



Prevedere l'andamento dei mercati e la giusta asset allocation all'inizio dell'anno è sempre un compito arduo, in certi casi addirittura controproducente. I mercati cambiano e si evolvono ormai non solo in risposta ai cicli economici ma anche agli eventi geopolitici che li influenzano. Essere sempre pronti ad interpretare i segnali che arrivano è uno dei valori aggiunti di una gestione finanziaria attiva.

Nonostante questo è utile e necessario fare una valutazione su dove ci troviamo per capire quali possano essere gli ambiti in cui la nostra gestione si muoverà e per dotarci degli strumenti di analisi utili per l'anno che viene.



# MARKET OUTLOOK 2017

- La funzione delle banche centrali è messa in discussione e torna alla ribalta la politica con concetti che non si sentivano da diverso tempo: espansione fiscale, protezionismo, deregolamentazione.
- Le speranze di uno stimolo fiscale globale hanno spostato gli equilibri verso un regime di reflazione. In questo scenario rimane tuttavia incerto l'impatto che le politiche avranno sui mercati, favorendo quindi una gestione finanziaria attiva basata sulla flessibilità.
- L'economia americana continua a crescere ma non con slancio. Il nuovo corso che il presidente eletto vuole inaugurare ha le potenzialità per cambiare lo scenario, ma con i rischi di un salto nel vuoto di una politica poco ortodossa.
- In Europa la situazione è diversa e la crescita si deve scontrare con problemi macroeconomici e geopolitici.
- Il settore obbligazionario rimane sotto pressione a causa delle forze inflazionistiche globali. L'aumento dei tassi in America e il possibile tapering in Europa potrebbero non essere ancora prezzati nelle valutazioni.
- L'andamento del mercato azionario dipenderà dalla capacità dei governi di raggiungere gli obiettivi politici e aumentare la crescita. In US, un dollaro forte e rendimenti più elevati potrebbero minare la capacità della nuova amministrazione di espandere il deficit fiscale con un conseguente aumento della volatilità. In relativo possiamo aspettarci più resilienza dall'azionario europeo, infatti una politica monetaria e l'euro debole dovrebbe quanto meno essere da supporto alle valutazioni.
- Per l'inizio dell'anno la liquidità rimane fondamentale come forma di protezione al fine di diminuire l'esposizione e sfruttare le correzioni di mercato per ottenere rendimenti/valutazioni più interessanti.



# MARKET OUTLOOK 2017

## LO SCENARIO MACROECONOMICO

### LO SCENARIO MACROECONOMICO

Come sempre partiamo da una analisi della situazione macro globale per poi andare a vedere come interpretare i mercati.

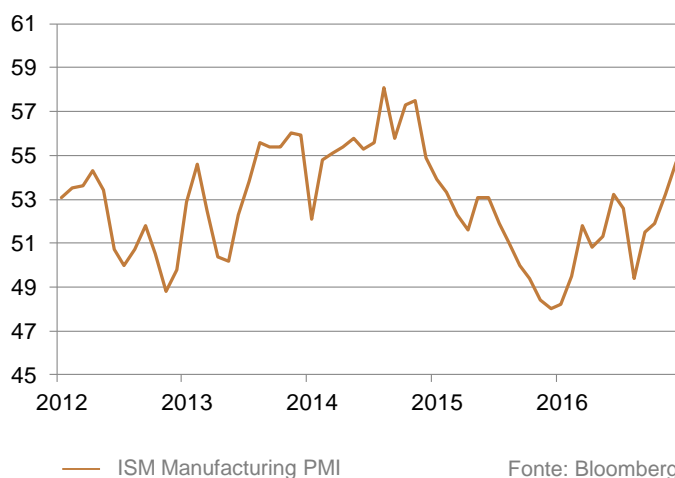
Il 2016 verrà ricordato come un anno di cambiamento, nel bene e nel male. Dopo la crisi del 2008 le banche centrali hanno fatto la parte da leone, fornendo liquidità al sistema e modificandone alcuni dei meccanismi base. Nell'anno che si è concluso questa attività è stata in molti casi criticata perché, pur necessaria, non ha ottenuto i risultati sperati. Accanto alla critica alla politica monetaria viene anche una critica al sistema del liberismo, con posizioni, soprattutto nei paesi sviluppati, che esprimono la necessità di un cambiamento di rotta.

