

Il Big Mac¹

Come gestire la perfezione inglobata nelle valutazioni del credito

Autore

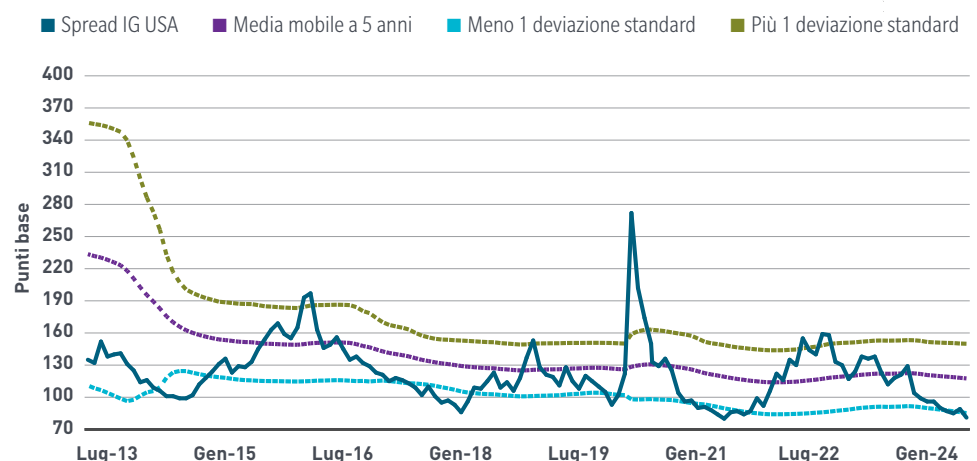


Benoit Anne
 Managing Director
 Strategy and Insights Group

Alcuni investitori potrebbero vedere nella valutazione degli spread creditizi un forte ostacolo alle performance obbligazionarie. Noi riteniamo tuttavia che le prospettive di rendimento totale delle obbligazioni rimangano solide nell'immediato, sebbene l'attuale livello degli spread appaia contenuto rispetto agli standard storici. Questo perché la fonte principale dei rendimenti totali provverrà probabilmente da altri fattori, ossia l'impatto del calo dei tassi, il carry elevato e, non da ultimo, il potenziale contributo dell'alpha.

È innegabile che gli spread creditizi appaiano ridotti in molti segmenti del mercato obbligazionario globale. Ad esempio, gli spread del credito investment grade statunitense si attestano attualmente a circa 80 punti base (pb), ben al di sotto della media quinquennale di 118 pb (Figura 1). L'attuale livello di 80 pb corrisponde a uno z-score di -1,16, che indica una netta sopravvalutazione.¹ Ma non si tratta solo dell'investment grade statunitense. Al momento molte asset class presentano livelli di spread che appaiono compressi. In termini di percentili decennali, i titoli investment grade, high yield e municipal bond imponibili e il debito societario dei mercati emergenti si collocano in un percentile vicino allo zero, a indicazione del fatto che attualmente stiamo osservando livelli di spread molto ristretti rispetto agli standard storici (Figura 2).

Figura 1: Gli spread del credito IG USA appaiono compressi

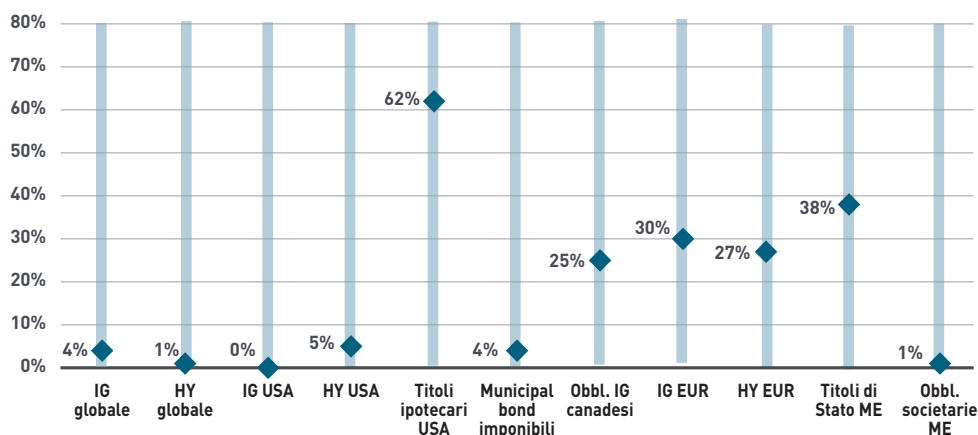


¹ Il Big Mac, che rimanda a "big macro", è una nota periodica sui mercati obbligazionari globali che analizza argomenti rilevanti per il contesto obbligazionario globale/macro globale.

