

BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Previsioni per il 2017 e scenario per i mercati finanziari

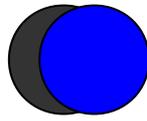
Il 2017 si apre all'insegna di Donald Trump, nuovo presidente degli Stati Uniti D'America. Abbiamo sviluppato numerosi scenari politici e macroeconomici che purtroppo sfociano in risultati diametralmente opposti. Normalmente avevamo un best ed un worst case scenario non molto diversi da loro e dipendenti da chiare variabili economiche. Il 2017 sembra invece imprevedibile come la politica di Trump e le sue conseguenze sull'ordine mondiale, l'economia e la finanza. Il rally delle borse di novembre e dicembre si è concentrato sui possibili effetti benefici della politica di Trump. Nessuno ha ancora discusso le difficoltà e le inevitabili reazioni dei suoi avversari. Ad ogni azione segue una reazione e con un imprevedibile ed impulsivo presidente come Trump sappiamo solo che ci saranno parecchie sorprese, incertezza e volatilità. In linea di massima crediamo che la luna di miele tra Trump e la borsa durerà ancora parecchi mesi. Poi molto dipenderà dalla capacità di Trump e dalle sue decisioni in campo di politica economica di prolungare un ciclo economico ormai alla fine. Grazie alla politica monetaria decisamente espansiva e poco ortodossa delle Banche Centrali ed al generoso contributo degli Stati che continuano a mantenere un ampio deficit di bilancio, l'economia mondiale cresce dal 2009. Normalmente dopo sette anni di espansione dovrebbe seguire un rallentamento ed una benefica recessione. Nessuno è in grado di giudicare se il nuovo governo americano riuscirà a prolungare questo ciclo congiunturale. Normalmente un taglio fiscale e un piano di investimenti pubblici così come una politica concentrata nella creazione di posti di lavoro ha un effetto positivo – nessuno però ha ancora capito come il nuovo governo americano potrà finanziare questo programma visto che [l'indebitamento degli Stati Uniti sotto Obama è passato da 10'600 Mia a 19'900 Mia di USD](#). Senza la compiacenza della FED questo aumento del debito pubblico non sarebbe stato finanziabile. Senza l'aiuto della Banca Centrale ed i programmi di Quantitative Easing l'esplosione dei debiti avrebbe provocato un calo del valore della moneta, inflazione ed un aumento dei tassi d'interesse.

È ancora prematuro ed è difficile dire se Trump e il suo strano team di collaboratori sono degli abili strateghi e condottieri o se si riveleranno degli incapaci. Probabilmente dopo l'iniziale ottimismo ci sarà un momento di delusione poiché difficilmente Trump potrà realizzare tutto quello che ha promesso in campagna elettorale. Ha bisogno dell'approvazione del Congresso e le sue misure necessiteranno di tempo prima che possano influenzare l'andamento dell'economia. Se però Trump ha successo e ottiene l'appoggio delle imprese e della popolazione americana, il rialzo delle borse potrebbe proseguire fino ad inizio 2018.

Più di un anno fa avevamo scritto che l'S&P500 a 2200-2250 punti era l'occasione di short della vita - manteniamo questa opinione malgrado che all'inizio del 2017 l'S&P500 ha toccato un nuovo massimo storico a 2282 punti. Secondo noi la borsa americana ha ormai poco potenziale di rialzo di fronte a notevoli rischi di ribasso. Un'ulteriore rialzo corrisponde unicamente all'ingrandimento di una bolla speculativa che presto o tardi deve scoppiare.

Non possiamo escludere che l'euforia e il delirio collettivo facciano salire l'S&P500 ancora un +10% prima di un rovinoso crollo. Purtroppo gli americani sono rimasti fermi allo stereotipo dell'eroe che all'ultimo minuto viene a salvare i buoni dall'attacco dei nemici. Adesso Trump incorpora l'eroe che farà "l'America di nuovo grande" - vedremo cosa succederà quando Trump (come tutti i presidenti che l'anno precedente) non potrà o saprà realizzare le innumerevoli promesse fatte al popolo americano.

All'inizio del 2016 noi eravamo moderatamente pessimisti. Avevamo previsto un calo dell'**S&P500** a 1800 punti e dell'**Eurostoxx50** a 2700 punti. L'S&P500 ha terminato il 2015 a 2044 punti - a gennaio 2016 era già crollato fino ai 1812 punti e dopo un rimbalzo a febbraio ha toccato un nuovo minimo annuale marginale a 1810 punti. L'indice americano non si è però fermato su questo livello come speravamo ma è lentamente risalito fino a fine anno – ha toccato un massimo a 2277 punti a



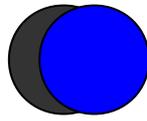
BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

metà dicembre e ha chiuso il 2016 a 2238 punti. L'Eurostoxx50 dai 3288 punti di inizio anno è sceso a febbraio fino ai 2672 punti. Dopo una reazione fino ai 3150 punti è tornato sui 2700 punti a fine giugno in concomitanza con la crisi bancaria. Nella seconda parte dell'anno ha però recuperato e ha terminato il 2016 a 3290 punti. L'anno è andato meglio del previsto. L'errore non è però stato a livello di analisi tecnica o fondamentale – abbiamo unicamente sottovalutato l'ottimismo degli investitori - le azioni sono semplicemente diventate più care (espansione dei Price/Earnings) in mancanza di valide alternative. Le borse hanno avuto lunghe fasi di stasi e si sono mosse soprattutto a causa delle manipolazioni della Banche Centrali e a seguito di alcune sorprese politiche come il Brexit o il voto negativo italiano alla riforma costituzionale. L'anno scorso a febbraio prevedevamo una risalita del prezzo del **petrolio** a 40 USD/barile e una stabilizzazione del prezzo dell'**oro** sui 1300 USD. Se vi ricordate il petrolio aveva iniziato l'anno sui 46 USD/barile – il prezzo dell'oro nero era crollato fino a metà febbraio a 28 USD e molti analisti parlavano già di valutazioni sui 20 USD/barile. Noi invece eravamo ottimisti ma anche in questo caso il recupero ha superato le nostre aspettative. A giugno il petrolio era tornato a 52 USD e ha chiuso l'anno sui 54 USD. Il crollo ad inizio del 2016 del prezzo del petrolio ha provocato la forte correzione delle borse – il recupero durante l'anno ha sicuramente contribuito in maniera sostanziale al rialzo degli indici azionari nel secondo trimestre e alla stabilità dei mercati nel secondo semestre. L'oro ha iniziato il 2016 a 1061 USD/oncia – è salito a luglio su un massimo a 1375 USD ma è poi ridisceso e ha chiuso l'anno a 1150 USD/oncia. Una performance positiva ma nulla di speciale.

