



GIUGNO 2026

## Credito: Domare un vasto universo



### Charudatta Shende

Fixed Income Strategist,  
Head of Client Portfolio  
Management Fixed Income



### Marie Thomin

Client Portfolio Manager  
Fixed Income

*Dopo aver esaminato il modo in cui Candriam gestisce i rischi di credito, la fase del ciclo in cui ci troviamo e come affrontare le fasi avanzate del ciclo, questo quarto documento si concentra sull'universo del credito e su come lo sfruttiamo nelle nostre decisioni di investimento.*

*Definire l'universo del credito non è un esercizio puramente accademico. È fondamentale per comprendere in che modo gli investitori gestiscono il rischio, interpretano il ciclo economico e integrano il credito nelle decisioni di allocazione strategica.*

# Definire l'universo del credito: scala, struttura e frammentazione

Il credito viene spesso definito in senso stretto come un segmento del mercato del reddito fisso che si colloca tra i titoli di Stato e le azioni. In realtà, la cosa è molto più ampia e complessa. Secondo gli indici ICE BofA Global Corporate e Global High Yield, anche limitandosi alle sole obbligazioni corporate liquide, **l'universo di investimento rappresenta già circa 17.400 miliardi di dollari tra titoli investment grade e high yield**<sup>1</sup>. Ed è proprio questa portata a rendere il credito un investimento strategico e uno dei principali bacini di capitale a livello mondiale. Per dare un'idea della portata del fenomeno, alla fine del 2025 la capitalizzazione di mercato globale delle azioni quotate ammontava a 151.940 miliardi di dollari<sup>2</sup>, mentre l'ammontare complessivo del debito obbligazionario societario globale raggiungeva i 36.400 miliardi di dollari, escludendo i significativi mercati del credito privato e dei derivati creditizi<sup>3</sup>.

Tuttavia, il vero universo del credito va ben oltre le obbligazioni liquide. Comprende anche un mercato di derivati ampio e in crescita. I credit default swap (CDS), i CDS su indici e gli strumenti correlati costituiscono un livello non finanziato attraverso il quale il rischio di credito viene trasferito, coperto e valutato. Il Trade Information Warehouse della Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) gestisce circa 10.000 miliardi di dollari di derivati creditizi a livello globale, mentre l'OCSE ha stimato esigenze di rifinanziamento per circa 14.000 miliardi di dollari di valore nozionale in essere equivalente in USD.<sup>4</sup> Solo nel primo trimestre del 2025, il volume degli scambi di CDS ha raggiunto gli 8.500 miliardi di dollari negli Stati Uniti e in Europa, con i prodotti indicizzati che hanno rappresentato la stragrande maggioranza dell'attività in Europa.<sup>5</sup>

Questa **doppia struttura** (finanziata e non finanziata) è fondamentale. Lo stesso rischio di credito può essere valutato, quotato e coperto tramite diversi strumenti, ciascuno con condizioni di liquidità e vincoli per gli investitori distinti.

Oltre a ciò, l'universo è suddiviso in base a diverse altre dimensioni: credito pubblico e privato, struttura del capitale (dal debito senior garantito agli strumenti subordinati e ibridi), valute e regioni, nonché basi di investitori. Comprende inoltre strumenti etichettati come obbligazioni verdi, sociali, di sostenibilità e legate alla sostenibilità. Questi segmenti operano con vincoli diversi (requisiti normativi, esigenze di liquidità, orizzonti di investimento e mandati). Di conseguenza, **lo stesso emittente può essere finanziato e negoziato a condizioni molto diverse**. Una singola società può detenere contemporaneamente obbligazioni in diverse valute, contratti CDS riferiti al proprio rischio di credito e finanziamenti privati non valutati secondo il valore di mercato.

Ciascuna di queste esposizioni riflette un diverso equilibrio tra domanda e offerta, liquidità e comportamento degli investitori, determinando situazioni in cui rischi simili vengono valutati in modo diverso a seconda

1 - Fonte: Bloomberg, Bloomberg© ICE BofA Global Corporate Index (G0BC Index) e ICE BofA Global High Yield Index (Hw00 Index) al 30/04/2026

2 - Fonte: World Federation of Exchanges WFE Market Highlight 2025

3 - Fonte: Rapporto dell'OCSE sul debito globale 2026, [https://www.oecd.org/en/publications/global-debt-report-2026\\_e9d80efd-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/global-debt-report-2026_e9d80efd-en.html)

degli strumenti e dei mercati.