Fonte: Bloomberg. Credito IG USA = Bloomberg US IG Corporate Index. Spread = spread corretti per le opzioni. La media storica è stimata con riferimento a un orizzonte mobile medio di 5 anni. Lo scostamento di 1 sigma dalla media storica indica tipicamente un livello che sarebbe considerato interessante sulla base delle valutazioni passate (z-score di 1). Per contro, uno scostamento di -1 sigma tende a designare un livello che sarebbe considerato costoso. Dati mensili da ago. 2013 ad ott. 2024 (dati al 15 ott.).



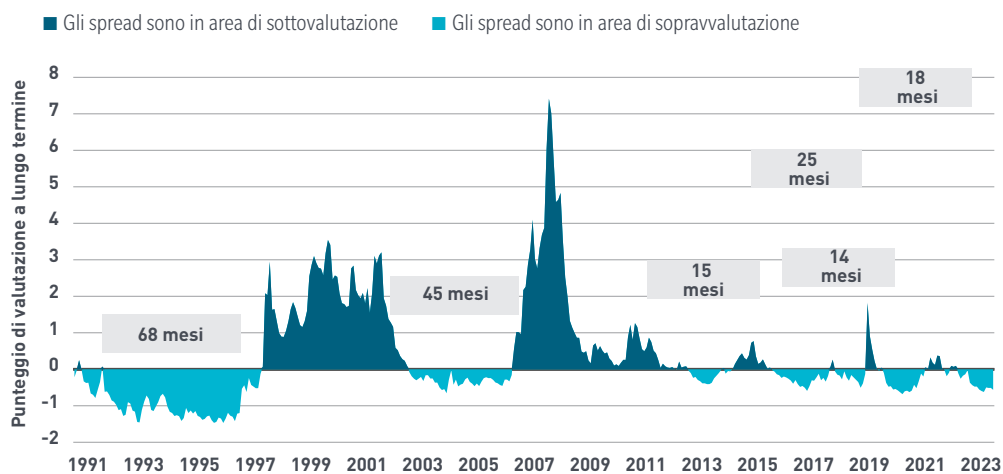
Figura 2: Spread, classificazione in termini di percentile (attuale vs ultimi 10 anni)



Fonte: Bloomberg. Dati giornalieri dal 15 ottobre 2014 al 15 ottobre 2024. IG USA = Bloomberg US Aggregate Corporate Index. HY USA = Bloomberg US Corporate High Yield Index. MBS USA = Bloomberg US MBS Index. Titoli di Stato ME = J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index. Obbl. societarie ME = J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified Index. Obbl. IG europee = Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate Index. Obbl. HY europee = Bloomberg Pan-European High Yield Index. IG globale = Bloomberg Global Aggregate Corporate Index. HY globale = Bloomberg Global Corporate High Yield Index. Obbl. IG canadesi = Bloomberg Canada Aggregate Corporate Index. Municipal bond imponibili idonei all'indice US Agg = Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible Index.

La buona notizia è che lo schiacciamento degli spread non è raro. Di per sé, la compressione degli spread non prelude necessariamente all'arrivo imminente di un'importante correzione. Di fatto, nel corso della storia recente si sono succeduti diversi episodi anche lunghi di restringimento degli spread creditizi. In assenza di elementi in grado di innescare una correzione, gli spread possono rimanere a lungo in area di sopravvalutazione, soprattutto se i fattori tecnici di mercato, compresi gli afflussi nell'asset class, sono solidi e se la propensione al rischio globale rimane sostenuta (Figura 3).

Figura 3: La persistenza di spread compressi nel credito IG statunitense



Fonti: Bloomberg. Credito IG USA = Bloomberg US IG Credit Index. Spread = spread corretti per le opzioni. Punteggio di valutazione a lungo termine = z-score degli spread calcolato sul periodo compreso tra ottobre 1991 e agosto 2024, utilizzando una expanding window. Lo z-score è una misura dello scostamento dalla media a lungo termine espressa in unità di deviazione standard. Le barre rappresentano i periodi in cui lo z-score è < 0, ovvero quando gli spread sono in territorio di sopravvalutazione rispetto al loro fair value di lungo periodo.