Il **cambio EUR/USD** era 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 è invece mosso nella direzione opposta ha raggiunto il 3 maggio il massimo annuale a 1.1616. Il nostro obiettivo a 1.20 sembrava a portata di mano. Non abbiamo fatto i conti con le Banche Centrali. La politica monetaria divergente tra FED americana e BCE europea ha indebolito l'EUR ed il cambio è scivolato fino a fine anno a 1.04. Il cambio ha iniziato il 2016 a 1.0860 e lo ha chiuso a 1.0520. La nostra previsione di una rivalutazione si è rivelata sbagliata. È stato un anno movimentato durante il quale gli avvenimenti politici e le manovre delle Banche Centrali hanno determinato lo sviluppo del cambio. Per saldo l'EUR ha perso il -3.1% su USD. Anche chi per mesi ha inneggiato alla forza del Dollaro americano e prevedeva una caduta del cambio sulla parità non ha però raggiunto il suo obiettivo.

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 europeo è 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 ancora molto bassi 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 a preoccupare gli investitori internazionali sono la debole redditività e capitalizzazione di alcune importanti banche europee. Il problema è particolarmente grave in Italia e probabilmente non basteranno i 20 Mia di EUR stanziati dal governo Gentiloni per superare la crisi. Secondo le nostre stime questa è la somma necessaria unicamente per coprire i buchi provocati dalla Banca Monte dei Paschi di Siena. Vedremo se le autorità europee autorizzeranno questo intervento che contro le leggi scarica le perdite sui contribuenti alleggerendo la posizione di azionisti e detentori di obbligazioni subordinate. Nessuno capisce perché questi investitori dovrebbero godere di un trattamento privilegiato ed essere rimborsati rispetto a tutti gli altri che hanno perso soldi comperando azioni poiché abbindolati dai loro



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

consulenti. È un puro caso di interesse e favoreggiamento politico. È possibile che le perdite accumulate dal sistema bancario italiano a causa dei crediti inesigibili raggiungano i 100 Mia di EUR. Tutti fanno finta di niente e la bolla non scoppia poiché lo Stato e la BCE tengono in vita le banche sistemiche. Con il QE la BCE impedisce che gli investitori esprimano il loro disappunto facendo salire lo spreads sui titoli di Stato. Fino a quando investitori e clienti avranno fiducia nel sistema la crisi continuerà a covare sotto le ceneri senza esplodere. Tenete però d'occhio i saldi del [sistema TARGET2](#) per capire quanto è grave la fuga di capitali dall'Italia e quando si avvicinerà la resa dei conti. In linea di massima crediamo che le autorità politiche e monetarie hanno le capacità e gli strumenti per combattere efficacemente i focolai di crisi. Qualsiasi equilibrio altamente instabile può però ad un certo momento, improvvisamente e senza preavviso, cadere – basta il classico granello di sabbia. Nel 2016 questo granello non sono stati né la Brexit né la caduta del governo Renzi. Nel 2017 potrebbe essere le numerose elezioni politiche europee dall'esito incerto.

Invece che rifare un'esame generale della situazione 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 2017 e le nostre previsioni per i mercati finanziari rendendo lo studio meno teorico, più semplice e pratico. Chi desidera avere una visione ponderata della situazione macroeconomica può consultare l'[ultima analisi effettuata dall'OECD a novembre del 2016](#).

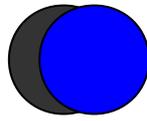
Un'altra valida analisi che comprende anche delle [previsioni per i mercati finanziari per il 2017 è quella messa a disposizione dalla JP Morgan \(31.12.2016\)](#).

La nostra visione è conosciuta e non cambia - è quella che presentiamo costantemente e regolarmente sul sito nei vari commenti ed analisi. Si tratta qui unicamente di fare un riassunto e condensare le conclusioni in quello che dovrebbe essere lo sviluppo dei mercati finanziari fino a fine 2017.

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 rapidamente il costo del denaro provocherebbe senza ombra di dubbio una grave recessione. La 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 è 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 2017.

1. Tassi d'interesse: L'economia mondiale resta in deflazione. L'aumento dei tassi d'interesse di mercato osservato nell'ultimo trimestre del 2016 non è l'inizio di una duratura e sostenibile fase di rialzo ma unicamente un rimbalzo da eccesso. Tassi d'interesse negativi sulle obbligazioni di Stato a 10 anni non sono normali. È possibile che i tassi d'interesse nel 2016 abbiano toccato un minimo di lungo periodo. Dovrebbero però restare bassi ancora per parecchi anni. **All'inizio del 2017 il**



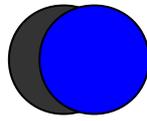
BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

prestito decennale della Germania (Bund) rendeva il 0.270%. Nelle previsioni 2016 avevamo previsto per fine anno un reddito tra lo 0% ed il 0.10%. Il minimo è stato toccato a luglio a -0.204%. La previsione di base era corretta – i tassi d'interesse sono scesi. Quest'anno è probabile che ci sarà un assestamento tra il 0.25% ed il 0.5%. Malgrado una fiammata inflazionistica (a dicembre i prezzi al consumo in Germania sono saliti del +1.7%) non crediamo che la BCE cambierà politica monetaria. Il QE e gli acquisti di obbligazioni (soprattutto titoli di Stato) per 60 Mia di EUR al mese proseguiranno almeno fino a settembre 2017.

