

Capire davvero il ciclo economico

Le implicazioni per l'asset allocation e le esposizioni settoriali

Autori

Matthieu Walterspiler
Multi-Asset Research Analyst

Benoit Anne
Senior Managing Director

Considerazioni principali

- **Capire in tempo reale in quale fase del ciclo economico ci troviamo è difficile, ma nondimeno fondamentale. Nel nostro nuovo modello del ciclo economico adottiamo un approccio probabilistico per sostanziare il nostro giudizio sul ciclo.**
- **La principale sfida deriva dall'imprevedibilità intrinseca dei dati macroeconomici; tuttavia, riteniamo che l'assegnazione di probabilità sia particolarmente utile quando i dati macro inviano segnali contrastanti, come è avvenuto di recente.**
- **Sulla base del modello, stimiamo una probabilità del 55% che l'economia statunitense si trovi in una fase di Espansione e del 45% che si trovi in una fase di Rallentamento.**
- **Per quanto riguarda l'asset allocation, il modello del ciclo economico suggerisce una performance potenzialmente contenuta ma ancora positiva per gli asset rischiosi (azioni e credito), accompagnata da aspettative di rendimento ancora solide per i titoli di Stato.**
- **A livello settoriale, data la fase del ciclo in cui ci troviamo, il modello indica che i settori ciclici potrebbero non offrire rendimenti adeguati a fronte dei loro beta più elevati.**

Capire in quale punto del ciclo ci troviamo è difficile ma fondamentale

Il ciclo economico esercita una forte influenza sui rendimenti degli asset. Nonostante la sua importanza, è difficile capire in tempo reale in quale fase del ciclo ci troviamo. Una difficoltà può scaturire dall'eccesso di informazioni. Il numero di serie storiche disponibili è molto ampio: per gli Stati Uniti, il database FRED della Federal Reserve Bank di St. Louis ne contiene oltre 220.000, senza contare i dati regionali. Si tratta tuttavia di dati che abbracciano un arco di tempo limitato: spesso le serie storiche sono troppo brevi per consentire analisi statisticamente affidabili. Un'ulteriore difficoltà è dovuta al fatto che l'economia è intrinsecamente mutevole e multidimensionale. In altre parole, il ciclo economico è complesso e può essere osservato da diverse angolazioni: livello, crescita, momentum e capacità inutilizzata. Esistono dinamiche di domanda e offerta, e mercati per beni, servizi e fattori produttivi. Considerando l'enorme quantità di serie temporali, la limitata profondità storica dei dati e il numero relativamente ridotto di recessioni negli Stati Uniti (solo 12 nel dopoguerra), non sorprende che spesso si senta parlare di "leading indicator", presumibilmente infallibili nel prevedere una recessione; tali affermazioni, in realtà, denotano una falsa percezione di accuratezza.



Il nostro modello del ciclo economico si basa su un approccio probabilistico

Per analizzare il ciclo economico, il Multi-Asset Investment Group ha sviluppato un modello che combina più indicatori con l'obiettivo di produrre una stima probabilistica della fase del ciclo in cui ci troviamo. Il modello cerca di rappresentare sia l'incertezza sia la natura multidimensionale dell'economia.

All'interno di un ciclo identifichiamo quattro fasi principali:

- 1. Crisi:** la fase di maggiore contrazione delle recessioni riconosciute dal National Bureau of Economic Research (NBER), caratterizzata da crescita negativa, momentum debole e aumento della disoccupazione.
- 2. Ripresa:** la forte inversione di rotta che solitamente segue una recessione, con un momentum molto positivo ma ancora un residuo di capacità inutilizzata.
- 3. Espansione:** la fase centrale del ciclo economico, durante la quale la crescita è positiva, il momentum è stabile e la capacità inutilizzata si riduce gradualmente.
- 4. Rallentamento:** un deterioramento dei dati, con crescita più debole e momentum negativo, che può precedere una Crisi oppure riportarsi verso una nuova fase di Espansione.

Alcune variabili possono assumere valori simili in diverse fasi del ciclo, ma è la combinazione di tali variabili che ci consente di identificare con maggiore precisione la fase in cui si trova l'economia (cfr. Figura 1).