Per quanto riguarda il rischio di credito, attualmente si tratta più di alpha che di beta. Visti i livelli degli spread, è improbabile che una loro compressione possa contribuire in modo significativo ai rendimenti totali del credito. In un tale contesto, il ruolo dell'alpha, ossia l'extra-rendimento generato dal gestore attivo, diventa predominante. Non solo i differenziali sono esigui, ma anche la dispersione degli spread è ben al di sotto della sua media storica (Figura 4). In presenza di una bassa dispersione degli spread, il ventaglio di opportunità per generare alpha mediante la selezione dei titoli tende a ridursi, e ciò significa che a fare la differenza sono la qualità e l'abilità del gestore. In altre parole, un contesto caratterizzato da una scarsa dispersione degli spread offre ai gestori patrimoniali più abili l'opportunità di distinguersi. A nostro avviso, poter contare su un processo d'investimento rigoroso nella fase di selezione dei titoli e su una solida piattaforma di ricerca globale è fondamentale per creare valore aggiunto in un panorama valutativo come quello odierno.

Figura 4: Dispersione degli spread del credito IG USA al di sotto della media di lungo termine



Fonti: Bloomberg. Credito IG USA = Bloomberg US IG Corporate index. Dispersione degli spread del credito IG USA = z-score degli spread ricorrendo ai dati mensili da dicembre 2004 a settembre 2024 su base mobile di 6 mesi, utilizzando una finestra di espansione. Lo Z-score è una misura dello scostamento dalla media di lungo termine calcolato come unità di deviazione standard.

Nonostante il contesto appena delineato in termini di livelli di spread, le aspettative circa il rendimento totale offerto dal credito rimangono solide. L'impatto della riduzione dei tassi, il carry interessante e il potenziale contributo proveniente dall'alpha si preannunciano come i probabili fattori decisivi per le performance dell'asset class durante il prossimo anno. Le condizioni iniziali ci sembrano favorevoli visto il livello attuale dei rendimenti totali. Per fare un esempio, il rendimento del credito IG statunitense si attesta attualmente al 5,12%.² Ciò prelude a un rendimento reddituale potenzialmente elevato rispetto agli standard storici. A questo rendimento reddituale va aggiunto il contributo dei movimenti sia degli spread che dei tassi, come schematizzato nella Figura 5. In uno scenario caratterizzato da tassi più bassi (dopo l'impatto dei tagli dei tassi) e da spread creditizi stabili, lungo un orizzonte temporale di un anno i rendimenti attesi potrebbero aggirarsi intorno al 7-9%.



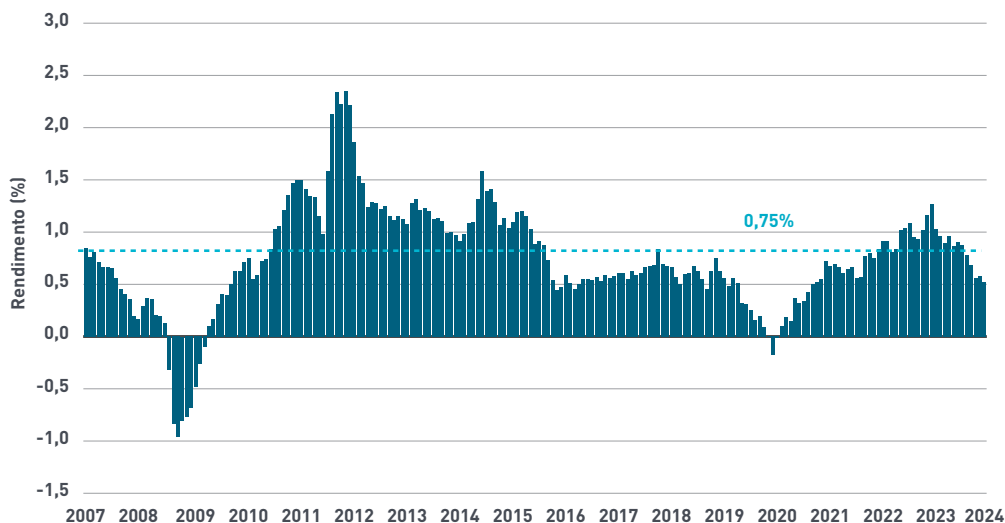
Figura 5: Stime dei rendimenti ipotetici a 1 anno del segmento IG USA in diversi scenari di variazione dei tassi e degli spread (%)