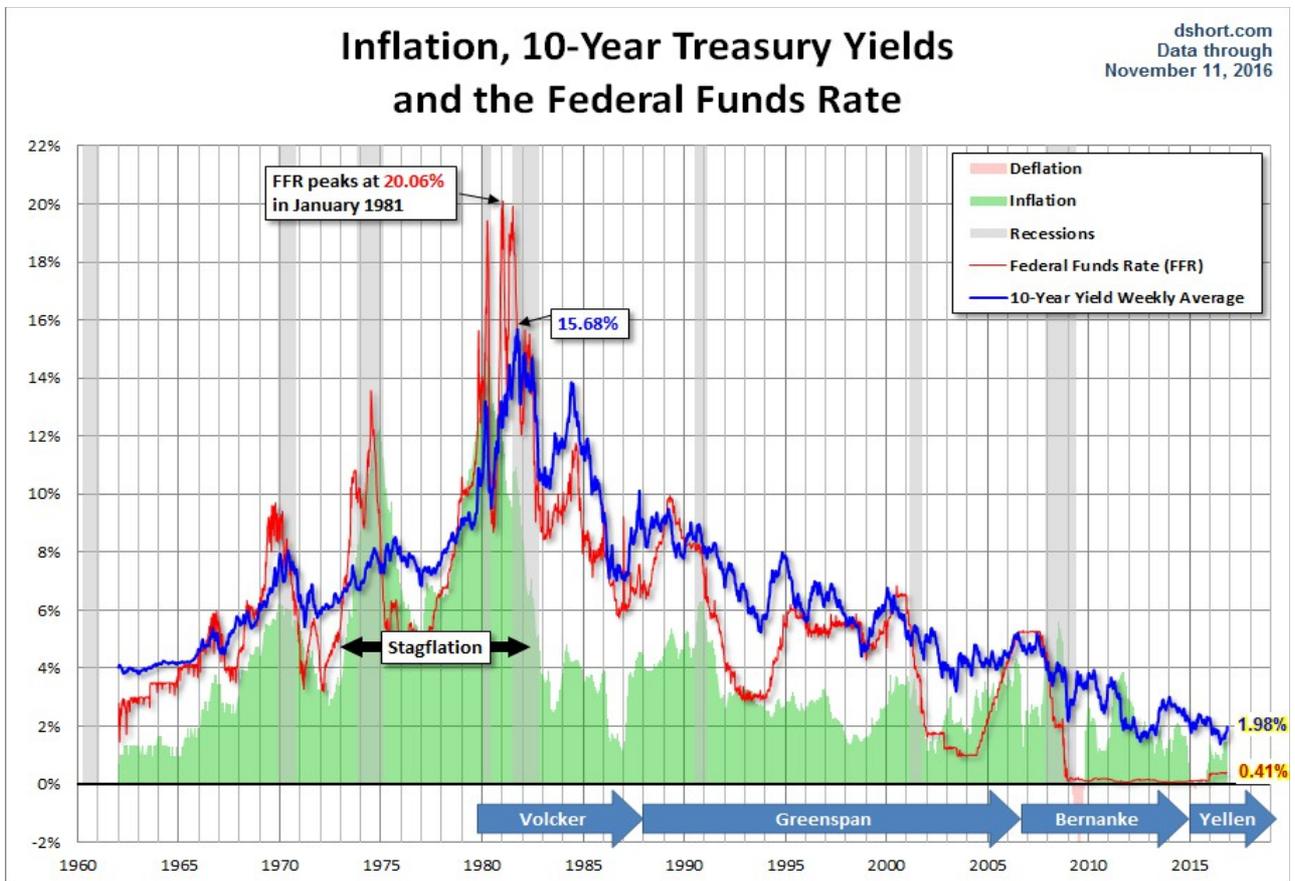


Per quel che riguarda l'USD e l'**US Treasury Bond** la situazione è più confusa. Alla fine del 2015 la FED aveva annunciato che nel 2016 prevedeva da 2 a 4 aumenti del costo del denaro (FED Funds Rate). In effetti ha proceduto ad un solo incremento di +0.25% nella sua seduta del 14 dicembre. Ora la storia si ripete. Janet Yellen ha previsto altri 3 aumenti nel corso del 2017. Non crediamo che sarà il caso – si sono troppi argomenti in sfavore. L'America è ancora eccessivamente indebitata – non può permettersi e sopportare un aumento del costo per servire questo debito. Una salita dei tassi d'interesse provocherebbe un rafforzamento dell'USD con un ulteriore peggioramento della bilancia commerciale. Troppi Paesi emergenti sono indebitati in USD – non sarebbero in grado di servire un debito in aumento e ci sarebbe una crisi mondiale. Infine un eccessivo aumento del costo del denaro si scontrerebbe con i piani di Trump di incrementare la crescita economica stimolando gli investimenti ed i consumi. Al momento non c'è un rischio di inflazione tale da giustificare una politica monetaria restrittiva. C'è invece il rischio che le poco ortodosse manovre di Trump provochino un disastro e la fine del ciclo economico di crescita. In questo caso è più probabile un QE4 che un forte rialzo dei tassi d'interesse. **Riteniamo più plausibile che il reddito del US Treasury Bonds decennale a fine 2017 si trovi sotto i 2% piuttosto che salga sopra il 3%. Malgrado che la maggior parte degli analisti preveda un sensibile aumento dei tassi d'interesse sull'USD noi favoriamo una stabilizzazione sul livello attuale (2.3%) se non una discesa.** Questo ha ovviamente conseguenze sui cambi poiché uno scenario deve essere consistente.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

