

BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Previsioni per il 2016 e scenario per i mercati finanziari

Quest'anno pubblichiamo le prospettive 2016 per i clienti del sito www.bernasconiconsult.com con notevole ritardo. Il testo di base in tedesco ed in inglese per i clienti istituzionali e per i clienti privati con mandato di gestione era pronto all'inizio dell'anno. La versione in italiano per il sito é invece rimasta bloccata per numerose ragioni - non da ultimo il cambiamento di sede legale della nostra Società ed i caotici sviluppi di inizio anno delle maggiori borse azionarie mondiali.

La situazione si é evoluta rapidamente e alcuni avvenimenti che avevamo previsto per il 2016 si sono in parte già verificati. **Ad inizio gennaio avevamo già indicato sul sito due obiettivi per il 2016 – una discesa dell'S&P500 a 1800 punti ed una salita del cambio EUR/USD a 1.20.**

L'S&P500 ha terminato il 2015 a 2044 punti - a gennaio 2016 é già crollato fino ai 1812 punti e ha febbraio ha toccato un nuovo minimo annuale marginale a 1810 punti.

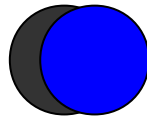
Il cambio EUR/USD é sceso a dicembre 2015 su un minimo a 1.0523 – la maggior parte degli analisti pronosticavano una discesa fino alla parità. Dagli 1.0860 del 1. gennaio il cambio si é invece mosso nella direzione opposta e ha già raggiunto l'11 febbraio, in concomitanza con un minimo delle borse, gli 1.1375.

Rispetto allo scenario macroeconomico descritto un anno fa non ci sono sostanziali cambiamenti. La situazione si sta evolvendo lentamente sul cammino indicato – domina ancora la **deflazione** e l'economia mondiale non riesce a crescere come sperato dai politici e dai banchieri centrali bloccata dall'enorme massa di debiti accumulati dagli Stati occidentali, dall'industria privata e dai cittadini nell'ultimo trentennio. Il sistema bancario é soffocato da centinaia di miliardi di crediti in sofferenza ed in parte inesigibili e quindi i normali meccanismi di trasmissione della politica monetaria non funzionano. Malgrado tassi d'interesse molto bassi ed una corsa al ribasso ormai inarrestabile del costo del denaro, l'economia avrà bisogno ancora alcuni anni prima di poter assorbire e digerire questo problema e nel frattempo il mondo continuerà a vivere in uno stato di crisi strisciante. Ogni tanto ci sarà un acuirsi di determinati problemi – al momento é la caduta dei prezzi delle materie prime ed in particolare del prezzo del petrolio a preoccupare gli investitori internazionali. In Europa invece sono i bilanci delle banche e la loro debole redditività e capitalizzazione a destabilizzare il settore finanziario. In linea di massima però crediamo che le autorità politiche e monetarie hanno le capacità e gli strumenti per combattere efficacemente i focolai di crisi. **Ciò non toglie che il bear market iniziato ufficialmente nel 2015 proseguirà nel 2016 e ci accompagnerà ancora per alcuni anni.**

Invece che rifare un'esame generale della situazione e aggiornare l'analisi fatta ad inizio anno preferiamo concentrarci su alcuni temi in particolare e fare alcune concrete previsioni che possono immediatamente essere applicate a livello di investimenti. Desideriamo strutturare diversamente il nostro scenario 2016 e le nostre previsioni per i mercati finanziari rendendo lo studio meno teorico, più semplice e pratico.

In ogni caso la nostra visione non cambia ed é quella che presentiamo costantemente e regolarmente sul sito nei vari commenti ed analisi. Si tratta unicamente di fare un riassunto e condensare le conclusioni in quello che dovrebbe essere lo sviluppo dei mercati finanziari fino a fine 2016.

Siamo convinti che la bolla speculativa provocata dalla politica monetaria eccessivamente espansiva delle Banche Centrali non può essere riassorbita e risolta unicamente con più debito e con ulteriori misure poco ortodosse di manipolazione dei mercati finanziari come il QE (quantitative easing) e la NIRP (Negative Interest Rate Policy). Le banche centrali non hanno però alternative – alzare ora il costo del denaro provocherebbe senza ombra di dubbio una grave recessione. La



BERNASCONI
CONSULT

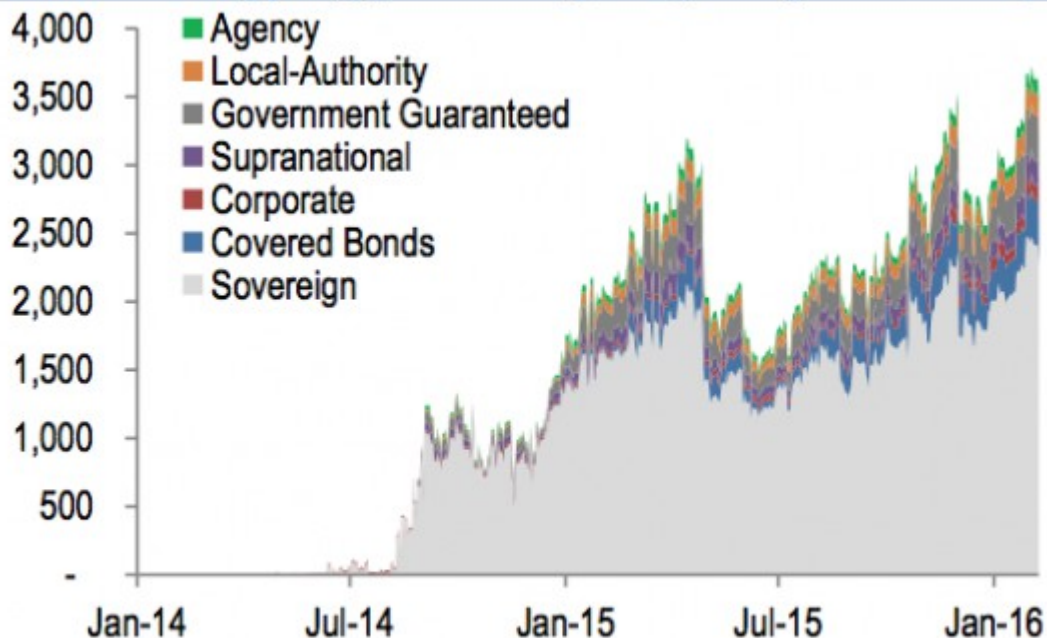
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

politica avrebbe i mezzi per prendere l'iniziativa – specialmente a livello fiscale e di efficienza della spesa pubblica (meno sperpero – più investimenti) ci sarebbero notevoli margini di manovra. La classe politica attuale é però troppo debole e senza visioni a lungo termine per poter concretizzare delle soluzioni coraggiose – forse dolorose nell'immediato ma che potrebbero portare l'economia mondiale di nuovo sulla via di una crescita sostenibile.

Le politiche a partire dalla grande crisi del 2008 hanno avuto come risultato di rendere il mondo molto irrequieto ed i mercati finanziari molto instabili. I rischi di crisi sono molto alti. Cerchiamo quindi di definire quello che dovrebbe essere uno sviluppo normale della situazione e descrivere quelli che invece potrebbero essere gli “incidenti” che potrebbero ancora accadere e dovremo magari affrontare nel 2016.

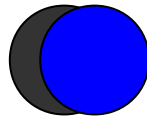
1. Tassi d'interesse: Siamo convinti che la combinazione di deflazione e politica espansiva delle Banche Centrali proseguirà e provocherà un ulteriore calo dei tassi d'interesse. **All'inizio del 2016 il prestito decennale della Germania (Bund) rendeva il 0.634%. Malgrado questo reddito ridicolo noi abbiamo più volte dichiarato e ribadito che questa é la nostra scelta d'investimento preferita per quest'anno in un ottica di difesa del patrimonio.** Il 24 febbraio il reddito é sceso al 0.134%. Per fine anno ci aspettiamo un reddito tra lo 0% ed il 0.10%. Non é una previsione assurda considerando che a metà febbraio c'erano già 3500 Miliardi di EUR di obbligazioni a reddito negativo (con tendenza a crescere) .

