

## Il Big Mac<sup>1</sup> sulle obbligazioni

Credito in euro: da posizione tattica a posizione strategica

### Autore

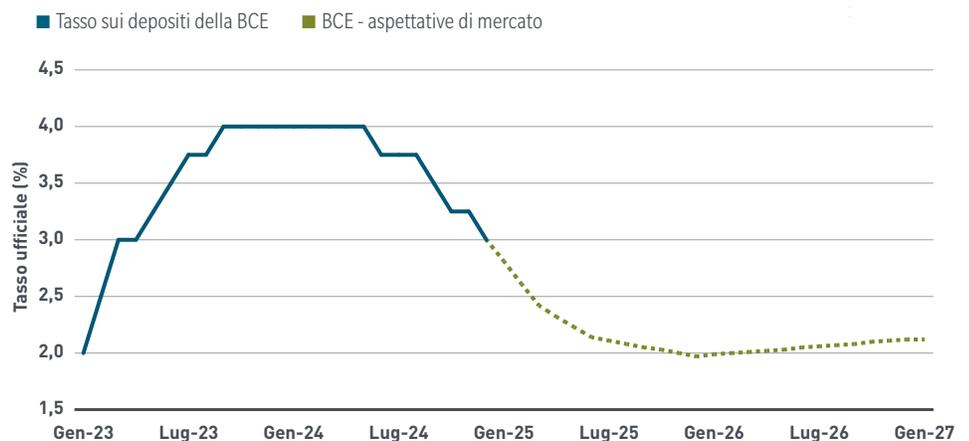


Benoit Anne  
Managing Director  
Strategy and Insights Group

A nostro avviso, il credito IG in euro è un'asset class interessante non solo dal punto di vista tattico, ma anche in un'ottica di allocazione obbligazionaria strategica. I titoli IG in euro offrono valide caratteristiche difensive – soprattutto rispetto alle controparti statunitensi – in un contesto di mercato in cui la necessità di ridurre il rischio nei portafogli multi-asset potrebbe farsi più urgente. Oltre alle sue caratteristiche difensive, l'IG in euro offre interessanti vantaggi da diversificazione e ha generato rendimenti corretti per il rischio superiori nel lungo periodo.

**La valenza tattica di un'esposizione al credito IG in euro rimane solida.** Riteniamo che l'Eurozona sia un'oasi felice nell'universo obbligazionario globale. In primo luogo, la validità di un sovrappeso tattico sulla duration europea è evidente, vista la probabilità che la BCE tagli più volte i tassi nel prossimo futuro. Gli attuali prezzi di mercato suggeriscono che la BCE taglierà di circa 100 pb nel corso del prossimo anno, ma ci sono elevate probabilità che riduca ulteriormente il proprio tasso di riferimento, contribuendo così a promuovere la compressione dei tassi di mercato (Figura 1). Oltre al contesto favorevole ad una posizione di duration lunga, i fondamentali del credito in euro rimangono solidi nonostante le difficili condizioni per la crescita della regione. Infine, il credito IG in euro è supportato da valutazioni interessanti, soprattutto in termini di valore relativo rispetto agli omologhi, nonché da solidi dati tecnici, tra cui i cospicui afflussi nell'asset class. Sul fronte valutativo, l'attuale spread di pareggio del credito IG in euro si attesta a 23 pb, quasi il doppio di quello del credito IG statunitense (12 pb).<sup>1</sup>

**Figura 1: Tasso ufficiale della BCE e attuali aspettative del mercato**



Fonti: Bloomberg. Dati mensili da gennaio 2020 a dicembre 2024. Tasso ufficiale implicito basato sulla curva della liquidità a termine. Dati al 13 gennaio 2025.

