

Autori



Benoit Anne
Managing Director
Investment Solutions Group



Peter McCandless
European High Yield Analyst

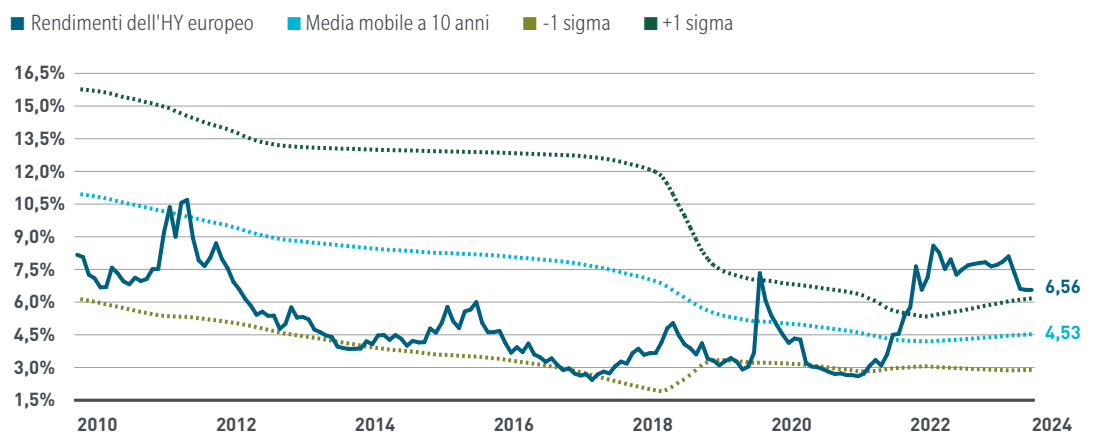


Laura Homsey
European High Yield Analyst

Al momento le valutazioni di diverse asset class appaiono eccessive, ma non quelle dell'high yield europeo, che figura tra i segmenti più interessanti del mercato obbligazionario globale. Dato che l'high yield europeo continua ad essere sostenuto da fondamentali solidi e che il contesto macro sta diventando più favorevole, anche in vista dei tagli dei tassi di riferimento, riteniamo che sia giunto il momento di prendere in considerazione un aumento dell'esposizione a questo segmento. Ad MFS® esprimiamo la nostra visione sull'high yield europeo principalmente attraverso il nostro portafoglio HY globale, il nostro mandato multisettoriale globale e la nostra strategia di credito in EUR.

I rendimenti dell'high yield europeo sono interessanti rispetto ai valori storici. Al 6,56% circa, i rendimenti dell'high yield europeo a livello di indice sono nettamente superiori alla loro media mobile decennale del 4,53% (Figura 1). Questa è una considerazione importante, in quanto il rendimento corrente influisce direttamente sulle aspettative di rendimento future.

