



Market Outlook 2016

Europa e Stati Uniti

Paesi Emergenti, Commodities e Giappone

Market Outlook 2016

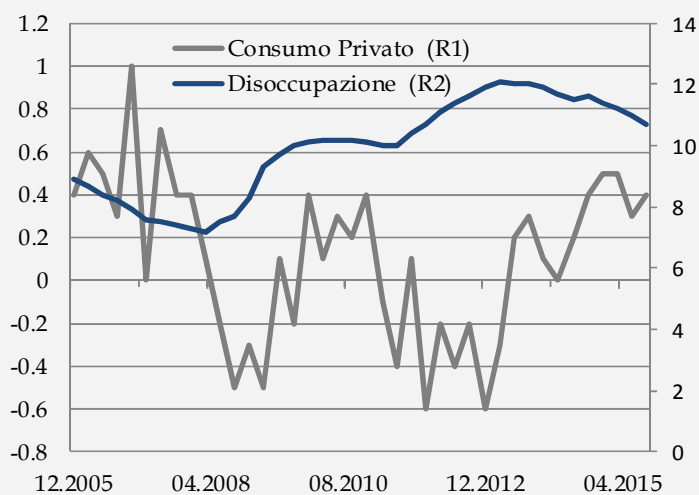
L'Outlook per il 2016 si rivela una vera e propria sfida, in quanto gli sviluppi economici avvenuti negli ultimi giorni hanno messo in discussione anche le poche certezze che si erano consolidate nelle strategie degli investitori nel corso del 2015. Per il nuovo anno non ci aspettiamo grossi cambiamenti in termini di ciclo economico, ma teniamo in considerazione per la nostra asset allocation l'influsso negativo di diversi segnali, tra cui tassi di crescita positivi ma contenuti per i paesi sviluppati e grosse difficoltà per i paesi emergenti. In particolare, la Cina mette in pericolo la crescita globale presente e futura. In questo scenario, il segmento azionario europeo sembra avere le migliori prospettive in base agli indicatori macroeconomici, ciclo economico e fondamentali delle società. Il mercato azionario americano invece sta attraversando una fase molto più avanzata e i bilanci potrebbero già avere visto i risultati migliori. In questo caso il nostro giudizio è neutrale. Dal punto di vista del fixed income, le obbligazioni governative sono poco appetibili in quanto i rendimenti non lasciano spazio di manovra, mentre sul credito ci potrebbe essere qualche opportunità dopo l'ultima correzione e il processo di analisi sarà sempre più cruciale. In ogni caso l'alta volatilità sarà difficile da eliminare, per cui flessibilità e strategie alternative saranno la chiave per avere successo.

Le view descritte si riferiscono ad un arco temporale di un anno.

Europa e Stati Uniti

Gli investitori sono fortemente preoccupati per la salute dell'economia. La crisi dei mercati emergenti ha pesato sulla crescita globale influenzando negativamente il current account dei paesi esportatori, in particolare la Germania. La mancanza di un trend deciso fa aumentare l'incertezza.

Tuttavia, l'area euro si trova nelle prime fasi di un ciclo economico in espansione, le cui caratteristiche sono una domanda in crescita, la disoccupazione in via di miglioramento e agevolazioni fiscali e monetarie da parte dei governi e della BCE. **Questo scenario mette in risalto il segmento equity europeo**, in quanto l'economia dovrebbe restare su un trend di crescita costruttivo e la liquidità offerta dalla banca centrale dovrebbe migliorare gli EPS delle società nella prossima release. Inoltre la positività sull'Europa è supportata dai dati macroeconomici, che riflettono un livello del PMI saldamente superiore alla soglia critica del 50 e sorretto dalla confidenza dei consumatori. Alcune ricerche mostrano come il crollo del prezzo del petrolio abbia portato decisivi miglioramenti dei **consumi**, la chiave su cui si fonda la vera ripresa. Anche Draghi, nella conferenza di Dicembre, ha sostenuto che il crollo del petrolio è stato per la gran parte dovuto al lato dell'offerta, piuttosto che un indebolimento della domanda. Anche se meno esposto rispetto agli Stati Uniti, va tenuto a mente però che anche il mercato europeo potrebbe essere impattato dalla crisi del settore energetico.



