REYL
innovative banking

MARKET INSIGHT

Dicembre 2017

REYL
innovative banking

2018: CI RISERVA UN CLIMA DI PREOCCUPAZIONI?

L'anno non è ancora finito ma possiamo già dire che, salvo gravi shock, il 2017 sarà ricordato dagli investitori come un anno di superlativi. Tutti gli indici azionari statunitensi hanno battuto i record in più di un'occasione nel corso dell'anno, mentre gli spread del credito si sono contratti ai minimi e la volatilità è stata storicamente bassa. I mercati hanno poi assistito ad altri eventi degni di nota tra cui l'impennata di oltre il 700% dei bitcoin, la crescita della capitalizzazione di mercato del quartetto noto come FANG e della sua controparte cinese (Baidu, Baba e Tencent), arrivata a USD 1.500 miliardi, ossia più dell'intera capitalizzazione di mercato tedesca, e l'emissione da parte dell'Argentina, in default ben otto volte in 200 anni, di un bond a 100 anni... I picchi di stress non sono bastati a far cambiare direzione a questa mentalità iper-rialzista: la crisi nord-coreana appare, col senno di poi, del tutto inconsistente, mentre la crisi costituzionale spagnola non ha avuto praticamente alcun impatto, salvo su alcuni titoli iberici. I livelli di negoziazione sono davvero irrealistici? E cosa potrebbe far deragliare (o no) questo mercato apparentemente inarrestabile?

L'MSCI All Country World (ACWI) è cresciuto di oltre il 240% dal minimo del 2009, superando del 55% il precedente massimo del 2007. Secondo diversi strateghi, questo mercato rialzista si avvia a entrare nel suo nono anno consecutivo, registrando la seconda serie più lunga della storia. L'ampiezza e la durata della serie potrebbero far pensare già di per sé all'arrivo imminente di un ciclo ribassista. Tuttavia, dato che per definizione classica (e in qualche modo arbitraria) un mercato è ribassista quando si ha un calo del 20%, vale la pena notare che il rialzo cominciato nel 2009 è già stato interrotto due volte da una flessione di tale portata, nel 2011 e nel 2015. Stando all'analisi tecnica, l'MSCI ACWI ha realmente cominciato a salire nel 2014 quando ha superato i massimi del 2007, contraddicendo di fatto le argomentazioni basate su durata e ampiezza.

Diversi investitori e osservatori del mercato prevedono un'imminente correzione anche alla luce delle valutazioni eccessive generalizzate. Sebbene visivamente le azioni siano scambiate ai massimi storici e gli spread del credito siano molto contratti, le valutazioni elevate non servono, né sono sufficienti per dare il via a un mercato ribassista. In caso di shock esogeno, si può verificare una correzione con qualsiasi livello di valutazione. Gli esperti di mercato tendono anche a dimenticare che i periodi di valutazioni elevate possono durare a lungo se sostenuti da un momentum economico forte, una crescita sincronizzata e una crescita degli utili: tutti elementi ad oggi presenti. Per il 2018 il consensus si aspetta che il PIL mondiale cresca del 3,7% e gli EPS globali del 10%.

Il caso delle azioni statunitensi a giustificazione (o no) delle valutazioni eccessive è alquanto autoesplicativo. La maggior parte degli analisti sta confrontando i livelli attuali rispetto a una mediana a lungo termine, ma questa semplice tecnica non tiene conto dell'attuale contesto macroeconomico (inflazione bassa e rendimenti obbligazionari bassi), non rettifica per i valori estremi (bolla tecnologica, crisi finanziaria globale) e trascura le variazioni di composizione dell'indice. Se si osservano i coefficienti di valutazione rettificati, si nota che il mercato azionario statunitense in effetti è poco conveniente, ma in fin dei conti neanche così caro. Il PEG (rapporto tra l'indicatore price/earning e il tasso di sviluppo annuale degli EPS) per lo S&P 500 si attesta a 1,3x, al di sotto del livello del 2000 e del 2007, mentre il CAPE (rapporto PE rettificato ciclicamente) che tiene conto della ciclicità degli utili è pari a 24x, superiore alla sua mediana a lungo termine, ma ancora una volta inferiore ai massimi del 2000 (48x) e del 2007 (30x). Inoltre, e cosa forse ancora più importante, la valutazione delle azioni rispetto alle obbligazioni continua a essere decisamente a favore delle prime. E continuerà a esserlo finché utili e dividendi avranno rendimenti superiori alle obbligazioni.