**Il rischio di credito non è valutato una volta, ma in modo diverso a seconda di dove e come viene espresso.** Anziché convergere verso un unico equilibrio, i mercati del credito operano attraverso una pluralità di equilibri coesistenti, determinati dalle caratteristiche e dai vincoli di ciascun segmento. La finanza sostenibile aggiunge un ulteriore livello, poiché la domanda specifica di obbligazioni certificate può determinare dinamiche di prezzo distinte all'interno dello stesso emittente. Le preferenze degli investitori possono a loro volta diventare un fattore determinante del valore relativo.

Per gli investitori, il valore nel settore del credito non risiede solo nel livello assoluto degli spread, ma anche nelle differenze tra strumenti, valute, scadenze e struttura patrimoniale. Queste differenze spesso riflettono le caratteristiche strutturali del mercato piuttosto che le dislocazioni temporanee. Di conseguenza, il credito non dovrebbe essere inteso come un singolo mercato unificato, bensì come **un sistema articolato su più livelli e parzialmente frammentato che consente agli investitori di adeguare il rischio senza uscire dalla classe di attivi.**

**L'universo del credito è più di una serie di asset: è un insieme di strumenti.** La sua ampiezza e la sua segmentazione consentono agli investitori di esprimere le proprie opinioni, gestire il rischio e adeguare il proprio posizionamento nel corso del ciclo del credito, riallocando le esposizioni, gli strumenti e i profili di rischio man mano che le condizioni di mercato evolvono.



4 - Fonte: Rapporto dell'OCSE sul debito globale 2026, [https://www.oecd.org/en/publications/global-debt-report-2026\\_e9d80efd-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/global-debt-report-2026_e9d80efd-en.html)

5 - Fonte: International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

# Un mercato complesso e in evoluzione

L'universo del credito non è statico. Negli ultimi dieci anni, i cambiamenti strutturali nell'architettura dei mercati, nella regolamentazione e nel comportamento degli investitori hanno ridefinito le modalità di emissione, distribuzione e valutazione del credito.

Lungi dal semplificare i mercati, questi cambiamenti li hanno riorganizzati, accentuandone la segmentazione e aumentando il rischio di squilibri. Sebbene all'inizio degli anni 2000 fosse ancora relativamente giovane, il mercato delle obbligazioni corporate in euro è diventato da allora uno dei mercati del reddito fisso più ampi e diversificati a livello mondiale.

## 1. Disintermediazione finanziaria

Una delle trasformazioni più significative dei mercati del credito è stata la **progressiva disintermediazione del sistema finanziario**. All'indomani della crisi finanziaria globale, l'inasprimento della regolamentazione bancaria ha ridotto in modo significativo la capacità di bilancio degli operatori e la loro capacità di accollarsi rischi. Sebbene queste riforme abbiano rafforzato la resilienza del settore bancario, hanno anche accelerato il passaggio dal credito bancario al finanziamento basato sul mercato.

Al contempo, i **mercati delle obbligazioni corporate si sono notevolmente ampliati sia in termini di dimensioni che di profondità**, creando un universo d'investimento più ampio e diversificato. I mercati primari svolgono ora un ruolo centrale nella formazione dei prezzi, con emissioni investment grade europee superiori a 450 miliardi di euro nel 2025 e destinate a raggiungere i 500 miliardi di euro nel 2026<sup>6</sup>. In molti casi, le rettifiche delle valutazioni avvengono sempre più spesso al momento dell'emissione piuttosto che esclusivamente sui mercati secondari.

**L'espansione del mercato del credito privato**, che ha ormai raggiunto circa 2.000 miliardi di dollari<sup>7</sup>, ha ulteriormente rafforzato la segmentazione del mercato, sottraendo ai mercati pubblici una parte dei finanziamenti destinati ai soggetti con rating inferiore. Insieme alla crescente importanza degli ETF, delle strategie passive e dei derivati su crediti, questi sviluppi hanno contribuito a creare condizioni di liquidità più altalenanti e a rendere più frequenti gli scostamenti tra i prezzi di mercato e i fondamentali. In questo contesto, le opportunità di valore relativo e le inefficienze di mercato sono diventate più evidenti.