Figura 1: High yield europeo: rendimenti storici

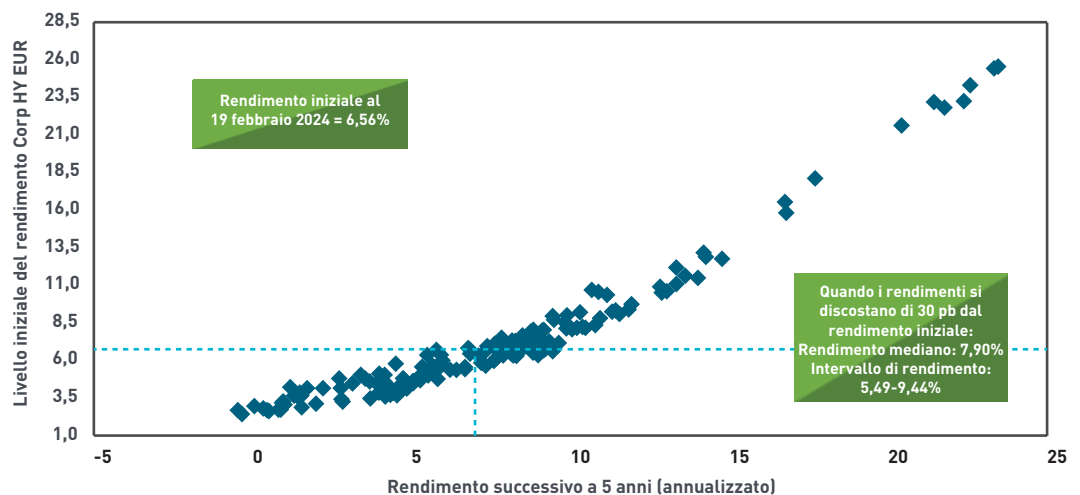


Fonti: Bloomberg, ICE BofA. Rendimento dell'HY europeo = ICE BofA European Currency High Yield Index, HP00 index, yield to worst. Dati mensili da maggio 2010 a febbraio 2024 (dati al 16 febbraio). 1 sigma = un'unità di deviazione standard dalla media di lungo periodo.

I punti d'ingresso contano nel mercato obbligazionario, e anche nell'high yield europeo. Dato il livello interessante dei rendimenti correnti, a nostro avviso le prospettive per i rendimenti attesi sono ottime. Questo perché esiste una solida relazione storica tra rendimenti iniziali come quelli odierni e performance successive relativamente interessanti. Ad esempio, con un rendimento iniziale del 6,56% per i titoli high yield europei, il rendimento mediano per i cinque anni successivi – utilizzando un intervallo di 30 punti base intorno al rendimento iniziale – si attesta al 7,9%, con rendimenti compresi nell'intervallo 5,49-9,44% (Figura 2). Inoltre, le prospettive per i rendimenti obbligazionari attesi hanno beneficiato delle indicazioni fornite di recente dalle principali banche centrali, inclusa la Banca centrale europea, circa gli imminenti tagli dei tassi. Analizzando la mappa di calore del mercato high yield europeo (Figura 3), è chiaro che la probabilità di rendimenti più alti è aumentata rispetto a qualche anno fa, alla luce del rendimento iniziale più elevato. Inoltre, la prospettiva di rendimenti più alti è avvalorata dall'elevata possibilità di tagli dei tassi a breve, in base ai recenti segnali forniti dalla BCE. Segnatamente, in base a un rendimento iniziale del 6,56% e ipotizzando spread invariati nell'anno successivo a fronte di un calo dei tassi di 60 pb, è possibile realizzare un rendimento ipotetico dell'8,19% in un anno, in base all'impatto di una variazione dei tassi di 60 pb moltiplicata per la duration dell'indice ($60 \times 2,71 = 162,6$, che sommato al 6,56% dà l'8,19%). A titolo di confronto storico, il rendimento annualizzato ventennale dell'asset class è pari al 6,6%.

Vale la pena di notare anche che in uno scenario estremo, come un aumento combinato di spread e tassi di almeno 270 pb, l'high yield europeo produrrebbe un rendimento negativo nel corso dell'anno successivo.

Figura 2: High yield europeo: rendimenti iniziali e rendimenti successivi a confronto



Fonti: Bloomberg, ICE BofA. Rendimento dell'HY europeo = ICE BofA European Currency High Yield Index, HP00 index. Dati mensili da gennaio 2005 a gennaio 2024. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

