

Fase matura del ciclo: ancora volatilità, ma non è la resa dei conti



Pascal BLANQUÉ
Group Chief
Investment Officer



Vincent MORTIER
Deputy Group Chief
Investment Officer

“Ci aspettiamo ancora volatilità e possibili ulteriori ribassi guidati dalla parte growth del mercato, oltre che pressioni sul segmento high yield, ma non crediamo che sia una vera resa dei mercati”.

- **Crollo dei mercati: in questa fase matura del ciclo l'incertezza legata alle tariffe, ai tassi e al petrolio fa scattare i segnali di allarme.** L'autunno porta sul mercato un cambiamento di umore innescato dall'aumento dei rendimenti sui Treasury americani, a cui si accompagna l'atteggiamento "hawkish" della Fed pronta a evitare ogni segnale di surriscaldamento, e dall'incertezza che accompagna la prossima stagione degli utili. Tutti elementi che possono stimolare l'aumento della volatilità nelle prossime settimane.
- **Non è un incubo, ma ci saranno momenti di difficoltà.** Nonostante tutto, crediamo che questa sia una correzione di mercato e non l'inizio di un prolungato "bear market". Ci aspettiamo che possa esserci ancora un'ondata di ribassi giustificata anche dalla riallocazione dei rischi sul mercato. In questo momento le aree più vulnerabili sono i titoli azionari growth e il credito di società con elevato indebitamento e valutazioni compresse.
- **Come affrontare questo scenario:** allungare la duration USA, diversificare i rischi, rimanere concentrati sulla ricerca di qualità e sulla liquidità nel credito, favorire l'esposizione value (usare la liquidità disponibile per acquistare i titoli con maggiore sconto) ed evitare titoli growth sopravvalutati.

Quali sono le ragioni alla base del sell-off degli ultimi giorni?

L'autunno ha portato sui mercati un cambiamento di umore e la volatilità è salita improvvisamente (il VIX è aumentato del 100% in una sola settimana) a livelli che non si vedevano da marzo. Le vendite sull'azionario sono state piuttosto marcate e i movimenti giornalieri estremi registrati dai principali indici azionari sembrano indicare l'inizio di una correzione (da inizio mese: S&P500 -4,4%, Eurostoxx50 -5,2%, Hang Seng -9%). In parte questo cambiamento repentino può essere attribuito al fatto che ci troviamo nella fase più matura del ciclo, quando anche le notizie positive possono essere ritenute negative dal mercato. Il livello storicamente basso del tasso di disoccupazione negli USA e la percezione di un atteggiamento meno accomodante della Fed hanno spinto al rialzo i rendimenti dei Treasury oltre il 3,2%, il livello più alto degli ultimi 7 anni.

La divulgazione dei dati sull'indice dei prezzi alla produzione lo scorso 10 ottobre, con la componente core a +2,5%, indica come ulteriori aumenti dell'inflazione possano portare la Fed a continuare l'inasprimento della sua politica monetaria, con il rischio di essere più restrittiva del previsto. L'aumento dei tassi arriva quando sta iniziando l'ultima stagione di presentazione dei risultati aziendali per il 2018 (le banche americane cominciano il 12 ottobre) e i mercati sono già preoccupati del possibile impatto sugli utili delle tariffe, dell'esposizione ai mercati emergenti e dell'aumento del prezzo del petrolio. Con il peggioramento del sentiment di mercato, diventa sempre più probabile una correzione di mercato. La prima reazione è stata una riallocazione del rischio con uscite dal settore tecnologico, che ha visto l'indice NYSE FANG in ribasso, -a -10% da inizio mese e -18% dai massimi di quest'anno.

Cosa possiamo aspettarci per i prossimi giorni/settimane?

Ci aspettiamo altra volatilità e ulteriori ribassi. Nelle prossime settimane assisteremo ad alcuni aggiustamenti tecnici, che probabilmente coinvolgeranno non solo i mercati azionari, ma anche il segmento delle obbligazioni high yield. Investitori quantitativi, strategie "risk parity" e più in generale investitori con limiti di volatilità potrebbero dover ridurre il loro rischio, a seguito dell'aumento della volatilità. Come detto, bisogna prestare attenzione alla stagione degli utili americani, perché qualsiasi evento sarà valutato attentamente dal mercato. Stiamo arrivando al punto in cui si vedranno gli effetti di diverse azioni politiche, come le tariffe sugli utili aziendali e sull'inflazione, le sanzioni all'Iran sui prezzi del petrolio.