6 - Fonte: JP Morgan

7 - Fonte: Rapporto dell'OCSE sul debito globale 2026, [https://www.oecd.org/en/publications/global-debt-report-2026\\_e9d80efd-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/global-debt-report-2026_e9d80efd-en.html)

## 2. Regolamentazione finanziaria e sostenibile

La regolamentazione è diventata una delle principali forze strutturali in grado di plasmare i mercati del credito. Sul fronte finanziario, le riforme di Basilea hanno introdotto requisiti patrimoniali più elevati, vincoli di liquidità più rigorosi e standard di gestione del rischio più severi. Sebbene tali misure abbiano rafforzato la stabilità finanziaria, hanno anche ridotto la capacità delle banche di fungere da intermediari del rischio, contribuendo a una minore liquidità strutturale del mercato secondario.

Allo stesso tempo, la regolamentazione della sostenibilità è diventata un fattore sempre più importante di allocazione del capitale. In linea con il Green Deal europeo, l'Unione europea ha introdotto un ampio quadro normativo in materia di finanza sostenibile incentrato sulla tassonomia dell'UE, sul regolamento SFDR e su requisiti più rigorosi in materia di informativa ESG. Queste misure hanno aumentato la trasparenza e accelerato l'integrazione delle considerazioni di sostenibilità nei processi d'investimento.

Di conseguenza, l'emissione di obbligazioni sostenibili ha registrato una rapida crescita e la domanda specifica di strumenti verdi, sociali e legati alla sostenibilità ha determinato nuove dinamiche di prezzo nei mercati del credito. In alcuni casi, le obbligazioni certificate possono essere negoziate in modo diverso rispetto alle obbligazioni convenzionali emesse dallo stesso emittente, aggiungendo un ulteriore livello di segmentazione e di analisi del valore relativo.

## 3. Interessi degli investitori e dinamiche di mercato

Il comportamento degli investitori si è evoluto in modo significativo parallelamente a questi cambiamenti strutturali e normativi. Gli **investitori non bancari** (tra cui gestori patrimoniali, compagnie assicurative e fondi pensione) **dominano ormai i mercati del credito**, ma i loro obiettivi e vincoli variano notevolmente a seconda dei quadri normativi, delle strutture di passività, delle considerazioni relative ai benchmark e dei mandati in materia di sostenibilità.

Ciò ha portato a un'allocazione del capitale sempre più disomogenea in tutti i segmenti di mercato, rafforzando la dispersione dei prezzi e la coesistenza di molteplici equilibri di mercato. Gli investitori non sono più concentrati unicamente sulla generazione di rendimenti; resilienza, liquidità, trasparenza e creazione di valore a lungo termine sono diventati fattori trainanti della domanda sempre più importanti.

Al contempo, la **crescente influenza delle strategie d'investimento passive e dei mercati "flow-driven"** ha amplificato la volatilità a breve termine. In un ambiente caratterizzato da una ridotta intermediazione dei concessionari, questi flussi possono creare temporanee discrepanze tra prezzi e fondamentali. Per gli investitori attivi, questa struttura di mercato in continua evoluzione amplia il ventaglio di opportunità, rendendo la selezione degli emittenti, l'analisi del valore relativo e la gestione della liquidità fattori sempre più determinanti per la performance.

# L'universo del credito come insieme di strumenti

La diversità dell'universo del credito diventa significativa solo se tradotta in uso pratico. La sua ampiezza non è solo una questione di scala, ma di **scelta**.

Poiché è possibile accedere allo stesso rischio di credito sottostante attraverso diversi strumenti e posizioni nella struttura patrimoniale, gli investitori non sono limitati a un'unica forma di esposizione. Al contrario, possono determinare in che modo tale rischio viene espresso, adeguato e gestito nel tempo.