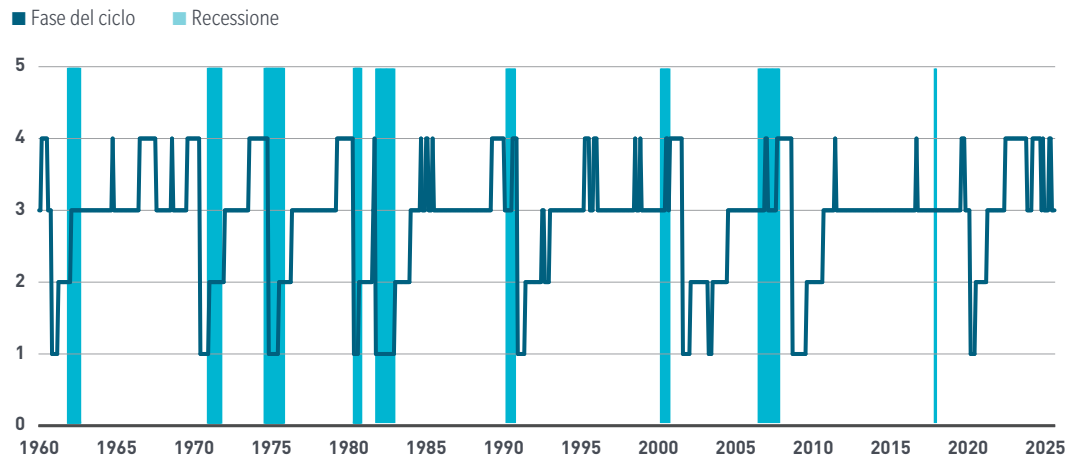
Figura 1: Alcune variabili del modello del ciclo economico

Variabile	Tipo
Crescita su base annua della produzione industriale	Crescita
Crescita su base annua del settore abitativo	Crescita
Nuovi ordini – scorte dell'ISM, mm a 3m	Crescita – momentum
Variazione della crescita della produzione industriale	Crescita – momentum
Crescita su base annua dell'occupazione non agricola	Mercato del lavoro
Variazione su base annua del tasso di disoccupazione	Mercato del lavoro
Variazione della crescita dell'occupazione non agricola	Mercato del lavoro – momentum
Variazione del momentum del tasso di disoccupazione	Mercato del lavoro – momentum
Utilizzo della capacità manifatturiera rispetto al trend	Capacità inutilizzata
Divario occupazionale	Capacità inutilizzata
Variazione dell'utilizzo della capacità manifatturiera	Variazione della capacità inutilizzata
Variazione del divario occupazionale	Variazione della capacità inutilizzata

Fonte: Haver Analytics

Esaminando la durata di ciascuna fase del ciclo economico dal 1960, emerge che la distribuzione delle osservazioni non è uniforme nelle varie fasi. L'Espansione rappresenta la condizione di default (circa il 63% del tempo), mentre le fasi di Crisi (7%) e di Ripresa (9%) costituiscono circostanze eccezionali. La fase di Rallentamento, alla quale attualmente attribuiamo una probabilità del 45%, si è verificata con una frequenza storica del 21%.

Nella Figura 2 è mostrata la serie storica dell'evoluzione della fase più probabile, così come identificata dal nostro modello del ciclo economico, insieme alle recessioni ufficiali dell'NBER. È importante sottolineare che le date delle recessioni dell'NBER non sono note in tempo reale: in media, le rilevazioni ufficiali vengono pubblicate con circa un anno di ritardo. È interessante notare che le recessioni ufficiali tendono a iniziare durante la fase di Rallentamento del modello piuttosto che in quella di Crisi, un aspetto che evidenzia la grande rilevanza del Rallentamento nonostante le sue somiglianze con l'Espansione. Di fatto, le fasi di rallentamento rappresentano il punto di transizione tra un'economia in espansione e una in contrazione.


Figura 2: Fasi del modello del ciclo economico e recessioni dell'NBER


Fonti: Bloomberg, NBER, MFS Research. Dati mensili fino a settembre 2025.

Individuare la fase del ciclo economico in cui ci troviamo comporta sempre un certo grado di incertezza, poiché i dati macroeconomici spesso inviano segnali contrastanti.

Noi cerchiamo di quantificare questa incertezza assegnando una probabilità a ciascuno stato sottostante. In media, abbiamo osservato che il segnale tende a cambiare ogni 10 mesi, a indicazione del fatto che il modello fornisce un buon livello di stabilità. Su tali premesse, è particolarmente importante distinguere tra Espansione e Rallentamento, poiché la differenza tra le due fasi può essere marginale. L'approccio probabilistico si rivela infatti molto utile nell'analizzare situazioni di rallentamento moderato, come quelle del 2016 o del 2019 – nessuna delle quali è poi sfociata in una Crisi – in quanto il modello produce un segnale che riflette anche il livello di incertezza.