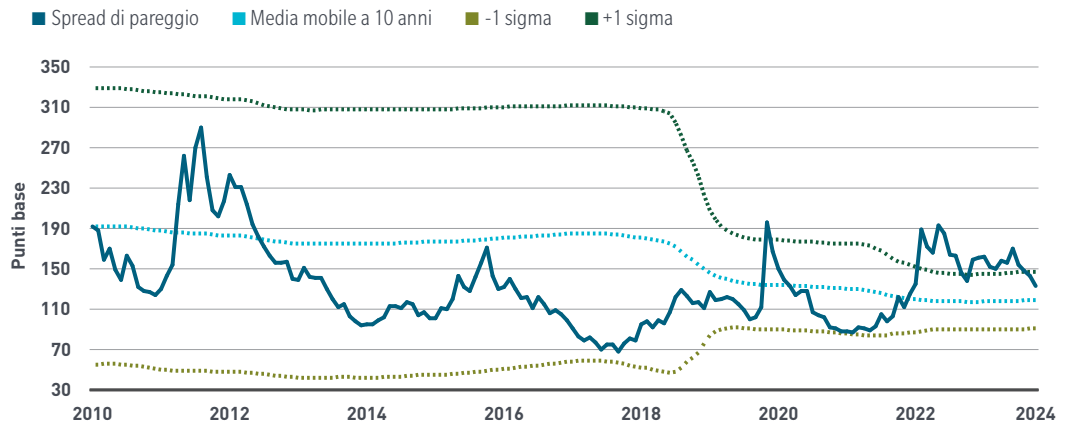
Figura 3: Rendimenti ipotetici attesi dell'HY europeo nel prossimo anno, in base alle variazioni di spread e tassi

HY EUR	Variazioni dello spread nel corso del prossimo anno (punti base)										
	-90	-60	-30	0	+30	+60	+90	+120	+150	+180	+210
+150	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77	-1,58	-2,40	-3,21
+120	5,74	4,93	4,12	3,80	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77	-1,58	-2,40
+90	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77	-1,58
+60	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77
+30	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04
0	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86
-30	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67
-60	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49
-90	11,44	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30
-120	12,26	11,44	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12
-150	13,07	12,26	11,44	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93

Fonti: Bloomberg, ICE BofA: HY europeo = ICE BofA European Currency High Yield Index, HP00 index. Rendimento corrente al 19 febbraio 2024. Duration corrente al 19 febbraio 2024. La stima del rendimento a un anno viene calcolata in termini di rendimento corrente + variazione netta tra tasso e spread x duration. 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. 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. Questi calcoli ipotetici hanno lo scopo di illustrare il possibile andamento di un indice obbligazionario in diversi contesti di mercato considerando (1) il livello corrente di yield to worst, (2) la duration corretta per le opzioni (3) e la spread duration. 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. L'analisi presuppone anche che le variazioni dei tassi d'interesse rappresentino uno spostamento parallelo lungo la curva dei rendimenti che si verifica alla fine del periodo, il che consente di cogliere appieno lo yield to worst iniziale. La duration e la spread duration sono misure della sensibilità del prezzo, rispettivamente, alle variazioni di rendimento e spread.

Gli spread dell'high yield europeo sono ancora interessanti. Ciò è vero soprattutto se si considerano gli spread di pareggio (Figura 4). Gli spread dell'high yield europeo si sono ridotti notevolmente nelle ultime settimane, in linea con gli altri segmenti obbligazionari globali, ma riteniamo che, a differenza di quello degli omologhi, il quadro valutativo degli spread rimanga perlopiù interessante.

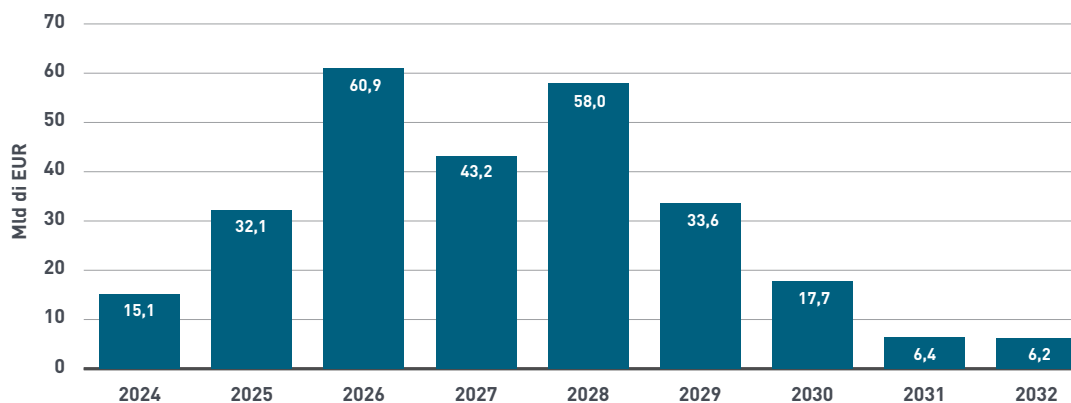
Figura 4: High yield europeo: spread di pareggio storici



