

Autore

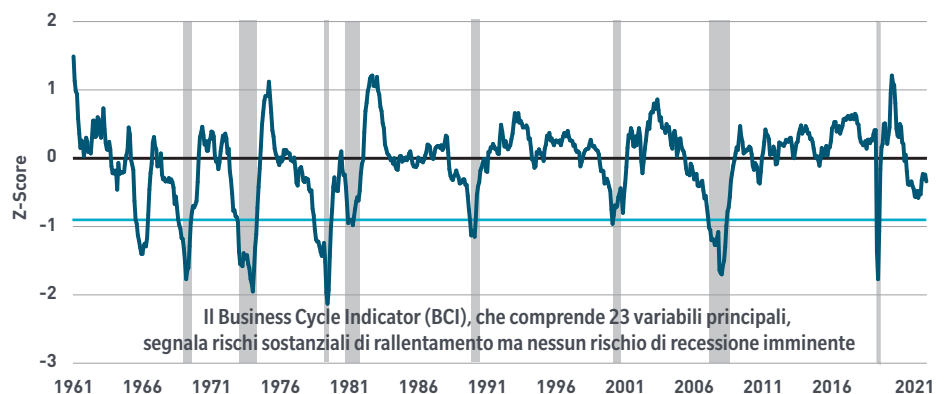


Benoit Anne
Managing Director
Investment Solutions Group

Sebbene siano diversi i timori che negli ultimi tempi hanno attraversato i mercati globali, il pericolo di lasciarsi scappare delle opportunità nell'universo obbligazionario (fixed income fear of missing out, FIFOMO) sarà la nuova paura che chi investe in obbligazioni dovrà presto affrontare, e questa volta sarà una paura positiva. Dato il netto miglioramento del quadro macro, compresi i segnali più nitidi provenienti dalle banche centrali e il quadro valutativo favorevole, a nostro avviso questa potrebbe essere un'opportunità interessante per aumentare l'allocazione nell'asset class.

Sembra profilarsi all'orizzonte uno scenario macro Goldilocks. Giunti a questo punto, il rischio di recessione negli Stati Uniti sembra essere diminuito, e ciò grazie alla resilienza dei consumatori statunitensi e alla solidità dei fondamentali del settore societario. L'economia statunitense è in fase di rallentamento, ma l'entità dello shock sulla crescita non sembra tale da giustificare un allarme recessione. Il nostro Business Cycle Indicator, pur segnalando alcuni rischi di rallentamento, non indica una recessione imminente. (Figura 1). Sul fronte dell'inflazione, sono stati compiuti alcuni progressi ed appare ora ragionevole ipotizzare che il PCE core, la misura dell'inflazione più importante per la Federal Reserve statunitense, rallenterà a circa il 2% l'anno prossimo. Cosa ancora più importante, la Fed sta segnalando che il ciclo di inasprimento è terminato. Ciò significa che siamo finalmente pronti ad uscire dal temuto regime macro di "paura della Fed", preparando il terreno a un contesto molto più favorevole per le obbligazioni.

Figura 1: Il Business Cycle Indicator, che aggrega alcuni leading indicator statunitensi



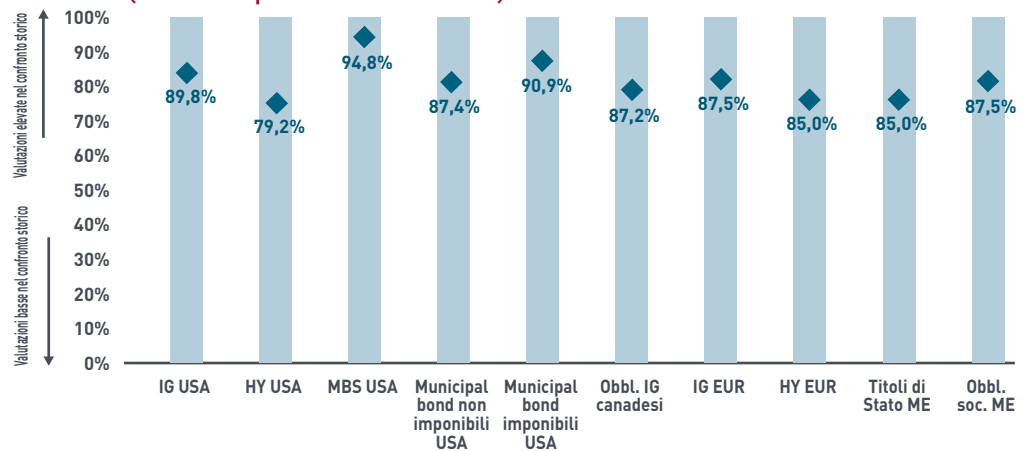
¹ Il Big Mac, che rimanda a "big macro", è una nota periodica sui mercati obbligazionari globali che analizza argomenti rilevanti per il contesto obbligazionario globale/macro globale.