Gli investitori dovrebbero temere le banche centrali e la cosiddetta stretta quantitativa? L'unica banca centrale ad avviare la stretta dovrebbe essere la Fed, che probabilmente aumenterà i tassi tre volte nel 2018 e comincerà a ridurre il suo bilancio. Altre banche centrali importanti, quali la BCE, la BoJ e la PboC, dovrebbero rimanere piuttosto accomodanti, anche se a ritmi inferiori. Le condizioni finanziarie globali permarranno quindi diffusamente espansioniste e sosterranno gli attivi rischiosi. Inoltre, gli stimoli fiscali potrebbero in parte compensare la riduzione degli stimoli monetari. I mercati hanno già scontato questa decelerazione e solo una sorpresa sul fronte dell'inflazione potrebbe incentivare le banche centrali a operare una stretta più aggressiva o più rapida di quanto attualmente previsto.

Ciò che rende questo mercato interessante e difficile allo stesso tempo è che, nonostante la solidità delle argomentazioni fondamentali richiamate sopra, il mercato è sempre soggetto a diversi fattori esogeni, come gli eventi geopolitici e le crisi momentanee che aggiungono incertezza.

L'Europa se ne esce con nuove crisi politiche ogni anno: che siano elezioni rischiose, referendum o variazioni costituzionali, c'è sempre qualche

«Tuttavia, gli investitori devono stare attenti e non lasciarsi trasportare dalla compiacenza»

questione politica che tiene la regione sotto i riflettori. Il 2018 purtroppo non farà eccezione, viste le elezioni politiche italiane in primavera. Il sistema bancario italiano continua a essere gravato da crediti deteriorati, il debito pubblico rimane il secondo più alto dopo quello della Grecia e il populismo guadagna terreno tra gli elettori. In un simile contesto, il Paese ha tutto ciò che serve per portare incertezza sul panorama politico europeo, il che di solito si traduce in movimenti del mercato avversi al rischio. Per essere più precisi, il populistico Movimento "Cinque Stelle" probabilmente indirebbe un referendum sull'euro: dal punto di vista tecnico, tuttavia, c'è un abisso tra indire un referendum e far uscire il Paese dall'euro. Comunque sia, l'Italia rimane un sorvegliato speciale di ogni investitore e di certo non è immune da un'eventuale crisi bancaria.

Similmente, la riforma fiscale è nei pensieri di ogni investitore e CEO degli Stati Uniti. Le società assomigliano ai mercati: detestano l'incertezza e l'attuale indeterminazione sulla riforma fiscale va ad aggiungersi alla scarsa visibilità sulla valorizzazione dei futuri cash flow, rallentando drasticamente l'attività societaria negli USA. Non è tanto questione di sapere in che misura la riforma fiscale inciderà positivamente sull'economia, quanto semplicemente di avere certezza del quadro tributario. L'amministrazione Trump finora ha disatteso diverse promesse fatte in campagna elettorale e non ci sono motivi particolari per cui la riforma fiscale dovrebbe fare eccezione. A medio termine l'incapacità della Casa Bianca di attuare riforme significative potrebbe essere sinonimo di problemi per i mercati.

Le crisi e le correzioni di mercato non arrivano mai da sole: sono sempre accompagnate da una maggiore volatilità. Questa volta però potrebbe essere diverso, perché i prodotti incentrati sulla volatilità hanno il potenziale per innescare una correzione, modificando il nesso di causalità tra calo dei corsi azionari e aumento della volatilità. I prodotti che puntano sulla volatilità e le altre strategie in cui la volatilità rappresenta un elemento chiave della performance, non fanno altro che accentuare la debolezza della volatilità, alimentando i compression trade. Tuttavia, a differenza di altre classi di attivi, la volatilità potrebbe riprendersi in modo decisamente brusco, poiché funge da innesco per una serie di prodotti: questo significa che un lieve rialzo della volatilità può provocare una riduzione generalizzata dell'effetto leva, con conseguenti nuove vendite. La stessa spirale negativa che ha riportato la volatilità su livelli straordinariamente bassi può invertirsi e portarla a livelli straordinariamente elevati, spazzando via le strategie di risk parity, volatilità target, premi sul rischio e altre strategie esplicite sulla volatilità come il famigerato XIV. L'innesco può assumere forme diverse e rimane molto indeterminato: l'unica certezza è che l'aumento della volatilità sarà probabilmente molto violento e, se non adeguatamente previsto a livello di gestione di portafoglio, non lascerà scampo.
Il 2017 si chiuderà molto probabilmente come un'ottimo anno per la maggior parte degli investitori. Tuttavia, bisogna stare attento e non lasciarsi trasportare dal compiacimento, a maggior ragione quando la performance è estrema. La costruzione del portafoglio dovrebbe rimanere ancorata ai fondamentali macroeconomici e alle valutazioni: tuttavia, per navigare in questi mercati apparentemente facili, il prossimo anno occorrerà prestare attenzione anche all'allocazione tattica, concentrandosi sull'agilità e sui motori di performance indipendenti.

MARCO BONAVIRI
SENIOR PORTFOLIO MANAGER

NICOLAS ROTH
HEAD OF ALTERNATIVE ASSETS

REYL
innovative banking

INFORMAZIONE IMPORTANTE - Il presente contenuto viene fornito da REYL & Cie Holding SA o/e una delle sue entità (qui di seguito "REYL") solo a titolo indicativo, è destinato solo ad un uso interno e non potrà in nessun caso costituire un'offerta, una consulenza o una raccomandazione di acquistare o vendere un valore mobiliare o di effettuare qualsiasi transazione, né peraltro una consulenza di altro tipo, in particolare all'attenzione di un destinatario che non sia un investitore qualificato, accreditato, eleggibile e/o professionale. Esso è destinato ad un uso esclusivo da parte del suo destinatario e non potrà, per qualsivoglia altra ragione, essere trasferito, stampato, scaricato, utilizzato o riprodotto. REYL dedica la massima attenzione alla preparazione ed all'aggiornamento delle informazioni di tale contenuto, ottenute da fonti autorevoli, senza tuttavia garantirne la pertinenza, l'esattezza, l'esaustività. Pertanto REYL, nonché i suoi amministratori, direttori, dipendenti, operatori ed azionisti, non assumono alcuna responsabilità per le perdite ed i danni di qualsivoglia natura derivanti dall'uso delle informazioni di tale contenuto. Esso è previsto esclusivamente per un destinatario che comprenda ed assuma tutti i rischi impliciti ed espliciti che ne derivano. Tutte le decisioni prese dal destinatario in materia di investimenti dipendono dalla sua sola responsabilità e si basano esclusivamente sulla sua valutazione indipendente (e da quella dei suoi consulenti professionisti) della sua situazione finanziaria, dei suoi obiettivi di investimento, dei rischi specifici, dei criteri di eleggibilità, delle conseguenze giuridiche, fiscali, contabili, nonché sulla sua interpretazione delle informazioni. REYL non si assume nessuna responsabilità per quanto riguarda l'adeguatezza o meno delle informazioni, delle opinioni, dei valori mobiliari, dei prodotti citati in questo contenuto. Le performance passate di un valore mobiliare non garantiscono le sue performance future. Il presente contenuto è stato preparato da un dipartimento di REYL che non costituisce un'unità organizzativa responsabile dell'analisi finanziaria. REYL è soggetta a esigenze normative e prudenziali distinte ed alcuni valori mobiliari e prodotti di investimento non possono essere offerti in tutte le giurisdizioni o a qualsiasi tipo di destinatario. Il destinatario deve dunque conformarsi alle normative locali. Non vi è alcuna intenzione da parte di REYL di offrire valori mobiliari o prodotti di investimento in paesi o giurisdizioni ove tale offerta fosse illegale in virtù del diritto interno applicabile.

WWW.REYL.COM