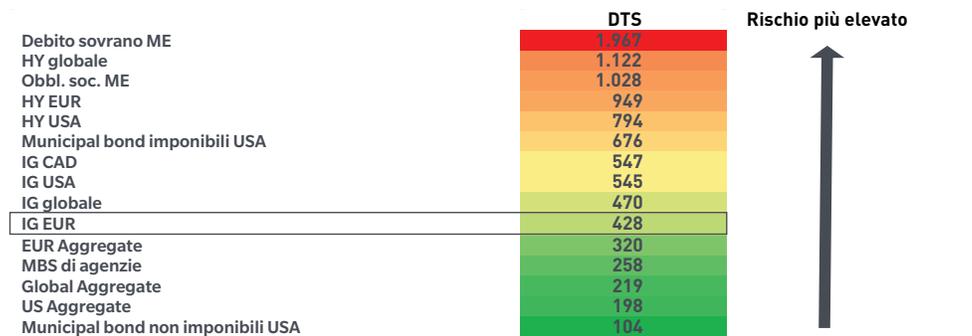
<sup>1</sup> Il Big Mac, che rimanda a "big macro", è una nota periodica sui mercati obbligazionari globali che analizza argomenti rilevanti per il contesto obbligazionario globale/macro globale.



**Nei portafogli multi-asset, è necessario ridurre il rischio.** Riteniamo che i mercati globali possano trovarsi davanti a un bivio in un contesto in cui l'incertezza sulle misure politiche e la volatilità macro sono destinate ad aumentare, soprattutto con l'inizio del secondo mandato Trump. Su tale premessa, appare sensato prevedere una riduzione del rischio all'interno dei portafogli multi-asset, anche mediante una maggiore allocazione nelle obbligazioni. Nel complesso, riteniamo che i titoli obbligazionari costituiscano attualmente un'asset class interessante ai fini della riduzione del rischio, in quanto i rendimenti complessivi scambiano su livelli storicamente elevati. Sul versante azionario, benché il contesto di mercato rimanga generalmente favorevole agli asset rischiosi, cresce la preoccupazione intorno alle attuali valutazioni di mercato e alle implicazioni per i rendimenti azionari attesi a lungo termine.

**Il credito IG in euro offre un valido strumento di riduzione del rischio date le sue caratteristiche difensive.** Innanzitutto, la volatilità dei rendimenti totali del credito IG in euro è nettamente inferiore a quella del credito USA, a indicazione di una minore rischiosità di questi titoli. In particolare, negli ultimi 10 anni la volatilità del rendimento totale del credito IG in euro si è attestata al 4,8%, ben al di sotto del 7% registrato dal credito IG statunitense. Inoltre, il credito IG in euro presenta un profilo di volatilità più favorevole in termini di volatilità dei rendimenti creditizi, ossia escludendo i rendimenti derivanti dall'esposizione sottostante ai tassi. Nello specifico, la volatilità del rendimento dei titoli a 10 anni si attesta al 3,4% per l'IG in euro, contro il 4,7%, un valore nettamente superiore, dell'IG USA. Esistono molti altri modi per misurare i rischi insiti nelle varie asset class, e secondo questi parametri alternativi il credito IG in euro risulta essere un'asset class più difensiva rispetto alla sua controparte statunitense. Ad esempio, una delle misure di rischio più diffuse tra i gestori di portafogli obbligazionari è il Duration Times Spread (DTS). Come illustrato nella Figura 2, il credito IG in euro genera il DTS più basso dell'universo creditizio globale, ben al di sotto di quello dell'IG USA.

**Figura 2: Duration Times Spread (DTS), una misura del rischio obbligazionario**



Al 13 gennaio 2025

In base al prodotto tra spread duration e spread

Fonte: Bloomberg. Dati al 13 gennaio 2025. La DTS è una misura del rischio. DTS = spread x duration. US Aggregate = Bloomberg US Aggregate Index. Global Aggregate = Global Aggregate Index. IG USA = Bloomberg US Aggregate Corporate Index. HY USA = Bloomberg US Corporate High Yield Index. Titoli di Stato ME = J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index. Obbl. IG europee = Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate Index. Obbl. HY europee = Bloomberg Pan-European High Yield Index. Credito globale = Bloomberg Global Aggregate Corporate Index. Obbl. IG canadesi = Bloomberg Canada Aggregate Corporate Index. Municipal bond imponibili idonei all'indice US Agg = Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible Index.