Fonte: Dati Bloomberg. Dati mensili da dicembre 1961 a ottobre 2023. Il BCI aggrega gli z-score di 23 variabili. Le aree ombreggiate indicano recessioni ufficiali negli Stati Uniti, secondo la definizione del National Bureau of Economic Research (NBER). Per z-score si intende il numero di deviazioni standard sopra o sotto la media a cui un determinato dato si attesta. La linea orizzontale identifica uno z-score pari a -0,90, il che segnala una deviazione significativa dalla media.



Il quadro valutativo dell'universo obbligazionario resta vantaggioso. A nostro avviso le valutazioni obbligazionarie sono relativamente appetibili per gli investitori con un orizzonte temporale di lungo periodo. Ciò vale soprattutto per i rendimenti totali, che sono interessanti rispetto alle medie storiche anche dopo il recente apprezzamento. Guardando al percentile dei rendimenti correnti totali degli ultimi dieci anni, la maggior parte delle asset class si colloca in cima all'80° o 90° percentile (Figura 2). È vero che gli spread creditizi in alcuni settori appaiono elevati, ma la valutazione del rendimento totale, che comprende sia la componente dei tassi che quella degli spread creditizi, è importante in quanto è stata uno dei fattori chiave dei rendimenti totali attesi. Inoltre, la dispersione delle valutazioni degli spread offre ai gestori attivi valide opportunità per individuare strategie di valore relativo.

Figura 2: Rendimento, classificazione in termini di percentile (attuale e precedenti 10 anni)

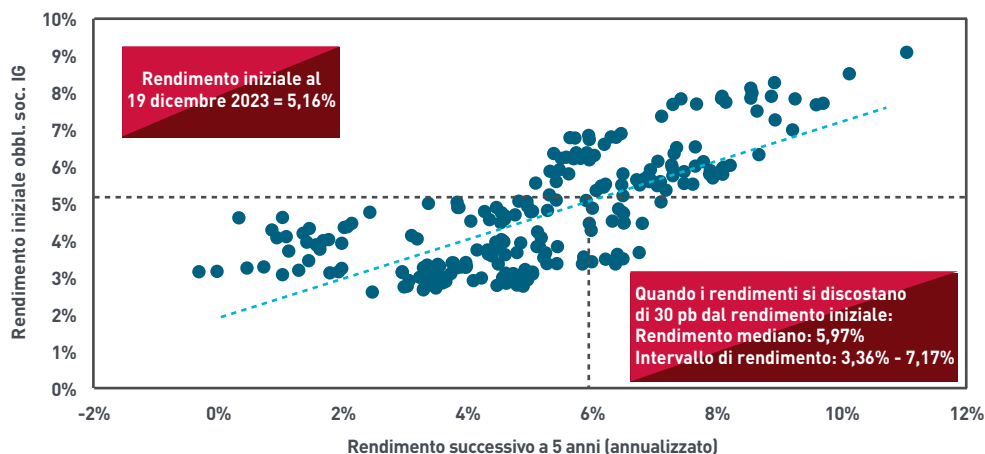


Fonti: Bloomberg. Bloomberg, dal 18 dicembre 2013 al 18 dicembre 2023. IG USA = Bloomberg US Aggregate Corporate Index. HY USA = Bloomberg US Corporate High Yield Index. MBS USA = Bloomberg US MBS Index. Titoli di Stato ME = JPMorgan EMBI Global Diversified Index. Obbl. societarie ME = JPMorgan CEMBI Broad Diversified Index. Obbl. IG europee = Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate Index. Obbl. HY europee = Bloomberg Pan-European 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.