Sebbene l'output del nostro modello del ciclo economico serva principalmente a identificare la fase attuale del ciclo, esso incorpora anche informazioni prospettiche.

Questo perché nella costruzione del modello includiamo leading indicator, come la differenza tra nuovi ordini e scorte dell'ISM. Inoltre, poiché la sequenza delle fasi segue un andamento prevedibile – da Crisi a Ripresa, poi Espansione e infine Rallentamento – e mostra una certa persistenza, sapere in quale fase del ciclo ci troviamo oggi fornisce indicazioni utili su dove potremmo trovarci in futuro.

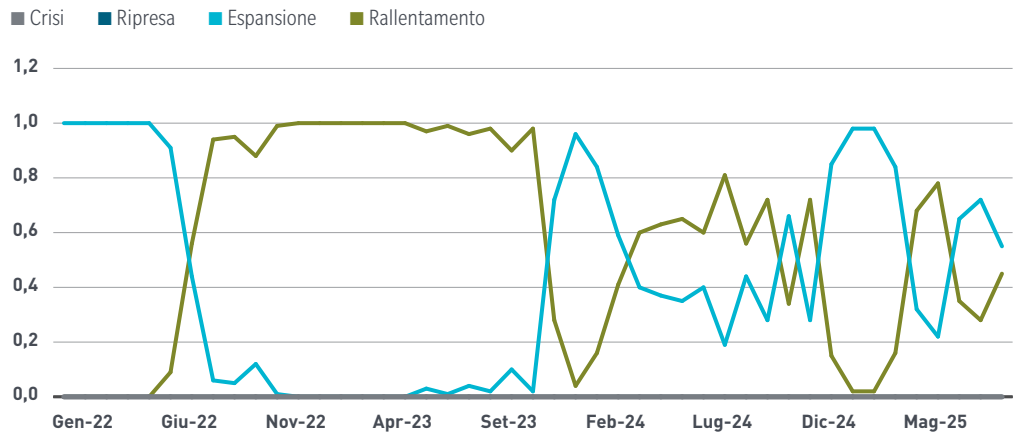
Il grado di incertezza, misurato dalla probabilità di trovarsi in una determinata fase, può influenzare la probabilità di una transizione futura. Abbiamo osservato che, quando la probabilità di trovarsi in una fase di Rallentamento è elevata, è più probabile che l'economia rimanga in Rallentamento o che – con una probabilità inferiore – passi alla fase di Crisi.

A seguito dell'inasprimento della politica monetaria della Fed, gli ultimi anni sono stati caratterizzati da una straordinaria incertezza, soprattutto a causa della debolezza dei dati relativi ai settori abitativo e manifatturiero, del graduale aumento della disoccupazione, ma anche della tenuta dei consumi privati. Di conseguenza, con un risultato piuttosto insolito, il modello ha continuato ad assegnare probabilità significative sia alla fase di Espansione sia a quella di Rallentamento.

Dopo il parziale miglioramento registrato nei primi tre mesi dell'anno, abbiamo osservato un nuovo deterioramento del mercato del lavoro, che ha riportato il nostro indicatore a segnalare una probabilità di Rallentamento del 45% (Figura 3). Nel lungo periodo, il modello permette di stimare la fase del ciclo con un livello di confidenza del 95%, e l'Espansione risulta essere l'esito più frequente.