IG USA		Variazioni degli spread nel corso del prossimo anno (punti base)									
		-45	-30	0	+30	+60	+90	+120	+150	+180	+210
Variazioni dei tassi nel corso del prossimo anno (pb)	+150	-2,18	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65	-15,73	-17,82	-19,90
	+120	-0,10	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65	-15,73	-17,82
	+90	1,99	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65	-15,73
	+60	4,07	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65
	+30	6,16	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56
	0	8,24	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48
	-30	10,33	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39
	-60	12,41	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31
	-90	14,50	13,46	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22
	-120	16,58	15,54	13,46	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14
	-150	18,67	17,63	15,54	13,46	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95

Bloomberg: IG USA = Bloomberg US IG Corporate Index. Duration e rendimenti di partenza al 29 ott. 2024. I rendimenti ipotetici rappresentano una gamma di risultati possibili; vengono forniti a solo scopo illustrativo e non devono essere considerati un'indicazione delle performance future. Il numero in grassetto al centro rappresenta lo yield-to-worst del Bloomberg US Corporate Index. La tabella illustra un intervallo di rendimento utilizzando lo yield to worst e applicando variazioni incrementali dei tassi d'interesse e/o degli spread creditizi. Questa analisi presuppone che se i tassi d'interesse e gli spread creditizi sono invariati, lo yield to worst pubblicato dell'indice diventi il fattore principale per determinare il rendimento realizzato nel corso dell'anno successivo, il che consente di cogliere appieno lo yield to worst iniziale. Questa analisi presuppone che nessuna obbligazione vada in default, entri o esca dall'indice e che tutte le obbligazioni vengano mantenute fino alla scadenza. Le variazioni dei tassi d'interesse rappresentano uno spostamento parallelo lungo la curva dei rendimenti che si verifica alla fine del periodo e le misure di duration e spread duration sono corrette per le opzioni.

Beta a parte, gli extra-rendimenti sono stati storicamente elevati, avallando la tesi del ruolo fondamentale della gestione attiva in ambito obbligazionario. Esaminando lo storico della comunità di gestori patrimoniali che utilizzano il Bloomberg US Credit Index come benchmark, l'alpha generato negli ultimi 20 anni ha raggiunto una media di 75 pb l'anno, un livello notevole. Le leve dell'alpha a disposizione del gestore patrimoniale sono diverse, e spaziano dalla selezione dei titoli all'allocazione settoriale fino ad arrivare al valore relativo e al posizionamento lungo la curva. Considerando che il rendimento beta a 20 anni del credito IG statunitense si attesta attualmente al 4,03%, un alpha di 75 punti base rappresenta un incremento cospicuo.

Figura 6: Extra-rendimenti medi in un orizzonte mobile di 3 anni – Strategia corporate USA media vs. Bloomberg US IG Credit



Fonte: eVestment Alliance, LLC. Dall'universo eVestment All Global Fixed Income è stato estratto un campione di gestori attivi aventi un approccio privo di copertura, che è stato messo a confronto con il Bloomberg US Credit Index. Rendimenti al lordo delle commissioni e in dollari USA. Dati trimestrali da aprile 2004 a marzo 2024. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.



Nel complesso, le prospettive per i rendimenti totali delle obbligazioni rimangono solide, soprattutto grazie al contributo delle previste riduzioni dei tassi e del carry elevato. Gli spread, di contro, difficilmente forniranno un contributo significativo alla performance. In ultima istanza, riteniamo che l'attuale ambiente creditizio favorisca nettamente l'alpha quale fonte di rendimento rispetto al beta. ▲

Note

¹ Lo z-score è una misura dello scostamento dalla media a lungo termine in unità di deviazione standard. Uno z-score pari a 1 (scostamento di 1 sigma dalla media storica) indica tipicamente un livello che sarebbe considerato interessante sulla base delle valutazioni passate. Per contro, uno z-score pari a -1 sigma tende a designare un livello che sarebbe considerato costoso.

² Fonte: Bloomberg. IG USA = Bloomberg US IG Corporate Index. Dati al 29 ott. 2024.



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 licenziari 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 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 2023, J.P. Morgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle di MFS Strategy and Insights 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.

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; **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 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; **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.