Chart 4: The staggering growth of negative-yielding assets in Europe



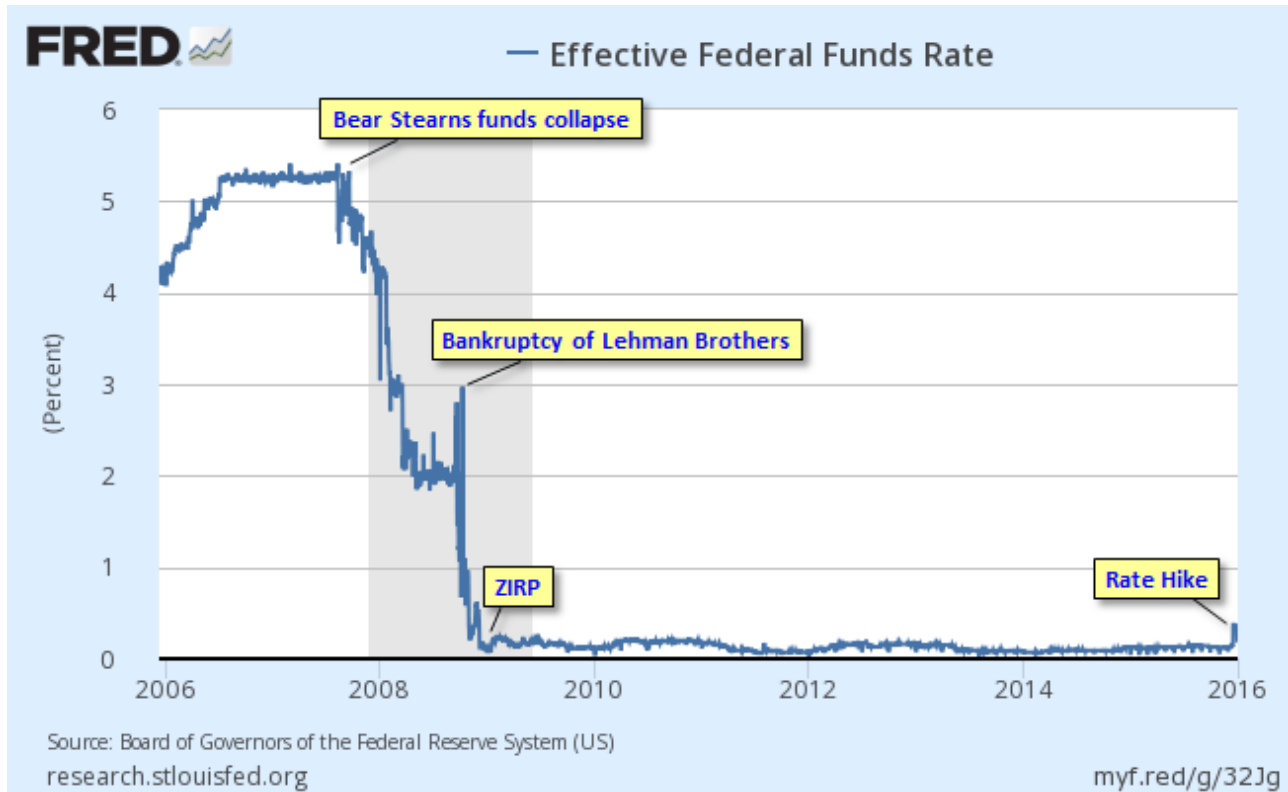
Source: BofA Merrill Lynch Global Research. \$bn, GFIM index.

Per quel che riguarda l'USD e l'US Treasury Bond la situazione é simile anche se esistono delle differenze a livello temporale causate da una politica monetaria momentaneamente divergente.



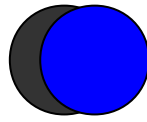
BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING



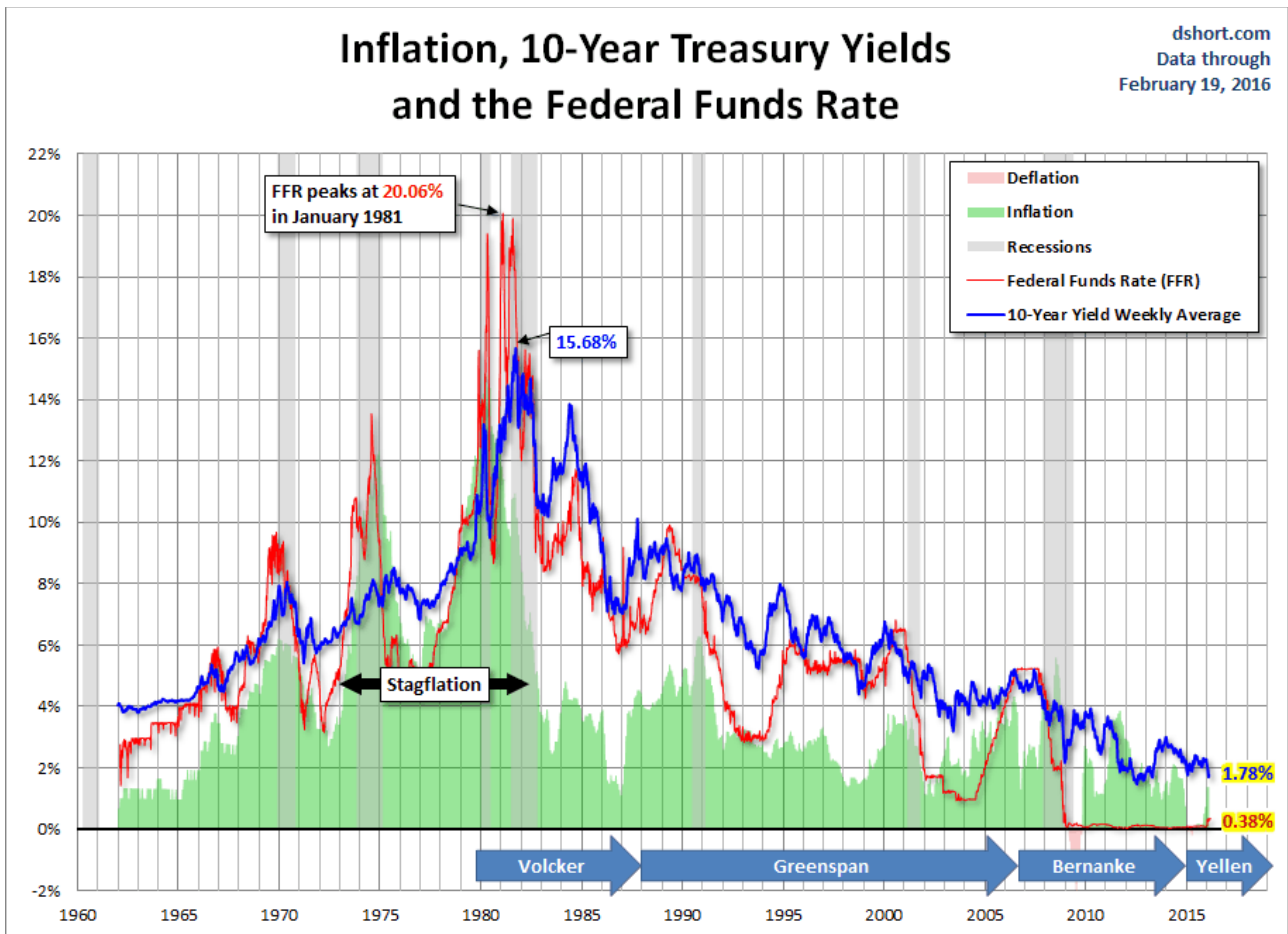
A dicembre del 2015 la FED per la prima volta dal 2009 ha alzato il tasso d'interesse di riferimento (FED Funds Rate) abbandonando formalmente la ZIRP – la politica dei tassi d'interesse al zero per cento. Sottolineiamo il termine formalmente poiché praticamente il mercato a reddito fisso ha ignorato la mossa della Banca Centrale americana.