Figura 3: Storia recente delle probabilità delle fasi del ciclo economico

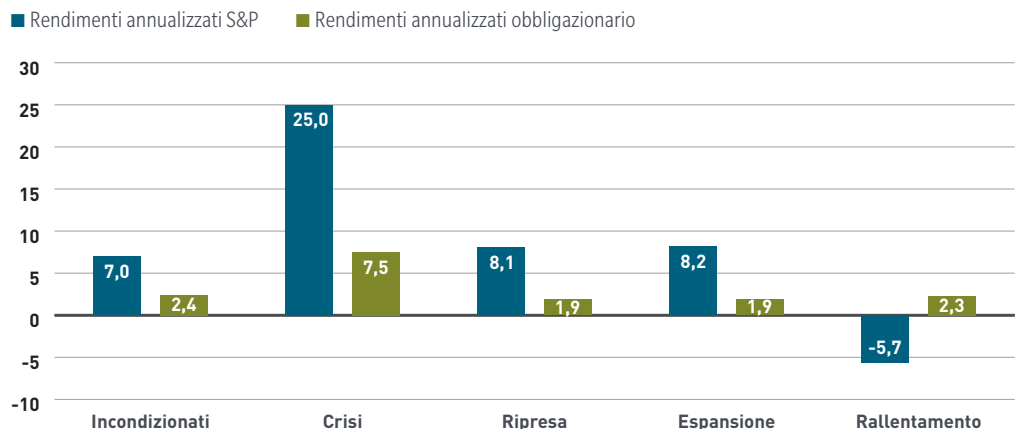


Fonti: MFS. Anche la probabilità di Crisi e Ripresa, che non compare nel grafico, rimane pari a zero per tutto il periodo.

Le fasi del ciclo economico e le implicazioni per i rendimenti attesi

Storicamente le azioni statunitensi hanno generato rendimenti leggermente superiori alla media durante le fasi di Espansione e nettamente inferiori alla media nelle fasi di Rallentamento. Nel complesso, il Rallentamento è l'unica fase del ciclo che tende a produrre rendimenti negativi. Per quanto possa sembrare illogico che nella fase di Crisi si registrino i rendimenti più elevati, è importante sottolineare che il nostro modello del ciclo economico si basa esclusivamente su dati macroeconomici, mentre i mercati finanziari tendono ad anticipare i futuri sviluppi. È questo il motivo si osservano rendimenti negativi nelle fasi di Rallentamento e non in quelle di Crisi.

Figura 4: Rendimenti reali annualizzati dal 1960



Fonte: Haver Analytics, MFS Research. Rendimenti espressi al lordo e in dollari USA. Rendimenti S&P rappresentati dall'S&P 500 Index. Obbligazioni rappresentate dal 10-Year Treasury Note Constant Maturity Total Return Index.

Il ciclo economico influenza non solo i rendimenti medi attesi, ma anche la forma che assume la distribuzione dei rendimenti. Abbiamo riscontrato che la debolezza dei rendimenti durante le fasi di Rallentamento è determinata da una coda sinistra sfavorevole, che tende a cogliere gli episodi di Rallentamento che si trasformano effettivamente in Crisi.

La nostra conclusione trova riscontro, oltre che nel mercato azionario, anche in quello del credito, che mostra una tendenza all'ampliamento degli spread durante le fasi di Rallentamento.



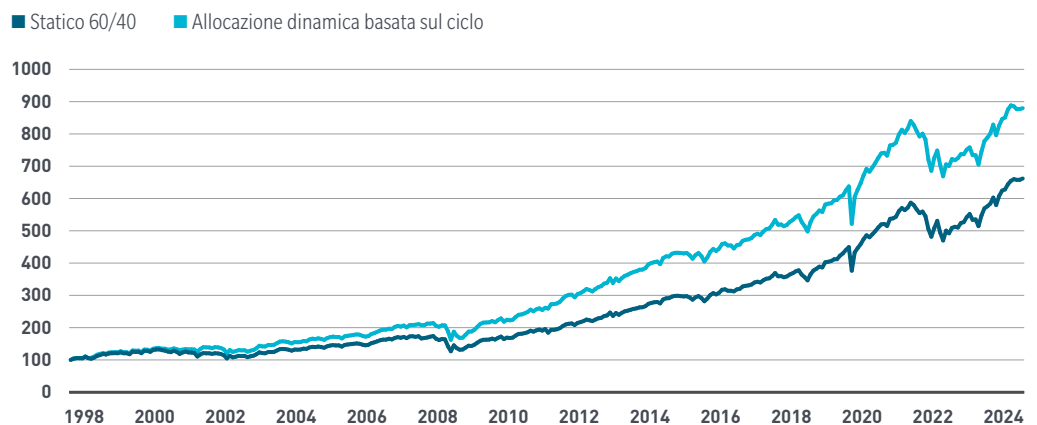
Nel complesso, le performance dei titoli di Stato tendono a essere meno sensibili alle fasi del ciclo, in quanto l'obbligazionario è per sua natura un'asset class meno ciclica. La nostra valutazione attuale indica una probabilità significativa che l'economia si trovi in una fase di Rallentamento, scenario compatibile con performance positive ma inferiori al rendimento incondizionato delle azioni.