Fonte: Bloomberg

Detto questo, una volta svanito l'effetto delle materie prime, l'inflazione dovrebbe tornare verso il 2%, livello ideale per sorreggere la ripresa. Una ulteriore sorpresa potrebbe giungere dagli investimenti, praticamente nulli l'anno passato.

A riguardo, gli indicatori della domanda di credito mostrano segni di recupero. In ogni caso, la volatilità resterà ad alti livelli nel corso dell'anno, anche alla luce dell'atteggiamento poco accomodante rispetto alle aspettative da parte di Draghi e i tassi di crescita del GDP a volte deludenti che alimentano il pessimismo.

La view sul mercato azionario americano è neutrale. Non è una novità che il mercato del lavoro americano sia in salute e la condizione non dovrebbe cambiare nel corso del 2016. Con il tasso di disoccupazione vicino al valore naturale, i salari dovrebbero continuare a crescere ed intensificare un processo già messo in moto negli ultimi mesi. In questo contesto, i consumi dovrebbero essere positivamente influenzati e mantenere i buoni livelli visti nel 2015. Anche **l'inflazione** dovrebbe risentirne se si osserva la misura core (senza energia e cibo) e il gap è

destinato a stringersi una volta venuto meno l'effetto delle commodities. Interessante è notare come il differenziale di inflazione degli strumenti inflation linked ancora non sconti questo scenario e perciò potrebbe rivelarsi un tema di primo piano nel corso dell'anno.

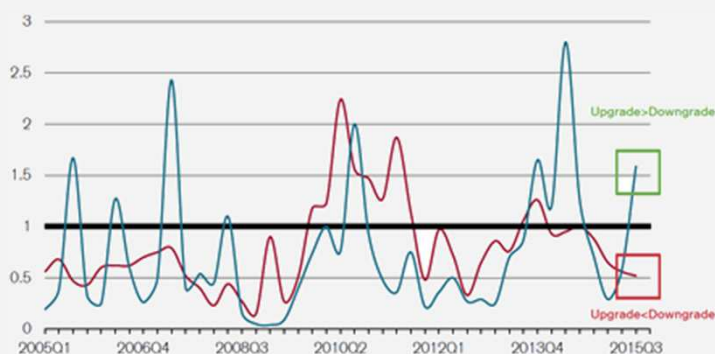


Fonte: Bloomberg

Tuttavia, a differenza dell'Europa, il mercato americano si trova in un ciclo economico molto più avanzato e la politica monetaria della Fed dovrebbe mantenere il dollaro forte contro le maggiori valute, soprattutto le valute dei mercati emergenti. In particolare, **l'esposizione al settore energia fa preoccupare.** Non c'è dubbio che i produttori siano stati colpiti duramente, ma gli effetti positivi che il basso costo dell'energia ha avuto sull'economia reale dovrebbero essere superiori, anche se è molto difficile averne la piena certezza. A questo proposito, da tenere sempre in considerazione è la possibilità di spillover dovuto alla crisi del settore energetico e cioè il contagio su altri rami dell'economia. Se tale possibilità per ora sembra essere contenuta e distante dallo scenario catastrofico del 2008, è opportuno ricordare che un inasprirsi ulteriore della situazione potrebbe portare a conseguenze del

tutto inaspettate. L'impatto del dollaro forte è evidente nel trend di crescita del 2015: mentre la domanda domestica cresceva ad un tasso di 2.5%, le esportazioni nette non hanno contribuito al calcolo del GDP. **Il dollaro forte** insieme ai costi unitari del lavoro alti dovrebbero pesare sui profitti delle società e peggiorare indici chiave per le valutazioni come l'ROE. La situazione è destinata a perdurare, ma non per forza peggiorare. Le valutazioni attuali rimangono elevate, anche se il sell-off di inizio anno potrebbe aver scontato già una decelerazione della crescita. In ogni caso, prima di pensare ad una strategia di entrata si dovrebbe avere maggiore chiarezza sugli sviluppi futuri.