## 1. Investment Grade

**Il cuore di questo insieme di strumenti è solitamente costituito dal credito investment grade.** Rappresenta circa l'80% del mercato del credito globale e oltre il 25% del mercato obbligazionario globale totale<sup>8</sup>, fornisce carry, diversificazione e resilienza relativa. La sua ampia copertura a livello di regioni, settori ed emittenti consente agli investitori di mantenere un'esposizione al credito moderando al contempo il rischio di ribasso, evitando così di dover scegliere tra un orientamento favorevole al rischio e uno avverso al rischio.

Questa diversità fa sì che il rating investment grade diventi un'allocazione attiva piuttosto che un punto di riferimento passivo. Lo stesso emittente può offrire un valore diverso in euro e in dollari una volta considerati i costi di copertura, mentre le discrepanze di prezzo tra le scadenze possono riflettere una determinazione incoerente del rischio lungo la curva. La struttura patrimoniale aggiunge un ulteriore grado di flessibilità, poiché il debito subordinato, gli strumenti ibridi e quelli junior consentono agli investitori di modulare il rischio all'interno dello stesso emittente e di accedere a premi diversi legati alla regolamentazione e all'assorbimento delle perdite.

Il **credito sostenibile** amplia ulteriormente questo universo. Le obbligazioni certificate rappresentano ora una quota significativa delle emissioni corporate in euro e sono spesso sostenute da una domanda specifica da parte degli investitori. Di conseguenza, le obbligazioni verdi, sociali e legate alla sostenibilità potrebbero comportarsi in modo diverso rispetto agli strumenti convenzionali emessi dallo stesso emittente, creando ulteriori opportunità di valore relativo e rafforzando l'idea che il prezzo del credito sia determinato non solo dai fondamentali, ma anche dalle preferenze e dai vincoli degli investitori.

<sup>8</sup> -Fonte: Bloomberg, marzo 2026

## 2. High Yield

L'high yield svolge un ruolo complementare. Con quasi 2.300 miliardi di dollari in essere e una composizione sempre più dominata da emittenti con rating BB (che attualmente rappresentano il 60%), il segmento si è evoluto in un mercato più selettivo. I mutuatari con un rating di credito più basso si sono progressivamente orientati verso canali di finanziamento privati, riducendo l'ampiezza dell'universo dei titoli high yield del settore pubblico e accrescendone la segmentazione. L'high yield non è quindi più semplicemente un'allocazione al beta, ma **un mercato in cui la selezione degli emittenti e l'analisi del valore relativo sono diventate essenziali**. Le differenze in termini di liquidità, partecipazione degli investitori e accesso al mercato possono determinare una dispersione persistente dei prezzi tra emittenti e strumenti, offrendo opportunità agli investitori attivi in grado di affrontare queste inefficienze strutturali.

## 3. Derivati su crediti

I derivati su crediti ampliano ulteriormente la flessibilità di questo insieme di strumenti. Con un valore nozionale in essere di oltre 14.000 miliardi di dollari, **i mercati dei CDS sono diventati fondamentali ai fini della determinazione dei prezzi del credito**<sup>[NP4.1]<sup>11</sup></sup>. Consentono agli investitori di coprire o adeguare l'esposizione in modo efficiente, spesso più rapidamente rispetto ai mercati cash, in particolare in periodi di tensione o di mutamento delle condizioni macroeconomiche. Allo stesso tempo, i derivati creano un ulteriore livello di segmentazione del mercato. Le obbligazioni e i CDS possono registrare andamenti divergenti a causa delle differenze in termini di liquidità, posizionamento tecnico o partecipazione degli investitori, generando opportunità ricorrenti tra i mercati cash e quelli dei derivati. Queste dinamiche rafforzano l'idea che il credito non sia un mercato singolo con un unico prezzo di equilibrio, ma un sistema di prezzi relativi tra strumenti e basi di investitori.

Nel complesso, investment grade, high yield e derivati illustrano quanto sia diventato ampio e stratificato l'universo del credito. Gli investitori non sono più limitati a un'unica esposizione al rischio di credito, ma possono diversificare tra strumenti, segmenti di mercato e regimi di determinazione dei prezzi per gestire i rischi e cogliere le opportunità. In questo contesto, **la segmentazione del mercato e la dispersione dei prezzi favoriscono sempre più gli approcci basati sul valore relativo e le strategie di allocazione attiva**.