L'indicatore del ciclo fornisce informazioni anche sulla distribuzione dei rendimenti attesi, non solo sulla loro media. Un modo per sintetizzare queste informazioni consiste nell'analizzare la volatilità annualizzata di ciascuna fase. La volatilità è più bassa durante l'Espansione, ma tende ad aumentare sensibilmente quando i dati diventano più incerti e l'economia entra in Rallentamento. Sebbene i rendimenti tendano a essere solidi durante la Crisi, questa è anche la fase che presenta la volatilità più elevata.

L'asset allocation nelle varie fasi del ciclo economico

Riteniamo che il nostro modello del ciclo economico rappresenti un indicatore efficiente per l'asset allocation. Il modello costituisce parte integrante del quadro di analisi utilizzato dal Multi-Asset Investment Group per definire il nostro orientamento sull'azionario. Per illustrare l'utilità di un'allocatione in obbligazioni e azioni basata sull'indicatore del ciclo economico, abbiamo confrontato la performance di un portafoglio statico 60/40 con quella di un portafoglio dinamico, in cui le allocazioni cambiano in funzione della fase del ciclo. In particolare, abbiamo aumentato la quota obbligazionaria nelle fasi di Rallentamento e incrementato la componente azionaria durante le fasi di Crisi ed Espansione, assicurandoci al tempo stesso che i pesi medi del portafoglio si mantenessero nel tempo intorno a 60/40. L'analisi è stata condotta utilizzando dati puntuali e ricalcolando mensilmente il modello del ciclo in base alle informazioni disponibili in ciascun periodo e tenendo conto dei ritardi di pubblicazione dei dati macroeconomici. Dal 1998 il portafoglio ad allocatione dinamica basata sul modello avrebbe generato un extra-rendimento annuo di 113 punti base rispetto al portafoglio statico (8,4% contro 7,3%), con una ponderazione media complessiva in azioni e una volatilità comparabili (circa 10,7% su base annualizzata) (Figura 5).

Figura 5: Performance dei portafogli illustrativi statico e ad allocazione dinamica



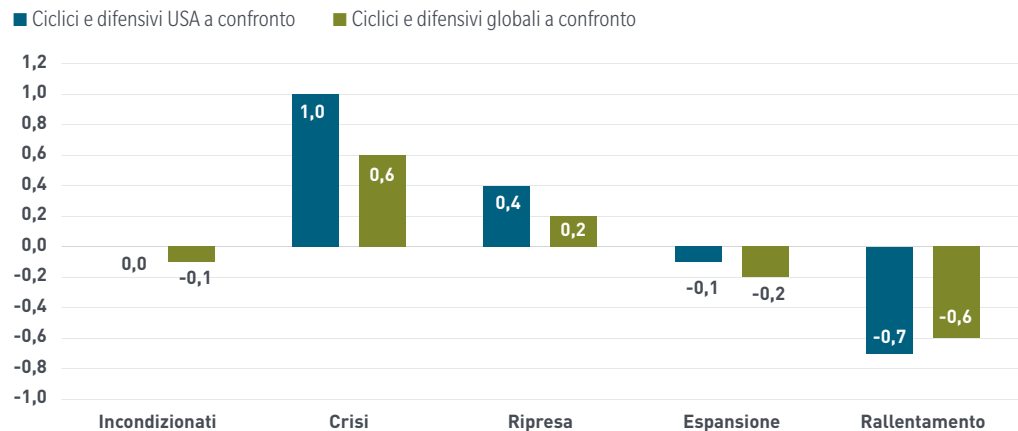
Fonte: Haver Analytics, ALFRED, MFS Research. Azioni rappresentate dall'S&P 500 Index. Obbligazioni rappresentate dal 10-Year Treasury Note Constant Maturity Total Return Index. I riferimenti alle performance e ai valori di portafoglio ipotetici non costituiscono promesse o stime di performance effettive realizzabili dagli investitori, pertanto non va fatto affidamento su di essi. Le proiezioni dei valori di portafoglio hanno scopo puramente illustrativo e non vanno intese come consulenze, raccomandazioni o garanzie di performance. Le proiezioni si basano su stime e ipotesi soggettive che non si sono ancora realizzate. Per l'allocatione dinamica basata sul ciclo, le ponderazioni delle asset class vengono modificate quando il segnale del modello cambia in base al modello del ciclo. Né il portafoglio 60/40 né quello ad allocatione dinamica basata sul ciclo detengono liquidità. 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. Il modello ipotetico rappresenta i dati dal febbraio 1998 al gennaio 2025.