Dal punto di vista del credito si potrebbe iniziare a vedere delle opportunità con rendimenti interessanti dopo un primo periodo di volatilità. Nello specifico, potrebbe essere interessante il tema delle società alimentari e farmaceutiche, ritenute tra le più sicure, mentre da evitare sono i subordinati bancari, tenendo in considerazione la performance degli ultimi mesi e il profilo rischio/rendimento non più adeguato. Anche qui il mercato europeo sembra più attraente. Nel 2015, le società europee soggette a upgrade sono state molte di più di quelle soggette a downgrade, esattamente il contrario di quello che è successo in America a causa del settore energetico. Il trend dovrebbe continuare. La neutralità sull'asset class è dovuta ai rendimenti sempre più difficili da trovare. La maggiore attrattività del segmento equity rispetto al fixed income è messa in evidenza dall'outlook 2016 di Credit Suisse, secondo cui i dividend yields delle società appartenenti ai mercati sviluppati sono più alti dei rendimenti dei bond.



--- US HY Upgrade-to-downgrade ratio

--- Western Europe HY Upgrade-to-downgrade ratio

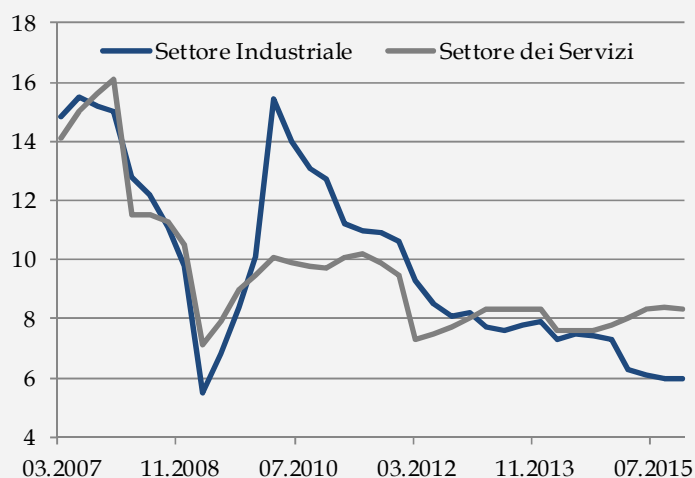
Fonte: Bloomberg, Credit Suisse
Dati al 30.09.2015

Le obbligazioni governative, invece, sono poco appetibili. La loro valutazione preoccupa perché i rendimenti sono ormai scesi talmente tanto che risulta difficile vedere uno spazio di manovra. Riguardo il Treasury americano, ancora a livelli di rendimento accettabili, ci aspettiamo un ulteriore appiattimento della curva, in quanto i tassi di breve seguono l'alzamento della Fed, mentre i tassi di lungo potrebbero rialzarsi solo in caso di inflazione fuori controllo.

Da non dimenticare è il fatto che il pericolo di contagio politico è latente, specialmente in Europa. Nonostante nessuno parli più di Grecia (che comunque non può ancora contare su un parlamento stabile con una forte maggioranza), i recenti sviluppi geopolitici riguardo l'immigrazione e il terrorismo potrebbero mettere in discussione la stabilità dell'unione europea. La crescita dei consensi per partiti politici notoriamente anti-euro è la riprova di questo e il risultato è assolutamente imprevedibile.

Paesi Emergenti, Commodities e Giappone

Il pessimismo sui mercati emergenti è forse l'unico pensiero comune a quasi tutti gli investitori. La crisi delle materie prime e il dollaro forte hanno tagliato le aspettative di crescita e non sembra ci siano grandi cambiamenti all'orizzonte. **A preoccupare maggiormente i mercati è la Cina:** nella seconda potenza mondiale i tassi di crescita deludenti hanno spinto il governo ad effettuare misure non convenzionali che hanno impaurito gli investitori e messo in discussione la loro fiducia. La svalutazione del renminbi con lo scopo di sollevare le esportazioni, in particolare, è vista come uno dei rischi maggiori in quanto imprevedibile. In più una svalutazione materiale porterebbe inevitabilmente ad una guerra delle valute tra gli altri paesi asiatici che potenzialmente potrebbe essere destabilizzante per l'economia globale in termini di crescita e inflazione. Ricordiamo che solo pochi mesi fa la PBOC ha dichiarato che ulteriori svalutazioni del renminbi sarebbero stati molto improbabili, abbiamo visto che non è stato così. L'economia cinese sta vivendo un processo di transizione da un modello basato su investimenti ed export verso una crescita legata al consumo interno. Come ci si può facilmente aspettare, il processo richiede tempo e ci vorrà ancora molto per vedere i primi risultati.