Fonte: Bloomberg. Spread di pareggio dell'HY europeo = ICE BofA European Currency High Yield Index, HP00 index, spread sovrani divisi per la duration. Lo spread di pareggio è una misura di quanto lo spread dovrebbe salire per annullare l'extra-rendimento (ossia il rendimento dell'esposizione al credito, escluso l'effetto dei tassi). Dati mensili da maggio 2010 a febbraio 2024 (dati al 19 febbraio). 1 sigma = un'unità di deviazione standard dalla media di lungo periodo.

L'high yield europeo continua ad essere sostenuto da fondamentali solidi. Nel complesso, un netto aumento dei tassi di default o il cosiddetto "muro delle scadenze" non ci preoccupano. Il rischio di rifinanziamento rimane limitato alla luce delle prospettive di tagli dei tassi e di un picco delle scadenze che potrebbe concretizzarsi solo nel 2026 (Figura 5). Dal punto di vista dei fondamentali, in base al nostro Fundamental Indicator l'asset class si è rafforzata negli ultimi trimestri (Figura 6). Il vigore deriva soprattutto dal rapporto free cash flow/debito, oltre che dall'indebitamento netto.

Figura 5: HY europeo – Scadenza

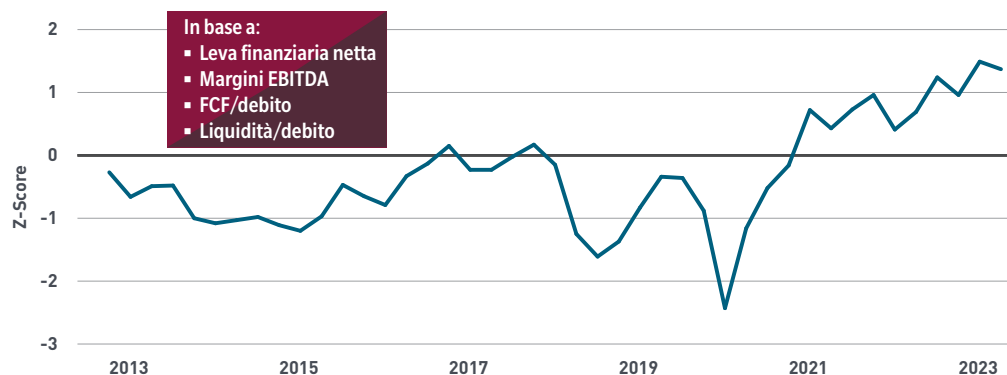


Fonte: Bloomberg. Dati al 14 febbraio 2024.

Il contesto macro sta diventando più favorevole agli attivi europei. Sul fronte della crescita, rileviamo segnali di miglioramento delle condizioni macro nell'Eurozona, anche se lo scenario di riferimento rimane prossimo alla stagnazione. Tuttavia, la buona notizia è che i rischi di una grave recessione sembrano attenuarsi. Il nostro Business Cycle Indicator per l'Europa, che aggrega diversi indicatori rilevanti, segnala una netta ripresa rispetto a qualche mese fa (Figura 7). Ad esempio, il seguitissimo indicatore ZEW sulle aspettative di crescita dell'Eurozona ha appena raggiunto il massimo dell'ultimo anno.

Inoltre, è probabile che a breve, forse già nel secondo trimestre di quest'anno, la BCE avvii un ciclo di allentamento. A nostro avviso, ciò dovrebbe alimentare l'interesse per gli attivi europei, favorendo l'high yield europeo.