Credete che sia un'opportunità di acquisto o questa volatilità durerà per un po'? È l'inizio delle fine del "bull market"?

Questa volatilità potrebbe continuare sino a fine anno, ma una inversione verso un mercato ribassista (bear market) è lontana dalla nostra opinione che **la configurazione che ci si presenta oggi sia più simile a una correzione, perché non sono presenti tutte le condizioni che caratterizzano un "bear market"**. Gli indicatori economici sono ancora solidi, con una crescita superiore al potenziale, sebbene in rallentamento anche negli Stati Uniti, mentre sugli indicatori dei mercati finanziari, il quadro è più differenziato ma non preoccupante. La liquidità e l'inasprimento delle condizioni finanziarie si stanno in qualche modo deteriorando (allargamento degli spread, tassi reali più elevati), tuttavia senza manifestazioni di eccesso nel mercato. L'indebitamento sembra in calo negli Stati Uniti, su livelli non allarmanti in Europa, e da monitorare in alcuni segmenti de mercati emergenti. Non ci sono segnali di eccesso nelle IPO, ci sono segnali di vivacità nelle operazioni di M&A negli Stati Uniti, meno in Europa. Anche una forte revisione al ribasso degli utili è tra le condizioni alla base di un "bear market" ed è qui che i mercati si concentreranno ora.

Quali strategie possono adottare gli investitori per affrontare questa correzione?

Siamo entrati in questa fase del mercato con un approccio cauto, consapevoli che nella fase finale del ciclo finanziario la volatilità potrebbe toccare i massimi. Nella fase matura di un ciclo finanziario, preferiamo i mercati azionari al credito e siamo cauti sui segmenti high yield. In un contesto di volatilità in crescita delle attività rischiose, **aumentare la duration** dei titoli americani potrebbe essere una strategia difensiva, mentre vediamo poco valore nei rendimenti delle obbligazioni core europee. Negli ultimi tempi siamo diventati più costruttivi sulla duration dei titoli americani. Dopo il rialzo dei tassi, i titoli governativi USA a breve e medio termine sono diventati più interessanti. In Europa, manteniamo un approccio di duration contenuta, considerato il livello ancora basso del rendimento a 10 anni tedesco. È appropriato anche adottare una posizione più neutrale sulle obbligazioni europee periferiche, in particolare sull'Italia in questa fase di incertezza legata alla definizione della legge di bilancio, per limitare il rischio complessivo obbligazionario del portafoglio. In generale, finché **le azioni delle Banche Centrali continueranno a divergere**, flessibilità nella duration e nella gestione della curva saranno fondamentali. Sul **fronte del credito**, quello che conta è la selezione dei titoli, **con focus su qualità e liquidità**, poiché le valutazioni sono davvero compresse. Crediamo che gli investitori debbano preferire le scadenze brevi dove c'è ancora valore. Con un dollaro forte e tassi americani più alti, **i mercati emergenti restano sotto pressione** e vediamo poco spazio per una compressione concreta dello spread nel breve termine, dopo il rimbalzo di settembre. Con l'attenuazione di storie legate a uno specifico paese, tra aggiustamenti economici e politici, questa classe di attività **può offrire opportunità interessanti per ottenere reddito e carry** in un orizzonte temporale di lungo periodo, ma la volatilità resterà elevata.

Sul fronte **azionario**, le sfide di breve termine richiedono **cautela in particolare nel segmento growth** del mercato. Riteniamo che una combinazione di investimenti di qualità a un prezzo ragionevole e titoli *value* interessanti sia la formula migliore per trovare opportunità in questo scenario volatile da associare ad una possibile rotazione verso settori più difensivi. Su base geografica, raccomandiamo una diversificazione complessiva a livello globale.

Crediamo che gli investitori debbano continuare a focalizzarsi sulla diversificazione dei rischi ma, nel contempo, adottare un approccio attivo e flessibile per trovare opportunità nelle attuali rotazioni del mercato.

“Come affrontare questo contesto: aumentare la duration USA, diversificare i rischi, focalizzarsi su qualità e liquidità del credito, ricercare valore (utilizzare la liquidità disponibile per acquistare i titoli con maggior sconto) ed essere cauti nel segmento growth che presenta valutazioni compresse.”

Avvertenze

Il VIX è l'indice di volatilità della Borsa di Chicago. La diversificazione non è garanzia di guadagno né protegge dalle perdite.

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute, sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento.

Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data di primo utilizzo: 11 ottobre 2018.