I punti d'ingresso contano eccome nel mercato obbligazionario. Dato il livello interessante dei rendimenti correnti, 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 successive. Ad esempio, con un rendimento iniziale del 5,16% per i titoli investment grade statunitensi, il rendimento mediano per i cinque anni successivi – utilizzando un intervallo di 30 punti base intorno al rendimento iniziale – si attesta al 5,97%, con rendimenti compresi nell'intervallo 3,36-7,17% (Figura 3). Inoltre, le prospettive per i rendimenti obbligazionari attesi hanno beneficiato delle indicazioni fornite di recente dalle principali banche centrali circa i futuri tagli dei tassi. Analizzando la mappa termica del settore investment grade statunitense, è chiaro che la probabilità di rendimenti ipotetici più alti è aumentata, soprattutto data l'elevata possibilità di riduzioni dei tassi all'orizzonte desumibile dai recenti segnali forniti dalla Fed. Segnatamente, in base a un rendimento iniziale del 5,16% e ipotizzando spread invariati nell'anno successivo a fronte di un calo dei tassi di 60 pb, è possibile realizzare un rendimento del 9,43% in un anno (Figura 4). Nello specifico, i rendimenti attesi ipotetici a un anno sono dati semplicemente dal rendimento iniziale meno l'andamento combinato di tassi e spread moltiplicato per la duration dell'indice. Ad esempio, con un rendimento iniziale del 6% e una duration dell'indice di 7, se il movimento combinato di spread e tassi è un calo di 50 pb (cioè 0,50%) nel corso dell'anno successivo, il rendimento atteso a un anno sarà stimato al 9,5% ($6\% - (-0,50\% \times 7)$).



Figura 3: IG USA: rendimento iniziale vs rendimento sui 5 anni successivi



Bloomberg. IG USA = Bloomberg US Agg Corporate Index. Dati mensili da gennaio 2000 a novembre 2023. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

Figura 4: Rendimenti ipotetici attesi dell'IG USA nel prossimo anno, in base alle variazioni di spread e tassi

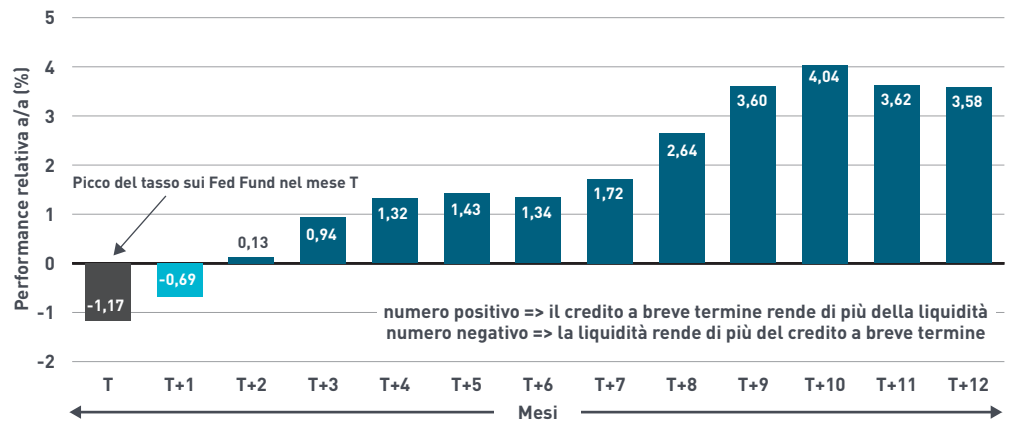
		Variazioni dello spread nel corso del prossimo anno (punti base)										
IG USA		-90	-60	-30	0	30	60	90	120	150	180	210
Rendimento ipotetico (pb)	150	0,89	-1,24	-3,37	-5,51	-7,64	-9,77	-11,90	-14,04	-16,17	-18,30	-20,44
	120	3,03	0,89	-1,24	-3,37	-5,51	-7,64	-9,77	-11,90	-14,04	-16,17	-18,30
	90	5,16	3,03	0,89	-1,24	-3,37	-5,51	-7,64	-9,77	-11,90	-14,04	-16,17
	60	7,29	5,16	3,03	0,89	-1,24	-3,37	-5,51	-7,64	-9,77	-11,90	-14,04
	30	9,43	7,29	5,16	3,03	0,89	-1,24	-3,37	-5,51	-7,64	-9,77	-11,90
Variazioni dei tassi nel corso del prossimo anno (pb)	0	11,56	9,43	7,29	5,16	3,03	0,89	-1,24	-3,37	-5,51	-7,64	-9,77
	-30	13,69	11,56	9,43	7,29	5,16	3,03	0,89	-1,24	-3,37	-5,51	-7,64
	-60	15,83	13,69	11,56	9,43	7,29	5,16	3,03	0,89	-1,24	-3,37	-5,51
	-90	17,96	15,83	13,69	11,56	9,43	7,29	5,16	3,03	0,89	-1,24	-3,37
	-120	20,09	17,96	15,83	13,69	11,56	9,43	7,29	5,16	3,03	0,89	-1,24
-150	22,22	20,09	17,96	15,83	13,69	11,56	9,43	7,29	5,16	3,03	0,89	

