

Gli effetti delle recenti correzioni sul credito europeo



Eric BRARD
Head of Fixed Income



Marie-anne ALLIER
Head of Euro Fixed Income

- **Non è un'inversione del ciclo.** *Reputiamo che i recenti movimenti dei prezzi debbano essere considerati correzioni, piuttosto che un'inversione del ciclo. Questo nostro punto di vista è sostenuto anche dalle performance passate; infatti le prese di profitto tendono ad aumentare quando la volatilità aumenta.*
- **Fondamentali.** *I fondamentali del credito continuano ad essere solidi. Siamo in una fase del ciclo economico che è normalmente favorevole alle imprese. In particolare in Europa, il favorevole contesto finanziario non è stato utilizzato per incrementare la leva e i tassi di default dovrebbero mantenersi contenuti.*
- **Le implicazioni per gli investitori dei mercati del credito europeo.** *Crediamo che sia opportuno mantenere un'esposizione alla componente più difensiva (a più basso beta) nel segmento euro high yield, mentre tra le emissioni investment grade favoriamo i bancari ed un'esposizione alla componente a beta più elevato.*
- **Liquidità.** *La liquidità del mercato dovrebbe essere tenuta attentamente sotto controllo in questa fase. In termini di approccio agli investimenti, riteniamo opportuno mantenere in portafoglio delle riserve di liquidità in vista di un possibile nuovo aumento dell'avversione al rischio. La liquidità può essere riposizionata tatticamente in caso di correzioni del mercato.*
- **Sposare un approccio di gestione attivo.** *Questa recente correzione inaugura una nuova fase del mercato caratterizzata da maggiore volatilità. Continueranno ad avere un ruolo chiave la flessibilità e la selezione titoli.*

Quale interpretazione date al recente movimento dei prezzi sul mercato del credito: una semplice correzione o una inversione del ciclo?

EB: Le correzioni dei mercati del credito (in Europa e negli USA) hanno gli stessi fondamenti delle correzioni che hanno interessato i mercati azionari: il venire meno del meccanismo "bassa crescita/bassa inflazione/tassi bassi/banche centrali pervasive" comporta un aggiustamento dei prezzi per tutti gli asset finanziari. La crescita più solida, a cui ora si accompagna l'aumento dell'inflazione, ha comportato tassi più elevati e una revisione meno accomodante delle politiche delle banche centrali. Pertanto, abbiamo assistito alla correzione dei prezzi sugli asset che nel tempo hanno tratto maggiore beneficio dall'abbondanza di liquidità e da anni di sottovalutazione dei rischi.

Quindi crediamo che questi movimenti di mercato siano da leggere come correzioni, piuttosto che come una inversione del ciclo e le cause sono piuttosto chiare: maggiore crescita e maggiore inflazione (ma non iperinflazione).

Quali sono le vostre attese sul credito europeo in questa fase del ciclo?