L'anno concluso ha dimostrato anche come il mercato si stia adattando a questo nuovo scenario, e gli eventi che venivano considerati portatori di volatilità hanno in realtà avuto un impatto positivo o neutrale sugli attivi più rischiosi. A quanto pare il mercato, come spesso accade, si è adattato prima degli stessi commentatori e analisti alla nuova realtà.

Questa nuova realtà parte da presupposti differenti rispetto all'inizio dell'anno scorso. La funzione delle banche centrali si sta esaurendo ed è probabile che il loro stesso ruolo venga messo in discussione, come è stato messo in discussione il ruolo del sistema bancario. In questo momento, nei paesi sviluppati, torna alla ribalta la politica, che era rimasta in disparte nel periodo di crisi. Torna con risposte che non si sentivano da diverso tempo: espansione fiscale, protezionismo, deregolamentazione. Dal dibattito tra il mondo liberista e le nuove tendenze populiste potranno scaturire le forze che definiranno lo scenario dei prossimi anni.

Il momento che stiamo vivendo ricorda molto altre fasi di cambiamento: veniamo da un periodo di crisi, più o meno duraturo, ma è già in atto una ripresa, anche se non ai tassi di crescita precedenti.

In particolare continua la ripresa americana, tanto che persino la FED si è convinta ad alzare i tassi.



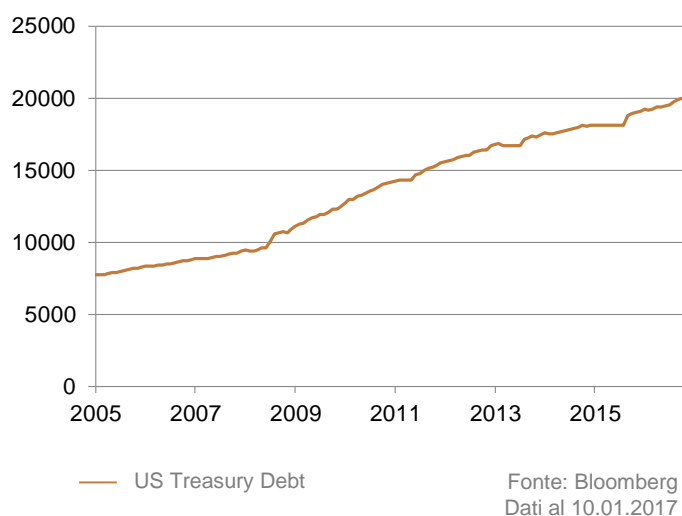
Gli indici ISM continuano a segnare una fase espansiva, mentre il tasso di disoccupazione è ormai ai minimi. Anche gli utili delle aziende sono in crescita, sia i realizzati che gli attesi. Questo vale non solo per i settori oil e materials, che si riprendono da un 2015 e 2016 disastroso, ma per tutti gli ambiti economici.

Nonostante questo il tasso di crescita del GDP è previsto assestarsi poco sopra il due nei prossimi anni. I motivi sono sempre gli stessi: il livello del debito è ancora troppo elevato e manca ancora un qualitativo aumento di produttività. Infine, la base demografica, soprattutto nei paesi sviluppati, è troppo vecchia per garantire un aumento significativo della produzione. La crescita è quindi destinata a rimanere contenuta, ben lontana dagli anni del boom economico.

In questa situazione dovrà innestarsi la politica di Trump, volta a sfruttare stimolo fiscale e deregolamentazione per spingere l'economia ad esprimere ulteriore crescita. Se la seconda è facilmente attuabile, pur con tutti i rischi connessi, la prima implica un aumento del debito che già è a livelli elevati.

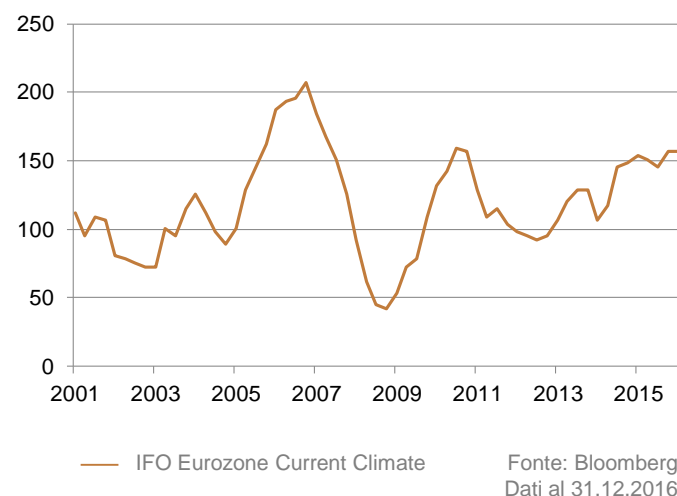
# MARKET OUTLOOK 2017

## LO SCENARIO MACROECONOMICO



L'implementazione della Trumponomics non sarà quindi così semplice ed è probabile che i primi effetti pratici non si vedranno prima del 2018. Stesso dicasi per le politiche protezioniste, come l'applicazione di dazi o tassazioni particolari, che sicuramente non avranno un iter facile e al tempo stesso possono rappresentare un freno alla crescita, se non di tutta l'economia sicuramente lo sarà per alcuni settori.

Riassumendo, l'economia americana continua a crescere ma non con slancio. Il nuovo corso che il presidente eletto vuole inaugurare ha le potenzialità per cambiare lo scenario, ma con i rischi di un salto nel vuoto di una politica poco ortodossa.



In Europa la situazione è diversa.

Come mostra l'indice IFO ci sono segnali di crescita e l'euro debole aiuterà, come ha già fatto in passato, ma restano i problemi di sempre, macroeconomici (scarsa produttività, alta disoccupazione, alto livello di indebitamento dei periferici) e geopolitici (frammentazione politica, emergenza migranti e forze politiche a favore del ritorno ai nazionalismi e alla fine dell'Euro). In questo caso sembra essere la Germania, o più precisamente la Merkel, il baluardo dell'unione, mentre Francia e Italia rischiano una deriva antieuropeista. In Francia si voterà tra aprile e maggio, la Merkel deve ricandidarsi alle elezioni tedesche in autunno. La Germania però conferma essere la locomotiva dell'Europa, con una crescita costante del GDP.

In Europa pesa anche l'incognita Brexit. Le attese sono dell'attivazione dell'articolo 50 a partire da fine marzo, ma le idee sono ancora confuse ed è difficile capire quale strada prenderanno le negoziazioni. Nel frattempo il timore è che l'incertezza e la delocalizzazione inizino a pesare sull'economia inglese.

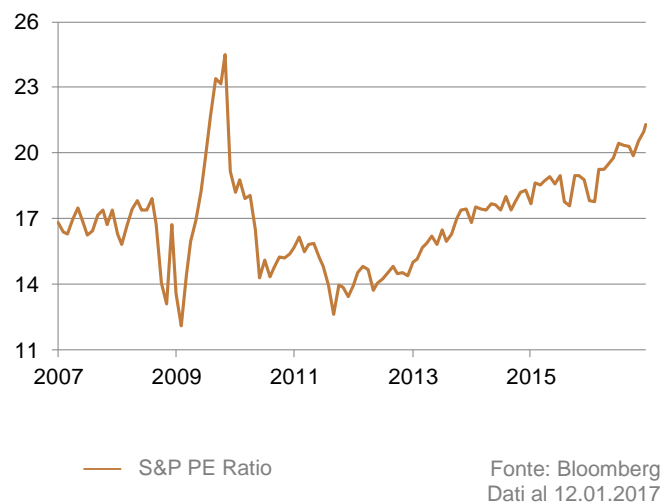
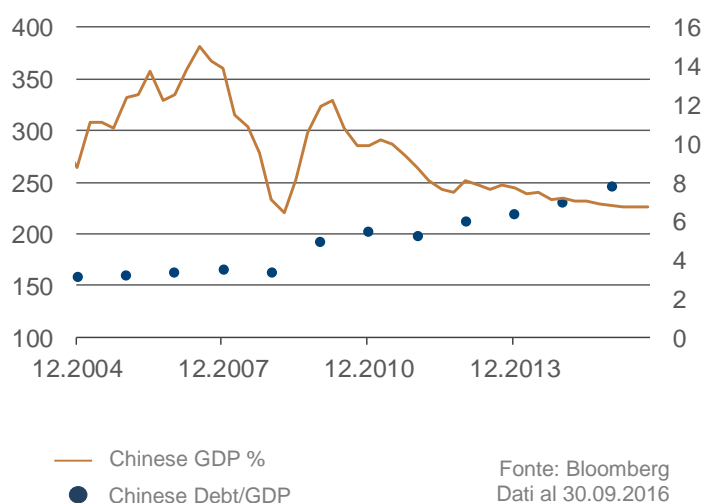
Per quanto riguarda il Giappone gli obiettivi economici continuano ad essere sfuggenti, ma anche qui l'attenzione alle istanze nazionalistiche cresce, e Abe vuole sicuramente portare un risultato più politico che economico.

