

CPI, mercato del credito e small cap

La settimana che si apre porta con sé un focus chiaro e determinante per i mercati finanziari: il dato sull'inflazione, rappresentato dal Consumer Price Index (CPI). Questo indicatore è cruciale non solo per comprendere l'andamento dei prezzi al consumo, ma anche per anticipare le prossime mosse della Federal Reserve e i loro effetti sui mercati obbligazionari e creditizi.

Gli operatori si trovano a fronteggiare una fase di apparente calma dopo mesi di intensa volatilità, ma la stabilità resta minacciata dalla possibilità di una sorpresa al rialzo nei dati sull'inflazione.

Two-Year Treasury Yield Falls for Second Straight Week



Source: Bloomberg

Bloomberg

Attualmente, il mercato obbligazionario riflette un certo ottimismo. I rendimenti dei Treasury decennali si sono ridotti rispetto ai massimi di novembre, scendendo dal 4,5% al 4,15%. Questa dinamica è stata sostenuta dalla convinzione che la Federal Reserve possa procedere con un ulteriore taglio dei tassi nella prossima riunione di dicembre. Tuttavia, questa aspettativa si basa su ipotesi di inflazione moderata; un CPI superiore alle attese potrebbe ribaltare tale scenario, spingendo i rendimenti nuovamente al rialzo e innescando pressioni su asset più rischiosi. Le previsioni attuali indicano un incremento del core CPI dello 0,3% su base mensile e del 2,6% su base annua, dati in linea con quelli del mese precedente. Questi numeri, se confermati, rafforzerebbero la

narrativa di un'inflazione sotto controllo, ma qualsiasi deviazione potrebbe ridimensionare le aspettative di ulteriori interventi espansivi da parte della banca centrale.

Nel mercato dei crediti, la situazione è complessa e presenta rischi crescenti.

Il segmento dei leveraged loans, pur avendo registrato rendimenti positivi dello 0,92% a novembre, mostra segnali di vulnerabilità, soprattutto nei titoli con rating più basso. La porzione CCC, ad esempio, ha guadagnato appena lo 0,18%, evidenziando un calo della fiducia tra gli investitori nei confronti delle aziende più deboli. Il tasso di default dei leveraged loans ha raggiunto un massimo di 46 mesi, e i tassi di recupero sono inferiori di 13 punti percentuali rispetto alla media storica, segno che le strutture di debito attuali sono più fragili rispetto al passato. Inoltre, circa il 37% degli emittenti ha un rapporto di copertura degli interessi compreso tra 1 e 2, un livello che li rende particolarmente vulnerabili a un aumento dei costi di finanziamento o a un deterioramento delle condizioni economiche.

Anche il mercato dei private loans presenta sfide significative. Sebbene la cooperazione tra creditori e società di private equity abbia temporaneamente limitato i default, molte aziende hanno dovuto ricorrere a forme di supporto straordinario come iniezioni di capitale o prestiti subordinati. Questa strategia, sebbene efficace nel breve termine, maschera problemi strutturali che potrebbero emergere qualora le condizioni di mercato peggiorassero. Gli emittenti con rating più basso rimangono particolarmente esposti, e la sostenibilità di queste operazioni resta incerta in un contesto di persistente pressione sui tassi.

Un'inflazione superiore alle attese avrebbe effetti significativi su questi mercati. La prospettiva di un rallentamento o di una sospensione dei tagli dei tassi da parte della Federal Reserve aumenterebbe i costi di finanziamento per gli emittenti più deboli, aggravando i problemi di liquidità e aumentando i tassi di default. Gli spread creditizi potrebbero allargarsi ulteriormente, soprattutto nei segmenti più rischiosi, e i tassi di recupero, già depressi, potrebbero diminuire ulteriormente. D'altra parte, se il CPI dovesse confermare una dinamica moderata, i mercati potrebbero beneficiare di un proseguimento della politica espansiva della Fed, stabilizzando gli spread e riducendo il rischio di default a breve termine.

Nonostante l'apparente calma, i rischi strutturali nei mercati del credito rimangono elevati. La composizione del mercato dei leveraged loans è fortemente sbilanciata verso aziende altamente indebitate, molte delle quali possiedono un margine di sicurezza minimo per far fronte a eventuali shock macroeconomici. Allo stesso modo, il sostegno artificiale che caratterizza il mercato dei private loans non può essere considerato una soluzione a lungo termine. Gli investitori dovrebbero concentrarsi su aziende con fondamentali solidi e pricing power, capaci di resistere a condizioni avverse, e considerare attentamente i rischi specifici associati a ciascun segmento di mercato.

Ragionamenti analoghi possono essere estesi al comparto azionario delle small cap e mid cap, il comparto che ha beneficiato maggiormente dell'avvento alla Casa Bianca da parte di Trump. Tale comparto è notoriamente più indebitato, è notoriamente più esposto al mercato dei private loans e dei leveraged loans ed è quindi esposto alle dinamiche e ai rischi descritti sopra.

Il fatto che "il mercato" abbia investito "alla cieca" su questo comparto senza fare troppa distinzione tra società con fondamentali solidi e società con fondamentali discutibili è un campanello d'allarme che prima o poi deve essere fatto suonare. L'uso smisurato degli ETF per esporsi a questa asset class ha portato a storture non indifferenti. Esso ha agito come un rastrello che ha portato al rialzo tutti i titoli del comparto senza distinzione. Anzi, con storture piuttosto marcate. Si pensi che il basket dei "most shorted stocks", cioè il basket composto dai titoli con elevati livelli di short interest, quindi, auspicabilmente titoli i cui fondamentali sono a dir poco questionabili, ha realizzato una performance superiore al 30% da inizio anno, ad indicare che in questa fase i fondi hedge sono corsi a ricoprirsi le posizioni corte scatenando dei veri e propri processi di panic buying. Alcuni titoli del comparto AI e del settore tecnologico che erano stati shortati ad inizio anno sono stati oggetto di rally con performance anche a tripla cifra. Rialzi nell'ordine del 20%-25% sono all'ordine del giorno. E così si crea un effetto valanga. Tanto più elevato è il numero di azioni small cap oggetto di posizioni short, tanto maggiore è l'impatto di questi rialzi sulla performance dell'indice Russel2000.. e se l'indice continua a salire, per effetto delle ricoperture, ulteriori flussi confluiscono sullo stesso perché "è sul Russel che si fa la performance"... investitori corrono a comprare ETF a leva sull'indice... aumentando ulteriormente l'effetto valanga. Ma gran parte di questi acquisti sono fatti nella piena ignoranza di cosa si compra, delle caratteristiche fondamentali delle aziende a cui ci si espone. Il mercato sta comprando un'idea.. nella speranza che il trend continui così da poter vedere un

segno + nel portafoglio che continua a dare soddisfazioni. Ma tutti questi flussi, se non supportati da dati micro solidi, prima o poi ritornano indietro e se gli acquisti sono stati fatti a leva, le conseguenze possono essere molto negative. I dati sul mercato del credito non sono di conforto. Meglio tenerne conto.

In sintesi, il dato CPI di questa settimana rappresenta un test cruciale per la resilienza dei mercati. Sebbene le aspettative di inflazione moderata alimentino un certo ottimismo, una sorpresa al rialzo potrebbe innescare una nuova fase di volatilità, con effetti potenzialmente negativi sui mercati obbligazionari, creditizi e azionari.