno l'utilizzo dell'IA da parte di governi, imprese e consumatori. Ma, come abbiamo già scritto in passato, in linea con quanto successo a molte tecnologie innovative ci sarà una curva di apprendimento e di implementazione significativa, nonché vincitori e vinti inaspettati nel mondo imprenditoriale, esattamente come accaduto con l'ascesa di altre tecnologie come il personal computer e Internet. Al di là di questi nomi, continuiamo a individuare opportunità nelle società statunitensi value di alta qualità nei settori aerospaziale e difesa, alimenti e bevande ed energia elettrica. Anche se la crescita delle large-cap statunitensi ha catalizzato l'attenzione, negli ultimi tre anni sino alla fine del 2023 i segmenti value e growth statunitensi hanno registrato performance pressoché identiche su base annua, il che ci ricorda quanto sia importante per gli investitori avere un'esposizione a entrambi gli stili.

Continuiamo a prediligere le azioni internazionali su quelle statunitensi viste le valutazioni migliori e i profili di dividendo favorevoli, nonché le migliori opportunità di diversificazione. Sia le azioni europee che quelle giapponesi hanno registrato solide performance nel 2023, aiutando l'MSCI EAFE a conseguire un rendimento totale del 18% su base annua. Molti investitori hanno trovato frustrante la sottoperformance delle azioni internazionali sviluppate rispetto a quelle statunitensi, tuttavia secondo le nostre prospettive di mercato a lungo termine i titoli internazionali supereranno nettamente quelli statunitensi nei prossimi 10 anni. Le azioni dei mercati emergenti andranno incontro a sorti analoghe, salvo alcune differenze salienti. Le dinamiche economiche e commerciali globali segnalano per le aziende delle economie emergenti l'opportunità di trarre vantaggio dalla "riglobalizzazione", ossia l'idea di un ritorno delle relazioni commerciali e delle filiere produttive di stampo globale. L'India, ad esempio, ha registrato livelli di attività e di interesse notevoli nei confronti delle sue capacità produttive. Per trarre vantaggio da questo fenomeno, il governo indiano sta consolidando le infrastrutture del paese, una linea d'azione indispensabile per poter competere con le altre economie in via di sviluppo. L'economia indiana dovrebbe crescere di oltre il 7% nel 2024, in linea con la crescita del 2023. Anche altri paesi, come il Vietnam e la Thailandia, stanno registrando un aumento dei livelli di interesse e attività dovuto al tentativo delle aziende statunitensi ed europee di diversificare le loro filiere produttive. Mettiamo tuttavia in guardia da un'allocazione passiva nelle azioni dei mercati emergenti, considerando la ponderazione raggiunta dalla Cina nell'indice. Quasi il 30% dell'indice MSCI è costituito da azioni cinesi, che negli ultimi tre anni fino alla fine del 2023 hanno lasciato sul terreno circa il 42%. Sebbene la Cina continui a offrire eccellenti opportunità d'investimento a livello di singole società, la selettività e la differenziazione dall'indice saranno fondamentali.