Bloomberg: IG USA = Bloomberg US Agg Corporate Index. Rendimento corrente al 18 dicembre 2023. Duration corrente al 18 dicembre, 2023. La stima del rendimento a un anno viene calcolata in termini di rendimento corrente + variazione netta tra tasso e spread x duration. I riferimenti a performance e rendimenti futuri attesi non costituiscono promesse o stime di performance effettive realizzabili dagli investitori, pertanto non va fatto affidamento su di essi. Le previsioni hanno scopo puramente illustrativo e non vanno intese come consulenze, raccomandazioni o garanzie di performance. Le previsioni si basano su stime soggettive e ipotesi che non si sono ancora realizzate. La precisione delle stime è limitata dal fatto che esse non sono basate su transazioni effettive, ma sui modelli e sui dati compilati da MFS®. I risultati non rappresentano né sono indicativi di risultati effettivi che possono essere ottenuti in futuro. Le performance ottenute dai singoli investitori possono variare significativamente.

Potrebbe essere giunto il momento di abbandonare la liquidità e tornare alle obbligazioni. Le posizioni liquide restano cospicue vista la riluttanza degli investitori ad assumersi rischi, soprattutto dopo due anni difficili per i mercati globali. Ci troviamo tuttavia ad un punto di svolta importante. Di norma, poco dopo il raggiungimento del picco dei tassi ufficiali delle banche centrali la liquidità comincia a sottoperformare il credito. È esattamente il punto in cui ci troviamo in questo momento (Figura 5). In futuro, la probabilità che la liquidità surclassi il credito è destinata a diminuire, soprattutto alla luce dei tagli dei tassi all'orizzonte.



Figura 5: Entità della performance relativa del credito a breve termine rispetto alla liquidità dopo i picchi dei tassi Fed