9 - Fonte: Bloomberg© HW00 Index ICE BofA Global High Yield Index ad aprile 2026

10 - Fonte: Bloomberg - Indice ICE BofA Global High Yield

11 - Fonte: DTCC TIW: The Solution for the Credit Default Swaps Market | DTCC

# Utilizzare l'insieme degli strumenti del credito in tutto il ciclo

Come discusso nei nostri precedenti documenti, i mercati del credito si evolvono attraverso fasi distinte del ciclo. Per gli investitori, la domanda chiave non è semplicemente quando entrare o uscire dalla classe di attivi, ma come adattare il posizionamento al suo interno. Poiché l'universo del credito è ampio e multilivello, ogni fase del ciclo non richiede un'asset class diversa, ma un utilizzo diverso dello stesso insieme di strumenti.

**Nelle prime fasi del ciclo, gli ampi spread e il miglioramento dei fondamentali favoriscono una maggiore propensione al rischio.** I segmenti a beta più elevato offrono opportunità di compressione degli spread, mentre i mercati primari presentano spesso interessanti punti di ingresso.

**Con l'avanzare del ciclo in una fase intermedia, i rendimenti sono sempre più trainati dal carry.** La costruzione del portafoglio diventa più equilibrata, combinando la stabilità dell'investment grade con un'esposizione selettiva ai rendimenti più elevati. L'attenzione si sposta dal beta generale alla selezione degli emittenti, all'allocazione settoriale e al posizionamento sulla curva, mentre le opportunità di valore relativo assumono maggiore rilevanza con il progressivo aumento della dispersione.

**In condizioni di fine ciclo, i rischi diventano più asimmetrici e la dispersione aumenta.** L'enfasi passa dalla massimizzazione del beta alla gestione dei ribassi. Gli investitori possono puntare su una qualità superiore, aumentare la selettività e fare un maggiore uso di derivati e strategie relative value.

**Durante i ribassi, la liquidità e la conservazione del capitale diventano dominanti.** Il credito investment grade, in particolare quello emesso da emittenti di qualità superiore, tende a garantire una relativa resilienza, mentre i derivati possono essere utilizzati per proteggere i portafogli e mantenere la flessibilità. Gli investitori in grado di impiegare il capitale in modo selettivo possono orientare i propri portafogli in vista della prossima fase del ciclo.

In tutte le fasi, un principio resta coerente: **investire nel credito non significa cercare il momento giusto per entrare o uscire da questa classe di attivi, ma piuttosto capire come utilizzare i vari strumenti per adeguare il proprio posizionamento all'interno di un universo diversificato e segmentato.**

# L'approccio di Candriam: trasformare la complessità in selettività

In un universo creditizio frammentato e sempre più complesso, la sfida centrale non è l'accesso, ma la selezione.

**In Candriam, il nostro approccio si basa su un principio chiaro: più ampio è l'universo, più selettivo deve essere il processo di investimento.** Anziché coprire l'intero universo del credito, lo riduciamo deliberatamente, passando dall'insieme delle opportunità globali a segmenti, emittenti e strumenti nei quali nutriamo la massima fiducia.

Iniziamo con il definire chiaramente la struttura del mercato, distinguendo tra investment grade e high yield, e riconoscendo i loro ruoli distinti nella costruzione del portafoglio. A tal fine, i nostri team dedicati al reddito fisso condividono le loro analisi macroeconomiche e di mercato per orientare il posizionamento complessivo. Da qui, applichiamo filtri rigorosi per concentrarci sui segmenti in cui l'analisi fondamentale è più efficace. Ciò comprende esclusioni selettive, un filtro di liquidità volto a garantire una profondità di mercato e una negoziabilità sufficienti e, nell'ambito del segmento high yield, la scelta consapevole di non investire in emittenti finanziari.

Il nostro processo d'investimento integra molteplici livelli di analisi. A livello top-down, valutiamo il ciclo del credito, le condizioni finanziarie e il contesto di rischio. A livello bottom-up, conduciamo un'analisi fondamentale degli emittenti, focalizzandoci su bilanci, flussi di cassa e resilienza a lungo termine. L'aspetto fondamentale è che estendiamo questa analisi al livello degli strumenti. Le differenze di prezzo tra obbligazioni, CDS e strutture patrimoniali creano opportunità che possono essere sfruttate attivamente.