Figura 6: punteggio fondamentale dell'HY europeo



Fonte: Morgan Stanley. Dati trimestrali fino al T3 2023. In base alla media aritmetica dei singoli z-score a 10 anni: indebitamento netto, margini EBITDA, rapporto free cash flow/debito e rapporto liquidità/debito. Lo z-score è una misura dello scostamento dalla media in unità di deviazione standard.

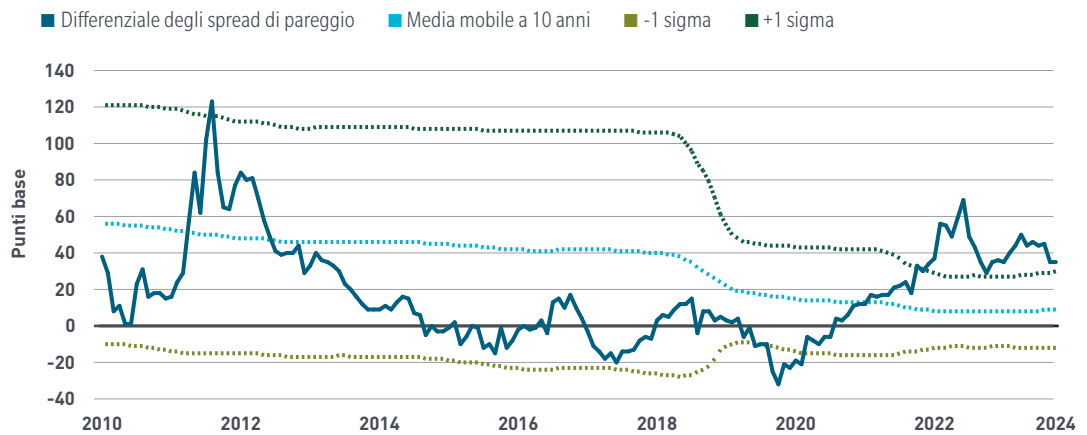
Figura 7: Business Cycle Indicator dell'Eurozona



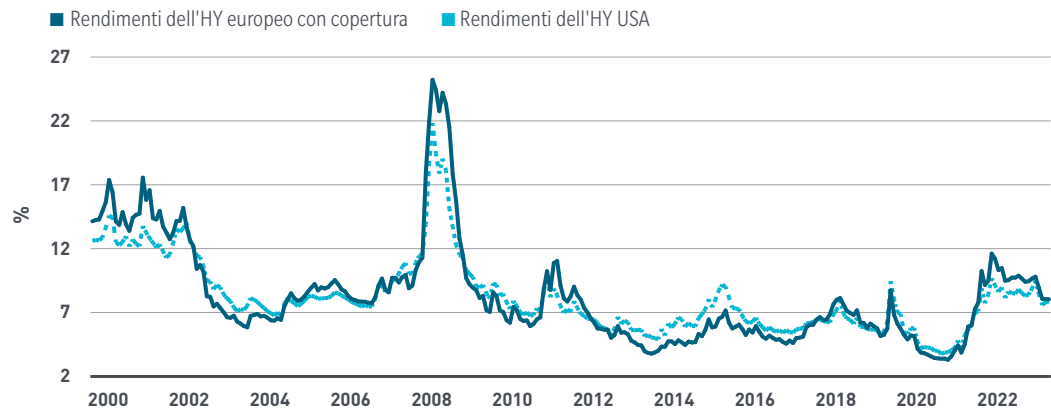
Fonte: Bloomberg. Ifo Pan Germany Business Expectations, Sentix Sentiment for the Eurozone, Zentrum fuer Europaeische Wirtschaftsforschung (ZEW), Indicatore di sentiment economico della Commissione europea per l'Eurozona. Dati mensili da giugno 2011 a gennaio 2024. L'indicatore composito si basa sulla media dei z-score di queste quattro variabili.

L'high yield europeo è interessante su base relativa rispetto all'high yield USA. Il motivo è soprattutto che la valutazione di quest'ultimo è davvero eccessiva. Nello specifico, attualmente il differenziale tra gli spread di pareggio dell'high yield europeo e statunitense si attesta a 35 pb, ben al di sopra della soglia di 1 sigma rispetto alla media di lungo periodo (Figura 8).