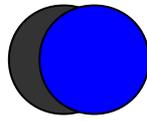


A dicembre del 2015 la FED, per la prima volta dal 2009, ha alzato il tasso d'interesse di riferimento (FFR) abbandonando formalmente la ZIRP – la politica dei tassi d'interesse al zero percento. Sottolineiamo il termine formalmente poiché praticamente il mercato a reddito fisso ha ignorato la mossa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

Dopo un'impennata fino al 2.3% che si è realizzata a novembre 2015 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. A metà luglio il reddito era ridisceso al 1.35%. Come anticipato la FED ha alzato i tassi d'interesse guida una seconda volta (+0.25%) il 14 dicembre del 2016. Ancora una volta il reddito del decennale si è impennato e ha raggiunto a metà dicembre il 2.6%. Tutti hanno cominciato a parlare di inflazione e di inizio di un bear market per le obbligazioni. Nel frattempo il reddito è ridisceso al 2.3% e l'entusiasmo di molti analisti che prevedevano una forte crescita economica grazie a Trump è diminuito.

Il grafico sovrastante mostra che la tendenza dei tassi d'interesse americani resta al ribasso – l'impennata di novembre (proseguita a dicembre) è impercettibile. Ci vuole una salita sopra il 3% per cambiare la tendenza di fondo.

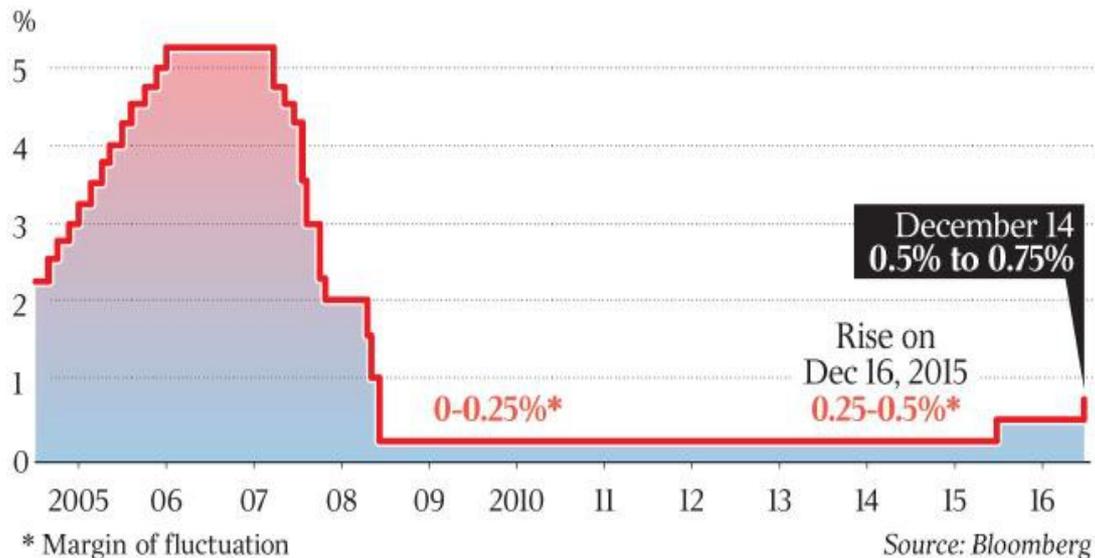
Secondo noi ZIRP, NIRP (in Europa), deflazione e debole crescita economica dovrebbero restare delle costanti per i prossimi tre anni prima che possa iniziare un nuovo ciclo di forte e sostenibile crescita economica trascinato dalle innovazioni tecnologiche.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

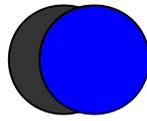
Federal funds rate



2. Cambi e divise. Tutti si aspettano un rafforzamento dell'USD causato dal rialzo dei tassi d'interesse innescato dalla FED. Contemporaneamente il resto del mondo tiene basso il costo del denaro ed il differenziale dei tassi d'interesse deve favorire l'USD. Il ragionamento è corretto anche se questo non è l'unico elemento determinante. 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, la classe politica e la forza militare dirigono i flussi speculativi di capitale. Sotto questi punti di vista gli Stati Uniti sono al momento un grosso punto di domanda. L'atteggiamento aggressivo ed ostile di Trump nei riguardi di molti Paesi (Cina, Messico) e i suoi attacchi contro diversi settori dell'economia (farmaceutica) ed investitori stranieri (case automobilistiche giapponesi) potrebbero allontanare i capitali dal Paese. Gli investitori hanno bisogno condizioni quadro stabili e favorevoli e non si impegnano quando le regole cambiano continuamente secondo l'umore del Presidente. Dubitiamo fortemente che l'USD possa ulteriormente 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 a fine 2017 verso gli 1.12 anche perché lentamente la BCE dovrebbe avvicinarsi al limite dello spazio d'azione offerto dalla politica monetaria.