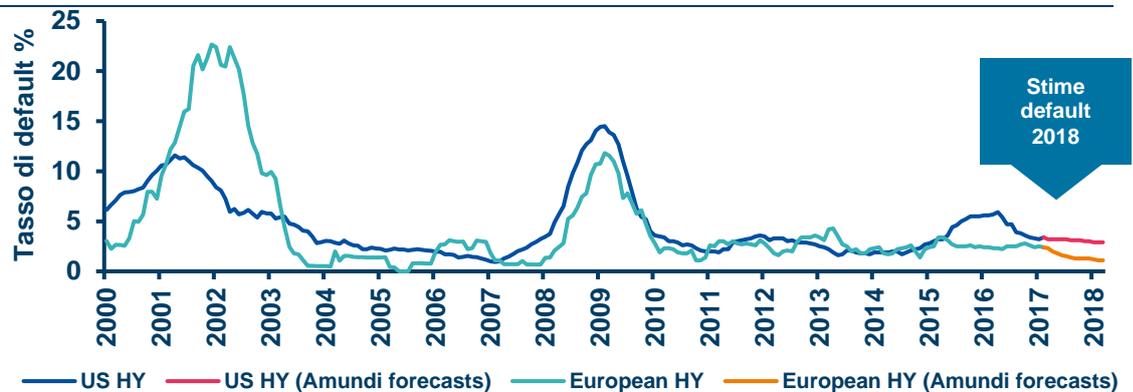
EB: Ci troviamo in uno stadio del ciclo economico che normalmente è favorevole per le imprese. La prolungata fase di tassi di interesse bassi e l'abbondante liquidità negli ultimi anni hanno permesso ad imprese di ogni settore di prolungare la durata media del proprio debito e di aggiustare la struttura del proprio capitale e del proprio bilancio per migliorare la redditività. In particolare in Europa, questa situazione favorevole non è stata sfruttata per aumentare la leva finanziaria, né con l'incremento dei dividendi né con il riacquisto di azioni. Quest'ultimo in particolare si mantiene a livello globale ben al di sotto dei livelli evidenziati prima del 2007 sia nel segmento investment grade che in quello high yield. Ci aspettiamo inoltre che i tassi di default rimangano contenuti (1,2% nel corso dei prossimi 12 mesi).

Pensiamo che la recente correzione sia in gran parte frutto dei risultati conseguiti in precedenza: è piuttosto comune prendere profitto quando la volatilità comincia a crescere. Questa nostra tesi è avallata anche dai dati sulle dinamiche di disinvestimento (sia euro che US high yield, guidate in parte dagli ETF). Si era già visto nel 2017 un mutamento dei volumi, ma era stato assorbito senza difficoltà. A conferma di questo argomento, il mercato secondario

“La prolungata fase di tassi di interesse bassi e la abbondante liquidità hanno permesso alle imprese di prolungare la durata media del proprio debito e di aggiustare la struttura del proprio bilancio per migliorare la redditività”.

del segmento euro high yield è sostenuto da una limitata offerta netta, poiché in questo momento gli emittenti sono più orientati al mercato dei prestiti.

Evoluzione e attese sui tassi di default



Fonte: Amundi Research, BofAML Global Research. Dati al 31 gennaio 2018.

Da una prospettiva obbligazionaria europea, quali sono le principali implicazioni per gli investimenti?

MA: In termini di gestione di portafoglio, per il segmento high yield questo contesto comporta il mantenimento di una bassa esposizione al mercato (basso beta). Continuiamo ad avere un approccio costruttivo poiché sia i fattori macro che i fondamentali continuano a dare sostegno, rispetto allo scorso anno. Nel 2018 il focus si è spostato maggiormente su alcuni rischi specifici di questa asset class.

Sul segmento euro investment grade crediamo che sia opportuno ridurre complessivamente il beta dei portafogli oltre a favorire i titoli bancari (che possono beneficiare di una migliore crescita, maggiori rendimenti e curve più ripide) e anche selettivamente alcune posizioni ad elevato beta (che si sono dimostrate più resilienti nella fase di correzione). Pensiamo anche che sia opportuno diventare più flessibili nella riallocazione della liquidità in caso di correzioni.

Questo contesto di mercato può offrire delle opportunità?

MA: Quella attuale si presenta come una correzione adeguata. Il cambiamento nelle politiche monetarie comporta un aumento della volatilità ben oltre i livelli medi dell'ultimo periodo. Questa situazione renderà necessario un cambiamento di mentalità e gli investitori dovranno imparare ad adattarsi ai cambiamenti in corso nelle dinamiche dei mercati finanziari. In termini generali questa correzione porta valutazioni più contenute e maggiore volatilità, ma il contesto potrebbe offrire opportunità agli investitori propensi ad assumere un approccio di gestione attivo.

“Ci aspettiamo maggiore volatilità: sarà necessario cambiare focus e gli investitori dovranno adattarsi velocemente ai cambiamenti in corso.”

Avvertenze

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: 19 febbraio 2018.