Mercati dei capitali

Gennaio 2024

Regione	Asset class	Aspettative di rendimento a lungo termine ¹	Aspettative di rischio a lungo termine
	Inflazione	2,7%	1,0%
Azioni (rendimento totale nominale non coperto)			
USA	Azioni USA	2,5%	14,3%
	Azioni ad alta capitalizzazione statunitensi	2,3%	13,8%
	Azioni a bassa capitalizzazione statunitensi	4,6%	19,0%
REGIONI NON USA	Azioni Asia (Giappone escl.)	9,2%	15,4%
	Azioni EAFE	7,1%	13,0%
	Azioni dei mercati emergenti	9,3%	15,2%
	Azioni europee (Regno Unito escl.)	6,4%	15,0%
	Azioni globali	4,2%	12,8%
PAESE	Azioni australiane	6,6%	18,5%
	Azioni canadesi	6,9%	16,4%
	Azioni giapponesi	5,1%	13,7%
	Azioni britanniche	10,6%	14,1%
Obbligazionario (rendimento totale nominale coperto)			
Europa	Liquidità in euro	3,8%	0,3%
	Gilt britannici 7-10 anni	3,5%	7,5%
	Bund tedeschi 7-10 anni	2,7%	5,6%
USA	Obbligazioni aggregate USA	3,8%	4,3%
	Obbligazioni high yield USA	4,3%	8,6%
	Obbligazioni societarie investment grade USA	4,2%	6,5%
	Municipal bond USA	2,9%	4,9%
	Municipal bond imponibili USA	4,3%	7,1%
GLOBALE	Debito dei mercati emergenti	5,3%	8,6%
	Obbligazioni aggregate globali	4,0%	3,5%
	Obbligazioni high yield globali	6,1%	8,7%
	Obbligazioni investment grade globali	4,7%	5,4%
REGIONI NON USA	Obbligazioni aggregate europee	3,3%	4,5%
	Obbligazioni high yield europee	4,8%	9,9%
	Obbligazioni investment grade europee	3,7%	4,6%
Investimenti alternativi (rendimento nominale non coperto)			
NON LIQUIDI	Private Equity USA ²	5,1%	20,5%
	Investimenti immobiliari diretti USA	5,3%	12,9%
	Hedge fund diversificati	4,1%	8,7%
	Debito privato USA	7,5%	11,1%
LIQUIDI	REIT globali	7,3%	16,0%
	Investimenti infrastrutturali globali	6,1%	10,6%
	Materie prime	6,5%	13,3%

¹ Rendimento geometrico.

² A gennaio 2022, la metodologia per il rischio di private equity statunitense è passata dall'utilizzo di un fondo di fondi come proxy all'utilizzo di società quotate di private equity

Appendice

Le prospettive di mercato a lungo termine di MFS per il 2024 contemplano le aspettative di rischio e rendimento per azioni, obbligazionario e investimenti alternativi in diversi paesi, regioni e mercati globali. Il loro obiettivo principale è fornire una panoramica strategica, di lungo termine e previsionale su vari mercati globali. Utilizziamo un approccio proprietario top-down adottando modelli quantitativi riferiti a singoli paesi come base per elaborare le nostre aspettative. Gli elementi di questi modelli sono influenzati dai giudizi formulati dai nostri team azionari e obbligazionari fondamentali.

Sviluppiamo previsioni su 26 paesi, di cui 18 sviluppati e 8 emergenti.

Aspettative sui mercati azionari

Le aspettative sui mercati azionari di MFS sono indicate in termini di rendimento totale nominale non coperto e sono elaborate con un approccio basato su "building block".

Elementi quali le performance storiche o la mean reversion (ritorno verso la media) sono incorporati nei nostri modelli. La rapidità del ritorno verso la media e i livelli obiettivo sono calibrati in funzione della nostra analisi dei dati storici e delle nostre aspettative future. I dati sulle performance vanno considerati quale punto intermedio di una serie di possibili risultati.

Aspettative sui mercati obbligazionari

Le aspettative sui mercati obbligazionari sono indicate in termini di rendimento totale nominale coperto nella valuta nazionale dell'investitore. Come per il nostro modello azionario, il nostro modello obbligazionario

impiega un approccio basato su "building block". E, sempre come il modello azionario, il modello obbligazionario desume la velocità di ritorno verso la media e i parametri di livello target da un'attenta ricerca storica nonché mediante previsioni future.

Nelle nostre previsioni, ci focalizziamo sulle performance derivanti dal carry, dalla variazione dei rendimenti e dal roll-down e sulle perdite su crediti (ove del caso). Utilizzando questo schema, elaboriamo aspettative per una serie di mercati di titoli sovrani, credito globale e credito regionale, prestando attenzione ad adeguare i nostri modelli alle caratteristiche uniche dei vari mercati obbligazionari.