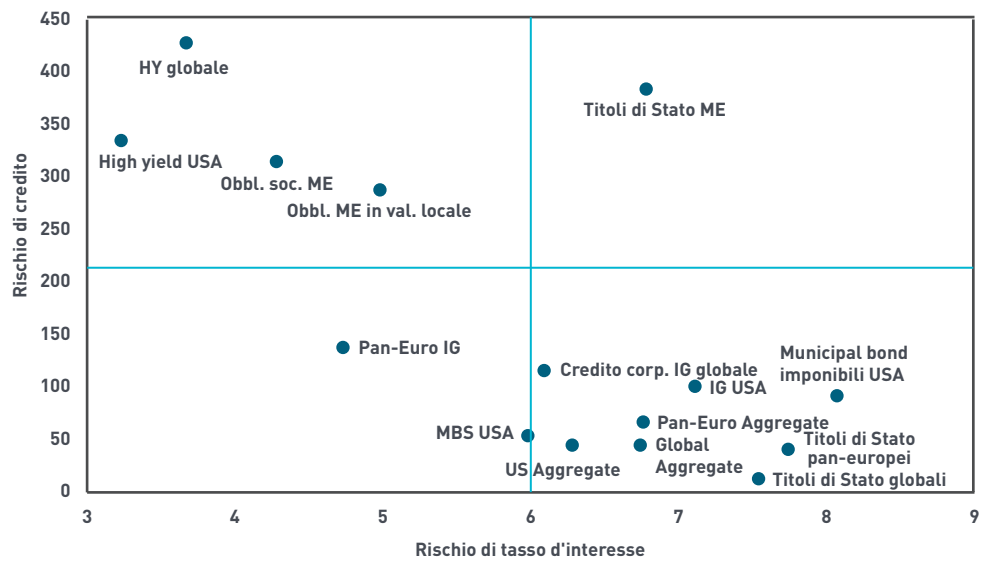
Fonte: Bloomberg, database Fred della Fed, ICE BofA. Tasso sui Fed Fund: Liquidità = tassi e rendimenti a 3 mesi o 90 giorni; Certificati di deposito negli Stati Uniti, in percentuale su base mensile non destagionalizzata. Credito = ICE BofA, credito societario IG USA a 1-3 anni (indice C1A0). Dati mensili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

Riteniamo che il mercato obbligazionario offra un'ampia gamma di opportunità.

Nell'obbligazionario ce n'è per tutti i gusti, a seconda della propensione al rischio, delle esigenze d'investimento e di altri obiettivi di ciascun investitore. Le obbligazioni comportano ovviamente sia il rischio di duration che il rischio di credito. La combinazione di questi due elementi ci offre una mappa altamente diversificata di sottoclassi obbligazionarie (Figura 6). Al momento siamo ottimisti sia sulla duration che sul credito e privilegiamo quindi la parte più rischiosa dello spettro obbligazionario, in particolare il debito dei mercati emergenti e l'high yield europeo. Questo in virtù delle prospettive macro più favorevoli e dei livelli d'ingresso interessanti.



Figura 6: Obbligazionario: rischio di duration vs. rischio di credito



Fonte: Bloomberg. Dati al 19 dic. 2023. Gli spread sono espressi rispetto ai Treasury statunitensi. Spread delle Obbl. ME in val. locale misurati rispetto a un titolo di Stato globale teorico composto per il 33% da un Bund a 5 anni e per il 67% da un Treasury USA a 5 anni. 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.

Nel complesso, riteniamo che le obbligazioni siano tornate ad essere un'asset class interessante, soprattutto perché i rischi di recessione sono diminuiti e il contesto valutativo è vantaggioso in termini storici. ▲



gli investimenti in obbligazioni possono perdere valore per effetto di una riduzione effettiva o percepita della qualità creditizia dell'emittente, del mutuatario, della controparte o di un altro soggetto responsabile del pagamento, della garanzia sottostante o della variazione delle condizioni economiche, politiche, specifiche dell'emittente o di altre condizioni. Alcune tipologie di strumenti obbligazionari possono essere più sensibili a tali fattori e pertanto più volatili. Gli strumenti di debito comportano inoltre un rischio di tasso d'interesse (all'aumentare dei tassi di norma i prezzi diminuiscono). Di conseguenza, in periodi di rialzo dei tassi il valore del portafoglio può diminuire.

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 Investment Solutions Group, un'entità interna alla divisione distribuzione di MFS, e possono differire da quelle dei gestori di portafoglio e degli analisti di ricerca di MFS. Queste opinioni sono soggette a variazioni in qualsiasi momento e non vanno considerate alla stregua di una consulenza di investimento fornita dal Consulente, di una raccomandazione di titoli o di un'indicazione delle intenzioni di trading per conto di MFS.

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti** – MFS Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc.; **America Latina** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Investment Management Canada Limited. Questa comunicazione non è stata esaminata da commissioni per la borsa valori o equivalenti autorità regolamentari canadesi; **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera**: pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera)**: pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a.r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale; **Singapore** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** – MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento.