



RISK?

FORMIDABILE QUELL'ANNO (IL 2016)

TWEET ME UP

**IL MERCATO PUÒ RIMANERE IRRAZIONALE PIÙ A LUNGO DI QUANTO TU POSSA
RIMANERE SOLVENTE (J.M.KEYNES)**

- Il 2016 in pillole
- Il 2017 in pillole
- Fondamentali e aspettative: prospettiva storica.
- Formidabile quell'anno (il 2016): cambio di paradigma o grande bluff?
- Un, due, tre, pronti via: brividi a Davos e tepore sui mercati;
- Quanto può durare? Come può finire?

IL 2016 IN PILLOLE

Formidabile, per molti versi, il 2016. Anno certamente contraddittorio, caotico, mai banale. Solo il futuro ci dirà se l'epoca di Brexit e dell'elezione di Donald Trump rimarrà nella storia come punto di frontiera tra passato e futuro, il fulcro di un cambio di paradigma, oppure se finirà nell'oblio, rottamata come un grande bluff, amplificato dalle panzane virali dei social network e dalla «verità alternativa».

- Simon Johnson: «una vittoria di Trump probabilmente causerà un crollo del mercato e una recessione globale»;
- Quando Larry Summers e Robert Rubin, oltre ai soliti noti (Krugman ecc.) parlano di «crescita inclusiva» bisogna cominciare a preoccuparsi davvero;
- Politica, economia, finanza: quanto a lungo possono divergere?

IL 2017 IN PILLOLE: NUMERI E CONOSCENZA

- Numeri e conoscenza (buon senso molto ben informato): per navigare nelle acque dei mercati serve un mix di entrambi;
- I numeri sono agilmente manipolabili nella narrazione e nella prassi (big data e padroni della finanza);
- Conoscenza e esperienza inutili se l'ego è dilatato e manca la consapevolezza che il futuro è imprevedibile.

Interrogativi e rischi (conosciuti, che quindi configurano anche opportunità)

- i «fondamentali» hanno ancora un senso? Sì, ma non nel breve termine;
- che aspettative scontano le valutazioni attuali? Certamente alte, forse irrealistiche, sicuramente imprudenti;
- il margine di sicurezza? Basso, anche perché diversificazione e liquidità non sono rispettivamente, sufficientemente efficaci e stabili;

Cosa ci può insegnare l'anno appena trascorso?

- ❑ La domanda che ci poniamo oggi è: saremo così fortunati da avere un altro 2016, così divertente, imprevedibile e, malgrado tutto, così positivo per i mercati? La mia risposta è: NO, l'anno sarà più difficile, ma ancora senza seri, prolungati, bear market.

- ❑ **Perché più difficile?** L'asticella delle aspettative è molto alta, quasi quanto il livello delle valutazioni; i mercati non considerano l'ovvio aumento dell'incertezza: prezzano l'opportunità, non il pericolo. Il **RISCHIO è quello della sindrome della rana.**

- ❑ **Perché senza serie crisi?** Rimane diffusa la convinzione che i padroni dei mercati (i big dell'asset management) **riescano a mantenere il controllo.** Domina atteggiamento di prudente «disponibilità», il modello del «trading range» tendenzialmente rialzista (borse, dollaro), meno sui bonds.

- ❑ **Di cosa NON si è parlato a Davos?** Euro break up, Grecia, Italia, banche italiane, debito BTP....tutta l'attenzione è concentrata su Trump e l'America...

Una slide che dice tutto: cosa scontano i mercati?

Exhibit 1: August 4: 1986 and 2016 (based on the closing price the previous business day)

| | 1986 | (inflation adjusted) | 2016 |
|---|-----------------|----------------------|-----------------|
| DJIA | 1,763.54 | 3,878.47 | 18,355.00 |
| S&P 500 | 234.91 | 516.63 | 2,163.79 |
| NASDAQ | 370.66 | 815.17 | 5,159.74 |
| Yield on U.S. 10-year Treasury note | 7.34% | | 1.54% |
| Dividend yield S&P 500 | 3.5% | | 2.1% |
| Cyclically adjusted price-earnings (CAPE) ratio | 13.9x | | 26.2x |
| Gold | \$361 | \$794 | \$1,356 |
| Oil | \$12 | \$26 | \$41 |
| Cost of storage (\$/MB) | \$71 | | \$0.0000633 |
| Cost of computing (100 calculations) | \$1 | | \$0.000001 |
| Equity mutual fund AUM | \$0.15 trillion | | \$8.15 trillion |
| Passively-managed assets | <1% | | 35% |

2016: FORMIDABILE QUELL'ANNO (1/4)

- Conosciamo il 2016? Cambio di paradigma o grande bluff?
- Punto di flesso secolare tra il trentennio della globalizzazione commerciale, finanziaria e tecnologica e un futuro diverso ma ancora ignoto?

Semplicemente non lo sappiamo ma...

- Brexit e Trump sono segnali forti;
- dalla globalizzazione all'interesse nazionale;
- dal liberismo al populismo;
- dalla deflazione alla reflazione (o inflazione?);
- inizio della fine del downtrend secolare sui tassi;

**Il rischio maggiore a medio termine per i mercati: inversione del trend secolare di crescita dei profitti a scapito dei salari (probabilità ancora bassa...). E' imminente?
Probabilmente NO.**

2016: FORMIDABILE QUELL'ANNO (2/4): POLITICA

- ❑ Grandi narrazioni (luciole per lanterne), post verità, verità alternativa: più che mai favole e numeri (taroccati)...
- ❑ ...ma l'occidente è tornato a parlare di sé e delle relazioni o contaminazioni tra democrazia, stato nazionale e mercato.
- ❑ “Epocali” appuntamenti con elettorati più consapevoli e vicini alla crisi di nervi....
- ❑ ...persi dagli inquilini del Palazzo, più che dalle vere elite di comando, che risiedono altrove.
- ❑ Fallimento delle elite: è l'ora delle recriminazioni contro il dilagare del populismo, della scoperta dei “deplorevoli”.
- ❑ Clamorose manipolazioni del consenso: Trump programma sfacciatamente pro business.

2016: FORMIDABILE QUELL'ANNO (3/4): ECONOMIA

- ❑ In economia e sui mercati il 2016 verrà ricordato come l'apoteosi delle previsioni sballate e la caporetto dei catastrofisti, l'ennesima pessima prova degli esperti e dei divinatori del futuro.
- ❑ Per l'economia reale, quella vera, è stato l'anno dell'imperturbabile minimalismo, per nulla scalfito dalle ricadute della politica e dalla grandeur narrativa che hanno dominato il fantastico mondo del bla bla.
- ❑ Questo andamento nasconde altro? Lo sapremo solo vivendo...ma pare di sì.

2016: FORMIDABILE QUELL'ANNO (4/4): MERCATI

Il 2016 rimarrà negli almanacchi della finanza non tanto per gli esiti finali , quanto per le formidabili modalità con cui sono stati raggiunti

- Gennaio:** la rivincita dei contrarian: oil a zero e J. Dimon acquista 21 mn \$ di azioni J.P.M;
- Fine giugno:** con Brexit tocca il minimo l'indice bancario europeo;
- Agosto, follia** razionalizzata dagli esperti: 13,4 trilardi di obbligazioni trattano a tassi d'interesse negativi;
- Novembre:** eletto Trump: i mercati cambiano opinione! Reflation trades si avvitano al rialzo;
- Dicembre:** referendum italiano: i mercati non sono «politicamente corretti»

Lezioni da imparare:

- nessun cigno nero;
- eventi dall'esito binario: sono anticipati anche gli esiti meno probabili;
- I mercati, se le condizioni sono favorevoli, cambiano opinione anche a parità di condizioni;
- commistione tra politica e finanza per ora innocua, ma domani?

Di cosa NON si è parlato a DAVOS?

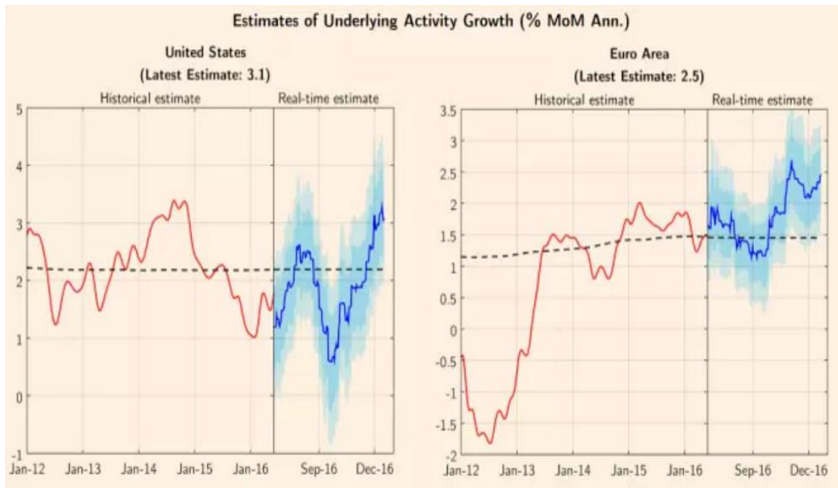
2016

- Incubi che diventano barzellette
- Incombente crollo della Cina, riserve e valuta ko;
- Avvitamento deflazionistico: petrolio, valute emergenti, borse ma evidenti segnali contrarian;
- Stagnazione secolare
- Tassi in ghiaccio e ossessione moneta (helicopter money);
- Rilassata preoccupazione sugli scenari politici.