Aspettative sugli investimenti alternativi

Date le caratteristiche uniche e i diversi driver di performance degli investimenti alternativi, adottiamo un approccio diverso per ciascuna categoria. Le nostre aspettative sui mercati azionari e obbligazionari vengono utilizzate come variabili chiave nei nostri modelli per gli investimenti alternativi.

Aspettative sui mercati valutari

Utilizziamo un approccio basato sul ritorno alla media per calcolare le aspettative relative alle valute. Le aspettative valutarie rappresentano gli extra-rendimenti nominali, ovvero il rendimento totale nominale meno il carry interno. Il rendimento totale nominale è dato dalla variazione dei prezzi nominali più il carry in valuta estera. Il carry interno e in valuta estera deriva dal modello di previsione della liquidità delle prospettive di mercato a lungo termine di MFS. La variazione dei prezzi nominali è la variazione dei prezzi reali più il differenziale d'inflazione tra le valute.

GLOSSARIO

Building block delle aspettative sui mercati azionari

I nostri building block azionari sono misurati a livello di indice per ciascun paese.

Rapporto price/earnings (P/E) Il rapporto price/earnings è costituito dal prezzo, misurato dal livello dell'indice, diviso per gli utili, misurati dai profitti realizzati negli ultimi 12 mesi per le componenti dell'indice in questione. Utilizziamo il P/E come misura della valutazione. Il nostro obiettivo di ritorno verso la media a lunghissimo termine per i P/E è 18.

Margini di profitto I margini di profitto sono una misura della redditività e sono misurati in termini percentuali. Viene ipotizzato che le nostre aspettative sui margini tornino verso un livello target sulla base dei parametri storici di lungo periodo.

Crescita del fatturato La crescita del fatturato è una misura dell'incremento o del decremento del fatturato reale per azione. Per stimare questo aspetto, integriamo elementi di teoria economica ed esaminiamo i livelli attuali rispetto a quelli tendenziali.

Dividendi I dividendi sono misurati in termini percentuali, e ipotizziamo che la quota di utile distribuito come dividendo di un paese, nel nostro orizzonte di previsione, sarà pari alla sua media degli ultimi 5 anni.

Building block delle aspettative sui mercati obbligazionari

I nostri building block per l'obbligazionario sono misurati a livello di indice per ciascun paese.

Rendimento nominale Il rendimento nominale è il rendimento osservato a livello di indice. I rendimenti nominali sono costituiti da una componente di rendimento reale e da una componente di aspettative d'inflazione.

Rendimento reale Il rendimento corrente reale è un rendimento nominale meno la variazione annualizzata su 5 anni del Consumer Price Index (indice dei prezzi al consumo statunitense).

Carry Il rendimento del carry è calcolato come media del rendimento nominale corrente e del rendimento nominale atteso.

Performance da variazione del rendimento La performance da variazione del rendimento è calcolata come la variazione del rendimento atteso moltiplicata per la duration corrente e quindi annualizzata.

Inflazione L'inflazione è misurata come variazione del Consumer Price Index statunitense negli ultimi 5 anni. Ipotizziamo quindi che l'inflazione torni verso un valore di equilibrio globale.

Roll down Le aspettative di performance da roll down sono basate sulla duration dell'indice nonché sulla ripidità della curva localizzata per la scadenza oggetto di previsione.

Mercati del credito regionali Per i mercati del credito regionali, adottiamo un approccio per building block, integrando il rendimento privo di rischio per la duration corrispondente, il rendimento da spread e il rendimento da perdita.

Rendimento privo di rischio per la duration corrispondente Rappresenta il rendimento stimato di un portafoglio di titoli di Stato di uguale duration e nazionalità dell'obbligazione societaria in questione.

Rendimento da spread Il rendimento da spread è misurato come differenziale tra il rendimento dell'indice e il rendimento delle obbligazioni sovrane di un dato paese. È la performance che è possibile conseguire assumendo il rischio di credito.

