

Commento ai mercati n. 161 – sabato 11/3/2017

Uno spread da osservare con attenzione

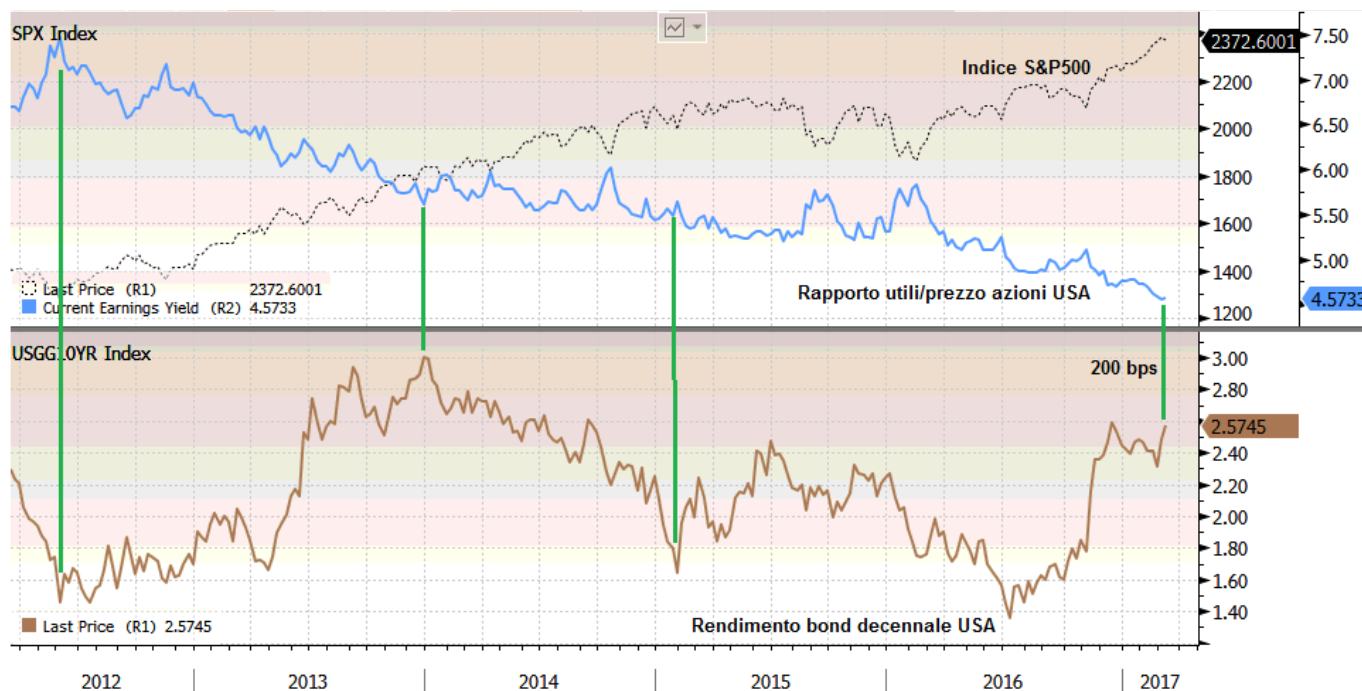
Il termine *spread* in Inglese ha molti diversi significati. Spesso in finanza lo si associa al mondo del reddito fisso per indicare il differenziale di rendimento fra un'obbligazione ed un'altra, o nel mondo del credito per indicare la maggiorazione applicata ad un tasso base di interesse di un prestito.

Tipico e noto a tutti lo spread BTP-BUND, il differenziale di rendimento fra i titoli di stato italiani e tedeschi, così come tutti coloro che hanno avuto a che fare con un mutuo conoscono bene lo spread applicato al tasso base (cioè la maggiorazione) che determina gli interessi passivi del mutuo.

Uno spread meno conosciuto, ma molto osservato nelle stanze dei bottoni, è quello fra il rendimento azionario e obbligazionario applicato ad una determinata area geografica. L'area geografica di riferimento da cui partire sono sempre gli USA in quanto nel passato molto spesso i macro trend azionari sono partiti da lì.

Il rendimento obbligazionario di riferimento per gli USA sono il tasso dei titoli di stato decennali, il cosiddetto T-Note a 10 anni. Per quanto riguarda il rendimento azionario di riferimento si parte dal rapporto Prezzo/Utili, in Inglese *Price/Earnings* o semplicemente P/E. Questo rapporto pone al numeratore il prezzo di mercato di un'azione e al denominatore gli utili per azione degli ultimi 12 mesi. Rovesciando il P/E abbiamo il rapporto utili/prezzo che è per l'appunto la quota percentuale di utili per azione. Per ottenere un valore che valga per l'intera area geografica americana si prende il rapporto utili/prezzo medio ponderato di tutte le azioni componenti l'indice S&P500. In Inglese questo rapporto viene chiamato *Earnings Yield*.

Possiamo ora disegnare un grafico che metta a confronto il rendimento nel tempo del T-Note con l'Earnings Yield delle azioni USA. Nel grafico qui sotto (fonte: Bloomberg) abbiamo disegnato anche l'andamento dell'indice S&P500 (linea nera puntinata).

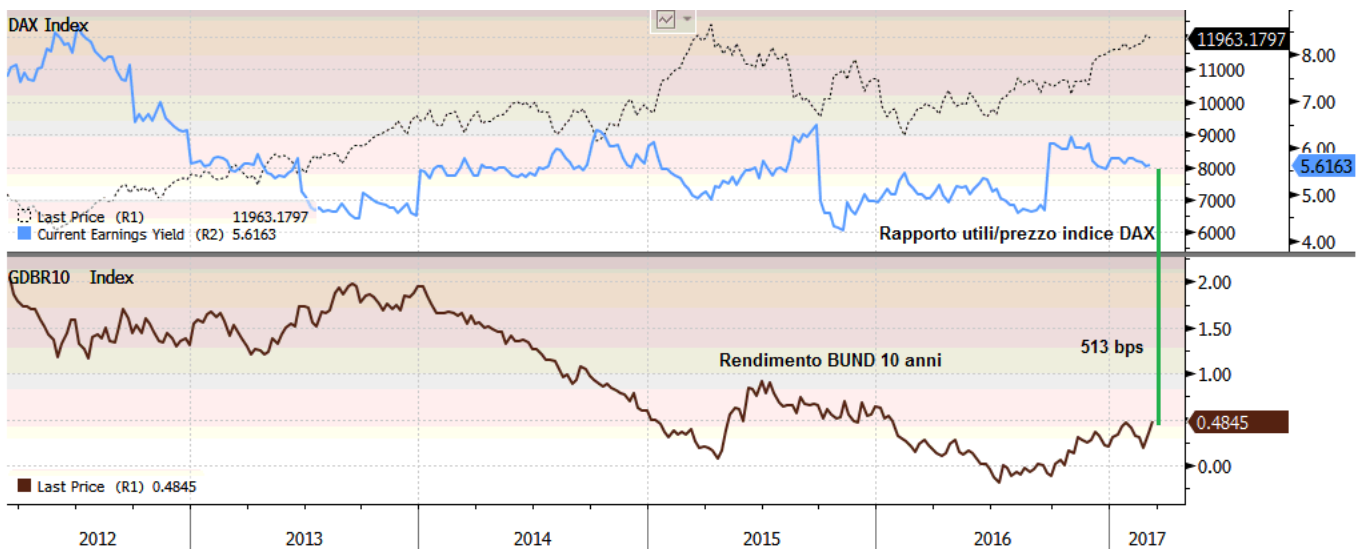


A inizio 2012 il rendimento del T-Note era attorno all'1,50% e l'Earnings Yield era vicino a 7,50%, lo spread fra i due rendimenti era addirittura del 6% (600 bps). E' chiaro che i due rendimenti hanno un peso differente in quanto il rendimento obbligazionario è certo mentre quello azionario negli anni successivi è ipotetico, tuttavia quando la differenza è così pronunciata è intuitivo che i flussi di investimento si spostino dall'obbligazionario all'azionario. Ed è così che è iniziato il rally quinquennale dell'indice americano passato in questo periodo da meno di 1300 a 2372 punti. In tutto questo periodo l'Earnings Yield è andato calando poiché, pur in costanza di utili, i prezzi azionari crescenti determinavano una diminuzione del rapporto. Contemporaneamente, i

rendimenti obbligazionari hanno proceduto a fasi alterne e negli ultimi mesi sembrano aver imboccato decisamente la strada del rialzo.