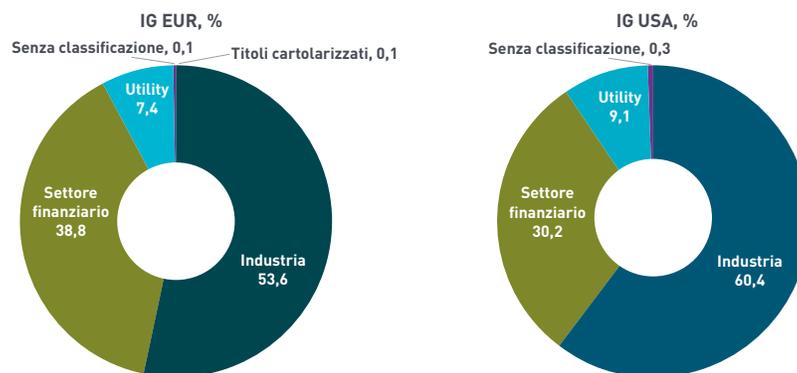
Anche l'analisi dello spread per unità di rischio di credito depone a favore del credito IG in euro. In base a un rating medio pari ad A3/BAA1, l'attuale spread di 102 pb dà uno spread corretto per i rating creditizi di 14 pb.<sup>2</sup> Si tratta di un valore nettamente superiore agli 11 pb per unità di spread corretto per i rating creditizi dell'IG USA. In altre parole, il credito IG in euro offre agli investitori una migliore compensazione per unità di rischio di credito.

Infine, anche se analizzare direttamente i tassi di insolvenza potrebbe non essere rilevante per l'universo del credito IG, l'andamento dei rating è una considerazione importante. Su questo fronte, il rapporto rialzi/ribassi a lungo termine – che mette a confronto il numero di promozioni dei rating con quello dei declassamenti – è stato più alto in Europa occidentale rispetto agli Stati Uniti, indicando una maggiore solidità delle dinamiche di rating del Vecchio continente.<sup>3</sup>



**Il credito IG in euro offre vantaggi di diversificazione rispetto all'IG USA.** Il primo livello di differenziazione si riscontra in termini di composizione settoriale dell'indice (Figura 3). In particolare, l'esposizione ai titoli finanziari è nettamente più elevata per i titoli IG in euro rispetto agli omologhi USA, e questa potrebbe essere una caratteristica interessante dell'indice in presenza di tassi d'interesse elevati. Per contro, la ponderazione dell'industria è significativamente inferiore rispetto agli Stati Uniti. Allo stesso modo, l'esposizione al rischio paese è notevolmente e intrinsecamente più diversificata rispetto all'indice statunitense. Ad esempio, tra i primi 3 paesi in cui avviene l'esposizione al rischio all'interno dell'indice IG in euro ci sono gli Stati Uniti (21%), la Francia (20%) e la Germania (14%), mentre nel caso dell'IG USA troviamo gli Stati Uniti (86%), il Regno Unito (4%) e il Canada (3%), un profilo decisamente diverso in termini di rischio di concentrazione geografica.<sup>4</sup>

**Figura 3: Composizione settoriale, IG EUR e IG USA**



Fonte: Bloomberg. Obbl. IG europee = Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate Index. IG USA = Bloomberg US Aggregate Corporate Index. Dati al 15 gennaio 2025.