Perdite su crediti Le perdite su crediti sono determinate sulla base dei tassi storici delle perdite da insolvenza e della variazione di qualità creditizia riferiti all'indice oggetto di previsione.

Credito globale In ragione delle complessità di molteplici duration e molteplici accantonamenti per perdite in diversi paesi, prendiamo il rendimento corrente dell'indice, ipotizziamo un roll down costante e sottraiamo eventuali perdite attese sulla base dei tassi d'insolvenza attesi.

Treasury Inflation-Protected Securities USA Per i TIPS, prevediamo un rendimento reale futuro basato sulle stesse ipotesi di ritorno verso la media che impieghiamo per altri indici sovrani. Calcoliamo quindi una performance da carry reale, una performance da variazione del rendimento reale e una performance da roll-down reale allo stesso modo in cui calcoliamo le versioni nominali di questi rendimenti per gli indici sovrani. Successivamente aggiorniamo nuovamente le aspettative d'inflazione per produrre un rendimento nominale.

Liquidità USA La nostra stima dei rendimenti futuri della liquidità riflette la somma dei tassi reali attesi sulla liquidità e dell'inflazione attesa, due variabili basate entrambe sulla mean reversion.

Building block delle aspettative sugli investimenti alternativi

Immobiliare Per i fondi immobiliari (REIT) globali ci basiamo sul dividend yield corrente alla luce del fatto che i REIT distribuiscono una percentuale significativa dei loro proventi operativi sotto forma di dividendi.

Per gli investimenti immobiliari diretti statunitensi, rileviamo la relazione storica tra i REIT e gli investimenti immobiliari diretti tramite un processo di "unsmoothing" dei rendimenti degli investimenti diretti e successivamente stimiamo il beta.

Private equity Il nostro approccio in materia di private equity inizia con le nostre aspettative sui mercati dei capitali per i mercati sviluppati globali e procede poi ad effettuare adeguamenti sulla base dei livelli di rischio più elevati connessi con il private equity.

Infrastrutture globali Le nostre aspettative sulle infrastrutture globali sono calcolate sulla base della relazione tra le infrastrutture globali quotate e gli investimenti immobiliari.

Hedge fund Si noti che gli investimenti in hedge fund sono pool di capitali investiti a discrezione del gestore, pertanto il rischio e il rendimento dipendono in misura significativa dall'abilità di quest'ultimo e dal timing. Inoltre, all'interno dell'universo degli hedge fund, vi è una serie divergente di asset class, strategie e approcci di attuazione. Adottiamo un approccio diversificato al portafoglio di hedge fund, nell'ambito del quale effettuiamo un investimento in molteplici tipologie di hedge fund. Per calcolare le aspettative sugli hedge fund, utilizziamo un approccio basato sulla regressione per stimare le relazioni tra alcuni stili di hedge fund e i mercati dei titoli quotati. Per gli stili di hedge fund che non sembrano avere una relazione con le borse, utilizziamo aspettative di status quo più liquidità. Le aspettative per ciascuno stile di hedge fund sono impiegate per creare un portafoglio di hedge fund diversificato.

Materie prime Elaboriamo le nostre aspettative sulle materie prime per rappresentare un'esposizione ampia al mercato delle commodity tramite una posizione in materie prime interamente garantita. Vengono stimati tre building block principali — rendimento delle garanzie, rendimento a pronti e rendimento del rinnovo della posizione — e vengono poi sommati per determinare le nostre aspettative di lungo periodo sulle materie prime.