Allo stesso modo, l'high yield europeo appare particolarmente interessante se si considerano i rendimenti con copertura. Un investitore con sede negli Stati Uniti intenzionato ad assumere un'esposizione all'high yield europeo con copertura valutaria potrebbe ottenere un rendimento dell'8,04%, superiore a quello che otterrebbe acquistando titoli high yield statunitensi, nonostante la duration più breve dell'indice in EUR (Figura 9).

Figura 8: HY europeo e HY USA a confronto: differenziali degli spread di pareggio

Fonte: Bloomberg. Spread di pareggio dell'HY europeo = ICE BofA European Currency High Yield Index, HP00 index, spread sovrani divisi per la duration. HY USA = Bloomberg US HY Index. Lo spread di pareggio è una misura di quanto lo spread dovrebbe salire per annullare l'extra-rendimento (ossia il rendimento dell'esposizione al credito, escluso l'effetto dei tassi). Dati mensili da maggio 2010 a febbraio 2024 (dati al 16 febbraio). 1 sigma = un'unità di deviazione standard dalla media di lungo periodo.

Figura 9: HY europeo e HY USA a confronto: rendimenti su base coperta per il rischio di cambio

Fonte: Bloomberg. Rendimenti dell'HY europeo = ICE BofA European Currency High Yield Index, HP00 index, yield to worst. HY USA = Bloomberg US HY Index, yield to worst. Il costo della copertura dell'esposizione all'EUR si basa sul rendimento implicito dei contratti a termine su valute a 3 mesi. Dati mensili da gennaio 2005 a febbraio 2024 (dati al 16 febbraio 2024).

La performance a lungo termine dell'high yield europeo è superiore a quella dell'high yield USA.

Osservando lo storico dei rendimenti, l'high yield europeo (in termini di USD) ha ottenuto rendimenti più elevati rispetto all'high yield statunitense negli orizzonti di 3, 5, 10 e 20 anni. Inoltre, dato che la volatilità dei rendimenti dei titoli high yield europei è stata nel complesso analoga a quella degli omologhi statunitensi, i rendimenti corretti per la volatilità sono stati sistematicamente superiori (Figura 10).

Figura 10: Rendimenti storici dell'HY europeo (in termini di USD) e dell'HY USA

	3 anni	5 anni	10 anni	20 anni
HY europeo (coperto in USD)				
Rendimento	2,88%	5,09%	5,33%	7,87%
Volatilità	7,34%	9,23%	7,12%	9,77%
Rendimenti corretti per la volatilità	0,39	0,55	0,75	0,81
HY USA				
Rendimento	1,72%	4,08%	4,30%	6,49%
Volatilità	8,36%	9,35%	7,59%	9,11%
Rendimenti corretti per la volatilità	0,21	0,44	0,57	0,71

Fonte: Bloomberg. HY europeo (coperto in USD) = ICE BofA European Currency High Yield Index, HP00 index, rendimento totale, coperto in USD. HY USA = Bloomberg US High Yield Total Return Index. Volatilità = volatilità annualizzata dei rendimenti mensili. Rendimenti corretti per la volatilità = rendimento/volatilità. Basato su dati mensili fino a gennaio 2024. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice.

La performance a lungo termine dell'high yield europeo è superiore anche a quella delle azioni europee, malgrado la netta sottoperformance rispetto a queste ultime su orizzonti temporali più brevi. Negli ultimi 20 anni, l'high yield europeo ha generato rendimenti simili a quelli dell'indice azionario in euro, ma con una volatilità inferiore (Figura 11).