La Banca Nazionale Svizzera farà di tutto per mantenere un cambio stabile tra EUR e CHF. Le finanze della Confederazione elvetica sono relativamente sane - la riforma della fiscalità delle imprese che entrerà probabilmente in vigore nel 2017 rischia come prima conseguenza di scavare un buco nel bilancio della Confederazione di 3-5 Mia. di CHF. Questo disavanzo dovrebbe però essere colmato tra alcuni anni grazie alla maggiore attività economica e all'arrivo di imprese estere. 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.**



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Tendenzialmente le monete dei Paesi emergenti resteranno sotto pressione. **Lo Yuan cinese dovrebbe continuare a svalutarsi.** La politica di Trump avrà vincitori e vinti - se la crescita economia americana aumenterà ci saranno maggiori benefici per molti. Parecchi Paesi emergenti che dipendono dal mercato americano soffriranno nel caso di imposizione di dazi sulle importazioni - l'esempio del Messico, con il Peso in caduta libera, tassi d'interesse al rialzo e inflazione alle stelle é sotto gli occhi di tutti. La lista dei potenziali perdenti é però più lunga - comprende Brasile, Argentina, India, Sud Africa, Egitto, Indonesia e Turchia - Paesi esportatori e Paesi con un forte deficit della bilancia dei pagamenti e dipendenti dai capitali esteri, soprattutto Dollari americani.

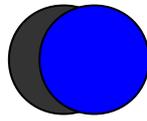
Probabilmente sarà difficile trovare una moneta che si apprezzerà significativamente contro EUR. Ci saranno delle fiammate sulle monete legate alle materie prime (Dollaro australiano, Rublo) quando ci saranno dei movimenti significativi nei prezzi.

Quasi tutti i Paesi cercano di indebolire la propria moneta per stimolare le esportazioni e combattere la deflazione. Le manipolazioni sui cambi sono all'ordine del giorno.

Muoversi sulle divise sarà solo un tema per specialisti e speculatori. **All'investitore europeo conviene restare in EUR.**

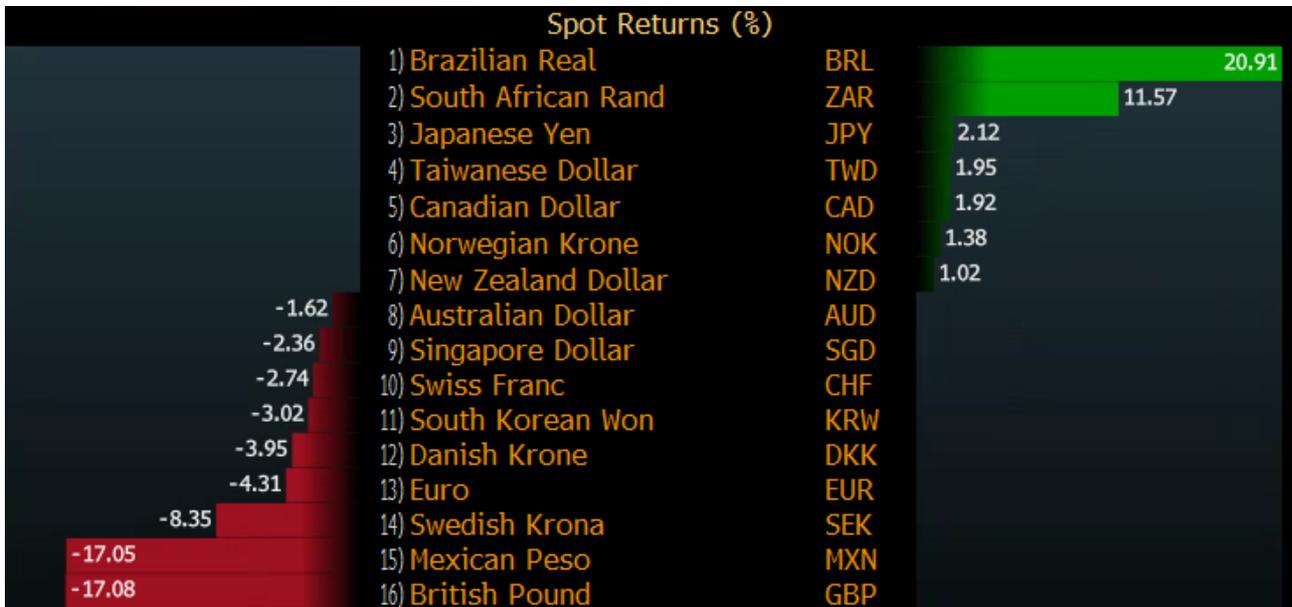


Performance 2017 delle divise /metalli preziosi contro USD (migliori e peggiori)



BERNASCONI
CONSULT

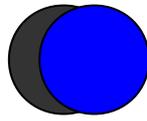
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING



Performance 2017 delle divise più importanti contro USD (migliori e peggiori)

La Gran Bretagna ha deciso di abbandonare l'Unione Europea - il GBP ha perso di valore. Tra le monete più importanti il GBP occupa l'ultima posizione in classifica. Finora l'economia della Gran Bretagna non ha subito conseguenze negative. Bisognerà però vedere come il Paese concretizzerà questo passo - finora non è ancora successo nulla di concreto – la Gran Bretagna non ha ancora formalizzato all'UE la sua decisione. Nell'incertezza tutto prosegue come se nulla fosse.