Rischio e correlazioni Le nostre aspettative sul rischio e sulle correlazioni derivano in gran parte dai profili di rischio e di correlazione storici osservati. Il rischio, misurato dalla deviazione standard, e le correlazioni tra le asset class generali tendono ad essere relativamente stabili su orizzonti temporali lunghi. Per contro, su periodi di tempo più brevi o in fasi di turbolenza dei mercati, questa stabilità può venir meno rapidamente. Utilizziamo una deviazione standard storica su 15 anni e correlazioni di indici proxy ove disponibili. Qualora non sia disponibile un track record di 15 anni, utilizziamo le performance storiche più lunghe disponibili ed effettuiamo adeguamenti sulla base degli andamenti storici e delle relazioni con altre classi di asset.

Autori



Benjamin R. Nastou, CFA
Portfolio Manager



Michael W. Roberge, CFA
Chief Executive Officer



Erich B. Shigley
Portfolio Manager



Vishal Hindocha, CFA
Responsabile globale soluzioni d'investimento



Jonathan W. Hubbard, CFA
Managing Director,
Investment Solutions Group



Robert M. Almeida, Jr.
Global Investment Strategist
e Gestore

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.

Le opinioni espresse in questo documento sono quelle di MFS e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Queste opinioni non devono essere considerate alla stregua di una consulenza di investimento, di una raccomandazione di titoli o di un'indicazione delle intenzioni di trading in relazione a qualsiasi altro prodotto d'investimento di MFS.

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.

Fonte: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® è un marchio commerciale e di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue collegate (collettivamente "Bloomberg"). BARCLAYS® è un marchio commerciale e di servizio di Barclays Bank Plc (collettivamente con le sue collegate, "Barclays"), utilizzato su licenza. Bloomberg o i licenziati di Bloomberg, tra cui Barclays, detengono tutti i diritti di proprietà degli indici Bloomberg Barclays. Né Bloomberg né Barclays approvano o sostengono il presente materiale, né garantiscono la precisione o la completezza delle informazioni ivi contenute, né rilasciano alcuna garanzia, espressa o implicita, circa i risultati ottenibili dalle stesse e, nella misura massima consentita dalla legge, non potranno essere ritenute responsabili di danni derivanti in relazione alle stesse.

Le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma J.P. Morgan non ne garantisce la completezza o l'accuratezza. L'Indice è utilizzato dietro autorizzazione. L'Indice non può essere copiato, utilizzato o distribuito senza la previa approvazione scritta di J.P. Morgan. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

Fonte dei dati sull'indice: MSCI. MSCI non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione esplicita o implicita e non si assume alcuna responsabilità per quanto riguarda i dati MSCI contenuti nel presente documento. Non è consentita la redistribuzione dei dati MSCI né il loro utilizzo come base per altri indici, titoli o prodotti finanziari. Il presente rapporto non è stato approvato, esaminato o prodotto da MSCI.

"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 a 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 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. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