Dopo un'impennata fino al 2.3% che si è realizzata a novembre nel tentativo di anticipare la mossa della FED, il reddito dell'obbligazione decennale del Tesoro americano ha ricominciato a scendere mano a mano che le notizie di un rallentamento economico si sommavano e i dati congiunturali confermavano la frenata dell'economia. È possibile che per una questione di coerenza e di credibilità la FED alzi nel primo semestre del 2016 i tassi d'interesse guida ancora una volta del +0.25%. È però molto probabile (per noi praticamente certo) che in seguito Janet Yellen debba fare marcia indietro e ridurre nuovamente il costo del denaro. È possibile che la FED si lanci in un ulteriore programma di Quantitative Easing (QE4). **In ogni caso il reddito dell'USTB decennale americano è destinato a stare basso e secondo noi a scendere ulteriormente. Prevediamo una calo fino al 1.5% - questo manterrà intatta la tendenza ribassista di lungo termine.** Secondo noi ZIRP, NIRP, deflazione e debole crescita economica dovrebbero restare delle costanti per i prossimi tre anni prima che possa iniziare un nuovo ciclo di forte e sostenibile crescita economica trascinato dalle innovazioni tecnologiche.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING



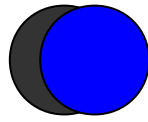
2. Cambi e divise. Tutti si aspettavano nei mesi scorsi un rafforzamento dell'USD causato dal rialzo dei tassi d'interesse innescato dalla FED. Contemporaneamente il resto del mondo sta abbassando il costo del denaro ed il differenziale dei tassi d'interesse avrebbe dovuto favorire l'USD. Il ragionamento è corretto anche se già un anno fa avevamo scritto e spiegato che in pratica era sbagliato. Innanzitutto l'economia americana non è abbastanza forte per sopportare tassi d'interesse in aumento. Il margine di manovra della FED è limitato e la Yellen dovrà probabilmente nel secondo semestre fare marcia indietro. Inoltre altri fattori influenzano i cambi tra le divise. La bilancia commerciale e dei pagamenti regola i flussi reali di denaro. La fiducia o meno in un Paese, nella sua economia, classe politica e forza militare dirigono i flussi speculativi di capitale. Sotto questi punti di vista gli Stati Uniti sono perdenti e dubitiamo fortemente che l'USD possa rafforzarsi anche se nel caso di una crisi mondiale è probabile che la moneta americana possa servire come rifugio.

Prevediamo che il cambio EUR/USD debba salire verso gli 1.20 anche perché lentamente la BCE dovrebbe avvicinarsi al limite dello spazio d'azione offerto dalla politica monetaria.

La Svizzera farà di tutto per mantenere un cambio stabile tra EUR e CHF. Le finanze della Confederazione elvetica sono sane (debito contenuto e eccesso di entrate nel 2015 di 2.3 Mia di CHF!) ed il Franco Svizzero mantiene la sua forza d'attrazione di moneta rifugio. **Pensiamo che a fine anno il cambio EUR/CHF sarà poco lontano dagli 1.10.**

Fino a quando la FED non farà marcia indietro le monete dei Paesi emergenti resteranno sotto pressione. Lo Yuan cinese dovrebbe continuare a svalutarsi.

Probabilmente sarà difficile trovare una moneta (forse una qualche divisa esotica ma nessuna



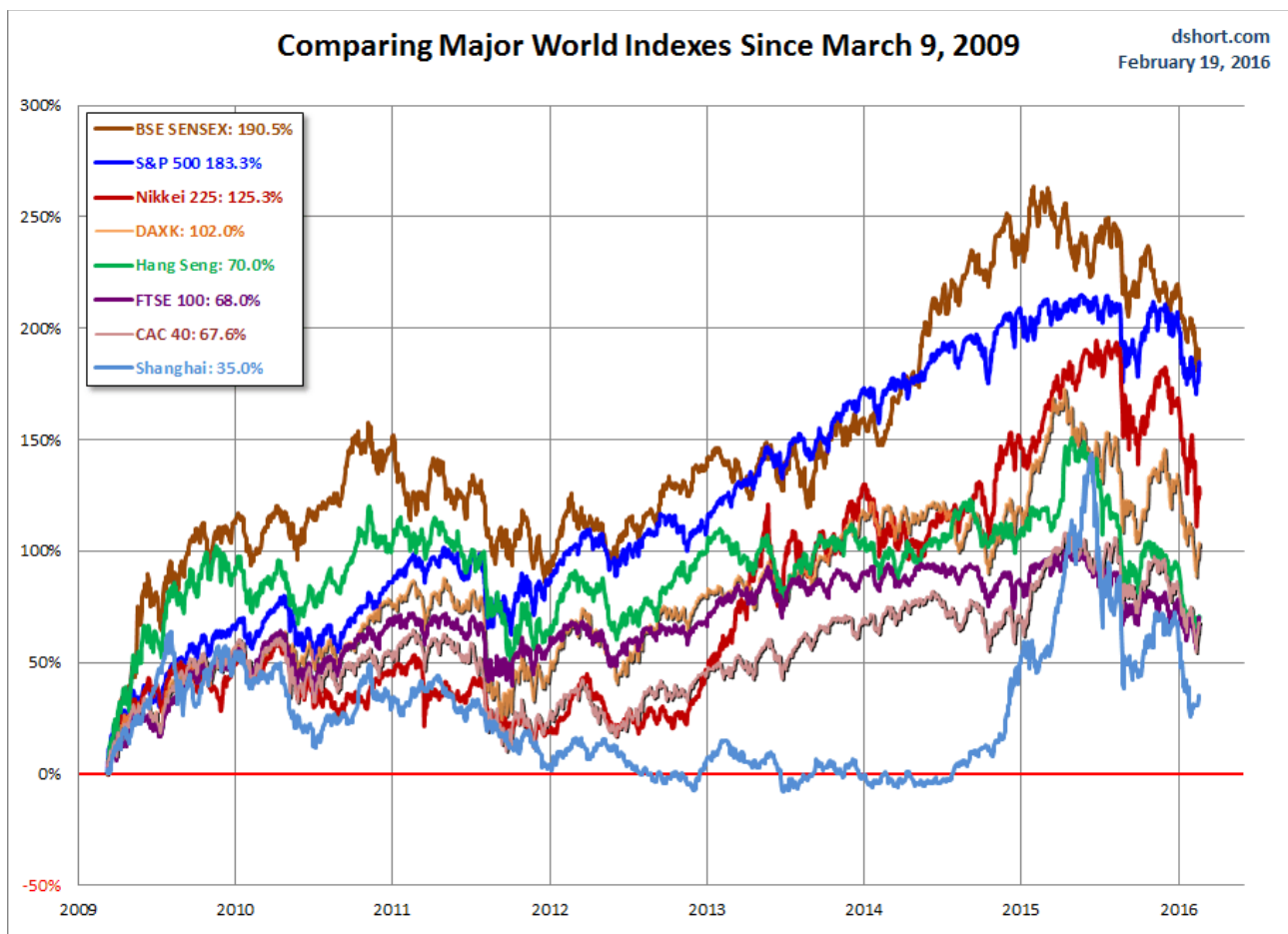
BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

delle divise più importanti) che si apprezzerà significativamente contro EUR. Ci saranno delle fiammate sulle monete legate alle materie prime (Dollaro australiano, Rublo) quando ci saranno dei rimbalzi nei prezzi (come nel caso del petrolio). La tendenza di fondo dei prezzi delle materie prime resta però al ribasso e quindi muoversi sulle divise sarà solo un tema per specialisti e speculatori. **L'investitore europeo deve restare in EUR.**

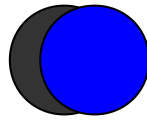
Nel caso in cui la Gran Bretagna decidesse di restare nell'Unione Europea il GBP si rafforzerà. Sicuramente ci saranno ulteriori interventi delle Banche Centrali con lo scopo non dichiarato di indebolire la propria moneta. Oltre alla preannunciata manovra della BCE a marzo prevediamo ulteriori misure di stimolo in Giappone e Cina. Gli effetti di queste manipolazioni saranno però nel medio – lungo termine limitati trattandosi di un gioco a somma zero.

3. Azioni. Durante il 2015 abbiamo più volte ripetuto che le borse stavano completando un top di lungo periodo. Il 23 agosto sul sito abbiamo ufficialmente dichiarato l'inizio del bear market. Ora lo sviluppo delle borse dai massimi di aprile-giugno 2015 è sotto l'occhio di tutti e la tendenza è evidente.



Forse ci vuole una visione più ravvicinata (vedi grafico 2015 a seguito) per notare l'inversione di tendenza e la sua tempistica.

Grazie ad un buon primo trimestre, provocato dall'annuncio di Mario Draghi del QE da parte della BCE, le borse europee sono riuscite a chiudere il 2015 con una performance positiva. Come sappiamo si è però trattato di un fuoco di paglia.

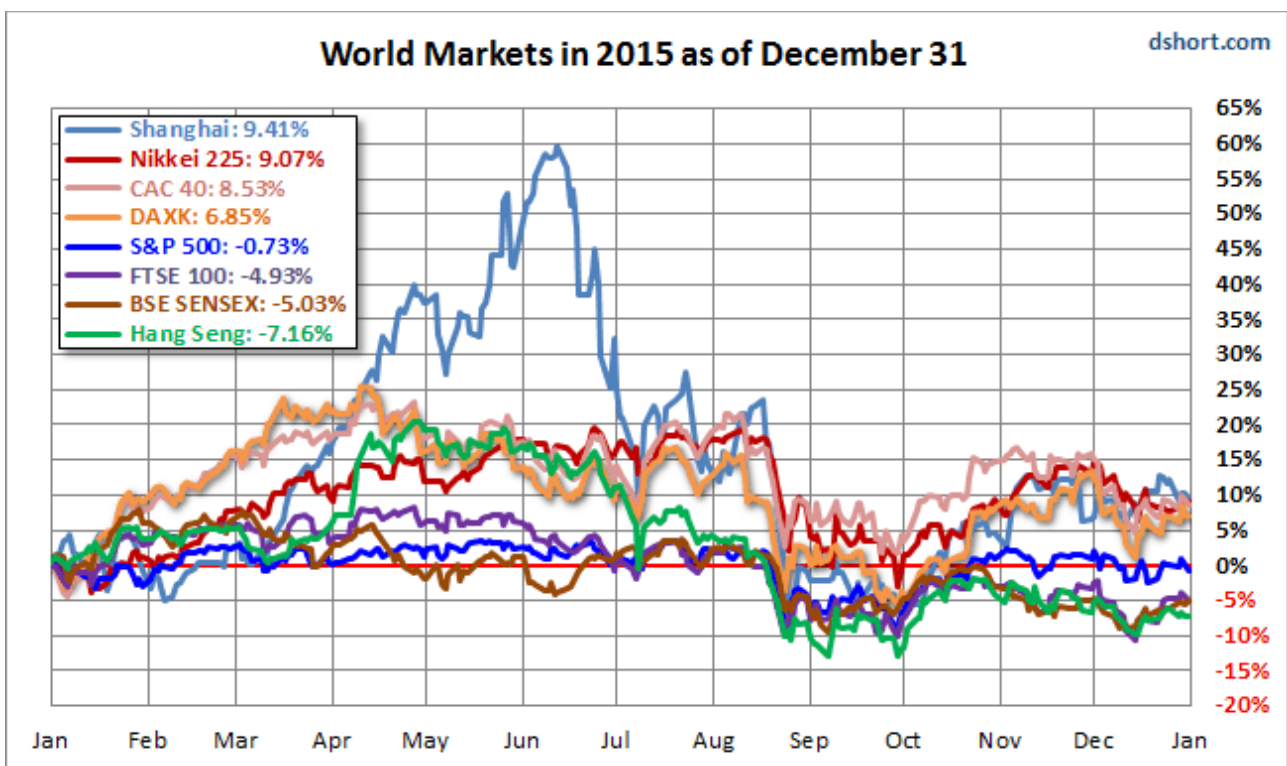


BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Queste sono le performance **annuali** degli indici azionari che analizziamo regolarmente sul nostro sito:

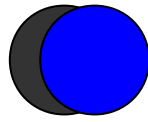
Eurostoxx50	+4.90% a 3288 punti
DAX	+10.02% a 10743 punti
SMI	-1.84% a 8818 punti
FTSE MIB	+11.96% a 21418 punti
S&P500	-0.69% a 2043.94 punti
Nasdaq100	+8.43% a 4593 punti



La nostra previsione di base é che l'S&P500 chiuderà il 2016 sui 1800 punti. Riprendiamo il calcolo ed il ragionamento che abbiamo l'abitudine di fare ogni anno per spiegare come arriviamo a questo obiettivo.

Lo scenario macroeconomico per il 2016 prevede una crescita economica relativamente robusta con il PIL mondiale che dovrebbe aumentare del +3.3% (OCSE) fino a un +3.4% (FMI). Nel 2017 per entrambe le organizzazioni la crescita dovrebbe essere del +3.7%. La crescita dovrebbe concentrarsi in Asia e negli Stati Uniti mentre in Europa la ripresa economica é debole (PIL EU +1.8% secondo le stime OCSE). Le differenze rispetto al 2015 sono marginali e sono già praticamente scontate nelle attuali valutazioni delle borse.

Riteniamo queste stime molto ottimistiche – non prendono in considerazione l'evidente rallentamento economico notato negli Stati Uniti ed in Cina nella seconda parte del 2015 e le conseguenze di conflitti e della diminuzione del volume del commercio mondiale. Siamo convinti che a livello di crescita ci saranno delle sorprese negative anche se evitiamo di parlare



BERNASCONI
CONSULT

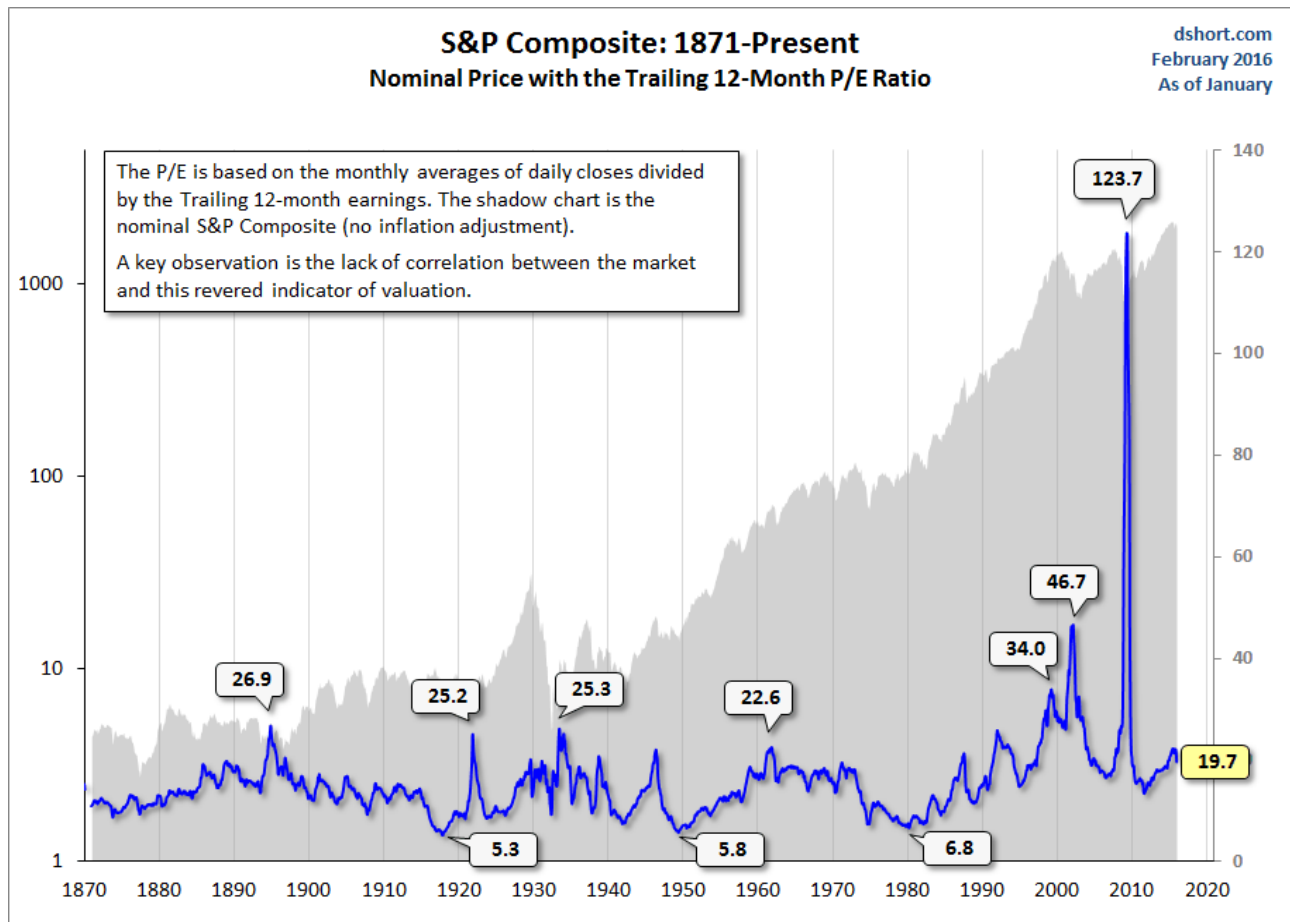
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

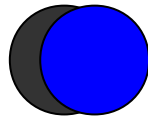
apertamente di rischio di recessione.