Implicazioni per l'allocazione settoriale

Al di là del livello dell'indice, l'indicatore può essere utilizzato anche per decidere le allocazioni nei settori ciclici e difensivi. I dati del modello indicano che i settori ciclici rappresentano un'opportunità d'investimento interessante solo durante le fasi di Crisi e di Ripresa del ciclo economico; durante le fasi di Espansione tendono a mostrare rendimenti sostanzialmente in linea con i settori difensivi, mentre nelle fasi di Rallentamento tendono a sottoperformare.

Figura 6: Performance relativa dei titoli ciclici rispetto a quelli difensivi a seconda della fase



Fonte: Datastream, MFS Research. Abbiamo costruito la nostra serie storica dei settori ciclici rispetto ai difensivi aggregando gli indici dei sottosectori di Datastream.

Nel complesso, riteniamo che il nostro nuovo modello del ciclo economico possa costituire uno strumento utile non solo per identificare la fase del ciclo in cui ci troviamo, ma anche per elaborare un giudizio ponderato sulla probabile evoluzione futura. Inoltre, l'output del modello può essere impiegato per definire strategie di allocazione sia a livello di asset class che a livello settoriale. Sulla base del modello, stimiamo una probabilità del 45% che l'economia statunitense si trovi attualmente in una fase di Rallentamento. Ciò suggerisce che, nel prossimo futuro, gli asset rischiosi potrebbero registrare rendimenti contenuti. ▲

¹ Da un punto di vista tecnico, il metodo utilizzato si basa su un modello di apprendimento non supervisionato denominato Gaussian Mixture Model (GMM), che interpreta i dati in ogni momento come appartenenti a stati latenti non osservabili (ossia le nostre quattro fasi). L'algoritmo stima sia le caratteristiche di questi stati non osservabili, in particolare i valori delle variabili, sia la probabilità che un determinato mese appartenga a una delle quattro fasi.



Si ricorda che tutti gli investimenti comportano un certo grado di rischio, ivi compresa la possibile perdita del capitale investito.

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 ridistribuzione 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. Non è possibile investire direttamente in un indice.

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. 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. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino.

La diversificazione non garantisce un guadagno né una protezione dalle perdite. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

INFORMATIVA GLOBALE

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. **Per i lettori in Arabia Saudita, Kuwait, Oman ed Emirati Arabi Uniti (esclusi DIFC e ADGM). In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato. In Bahrein questo documento è destinato esclusivamente a istituzioni sofisticate:** Le informazioni contenute nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono e non devono essere interpretate come un'offerta, un invito o una proposta di offerta, una raccomandazione a presentare una richiesta, ovvero un parere o un'indicazione su un prodotto, un servizio e/o una strategia finanziaria. Sebbene sia stata posta la massima attenzione nell'assicurare l'accuratezza delle informazioni contenute nel presente documento, non ci si assume alcuna responsabilità per eventuali errori, sbagli o omissioni o per qualsiasi azione intrapresa facendo affidamento su di esse. È possibile riprodurre, diffondere e utilizzare questo documento (o parte di esso) solo con il consenso di MFS International U.K. Ltd ("MIL UK"). Le informazioni contenute in questo documento hanno scopo puramente informativo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione al pubblico, che non vi deve fare affidamento. Le informazioni contenute nel presente documento possono includere dichiarazioni che non sono di natura puramente storica, ma che costituiscono invece "dichiarazioni previsionali". Queste includono, tra l'altro, proiezioni, previsioni o stime di reddito. Queste dichiarazioni previsionali si basano su determinate ipotesi, alcune delle quali sono descritte in altri documenti o materiali pertinenti. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, vi consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato. Si prega di notare che qualsiasi materiale inviato dall'emittente (MIL UK) è stato inviato elettronicamente dall'estero. **Sudafrica** – Il presente documento e le informazioni in esso contenute non sono da intendersi e non costituiscono un'offerta pubblica di titoli in Sudafrica e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Sudafrica. Il presente documento non è stato approvato dalla Financial Sector Conduct Authority e neanche MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.