In questi cambiamenti la Russia sembra riuscire ad ottenere nuovamente parte del prestigio passato. Le pretese isolazioniste americane e la confusione europea le permettono di posizionarsi come punto di riferimento nell'area medio orientale. Il recupero del petrolio poi permette anche alla sua economia di trarre benefici.

Infine resta la Cina, che deve gestire i delicati equilibri interni e l'apertura al mercato globale. Sembra stia comunque gestendo bene il passaggio del Yuan dal cambio fisso ad un cambio per lo meno legato ad un basket. Internamente però deve riuscire a gestire l'enorme massa di debito, cosa che sta facendo con un alternarsi di politiche prima restrittive e poi espansive. La Cina ha avuto meno risalto nel 2016, dopo un inizio d'anno che la dava per spacciata. E' probabile che quest'anno possa tornare a far parlare di sé, sia in contrapposizione alla politica americana sia come elemento chiave dell'equilibrio macroeconomico globale.

# MARKET OUTLOOK 2017

## LO SCENARIO MACROECONOMICO



Globalmente nel 2017 ci si attende una crescita contenuta e un aumento delle tendenze protezioniste, che possono intralciare detta crescita. Dato questo per certo, la possibilità di vedere una politica fiscale espansiva all'opera, forse concertata o forse no, sarà la vera novità. Infine nel quadro macro crescono le attese di inflazione. Agli elementi già presenti dalla seconda metà dell'anno (ripresa delle commodity, aumento delle paghe in US, andamento dell'inflazione core e del costo dei servizi) si aggiungono quelli sopra elencati, protezionismo ed espansione fiscale.

Questo per quanto riguarda il quadro geopolitico. Noi che siamo gestori abbiamo il compito di interpretare questo quadro con gli strumenti di investimento a disposizione, e soprattutto capire come il mercato vivrà questi momenti di cambiamento. Come detto ormai il mercato è in grado di adattarsi a tutto. Una volta digerita la cattiva notizia è in grado di vedere solo le possibilità migliori. Questo da una parte ci fa supporre che gli shock esogeni saranno di sempre minore durata. D'altra parte le valutazioni incorporano ormai già molto di quello che arriverà. Il problema con cui ci confrontiamo in questa fase, non è tanto il moderato ottimismo per una crescita economica, quanto il delicato livello a cui sono arrivate le valutazioni, sia della borsa che delle obbligazioni.

Queste valutazioni fanno temere una correzione vicina, con conseguente aumento della volatilità. Ma non va mai scordato che ci troviamo in una situazione di bassa crescita. In questa fase di bassa crescita le correzioni e gli spike di volatilità sono occasioni per garantirsi un rendimento maggiore, non solo per noi, ma per tutto il mercato. Nel corso dell'anno ci aspettiamo un aumento del rischio geopolitico e una conseguente maggiore incertezza nel 2017. In termini di volatilità questa incertezza non sembra essere prezzata e la volatilità realizzata nel mercato rimane molto contenuta. Nello specifico lo spread tra l'indice EPU (misura principale del rischio politico) e il VIX (indice della volatilità realizzata) è a livelli record. Il differenziale tra le due misure indica che il VIX ha sottoperformato il rischio intrinseco del mercato dal 2011, soprattutto a causa della politica monetaria aggressiva delle banche centrali. La situazione potrebbe cambiare e sarebbe un errore non considerare aumenti repentini della volatilità realizzata.