A questo si aggiungono gli strumenti quantitativi volti a identificare il valore relativo e a monitorare le dinamiche di mercato in tempo reale. Ciò rafforza la nostra capacità di adattare il posizionamento in un contesto sempre più caratterizzato da liquidità e flussi. Inoltre, utilizziamo attivamente strumenti sia finanziati che non finanziati, combinando obbligazioni liquide, derivati di credito e strumenti sostenibili, per esprimere opinioni, gestire il rischio e sfruttare le differenze di prezzo sui mercati. Questa flessibilità è particolarmente preziosa in contesti volatili o di fine ciclo.

I mercati primari sono parte integrante del nostro processo. Con un volume di emissioni pari a diversi trilioni di dollari all'anno, le nuove emissioni rappresentano una quota significativa delle opportunità disponibili. I nostri team analizzano le strutture delle operazioni e le dinamiche di allocazione per individuare punti di ingresso interessanti e gestire attivamente la costruzione del portafoglio.

Un punto di forza fondamentale della nostra piattaforma risiede nella sua integrazione tra le strategie. La nostra competenza abbraccia investment grade, high yield, debito subordinato, credito sostenibile e approcci long/short. Queste strategie non sono compartimentate. Al contrario, le informazioni vengono condivise tra i team, consentendo una comprensione più completa del mercato e un posizionamento più coerente.

**In un mercato frammentato, il valore non viene colto attraverso un'ampia esposizione alla media, ma grazie alla capacità di operare in modo selettivo all'interno dell'universo.**

## Conclusione: il credito come un quadro di allocazione dinamica

Il credito viene spesso considerato come una singola classe di attivi definita da spread, rating e benchmark. In pratica, si tratta di un sistema ampio e articolato in cui lo stesso rischio sottostante può essere gestito attraverso diversi strumenti, mercati e posizioni nella struttura patrimoniale, spesso a prezzi diversi.

Ciò conferisce al credito un ruolo distintivo nella costruzione del portafoglio. A differenza delle classi di attivi più binarie, consente agli investitori di adeguare internamente le esposizioni (in termini di qualità, strumenti, scadenze e mercati) piuttosto che affidarsi esclusivamente alle decisioni di ingresso e di uscita. In questo senso, il credito non rappresenta solo un'allocazione, ma uno schema per affrontare il rischio in tutto il ciclo.

Nel contesto odierno, questa flessibilità è sempre più importante. I prezzi di mercato sono influenzati non solo dai fondamentali, ma anche dalle condizioni di liquidità, dai flussi di investimento e dalla segmentazione strutturale.

Di conseguenza, per comprendere il credito non basta più limitarsi all'analisi dell'emittente, ma occorre una visione più ampia del funzionamento del mercato stesso. **Pertanto, non si tratta di abbandonare il credito, ma di capire come funziona il mercato e utilizzare i suoi strumenti in modo efficace.** Per sfruttare appieno il potenziale del credito non basta l'accesso: occorre una gestione attiva, selettiva e flessibile.



Per maggiori informazioni sulle nostre strategie:

[Credito | Candriam >](#)

Per scoprire come i nostri team di credito domano il rischio:

[Doma il rischio.  
Non scappare. /Candriam >](#)



#### INFORMAZIONI IMPORTANTI

Questa è una comunicazione di marketing. Questo documento è fornito esclusivamente a titolo informativo ed educativo e può contenere opinioni e informazioni di proprietà di Candriam. Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari né rappresenta una raccomandazione di investimento o conferma alcun tipo di transazione, eccetto laddove espressamente concordato. Le opinioni, le analisi e i punti di vista espressi nel presente documento rappresentano esclusivamente il punto di vista di Candriam. Sebbene Candriam selezioni attentamente le fonti e i dati contenuti in questo documento, non si può escludere a priori la presenza di eventuali errori od omissioni. Candriam declina ogni responsabilità in relazione ad eventuali perdite dirette o indirette conseguenti sull'uso di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere sempre rispettati e il contenuto del presente documento non può essere riprodotto senza previa approvazione scritta.