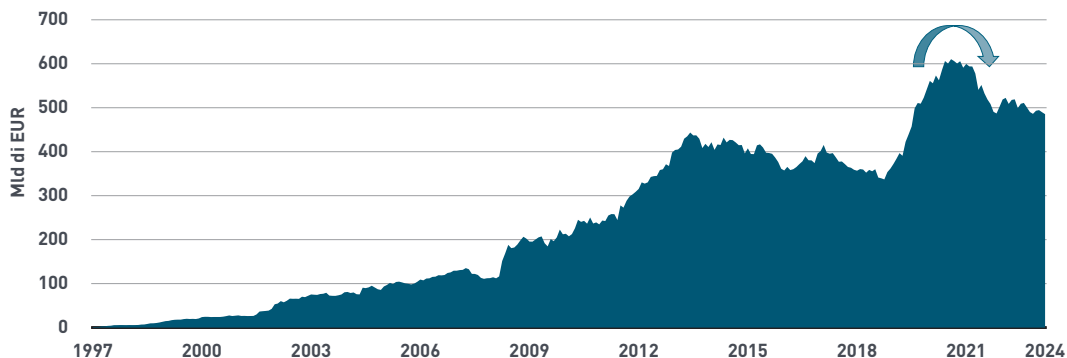
Grafico 11: Rendimenti storici dell'HY europeo e delle azioni europee

	3 anni	5 anni	10 anni	20 anni
HY EUR				
Rendimento	1,01%	2,82%	3,52%	6,62%
Volatilità	7,37%	9,22%	7,14%	9,93%
Rendimenti corretti per la volatilità	0,14	0,31	0,49	0,67
Azioni europee				
Rendimento	9,88%	8,89%	7,14%	7,05%
Volatilità	13,97%	15,88%	14,08%	14,28%
Rendimenti corretti per la volatilità	0,71	0,56	0,51	0,49

Fonte: Bloomberg. HY europeo = ICE BofA European Currency High Yield Index, HP00 index, rendimento totale. Azioni europee = Euro Stoxx 600 Gross Return (SXXGR index). Volatilità = volatilità annualizzata dei rendimenti mensili. Rendimenti corretti per la volatilità = rendimento/volatilità. Dati mensili fino a febbraio 2024 (al 16 febbraio). I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri. Non è possibile investire direttamente in un indice.

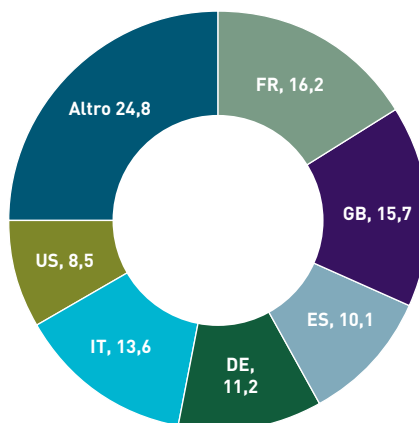
Il contesto tecnico è favorevole all'high yield europeo. Va notato che dopo la pandemia di Covid le dimensioni del mercato si sono ridotte a causa dell'offerta limitata (Figura 12). Riteniamo che questa scarsità stia agendo come fattore tecnico positivo. Inoltre, il mercato high yield europeo offre una notevole diversificazione geografica che agevola la gestione dell'esposizione al rischio macro dei singoli paesi, come illustrato nella Figura 13.

Grafico 12: Dimensioni totali del mercato HY europeo



Fonte: Bloomberg. HY europeo = ICE BofA European Currency High Yield Index, HP00 index, valore facciale. Dati mensili fino a febbraio 2024 (al 16 febbraio).

Grafico 13: HY europeo, ripartizione per paese dell'emittente



Fonte: Bloomberg. HY europeo = ICE BofA European Currency High Yield Index, HP00 index, ripartizione per paese dell'emittente. Dati a febbraio 2024 (al 16 febbraio).

Nel complesso, riteniamo che l'high yield europeo sia un'asset class che merita di essere presa in considerazione dagli investitori alla luce delle sue caratteristiche di valutazione interessanti, dei fondamentali solidi, dei fattori tecnici favorevoli e della sua performance a lungo termine rispetto ad asset class omologhe. ▲

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 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 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 contravvenga 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.