### I MERCATI

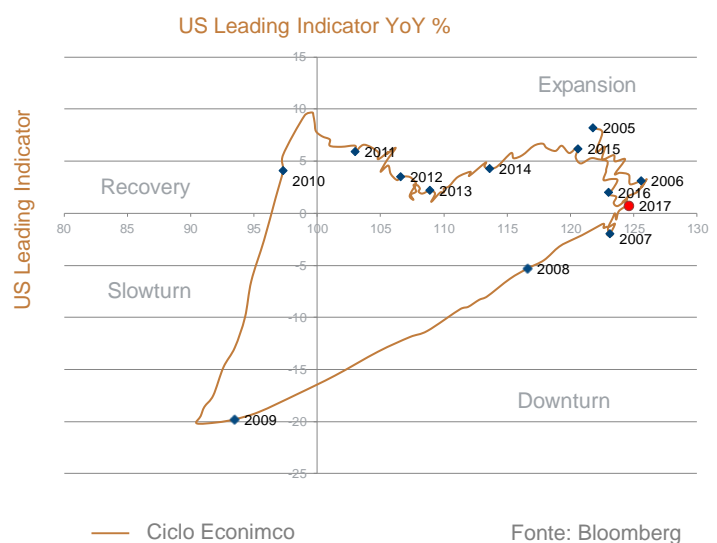
Partiamo ad analizzare lo scenario per i tassi e l'investimento obbligazionario a basso rischio. Le aspettative per la curva americana sono negative, più che per il rialzo da parte della FED, per i timori di una espansione del debito da una parte e di inflazione dall'altra. Questi temi hanno già portato i rendimenti a livelli più interessanti nell'ultimo mese, quindi è da aspettarsi una fase di consolidamento. Il livello a cui tutti stanno guardando è il 3% sul benchmark decennale americano. Attorno a questo livello il rendimento torna ad essere interessante e da acquistare. Potremmo vedere livelli più elevati di rendimento solo se si realizzano dei cambiamenti strutturali importanti, come alta inflazione o elevata crescita. La possibilità che il debito americano perda di qualità ancora non viene considerato.

In questo quadro, con tassi americani sotto pressione, ma molto già scontato dal mercato, vanno tenuti d'occhio i tassi europei. Le spinte inflattive in Europa e soprattutto in Germania rendono il tapering europeo un rischio non ancora nei prezzi.

La parte del credito risentirà di questa debolezza, ma lo spread, soprattutto ad alto rischio, dovrebbe coprire a sufficienza. Per il credito vale a maggior ragione il discorso fatto in precedenza. Grosse correzioni di prezzo comportano l'entrata di chi ha ancora cassa e aspira ad un buon rendimento. Come nell'ultimo anno il mercato primario dovrebbe continuare ad essere attivo, mentre è il secondario a generare più problemi, di liquidità e di trasparenza. Questo si traduce in movimenti repentini dei prezzi, ma anche difficoltà negli scambi.

Settorialmente i finanziari possono dare ancora soddisfazione, ma a causa soprattutto della scarsa trasparenza e delle strutture di debito particolari. Attenzione deve essere data agli sviluppi della regolamentazione, che possono modificare l'appeal della struttura di debito. La tendenza sembra essere quella di diminuire i vincoli per dare un po' di respiro al sistema, sia in US che in Europa.

Sul fronte azionario gran parte dello scenario positivo tracciato è già nei prezzi, soprattutto in America. Questo presuppone che per continuare a supportare questi prezzi deve migliorare il livello degli utili, ma come visto il ciclo economico non è in una fase di supporto. Possiamo infatti vedere come si sia evoluto il ciclo economico Americano nell'ultimo decennio nel grafico seguente. Dal posizionamento del 2017 si capisce che ci troviamo all'apice del ciclo, pronti ad entrare in una fase di rallentamento.