Il più importante indice azionario al mondo, l'S&P500, ha iniziato il 2015 a 2059 punti e lo ha terminato a 2044 punti. Un anno fà, su base fondamentale, avevamo previsto che l'indice doveva *“terminare l'anno senza sostanziali variazioni”*. Abbiamo avuto ragione.

Abbiamo anche scritto che ...*“vediamo, anche tecnicamente, poco potenziale di rialzo sopra i 2100 punti e riteniamo i 2200-2250 punti un limite massimo sul quale si presenterà l'occasione di short della nostra vita.”* Il massimo annuale è stato a 2134 punti il 20 maggio.

Per decidere se la borsa americana è valutata correttamente bisogna innanzitutto guardare quanto le imprese hanno guadagnato. Verso la fine del mese di febbraio 2016 non erano ancora a disposizione tutti i dati per il 2015. Dobbiamo basarci sulle informazioni finora a disposizione e sulle stime di alcuni validi uffici di ricerca per avere dei dati concreti ed utilizzabili. Secondo Goldman Sachs le società dell'S&P500 hanno guadagnato nel 2015 106 USD per azione. Per il 2016 i guadagni dovrebbero salire a 117 USD mentre le previsioni per il 2017 sono a 126 USD – la banca americana si aspetta quindi profitti in crescita malgrado che negli ultimi tre trimestri questi siano stati in calo! Ed Yardeni, un apprezzato analista indipendente, stima gli earnings 2015 a 117 USD mentre nel 2016 si aspetta un aumento a 122 USD. Sulla base di questi dati il P/E dell'SP500 a fine 2015 era di circa 19. Questo valore corrisponde all'incirca ai calcoli effettuati dal sito dshort.com che usa un altro metodo di valutazione.





BERNASCONI
CONSULT

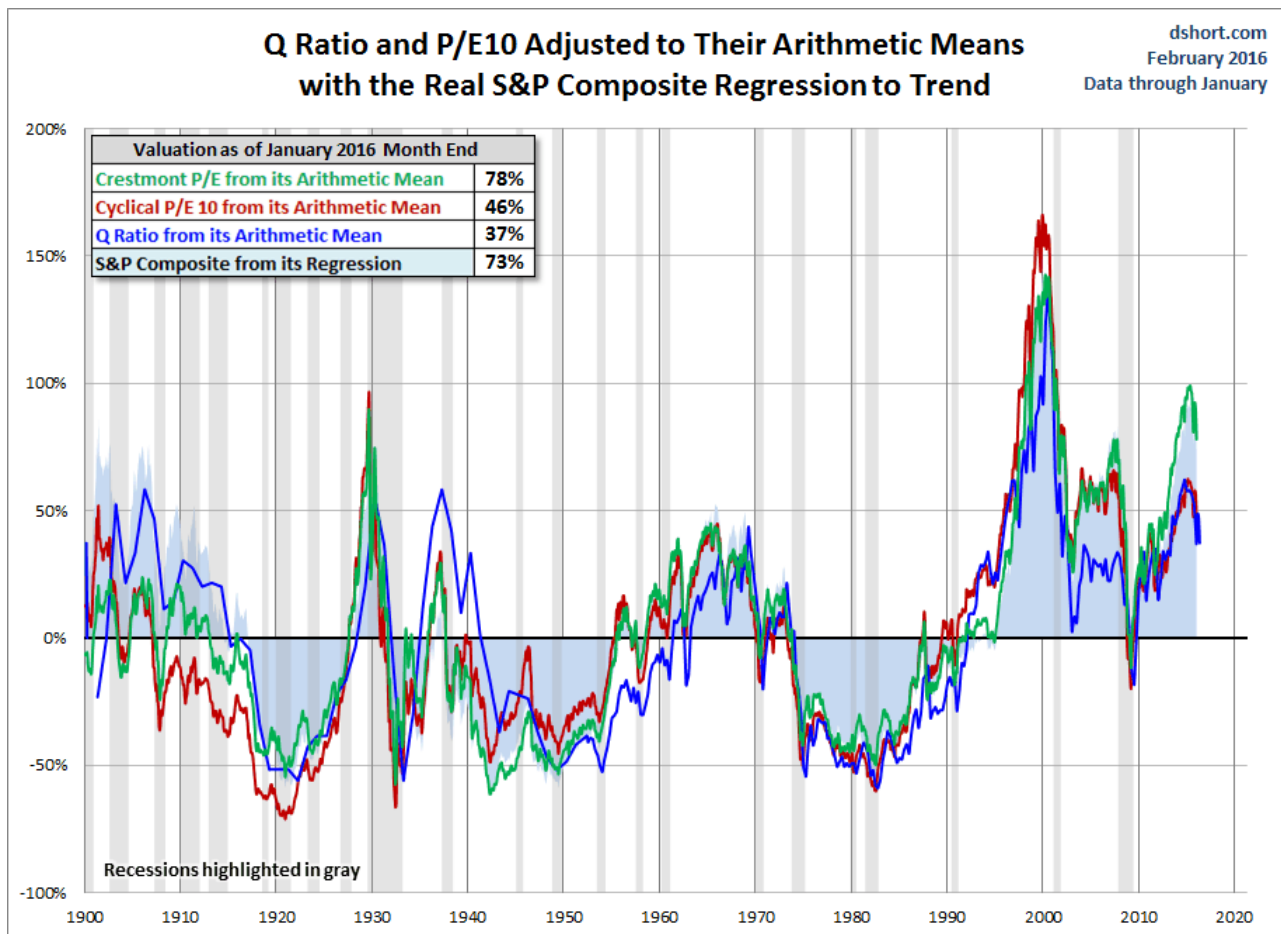
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

L'S&P500 é caro e destinato a perdere di valore o é sottovalutato? La risposta dipende da numerosi fattori – tassi d'interesse, crescita o meno di economia ed utili delle imprese, alternative d'investimento, liquidità e psicologia.

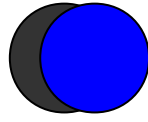
Se paragonato a valutazioni storiche l'S&P500 era all'inizio dell'anno valutato correttamente. La media storica del P/E é a 16.7. Se si capitalizzano degli utili annuali di 120 USD (media delle stime per il 2016) a 16.7 si arriva su un valore dell'S&P500 di circa 2000 punti.

Bisogna però considerare alcuni fattori.

1. Secondo le previsioni dell'OECD e del FMI l'economia americana (PIL) dovrebbe crescere l'anno prossimo del +2.5%. Sulla base dei dati congiunturali degli ultimi mesi in sensibile deterioramento é probabile che questa stima sia troppo ottimistica e sarà rivista al ribasso.
2. Gli utili delle imprese americane negli ultimi tre trimestri sono scesi. In calo sono anche le stime per il 2016. É probabile che questa tendenza continui e che quindi gli earnings 2016 non saranno in aumento rispetto al 2015 ma in diminuzione. Il prezzo del petrolio a 30-40 USD deprimerà i guadagni del settore. Anche il calo dei prezzi delle materie prime ed il rafforzamento dell'USD nei riguardi della maggior parte delle divise dei Paesi emergenti avrà conseguenze negative.
3. Utili in diminuzione significa che anche gli investitori non saranno più disposti a pagare un P/E di 18-19 ma rivedranno questo valore al ribasso.



Secondo dei metodi di valutazione più sofisticati del nostro, come quelli mostrati in questa tabella, la borsa americana é ancora sopravvalutata – tra un 37% ed un 78% - di conseguenza i rischi di ribasso rimangono più consistenti del potenziale di rialzo.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Facendo un breve riassunto esiste un notevole rischio di sorprese negative. Noi partiamo dal principio che gli utili si assesteranno sui 100 USD – capitalizzando questo valore a 18 arriviamo ai nostri 1800 punti di S&P500. Questo significa che nel 2016 l'S&P500 deve per saldo perdere il -12%. A livello storico sarebbe un anno negativo nella media.

Molto probabilmente però nel corso dell'anno ci saranno dei vuoti d'aria più consistenti e dei crolli improvvisi. L'S&P500 durante il Bull Market iniziato il 9 marzo del 2009 è salito dai 666 punti fino ai 2134 punti. Psicologicamente esiste ora parecchio spazio verso il basso. Gli investitori non si faranno scrupoli di vendere a 1800 punti se pensassero che il futuro sarà peggiore del presente. Tecnicamente c'è un livello molto interessante e significativo a 1576 punti. Corrisponde ad un tipico ritracciamento secondo Fibonacci (38.2%) ed al massimo dell'ottobre 2007.

Pensiamo che nel corso dell'anno debba verificarsi un altro mini crash, come quelli di agosto 2015 o di gennaio 2016, che farà crollare l'S&P500 fino ai 1575-1600 punti. Questa caduta dovrebbe idealmente avvenire nel primo semestre dell'anno. Ci aspettiamo una reazione della FED che dovrebbe di nuovo abbassare i tassi d'interesse (uno degli scopi dell'aumento di dicembre del 2015 era anche quello di riacquistare libertà di manovra in questo senso) o iniziare un'altra operazione di Quantitative Easing. **L'S&P500 dovrebbe risalire verso i 1800 punti per fine anno.**

Un'ultima osservazione – ZIRP e NIRP rendono questi calcoli teorici molto aleatori. Quando il tasso d'interesse di riferimento è 0 è impossibile definire quale deve essere il tasso d'interesse da applicare per valutare un investimento o stimare il valore di un azione. Spesso il tutto si limita ad ad una semplice scelta tra due alternative e due differenti profili di rischio. Questo rende i mercati azionari molto volatili e dipendenti dai flussi di liquidità con poca considerazione dei fondamentali.

Le borse europee seguiranno l'S&P500 americano. Malgrado i suoi sforzi la BCE non riuscirà a innescare una crescita economica sostenibile quindi gli indici azionari europei si comporteranno come la borsa americana. **L'Eurostoxx50 dovrebbe chiudere l'anno sui 2700 punti.** Durante l'anno ci saranno delle fasi di estrema debolezza e l'Eurostoxx50 potrà scendere fino ai 2500 punti. Queste saranno delle occasioni d'acquisto. È difficile stimare se ci saranno delle borse di singoli Paesi europei che si comporteranno decisamente meglio o peggio delle altre.

Riprenderemo questo tema quando discuteremo i focolai di crisi ed i rischi da affrontare durante il 2016. In questo senso l'Italia è particolarmente esposta.

I mercati asiatici dipendono fortemente dalle decisioni politiche e dalle manovre delle Banche Centrali. **Riteniamo che la borsa giapponese e quella cinese offriranno delle interessanti occasioni d'investimento e potrebbero terminare l'anno con una performance positiva.** È impossibile indicare con anticipo un buon timing per comperare. Non saranno i mercati e gli investitori a decidere ma i politici ed i banchieri. Investimenti in Asia devono essere assicurati contro il rischio cambio (hedging) – le monete si indeboliranno contro EUR – questo favorirà una ripresa delle esportazioni malgrado un ristagno della congiuntura e commercio mondiali.

Prima di passare ad altri temi d'investimento guardiamo come si sono comportati nel 2015 i vari assets finanziari e facciamo alcune osservazioni e considerazioni.

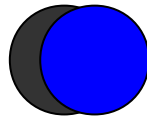
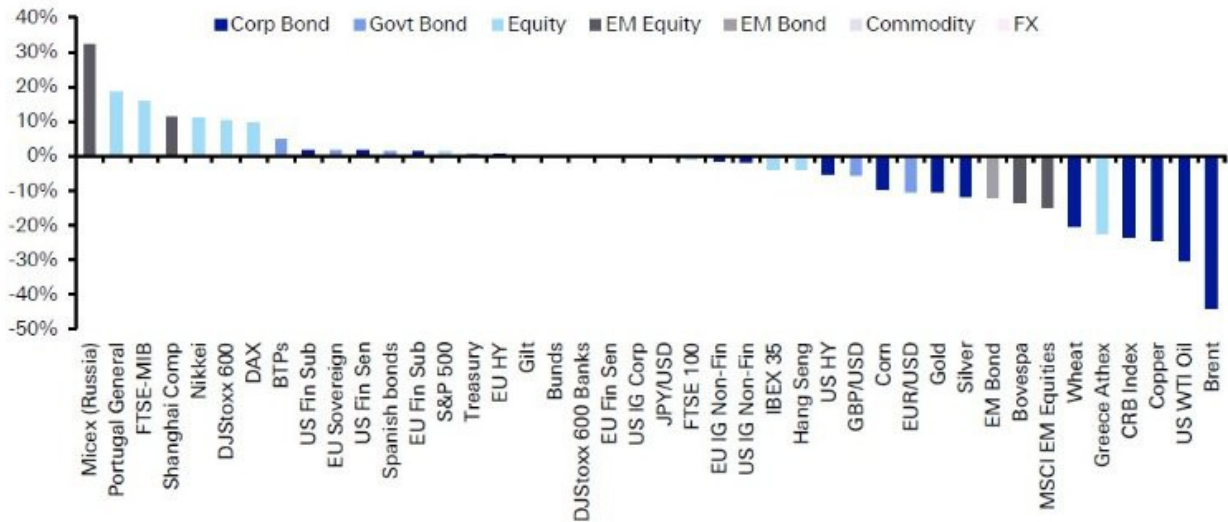
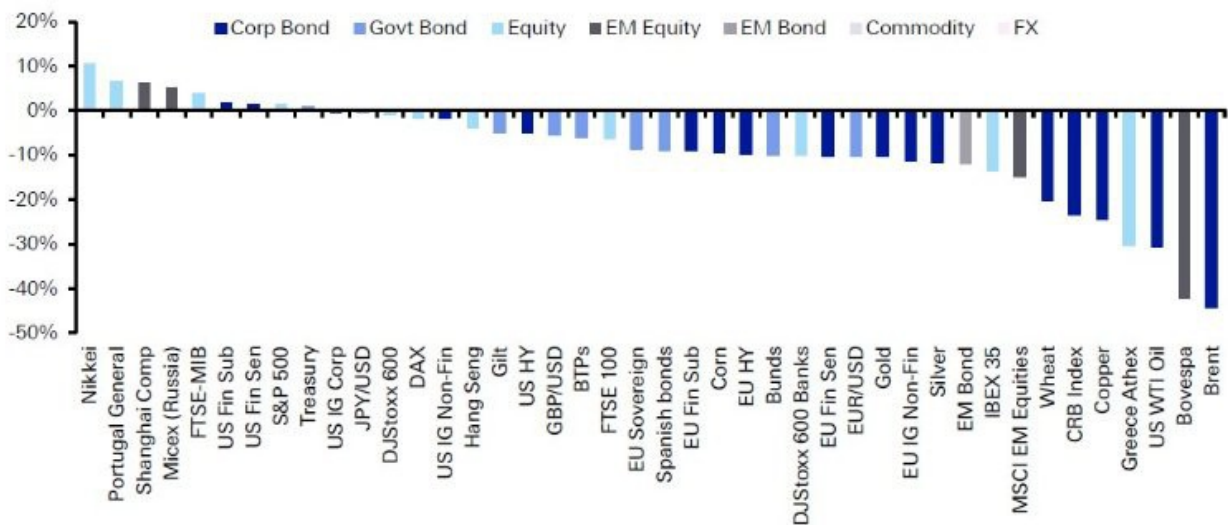


Figure 4: Total Return Performance of Major Global Financial Assets –2015 (local currency)



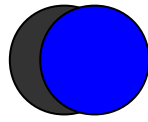
Source: Deutsche Bank, Mark-it Group, Bloomberg Finance LLP as of 31- December 2015

Figure 5: Total Return Performance of Major Global Financial Assets – 2015 (in USD)



Source: Deutsche Bank, Mark-it Group, Bloomberg Finance LLP as of 31- December 2015

Guadagnare soldi nel 2015 é stato veramente difficile specialmente per quegli investitori, come la maggior parte dei risparmiatori, che non considerano i mercati esotici e non cambiano sovente la politica d'investimento e la composizione del portafoglio. Tra i vincenti notiamo il Nikkei giapponese, il Micex russo, ed il Shanghai Composite – tutti mercati molto volatili e che durante l'anno hanno vissuto forti rialzi e rapidi e profondi ribassi. In Europa bisognava investire in Portogallo – il Paese sta facendo un buon lavoro nel contenere il debito pubblico e implementare riforme strutturali per uscire dalla crisi – puntare sul PSI come investimento principale era però una scelta speculativa ed esotica considerando la scarsa capitalizzazione del mercato e la modesta offerta a livello di società – nessuna azione portoghese é contenuta nell'Eurostoxx50. Gli investimenti in materie prime erano tutti in perdita mentre con le obbligazioni si é difeso il capitale.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