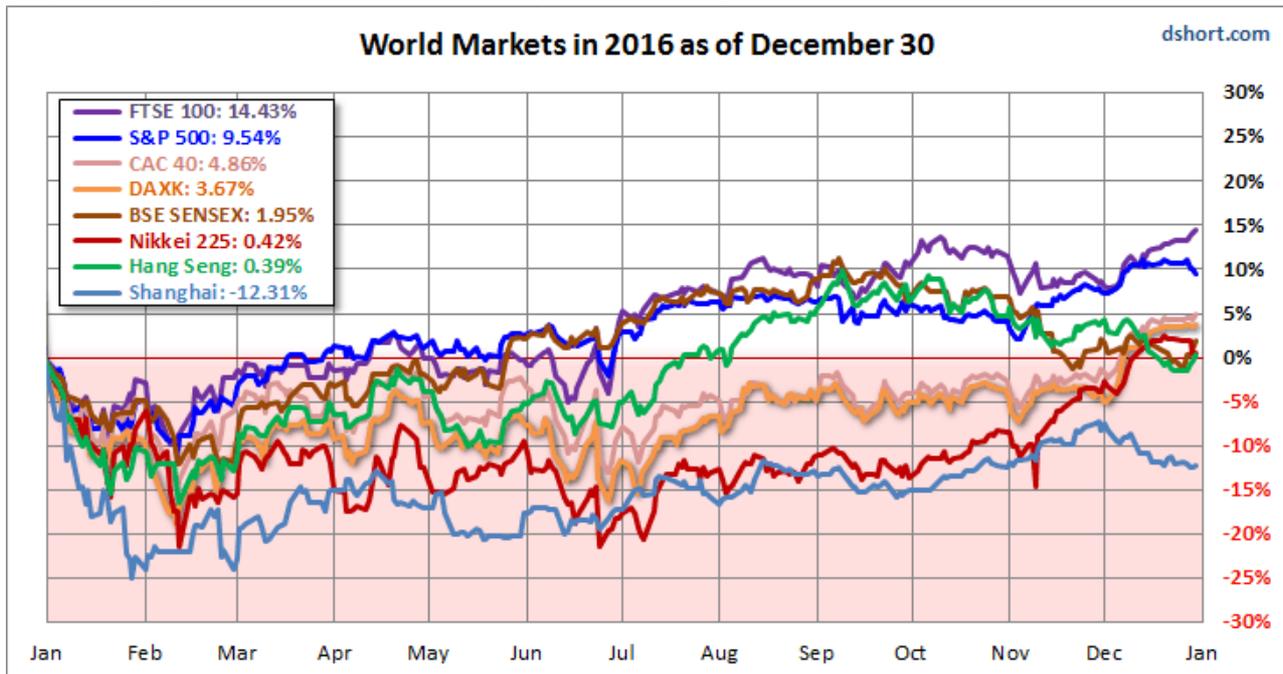
Al contrario molte imprese hanno approfittato della svalutazione della sterlina e la borsa si è involata anche perché, per l'investitore straniero che ragiona in USD o EUR, è diventata più attraente grazie alla svalutazione della moneta. Il FTSE 100 ha guadagnato nel 2016 il +14% mentre il GBP ha perso il -17% su USD – per l'investitore americano si è trattato di un gioco a somma 0.



BERNASCONI
CONSULT

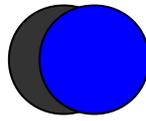
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

3. Azioni. Il 2016 é stato un anno strano. A lunghe fasi di pausa sono seguiti dei veloci e improvvisi movimenti che sono partiti dopo eventi particolari con esiti in parte inattesi. All'inizio dell'anno le borse sono cadute a causa del crollo del prezzo del petrolio. Quando il petrolio ha recuperato anche gli indici azionari, con buona correlazione a livello mondiale, sono risaliti. Tra giugno e luglio sono state le banche europee a tenere gli investitori col fiato sospeso e provocare



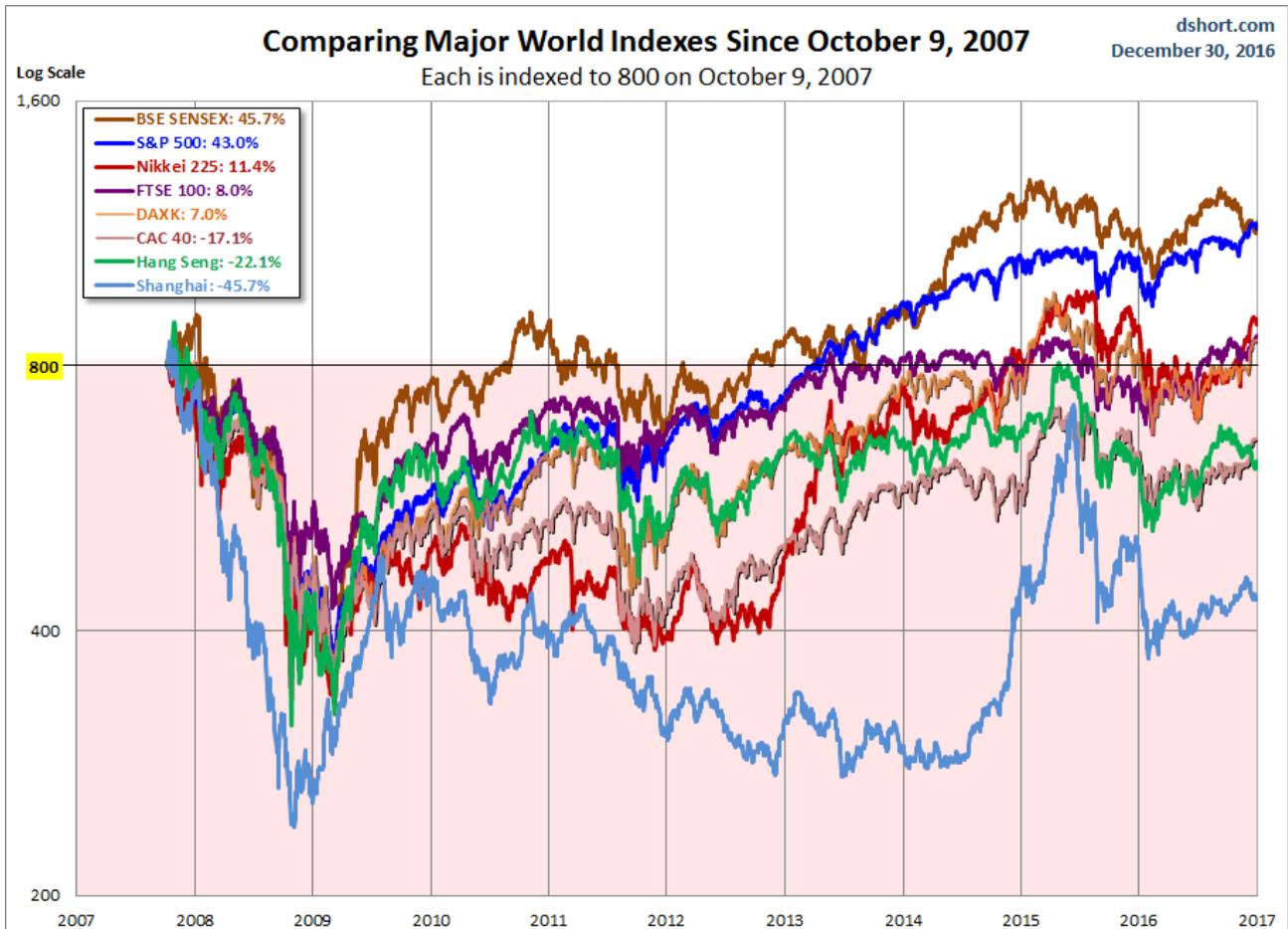
un tuffo delle borse. A questo si é aggiunta la decisione il 23 giugno da parte della Gran Bretagna di abbandonare l'Unione Europea (Brexit). C'è poi stato un rally di sollievo fino a fine luglio. Da agosto a fine novembre c'è stata una noiosa e estenuante oscillazione in laterale in un canale di pochi punti in percentuale. Tra novembre e dicembre le borse si sono involate. Prima é partita al rialzo l'America dopo l'elezione di Donald Trump a presidente degli Stati Uniti, a dicembre ha seguito l'Europa che era rimasta bloccata in attesa dell'esito del referendum sulla riforma costituzionale in Italia. Il no e l'uscita di scena di Renzi hanno eliminato l'incertezza. Sono state crisi dall'effetto contenuto, la psicologia e le emozioni a muovere i mercati. I fondamentali hanno influito relativamente poco. Le borse sono salite grazie all'espansione dei rapporti tra prezzo e guadagni (Price/Earnings o P/E). Gli utili delle imprese si sono mossi all'interno delle previsioni mentre le oscillazioni dei tassi d'interesse non hanno creato scompiglio. L'aumento dei redditi delle obbligazioni verso fine anno non ha provocato una diminuzione dei P/E – al contrario é stato interpretato in maniera positiva visto che dovrebbe significare un'accelerazione della crescita economica nel futuro.