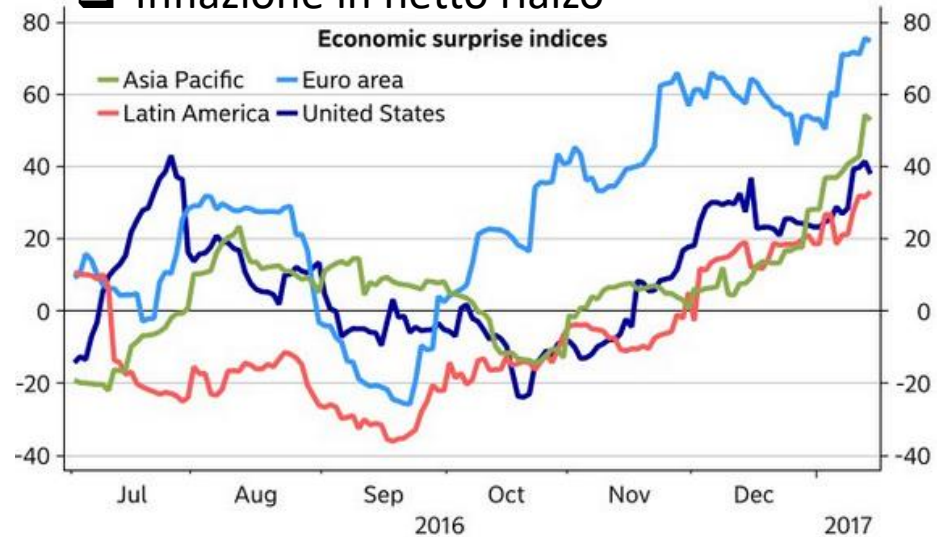
2017

- Xi Jinping difende la globalizzazione;
- Lacrime di coccodrillo: è l'ora (un po' tardiva) della «crescita inclusiva»;
- Deflazione «stella morente»: populismo e inflazione;
- Banche Centrali «behind the curve»?
- Trumponomics e reflazione;
- Stanchezza infinita e pessimismo su Europa (elezioni incombenti);
- Neppure una parola sul Belpaese e le banche italiane: inquietante segnale contrarian?**

QUADRO MACRO DI INIZIO 2017: ROSE E FIORI

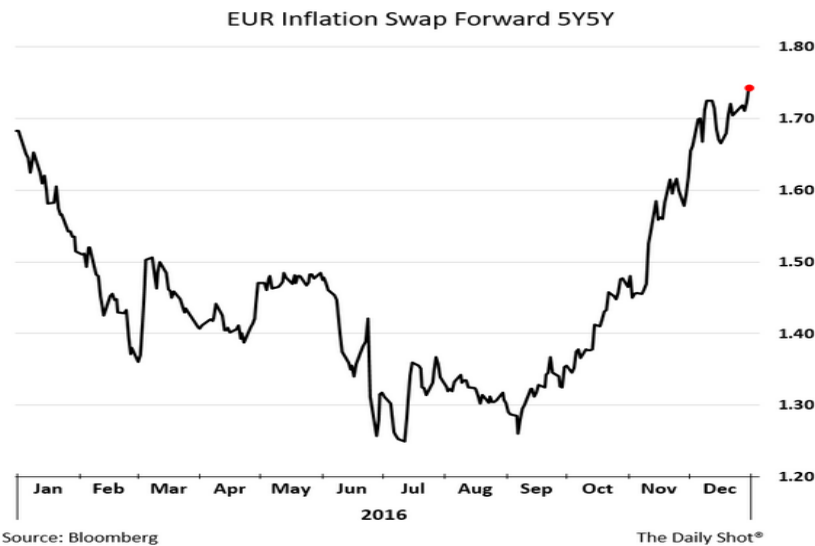


- Quadro congiunturale positivo
- Indicatori di sentiment in rialzo
- Probabilità recessione vicina a zero
- Inflazione in netto rialzo