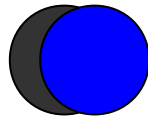
4. Materie prime: L'attenzione degli investitori si concentra sul petrolio. All'inizio del 2015 con il prezzo sui 60 USD avevamo previsto: *“Teoricamente ci aspettiamo che il prezzo del petrolio durante l'anno si assesti sui 60 USD/barile. Nell'immediato però la tendenza é ancora ribassista e non esistono supporti – né tecnici né fondamentali. Questo significa che una caduta a 40 USD é possibile.”* A fine anno il petrolio era trattato intorno ai 40 USD al barile – la nostra previsione in fondo é stata abbastanza buona. Il mercato resta disequilibrato con un eccesso di offerta. Molti Paesi (Arabia Saudita, Russia, Iran, Irak, Libia) devono vendere per riempire le casse dello Stato in forte deficit. Più cala il prezzo del petrolio e più diminuiscono la possibilità e la disponibilità a contenere la produzione. Trivellati i pozzi e installate le infrastrutture, il prezzo del petrolio alla produzione é determinato solamente dai costi di estrazione – questi per i Paesi del Medio Oriente sono inferiori ai 20 USD al barile. Nel frattempo però molti produttori, specialmente nell'industria del fracking americana, stanno fallendo e quindi presto o tardi ritornerà un equilibrio tra domanda ed offerta. Nel 2016 il prezzo é sceso fino ai 28 USD e a fine febbraio si é stabilizzato intorno ai 32 USD. La tendenza é ribassista ma noi non crediamo che il prezzo possa scendere fino ai 20 USD come molti sostengono. In un ottica a medio – lungo termine il prezzo del petrolio é su dei minimi e deve risalire. Non sappiamo quanto a lungo durerà ancora questa fase di debolezza e dove sarà esattamente il minimo. **Nel nostro scenario di base calcoliamo però che il prezzo del petrolio debba risalire sui 40 USD/barile** – per questa ragione non siamo eccessivamente negativi per la borsa americana.

Per l'oro nel 2015 eravamo ottimisti: *“Noi restiamo però positivi sia tecnicamente che fondamentalmente. L'oro é in un trend rialzista e guadagnerà di valore.”* L'oro ha iniziato l'anno sui 1180 USD/oncia e l'ha chiuso a 1074 USD/oncia. Solo all'inizio del 2016 ha avuto una fase positiva ed é salito a 1263 USD di massimo. In un contesto deflazionistico e di rallentamento economico l'oro é un investimento poco interessante. Esiste però un evidente deficit tra domanda come veicolo d'investimento e produzione annuale. Di conseguenza una fase di rialzo é possibile – tecnicamente l'oro ha fatto base a 1050 USD/oncia – la tendenza a medio termine é neutra ma sta passando al rialzo. Consigliamo investimenti in oro come bene rifugio e come antidoto contro una possibile crisi dei sistemi finanziari mondiali. Nei prossimi due a tre anni ci sarà sicuramente un tentativo di far tornare il prezzo sui 1800 USD/oncia. Non sappiamo però se il 2016 sarà già un anno favorevole all'oro. **Un ondeggiare intorno ai 1300 USD/oncia sembra la variante più probabile e questo é il prezzo che ci aspettiamo per fine anno.**

5. Obbligazioni: Nel capitolo concernente i tassi d'interesse abbiamo già trattato il tema delle obbligazioni – ci siamo però concentrati sulle obbligazioni di prima qualità emesse dagli Stati. Siamo molto preoccupati – il mercato a reddito fisso é stato manipolato e distorto dalle operazioni delle Banche Centrali. Esiste un'enorme massa di debiti che non viene valutata correttamente. Evitiamo qualsiasi obbligazione che non sia di prima qualità (Stato e Corporate) o non emesso in una moneta forte. Prevediamo durante l'anno turbolenze nei mercati emergenti e nei Paesi periferici europei. Presto o tardi i problemi in Europa sono destinati e tornare alla superficie ed esplodere. Le ragioni possono essere molteplici. Una crisi potrebbe scoppiare una volta che la BCE terminasse a settembre il suo programma di QE. Altri possibili rischi riguardano la coesione europea (problema dei profughi, Brexit) o i deficit di numerosi Paesi che non riusciranno a rispettare i termine del Patto di Stabilità e Crescita. Il sistema bancario europeo é molto fragile e la caduta di un Istituto di importanza sistemica potrebbe scatenare una nuova crisi finanziaria mondiale.

Riassumendo nel 2016 l'economia mondiale dovrebbe ancora crescere a ritmo moderato.

Siamo però sempre in un contesto deflattivo contraddistinto da un eccesso di offerta e da un ristagno dei prezzi. Le politiche delle Banche Centrali, tese a stimolare i consumi e quindi la



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

domanda attraverso la diminuzione del costo del denaro e la creazione di aspettative d'inflazione, non funzionano a causa dell'eccessivo indebitamento di economie domestiche, imprese e Stati. La liquidità pompata nel sistema finanziario dalle Banche Centrali negli ultimi 30 anni é servita più che altro a creare bolle speculative, stimolare i consumi a credito e non gli investimenti produttivi e finanziare uno Stato inefficiente e troppo generoso nei riguardi dei suoi cittadini. Il deficit pubblico é diventato un'abitudine e non l'eccezione mentre il debito é continuato a crescere. Questi eccessi devono essere riassorbiti e normalmente questo avviene attraverso una recessione. L'alternativa alla recessione sono anni di crescita inferiore al potenziale e di crisi strisciante – é quello che si sta verificando adesso.

Gli interventi di stimolo di Stati e Banche Centrali continuano perché non esistono alternative meno dolorose e anche perché ormai l'economia e la classe politica si sono assuefatti. **Il più grande esperimento monetario della storia continua ma sta raggiungendo i suoi limiti fisiologici e di credibilità.**

Le economie occidentali hanno una montagna di debiti che sono serviti a creare l'illusione di una crescita economica ed di un benessere con non esistono e non ci siamo guadagnati.

Nel futuro non sarà più possibile affrontare lo scoppio di bolle speculative immobiliari e finanziarie usando la leva monetaria. I margini di manovra sono ridotti a zero e l'effetto sull'economia reale sta diventando nullo.

Si tratta ora di ristabilire un sano equilibrio o di distruggere quanto creato di malsano attraverso una grande crisi, una profonda recessione o una guerra. **Noi speriamo che il ritorno alla realtà avvenga attraverso un graduale processo di assorbimento degli eccessi.**

A livello finanziario questo deve concretizzarsi attraverso un bear market distribuito su alcuni anni. L'alternativa é un crash di dimensioni mai viste nella storia e la creazione di un nuovo sistema finanziario mondiale. Favoriamo l'alternativa poco dolorosa del progressivo adattamento.

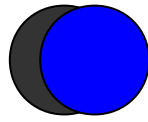
Le Banche Centrali sono decise a proseguire la politica monetaria molto espansiva. A corto termine la domanda di capitali da parte dell'economia reale é limitata e quindi l'ambiente rimane deflattivo. La velocità di circolazione della moneta é ancora in calo. **Per il momento non c'è rischio d'inflazione – prezzi, salari e tassi d'interesse resteranno stabili ancora per anni.**

Ci sono numerosi conflitti e problemi in grado di destabilizzare l'economia mondiale e rompere il delicato equilibrio che mantiene intatto il sistema politico e finanziario indebolito da miliardi di debiti. Facciamo una rapida lista non esaustiva.

1. **Guerra in Siria** e in generale tutti i conflitti regionali con il coinvolgimento delle grandi potenze militari mondiali. Il conflitto in Siria si sta intensificando con il coinvolgimento su vari fronti, della Russia, degli Stati Uniti e di vari membri della Nato. Le grandi potenze regionali (Iran, Arabia Saudita, Turchia) sostengono e combattono le differenti forze, etniche e religiose che si affrontano nella zona. Il rischio di un confronto diretto tra Superpotenze é reale. Il rischio di terrorismo internazionale é in aumento.

2. **Profughi.** La guerra in Siria ha scatenato un flusso migratorio verso i Paesi occidentali. Ai siriani si aggiungono i profughi provocati dalle varie guerre che negli scorsi anni hanno sconvolto l'Oriente e il Nord Africa. Ai profughi di guerra si uniscono tutti quelli che emigrano dall'Africa per ragioni economiche, vittime di catastrofi naturali o che scappano da altri conflitti regionali. Il milione di profughi arrivati in Europa nel 2015 sono un problema sociale ed economico e rischiano di destabilizzare l'UE. Potrebbero essere i profughi e la chiusura delle frontiere, e non l'Euro o i debiti a far implodere politicamente l'Unione Europea.

3. **Debiti.** Tra il 2009 ed il 2015 i Paesi occidentali hanno continuato ad aumentare il debito pubblico malgrado che tutti si lamentano del rigore finanziario. Le Banche Centrali hanno regalato tempo alla politica che l'ha sprecato. Siamo convinti che nel 2015 alcuni nodi verranno al pettine ed i mercati finanziari segnaleranno la loro insofferenza nei riguardi di quegli Stati che fanno



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

troppo poco per combattere il problema.

Siamo sicuri che si tornerà a parlare della Grecia ma ci saranno altri Paesi che attireranno l'attenzione della finanza internazionale. Sono quelli con deficit strutturali, un forte indebitamento pubblico, scarsa crescita economica ed uno sviluppo demografico sfavorevole. Il profilo si adatta in maniera ideale all'Italia.

Il problema debiti coinvolge direttamente le banche che hanno una capitalizzazione insufficiente per reggere un doppio attacco. Quello dei crediti in sofferenza e quello dei titoli di Stato accumulati nei bilanci. **Una nuova versione della crisi bancaria del 2007 sembra inevitabile.** Bisogna seguire i valori dei CDS (Credit Default Swap) per vedere quali sono gli Istituti a rischio. La BCE dovrebbe però essere pronta per combattere un'epidemia.

4. Elezioni presidenziali negli Stati Uniti. Normalmente questo non dovrebbe essere considerato come un problema. I candidati più quotati sono però tutti o troppo estremisti o troppo deboli sia per quel che riguarda le capacità che l'integrità e la personalità. Probabilmente a novembre si affronteranno Hillary Clinton e Donald Trump. Speriamo ancora che nel frattempo spunti un altro candidato valido (tipo Micheal Bloomberg) – in caso contrario gli Stati Uniti si devono preparare a 4 anni di presidenza problematica. Probabilmente i mercati finanziari reagiranno negativamente sia all'elezione della Clinton che di Trump.

5. Cina. La Cina è un Paese poco trasparente ed in una crisi causata dal passaggio da un'economia basata sulla produzione industriale a basso costo orientata all'esportazione ad una economia più equilibrata basata sui consumi interni. Questa transizione non sarà indolore. Gli anni di forte crescita sono stati caratterizzati da forti disequilibri, speculazione ed eccessi. Ci sono stati troppi investimenti improduttivi ed un'espansione eccessiva del debito al di fuori del sistema bancario. È probabile che la Cina stia già crescendo molto meno di quanto mostrano le cifre ufficiali. C'è inoltre un problema demografico simile al Giappone degli anni 70. Una crisi è inevitabile. Speriamo che la Cina abbia accumulato abbastanza riserve ed esperienza da evitare gravi conseguenze anche per l'economia mondiale.

Nel 2016 la Cina è il Paese dei grandi rischi e delle grandi occasioni. È da tener d'occhio.

Affrontiamo per concludere nuovamente il tema dei debiti dei Paesi industrializzati.

Nel 2015 la spirale del debito è continuata. Malgrado le cosiddette politiche di rigore e di risparmio i debiti degli Stati sono continuati a crescere in Europa, America e Giappone.

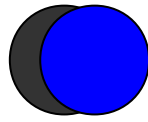
È ora giunto il momento in cui i cittadini verranno chiamati alla cassa.

Già cinque anni fa ci eravamo concentrati su questo problema facendo queste fondamentali considerazioni che mantengono la loro validità: *Per numerose ragioni gli Stati negli ultimi anni hanno notevolmente aumentato la spesa pubblica con il risultato di avere forti deficit correnti ed aver accumulato una valanga di debiti. Le cause possono essere strutturali, conseguenza diretta della crisi immobiliare ed economica o risultato di anni di una condotta allegra delle finanze pubbliche. Il risultato è però sempre lo stesso. I debiti accumulati in percentuale del PIL diventano insostenibili ed il deficit annuale risulta ben al di sopra di parametri normalmente accettati come quello di Maastricht (deficit annuale al massimo del 3% del PIL e debiti accumulati massimo 60% del PIL). Un debito può teoricamente crescere all'infinito. Ci sono solo due limiti che non possono essere superati. Il primo è quando una parte eccessiva delle entrate annuali serve solo a servire i costi del debito stesso. A questo punto lo Stato non ha più i mezzi per assolvere i suoi compiti. Il secondo è quando, per una ragione o per l'altra, i creditori perdono la fiducia e non sono più disposti a mettere a disposizione capitali. (...).*

Un paese indebitato ha solo 4 possibilità per uscire da questa situazione:

a. Default: Il paese dichiara di non essere in grado di ripagare i debiti e non li riconosce più.

L'esempio più recente è quello dell'Argentina. I creditori sono obbligati ad incassare la perdita ed il paese è per anni tagliato fuori dal sistema creditizio internazionale. Poi il sistema riparte. È solo una questione di come e quando.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

b. Il cittadino paga: *Un paese indebitato chiama alla cassa i suoi cittadini. Riduce le spese e le prestazioni ed aumenta le tasse. (...). È la politica delle "lacrime e sangue" che colpisce le fasce più deboli della popolazione. Normalmente questo però non basta. La recessione indotta causa una caduta del reddito da imposta annullando buona parte dell'effetto dei risparmi. Di fronte alla montagna dei debiti accumulati i risultati sono insufficienti.*

c. Creare inflazione: *Inflazionando l'economia il debito nominale diminuisce. I creditori si ritrovano con un pugno di mosche mentre i debitori riescono a ripagare il debito grazie ad una crescita inesistente legata solo all'aumento del valore dei beni. Attualmente è una soluzione impraticabile - per i prossimi anni avremo ancora tendenzialmente un ambiente deflazionistico.*

d. Crescita economica. *Se l'economia cresce in termini reali è in grado di creare ricchezza e ripagare lentamente i debiti. È la soluzione ideale che piace a tutti. In un mondo globalizzato ed altamente competitivo è però al momento impossibile. I Paesi industrializzati non sono a corto termine in grado di percorrere questa via. Il potenziale di crescita è insufficiente. Inoltre per arricchirsi bisogna esportare ed ovviamente non tutti possono avere una bilancia commerciale positiva. Il saldo deve essere in pari.*

Far pagare il cittadino e le imprese sembra essere al momento l'unica soluzione.

Gli Stati si stanno muovendo in 4 direzioni.

1. Combattere l'evasione fiscale.

2. Coordinare le legislazioni fiscali internazionali e combattere l'ottimizzazione fiscale delle imprese.

3. Aumentare la pressione fiscale agendo soprattutto a livello patrimoniale. Su questo fronte vengono favorite le soluzioni meno impopolari tipo tasse di successione. Nel futuro ci aspettiamo però che venga presa in considerazione una tassa patrimoniale venduta al popolo come tassa sulla ricchezza.

4. Diminuzione delle prestazioni dello Stato in primo luogo a livello di spesa sociale e pensioni.

ZIRP e NIRP hanno come conseguenza negativa che i capitali a risparmio non rendono più in maniera sufficiente per coprire gli impegni presi da Stati e assicurazioni sociali nei riguardi dei loro assicurati, degli anziani e dei pensionati. Uno sviluppo demografico negativo rende i sistemi sociali basati sulla solidarietà tra giovani ed anziani insostenibili e non finanziabili – nel passato si è promesso troppo. I capitali a risparmio non sono sufficienti per pagare le pensioni ad una popolazione che vive sempre più a lungo. L'unica alternativa possibile è la riduzione delle prestazioni.

Tassi d'interesse negativi provocano anche un trasferimento di ricchezza da risparmiatori (privati) a debitori (Stati) – anche questo è un sistema indiretto per colmare i debiti dello Stato attingendo dalle tasche dei cittadini.

Risparmiatori ed investitori devono cercare di difendere il loro capitale. Questo deve essere l'obiettivo del 2016 da raggiungere con una oculata politica d'investimento.

Dopo 6 anni di bull market (2009-2015) le borse hanno iniziato un movimento nella direzione opposta. È cominciato un bear market – un tendenziale ribasso delle borse che secondo noi dovrebbe durare circa tre anni. Nel 2016 bisogna investire in maniera prudente e difensiva con lo scopo di preservare il capitale.

Michele Bernasconi

Hausen am Albis, 24 febbraio 2016