Per evitare il rallentamento deve avverarsi la politica proposta da Trump con diminuzione della pressione fiscale, ma senza impattare eccessivamente sugli scambi commerciali. E' quindi difficile essere eccessivamente positivi sul mercato azionario americano, soprattutto in vista di un dollaro forte e rendimenti più elevati che potrebbero minare la capacità della nuova amministrazione di espandere il deficit fiscale. Nonostante questo, come è stato nel 2016, è facile aspettarsi forti rotazioni settoriali. I settori che potrebbero essere impattati più fortemente da un eventuale sell-off sono quelli storicamente sensibili ai rendimenti (Utilities, Telecoms, Real Estate, Staples) e più in generale i titoli a bassa volatilità che sono ancora sovrappesati nelle asset allocation dei fondi quantitativi come sostituto alle obbligazioni. Anche senza un ulteriore deterioramento materiale dei rendimenti si corre il rischio di rivedere lo scenario di inizio 2016, anche se questa volta fanno meno preoccupare il prezzo del petrolio e la minore attenzione rivolta alla Cina.



la strada verso una “normalizzazione” per le banche italiane è ancora lunga e piena di insidie.

Arriviamo per ultimi alle valute in cui è tornato al centro della scena il dollaro, che probabilmente sarà il reale barometro dell'andamento dell'economia. Un dollaro forte indicherà da una parte che le politiche fiscali e protezioniste stanno avendo effetto e possono tradursi anche in una fase di ripresa globale. Nel lungo periodo un dollaro eccessivamente forte potrebbe danneggiare l'economia Americana, ma ne beneficerebbero le altre aree economiche, come Europa, Giappone e Sud America. Viceversa un ritorno alla stagnazione verrebbe segnalato da una eccessiva forza dell'Euro. Questi trend saranno però costellati da fasi di consolidamento, in risposta alle fasi politiche che attraverseremo. E' consigliabile quindi mantenere la consueta diversificazione e sfruttare in senso contrarian gli eccessi di volatilità. Per cui se nel lungo periodo si può essere positivi sul dollaro a causa del rialzo dei tassi e dei rendimenti, è possibile beneficiare nel breve periodo di posizioni contrarie.

La strategia rimane per l'inizio dell'anno la stessa della fine dell'anno scorso, con l'utilizzo della liquidità come forma di protezione. Per l'obbligazionario sulla curva Euro è necessario sfruttare le correzioni di mercato per ottenere rendimenti interessanti, mentre sulla curva Dollaro possono esserci rendimenti buoni in valore assoluto, ma devono essere supportati da buoni fondamentali. Per l'azionario potrebbe valere il contrario, con maggiore attenzione alle storie di ripresa in Europa piuttosto di cercare la crescita del mercato US. In ogni caso si tratta di strategie che possono essere messe in campo mantenendo una scorta di liquidità a disposizione e la possibilità di seguire temi tattici di breve periodo.

In relativo possiamo aspettarci più resilienza dall'azionario europeo. Infatti, se da un lato le elezioni porteranno ad un aumento della volatilità in prossimità dei risultati, i fondamentali macroeconomici dell'Europa rimangono in generale favorevoli e fungono da contrappeso. Le aspettative prendono in considerazione la continuazione della lenta ma presente ripresa economica agevolata dalla politica accomodante della ECB e un contesto fiscale più neutrale in grado di rilanciare la redditività delle società sotto pressione da tempo. L'euro debole dovrebbe anche fungere da supporto per le azioni europee, le quali sono tornate a mostrare una forte correlazione negativa tra USD/EUR e i rendimenti azionari.

Discorso a parte va fatto per l'Italia in quanto l'incertezza ancora elevata sulle regolamentazioni limita molto la visibilità sulla stabilizzazione dei risultati. Se da un lato è corretto affermare che i termini del salvataggio di BMPS sono migliori di quanto temuto e giustifica in qualche modo la rivalutazione di tutto il settore, dall'altro è chiaro che





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.

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 nei Paesi di residenza.

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.

*Per ulteriori informazioni:*

Elena Duregon  
Marketing Department | Banca Zarattini & Co SA  
Tel. +41 91 260 85 09  
Email: [elena.duregon@bancazarattini.ch](mailto:elena.duregon@bancazarattini.ch)

Banca Zarattini & Co SA  
Via Pretorio 1 – 6900 Lugano (Switzerland)  
Tel. +41 91 260 85 85

**Zarattini & Co | Bank**