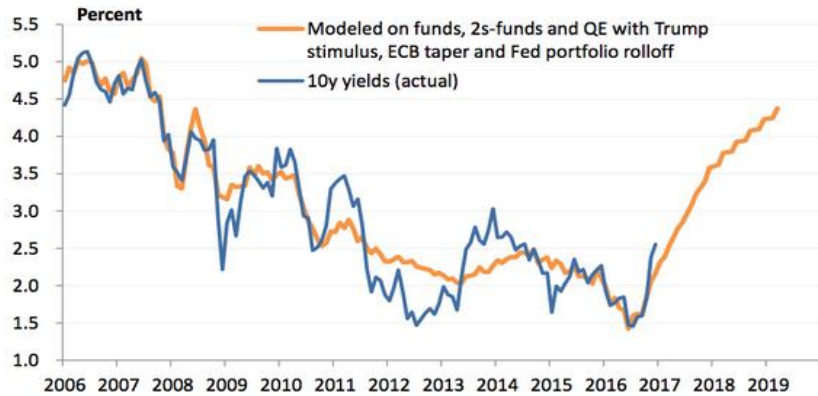
Source: Nordea Markets, Citi and Macrobond

- Mercati: volatilità ai minimi
- Sentiment positivo ma prudente
- WS mantiene leadership

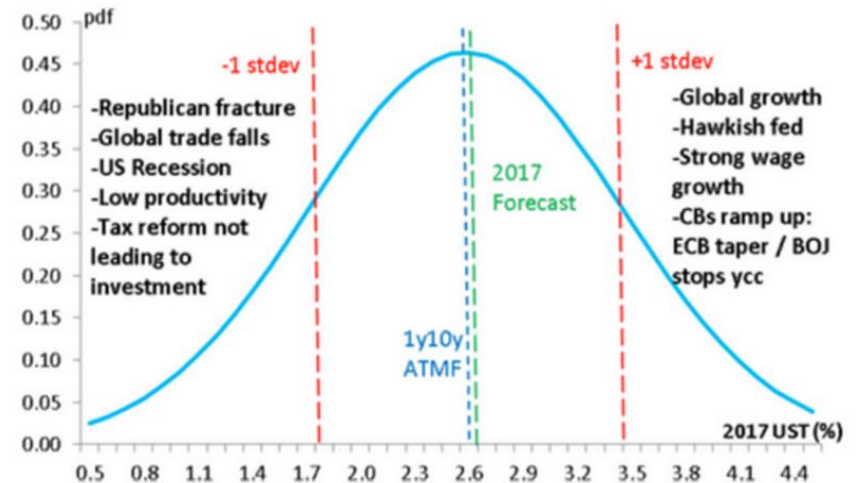


COSA SI ATTENDONO I MERCATI INIZIO 2017

10s model with Trump stimulus, ECB taper and Fed portfolio rolloff

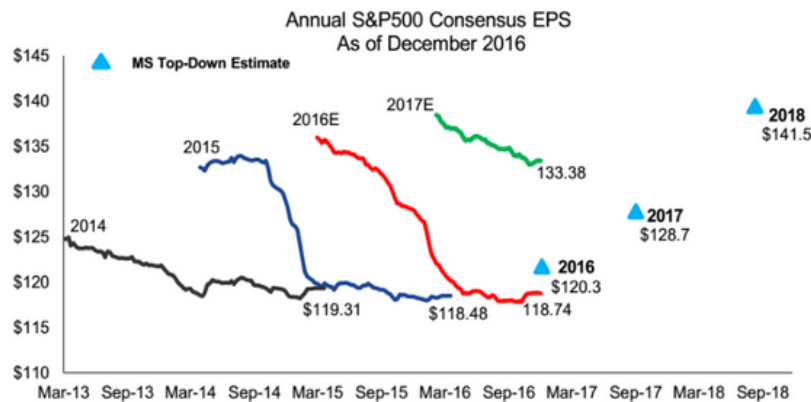


Source: Bloomberg Finance LP and Deutsche Bank



Source: Citi, @NickatFP, @joshdigga

Annual S&P 500 Consensus EPS



Source: Thomson Reuters, Morgan Stanley Research

QUANTO PUÒ DURARE, COME PUÒ FINIRE?

- Asticella aspettative troppo alta per i mercati azionari...
- ...aumento incertezza non prezzato;
- Materie prime e inflazione: continua il recupero;
- Non c'è valore nei bond ma non sarà un'inversione a V;
- I padroni della finanza sono (ancora ?) in controllo;
- Arriva il decennale della grande crisi;
- Attenzione concentrata su Trump e America, ma i rischi...
- ...arrivano da dove meno te li aspetti: a Davos si è parlato poco o nulla di Grecia, Italia, banche italiane e BTP.
- Si riapre il dibattito sull'Euro?

...speriamo bene...