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. membro del SIPC; **America Latina** - MFS International Ltd.; **Canada** - MFS Investment Management Canada Limited. **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; **Bahrein** - Il presente documento non è stato approvato dalla Banca centrale del Bahrein, che non si assume alcuna responsabilità per i relativi contenuti. Non verrà effettuata alcuna offerta al pubblico nel Regno del Bahrein e il presente documento deve essere letto esclusivamente dal relativo destinatario e non deve essere trasmesso, rilasciato o mostrato al pubblico in generale. La Banca centrale del Bahrein non si assume alcuna responsabilità in merito all'accuratezza e alla completezza delle dichiarazioni e delle informazioni contenute nel presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante dall'affidamento sulla totalità o su una parte del contenuto del presente documento. Il Consiglio di amministrazione e la direzione dell'emittente si assumono la responsabilità delle informazioni contenute nel presente documento. Per quanto a conoscenza del consiglio di amministrazione e della direzione, che hanno esercitato ogni ragionevole precauzione necessaria, le informazioni contenute nel presente documento sono corrispondenti ai fatti e non omettono alcun elemento suscettibile di influire sull'affidabilità di tali informazioni; **Kuwait** - Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Kuwait. Le informazioni non sono state autorizzate per l'offerta in Kuwait dalla Kuwait Capital Markets Authority o da altre agenzie governative kuwaitiane competenti. Nessuna offerta privata o pubblica delle informazioni viene fatta in Kuwait e nessun accordo relativo alle informazioni verrà concluso in Kuwait. Per offrire o commercializzare le informazioni in Kuwait non viene fatto ricorso ad attività di marketing, sollecitazione o incitamento.; **Oman** - Per i residenti del Sultanato dell'Oman: le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono un'offerta pubblica di titoli nel Sultanato dell'Oman, come previsto dalla Legge sulle società commerciali dell'Oman (Decreto reale 4/74) o dalla Legge sul mercato dei capitali dell'Oman (Decreto reale 80/98). La diffusione di queste informazioni è limitata alle persone giuridiche che rientrano nella categoria degli investitori sofisticati (articolo 139 del Regolamento esecutivo della Legge sul mercato dei capitali). Il destinatario riconosce di essere un investitore sofisticato con esperienza in materia commerciale e finanziaria e di essere in grado di valutare i meriti e i rischi di un investimento.; **Sudafrica** - Il presente documento non è stato approvato dal Financial Services Board e né MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.; **Emirati arabi uniti** - Il presente documento e le informazioni in esso contenute non costituiscono né intendono costituire un'offerta pubblica di titoli negli Emirati arabi uniti e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Le informazioni vengono offerte solo a un numero limitato di investitori esenti negli Emirati arabi uniti che rientrano in una delle seguenti categorie di investitori qualificati non naturali: (1) un investitore in grado di gestire autonomamente i propri investimenti, vale a dire: (a) il governo federale, i governi locali, le autorità e gli enti governativi o le società interamente controllate da tali organismi; (b) gli enti e le organizzazioni internazionali; o (c) un soggetto autorizzato a svolgere un'attività commerciale negli Emirati arabi uniti, a condizione che l'investimento sia uno degli obiettivi di tale soggetto; o (2) un investitore rappresentato da un gestore di investimenti autorizzato dalla Securities and Commodities Authority (SCA), (ciascuno un "Investitore qualificato non naturale"). Le informazioni e i dati non sono stati approvati dalla Banca centrale degli Emirati arabi uniti, dalla Securities and Commodities Authority, dalla Dubai Financial Services Authority, dalla Financial Services Regulatory Authority o da altre autorità di autorizzazione o agenzie governative competenti degli Emirati arabi uniti (le "Autorità"). Le Autorità non si assumono alcuna responsabilità per eventuali investimenti che il destinatario specificato effettua in qualità di Investitore qualificato non naturale sulla base dell'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgersi a un consulente finanziario autorizzato.; **Arabia Saudita** - Il presente documento non può essere distribuito nel Regno dell'Arabia Saudita ad eccezione dei soggetti autorizzati ai sensi dei Regolamenti sui fondi d'investimento emanati dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non rilascia alcuna dichiarazione in merito all'accuratezza o alla completezza del presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante da o sostenuta facendo affidamento su qualsiasi parte del presente documento. I potenziali acquirenti dei titoli offerti con il presente documento sono tenuti a effettuare le dovute verifiche in relazione all'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgersi a un consulente finanziario autorizzato.; **Qatar** - Questo materiale/fondo viene offerto solo a un numero limitato di investitori che sono disposti e in grado di svolgere un'indagine indipendente sui rischi connessi a un investimento in tale materiale/fondo. Il materiale non costituisce un'offerta al pubblico ed è destinato all'uso esclusivo del destinatario specificato e non deve essere consegnato o mostrato ad altri soggetti (ad eccezione di dipendenti, agenti o consulenti autorizzati dal destinatario). Il fondo non è stato e non sarà registrato presso la Banca centrale del Qatar o ai sensi del diritto dello Stato del Qatar. Nessuna operazione sarà conclusa nella vostra giurisdizione e qualsiasi richiesta relativa al materiale/fondo dovrà essere effettuata al vostro contatto al di fuori del Qatar.