Da questo bisogna trarre una lezione. Non é tanto lo sviluppo degli utili delle imprese a influenzare a medio termine i prezzi delle azioni quanto le attese degli investitori che ultimamente sono dominate dalla liquidità e dalle emozioni. **I maggiori movimenti degli indici sono determinati dalla contrazione o dall'espansione dei P/E.** Fino a quando gli investitori sono ottimisti, hanno speranze di crescita nel futuro, devono investire la liquidità e hanno poche alternative visto che le obbligazioni offrono rendimenti insufficienti, i prezzi delle azioni continueranno a salire più dell'incremento degli utili e del valore fondamentale delle società – le borse diventano sopravvalutate. Se questa convinzione viene a mancare, l'economia rallenta e gli investitori diventano improvvisamente pessimisti, i P/E si contraggono e le borse crollano diventando sottovalutate. Vediamo a che punto siamo.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING



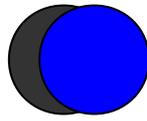
Bisogna innanzitutto riportare i nuovi massimi storici della borsa americana in un contesto di lungo termine. Il 9 ottobre del 2007 l'S&P500 aveva toccato un massimo a 1565 punti e iniziato un bear market di due anni che era sfociato il 9 marzo del 2009 in un minimo a 666 punti. In seguito è iniziato l'attuale rialzo che finora ha avuto un massimo a 2282 il 6 gennaio 2017. Non tutte le borse si sono comportate alla stessa maniera – lo sviluppo economico dei differenti Paesi ha avuto un influsso. La correlazione tra i vari indici è però evidente. L'Europa è per saldo ancora in perdita. Vediamo come è andata nell'ultimo anno.

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

Eurostoxx50	+0.47% a 3290 punti
SX7E (banche)	-7.97% a 117.67 punti
DAX	+6.87% a 11481 punti
SMI	-6.78% a 8219 punti
FTSE MIB	-10.20% a 19234 punti
S&P500	+9.54% a 2238.83 punti
Nasdaq100	+7.50% a 4863 punti

La nostra previsione più ottimistica è che l'S&P500 chiuderà il 2017 sui 2300 punti.

Riprendiamo il calcolo ed il ragionamento che abbiamo l'abitudine di fare ogni anno per spiegare