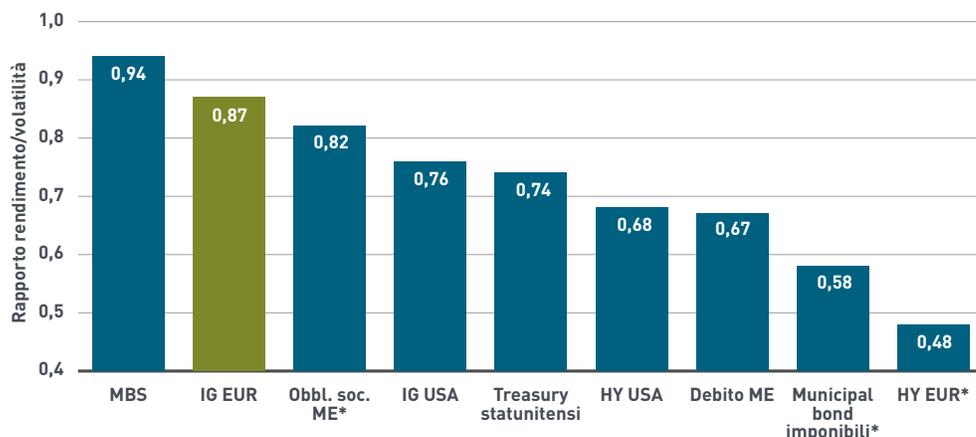
Inoltre, vale la pena sottolineare che la correlazione del credito IG in euro con le azioni globali è nettamente inferiore a quella dell'IG USA, a indicazione dei vantaggi da diversificazione – che si aggiungono al profilo più difensivo – offerti dai titoli IG in euro quando si tratta di stabilire un'esposizione ad asset rischiosi.<sup>5</sup> Riteniamo si tratti di una caratteristica interessante, visti i potenziali rischi che gravano sull'azionario globale nel prossimo futuro.

**Il credito in euro ha generato rendimenti corretti per il rischio appetibili nel lungo termine.**

Guardando alla performance storica dell'obbligazionario globale, il credito IG in euro si rivela una delle asset class più interessanti in termini di rendimento corretto per il rischio. Di fatto, dalla fine degli anni '90 solo gli MBS statunitensi hanno registrato un rendimento corretto per la volatilità più elevato. A nostro avviso, un rapporto rendimento/volatilità pari allo 0,88 è notevole, soprattutto se generato lungo un orizzonte temporale così esteso (Figura 4). La forte sovraperformance del credito IG in euro su base corretta per il rischio può essere in parte spiegata dal fatto che storicamente l'Eurozona ha offerto un contesto macro più favorevole alle obbligazioni rispetto agli Stati Uniti. Inoltre, la performance storica del credito statunitense, caratterizzato da una maggiore volatilità, è stata in parte influenzata dalle maggiori oscillazioni dei rendimenti.



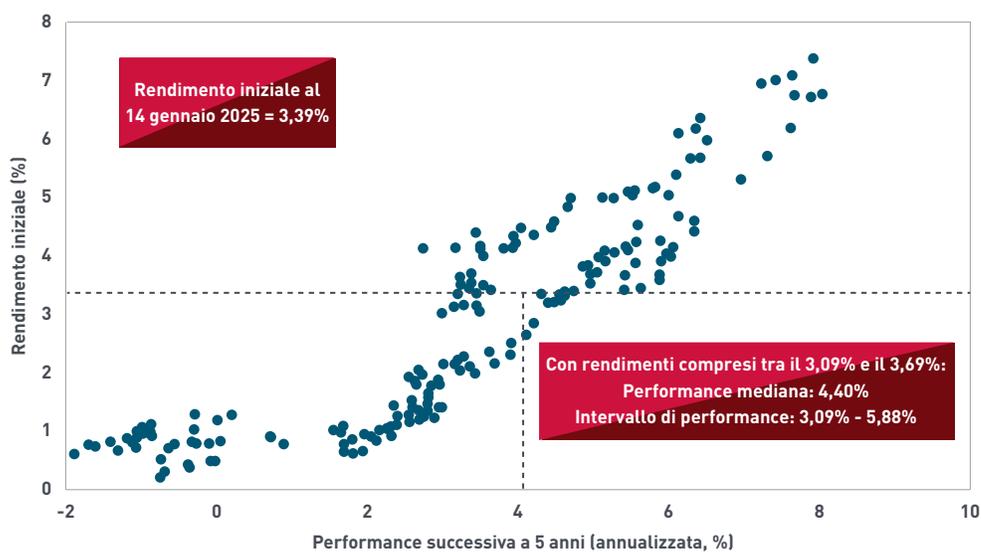
Figura 4: Rendimenti corretti per il rischio di lungo termine