Fonte: Bloomberg









Il rallentamento cinese diventa di estrema importanza se si considera l'elevato ammontare del debito corporativo e privato, come molti dei paesi emergenti. In questi paesi, infatti, la combinazione di overcapacity, crollo del prezzo delle commodities e alto livello di debito in USD potrebbe portare al fallimento delle società più esposte. Di conseguenza gli investitori si ritroveranno a richiamare il capitale e diminuire l'esposizione iniziando in questo modo un circolo vizioso basato su fuoriuscita di asset, svalutazioni delle divise e contagio finanziario.

Il contesto non prevede nulla di buono per il settore delle **commodities** nei prossimi semestri e il prezzo del petrolio in area 30-40 potrebbe essere la nuova realtà, in mancanza di tagli alla produzione e/o fallimenti dei producers. Infatti, la pressione sui prezzi risulta dall'offerta eccessiva e da una domanda debole sui mercati petroliferi, i quali gravano su tutto il segmento delle commodities. La gravità della situazione viene messa in luce dal fatto che uno dei più grandi produttori della Arabia Saudita stia valutando la quotazione in borsa per

fronteggiare l'erosione del capitale e delle riserve. I livelli degli inventories sembrano prevedere ulteriore pressione fino a raggiungere il massimo durante la seconda metà del 2016, periodo in cui i rischi dello stoccaggio a terra dovrebbero arrivare all'apice. In più la rimozione delle sanzioni in Iran aumenta l'indecisione del mercato e peggiora ulteriormente l'attuale condizione di oversupply. Come se non bastasse, dati provenienti dalla London Metal Exchange mostrano come la forte chiusura di posizioni durante i primi giorni del 2016 non ha nettato l'intera posizione short costruita negli ultimi mesi. Questo sta ad indicare che non c'è ancora un segnale di rimbalzo.

Discorso a parte va fatto per **il Giappone**, la cui economia è cresciuta nel 2015, ma ancora troppo **condizionata dalla bassa domanda dalla Cina e dagli altri paesi emergenti**. Inoltre, il governo sembra non essere in grado di implementare le riforme necessarie alla crescita, come inefficaci sembrano essere le politiche monetarie della banca centrale. Ciò che fa preoccupare è **il livello del debito**, il governo si è prefissato di ottenere un surplus primario entro il 2020 con lo scopo di diminuire il debito pubblico, ormai a livelli estremi a 230% del GDP. In ogni caso, la sostenibilità fiscale può essere raggiunta solo grazie a riforme strutturali. Considerando queste difficoltà interne e prendendo in considerazione l'esposizione sui mercati emergenti, la nostra posizione sul Giappone è **negativa**.

Riassumendo, in base allo scenario macroeconomico attuale e ai possibili sviluppi futuri, le nostre view per le asset classe principali nel corso del 2016 sono:

Asset Class	View
Azionario US	
Azionario EU	
Azionario Japan	
Credito	
Governativi US	
Governativi EU	
Paesi Emergenti	
Commodities	

Nicolò Boccingher,
Banca Zarattini & Co / Asset Management

Contatti

Banca Zarattini & Co. SA
via Pretorio 1
CH - 6900 Lugano
www.zarattini.ch

Le informazioni contenute in questo documento non costituiscono consigli di investimento, ma una mera descrizione dei prodotti.

Le decisioni di investimento devono basarsi sul prospetto informativo semplificato e completo, integrato in ogni caso dal più recente rendiconto annuale e dalla più recente relazione semestrale e dal modulo di sottoscrizione e il relativo allegato, che congiuntamente rappresenta la documentazione vincolante per l'acquisto di quote del comparto in Italia.

La succitata documentazione è disponibile presso i Soggetti Collocatori e i Soggetti Incaricati dei Pagamenti.

Il prospetto informativo contiene dettagliate informazioni sui rischi. Tutte le opinioni date e qui rappresentate riflettono le attuali valutazioni di Banca Zarattini & Co SA.

Le opinioni espresse in queste valutazioni possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso.

Le performance sono misurate al lordo degli oneri fiscali vigenti in Italia.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Ad uso esclusivo interno, degli intermediari e dei promotori finanziari. Il documento non costituisce sollecitazione, né può essere consegnato o impiegato per finalità di sollecitazione.