A causa di ciò oggi lo spread di cui stiamo parlando è sceso a soli 200 bps: l'Earnings Yield è al 4,57% e il rendimento del T-Note è il 2,57%. E' giustificato che vi sia sempre uno spread tra azioni e bond, proprio perché le azioni sono tendenzialmente una classe di investimento più rischiosa rispetto ai titoli di Stato. E questo spread misura proprio il premio al rischio che un investitore riceve" per il fatto di investire in un asset potenzialmente più pericoloso. Quando questo spread si riduce, si riduce anche il premio al rischio e i titoli di Stato diventano di conseguenza più attraenti. In sostanza, detenere azioni anziché bond inizia a valere meno la pena che in passato. Questo non vuol dire che la borsa USA sia inevitabilmente destinata a un crollo, ma certamente la probabilità di una correzione è aumentata.

Se guardiamo il medesimo grafico riferito al mercato tedesco, troviamo una situazione molto differente:



Lo spread fra l'Earnings Yield dell'indice tedesco DAX e il rendimento del Bund a 10 anni è oltre 500 bps, ed è aumentato rispetto a qualche anno fa, complice il processo di aumento dei rendimenti obbligazionari che è appena agli inizi e del fatto che la borsa tedesca è cresciuta meno di quella americana.

In conclusione, quello illustrato è uno spread da osservare periodicamente con attenzione, la riduzione dello spread oltreoceano è uno dei fattori che potrebbe stimolare più avanti nel corso dell'anno una rotazione dall'azionario all'obbligazionario.

Le presenti informazioni sono state redatte con la massima perizia possibile in ragione dello stato dell'arte delle conoscenze e delle tecnologie. Il presente documento non è da considerarsi esaustivo ma ha solo scopi informativi. Le informazioni ed ogni altro parere resi nel presente documento sono riferiti alla data di redazione del medesimo e possono essere soggetti a modifiche. ALFA scf S.p.A. non può essere ritenuta responsabile per eventuali danni, derivanti anche da imprecisioni e/o errori, che possano derivare all'utente e/o a terzi dall'uso dei dati contenuti nel presente documento. I pareri espressi da ALFA scf S.p.A. prescindono da qualsiasi valutazione del profilo di rischio e/o di adeguatezza e sono da intendersi come "Ricerche in Materia di Investimenti" ai sensi dell'art. 27 del Regolamento congiunto Consob e Banca Italia del 29 ottobre 2007 redatte a titolo esclusivamente informativo e non costituiscono in alcun modo prestazione di un servizio di consulenza in materia di investimenti, il quale richiede obbligatoriamente un'analisi delle esigenze finanziarie e del profilo di rischio specifici del singolo utente/cliente, né costituiscono un servizio di sollecitazione all'investimento in strumenti finanziari. Nel caso in cui il lettore intenda effettuare qualsiasi operazione è opportuno che non basi le sue scelte esclusivamente sulle informazioni indicate nel presente documento, ma dovrà considerare la rilevanza delle informazioni ai fini delle proprie decisioni, alla luce dei propri obiettivi di investimento, della propria esperienza, delle proprie risorse finanziarie e operative e di qualsiasi altra circostanza

Dati e strumenti di analisi sono quelli della Suite APM (Asset & Portfolio Management) fornita da Analysis spa, delle piattaforme UBS Quotes, Bloomberg e dei software di charting ProRealTime e StockCharts

© RIPRODUZIONE RISERVATA