Fonti: Bloomberg. Rapporto calcolato come il rendimento totale diviso per la volatilità del rendimento totale nello stesso periodo. Tra gli indici utilizzati sono compresi: MBS USA = Bloomberg US MBS Index. IG USA = Bloomberg US Aggregate Corporate Index. HY USA = Bloomberg US Corporate High Yield 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. Municipal bond imponibili idonei all'indice US Agg = Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible Index. Treasury USA = Bloomberg US Treasury Index. Rapporto misurato nel periodo da luglio 1998 a dicembre 2024, salvo Obbl. soc. ME (da gennaio 2002), municipal bond imponibili (da settembre 2003) e HY EUR (da gennaio 1999) a causa della disponibilità limitata di dati. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

**I punti d'ingresso sono importanti per i rendimenti attesi di lungo termine.** Dato il livello attualmente interessante dei rendimenti offerti dai titoli IG in euro, le prospettive per i rendimenti attesi sono notevolmente migliorate. Questo perché esiste una solida relazione storica tra rendimenti iniziali come quelli odierni e la forza delle performance future. Ad esempio, con un rendimento iniziale del 3,39% per i titoli investment grade in euro, il rendimento mediano annualizzato per i cinque anni successivi – utilizzando un intervallo di 30 pb intorno al rendimento iniziale – si attesta al 4,40%, un rendimento ipotetico allettante, con rendimenti compresi nell'intervallo 3,09%-5,88% (Figura 5).

Figura 5: IG EUR: Rendimento iniziale vs rendimento totale sui 5 anni successivi



Bloomberg. Obbl. IG in euro = Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate Index. Dati mensili da gennaio 2005 a dicembre 2024. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.



Nel complesso, riteniamo che la validità strategica di un'esposizione ai titoli IG in euro sia evidente, soprattutto in virtù delle caratteristiche interessanti e del profilo di rendimento storico. ▲

#### Note

- <sup>1</sup> Bloomberg. Obbl. IG in euro = Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate Index. IG USA = Bloomberg US Aggregate Source Corporate Index. Lo spread di pareggio è dato dal rapporto tra gli spread corretti per le opzioni e la duration. Dati al 15 gennaio 2025.
- <sup>2</sup> Fonte: Moody's. Calcolo basato su una scala numerica di rating creditizi, che parte da 1 per Aaa, 2 per Aa1, 3 per Aa2 ecc.
- <sup>3</sup> Bloomberg, S&P, Moody's. Il rapporto rialzi/ribassi è stato calcolato per il periodo 2015-2024 utilizzando i dati annuali delle decisioni di rating IG di Moody's ed S&P rispettivamente per gli Stati Uniti e l'Europa occidentale.
- <sup>4</sup> Fonte: Bloomberg. Bloomberg. Obbl. IG in euro = Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate Index. IG USA = Bloomberg US Aggregate Corporate Index. Paese di composizione del rischio. Dati al 15 gennaio 2025.
- <sup>5</sup> Fonte: Bloomberg, MSCI. La correlazione a 2 anni con l'indice MSCI World è pari al 66% e all'85% rispettivamente per l'IG EUR e l'IG USA. Sulla base dei rendimenti totali mensili, calcolati sul periodo gennaio 2022/gennaio 2025 (dati al 15 gennaio per gennaio 2025).



Fonte: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® è un marchio commerciale e di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue collegate (collettivamente "Bloomberg"). Bloomberg o i licenziati di Bloomberg detengono tutti i diritti di proprietà degli indici Bloomberg. Bloomberg non approva né avalla il presente materiale, né garantisce la precisione o la completezza delle informazioni ivi contenute, né rilascia alcuna garanzia, espressa o implicita, circa i risultati ottenibili dalle stesse e, nella misura massima consentita dalla legge, non potrà essere ritenuta responsabile di danni derivanti in relazione alle stesse.

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.