BERNASCONI
CONSULT

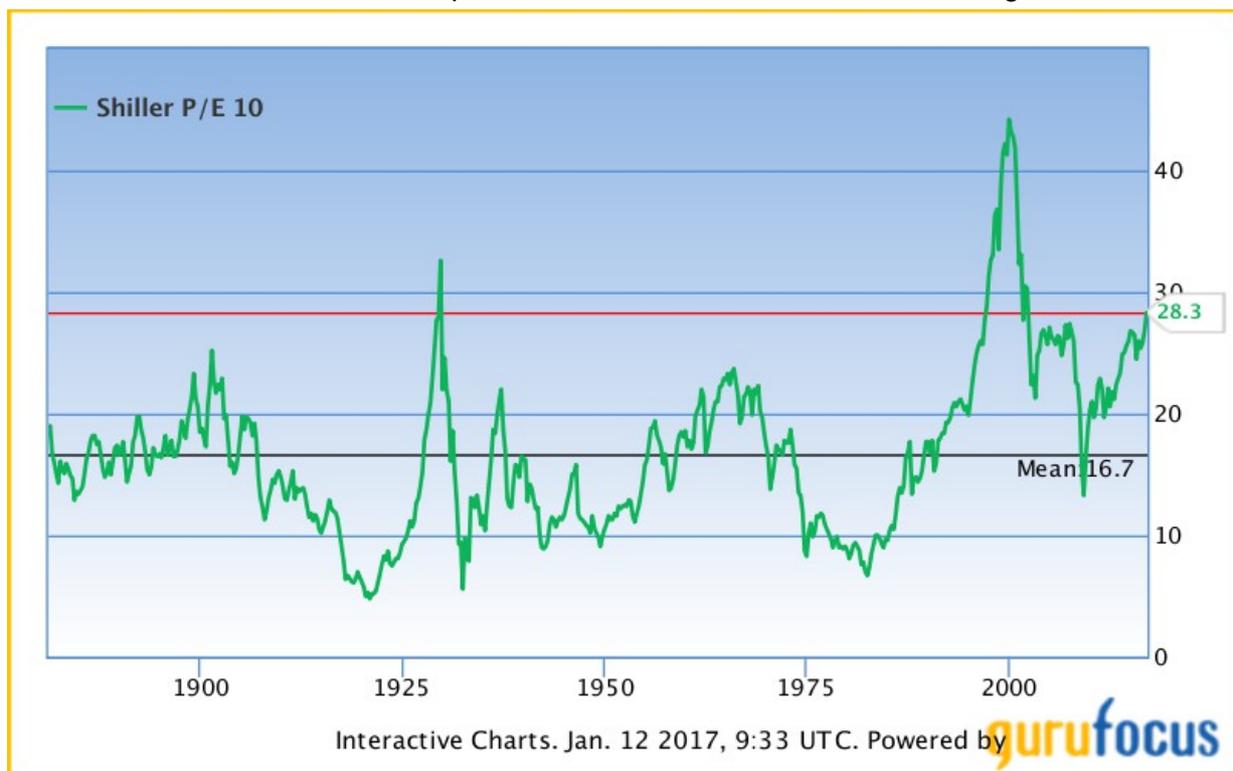
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

come arriviamo a questo obiettivo.

Lo scenario macroeconomico per il 2017 prevede una crescita economica relativamente robusta con il PIL mondiale che dovrebbe aumentare del +3.3% (OCSE) fino a un +3.4% (FMI). Nel 2018 la crescita dovrebbe essere del +3.6%. La crescita dovrebbe concentrarsi in Asia mentre in Europa la ripresa economica è debole (PIL EU +1.6% nel 2017 e +1.7% nel 2018 secondo le stime OCSE). Le differenze rispetto al 2016 sono già praticamente scontate nelle attuali valutazioni delle borse.

Riteniamo queste stime molto ottimistiche – non prendono in considerazione i forti rischi legati alla fragilità del sistema finanziario e l'evidente rallentamento del commercio mondiale causato da misure di protezionismo di diversi Paesi. L'effetto della politica di Trump è un'incognita. Potrebbe accelerare la crescita economica degli Stati Uniti e di conseguenza di tutti i suoi partners commerciali così come provocare una guerra commerciale e valutaria in mezzo mondo. In particolare la relazione con la Cina rischia di deteriorarsi con effetti negativi per entrambi vista l'intensità degli scambi commerciali. Siamo convinti che a livello di crescita ci saranno delle sorprese negative anche se evitiamo di parlare apertamente di rischio di recessione.

Le borse sono sopravvalutate e scontano uno scenario ottimistico nel quale tutto si sviluppa in maniera ottimale. Guardiamo l'esempio dell'S&P500 sulla base dei dati dell'11 gennaio 2017.



P/E secondo il metodo di Shiller: **28.3** / P/E regolare: **26**

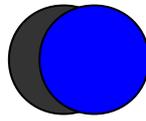
Il Shiller P/E è **69.5%** più alto che la media storica di **16.7**

Questo sottintende che il reddito futuro annuale del capitale sarà del: **-1.2%**

Minimo storico: **4.8**

Massimo storico: **44.2**

S&P 500: **2275.32** punti



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

As-Reported Earnings	
Month	TTM Earnings
Jun 2016	86.92
Jul 2016	87.64
Aug 2016	88.37
Sep 2016	89.09
Oct 2016	92.53
Nov 2016	95.96
Dec 2016	99.40
Jan 2017	101.53
Feb 2017	103.66
Mar 2017	105.79
Apr 2017	108.11
May 2017	110.44
Jun 2017	112.76

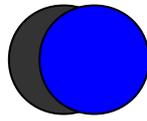
Standard & Poor's as of 12/30/2016

A livello di utili (E) esiste molta confusione. Per effettuare una valutazione oggettiva bisognerebbe utilizzare gli utili effettivi riportati dalle imprese – sono quelli mostrati nella tabella sovrastante. Wall Street utilizza però preferibilmente gli utili pro forma che sono quelli abitualmente comunicati dalle imprese alla stampa e non comprendono gli eventi particolari che toccano le finanze ma esulano dall'attività centrale. Queste cifre sono di solito del 20% superiori agli utili effettivi.

[I 16 più importanti strateghi di Wall Street, interrogati a fine anno da Yahoo!](#) hanno stimato che gli utili 2017 delle 500 società contenute nell'S&P500 saranno di circa di 128 USD – la stima più bassa è di 123 USD, la più alta di 134 USD. Per esperienza sappiamo che forti ed inattese variazioni ci possono solo essere nel caso di crisi finanziarie o crolli dei prezzi delle materie prime. Partiamo dal principio che le stime sono corrette. Gli analisti valutano che l'S&P500 per fine anno si troverà sui 2300-2350 punti. Il più pessimista è a 2300 punti, il più ottimista a 2500 punti. Considerando che queste persone per abitudine pronosticano sempre un aumento dovendo motivare i propri clienti ad investire, si può dire che quest'anno sono molto cauti e prudenti. L'obiettivo è praticamente a portata di mano

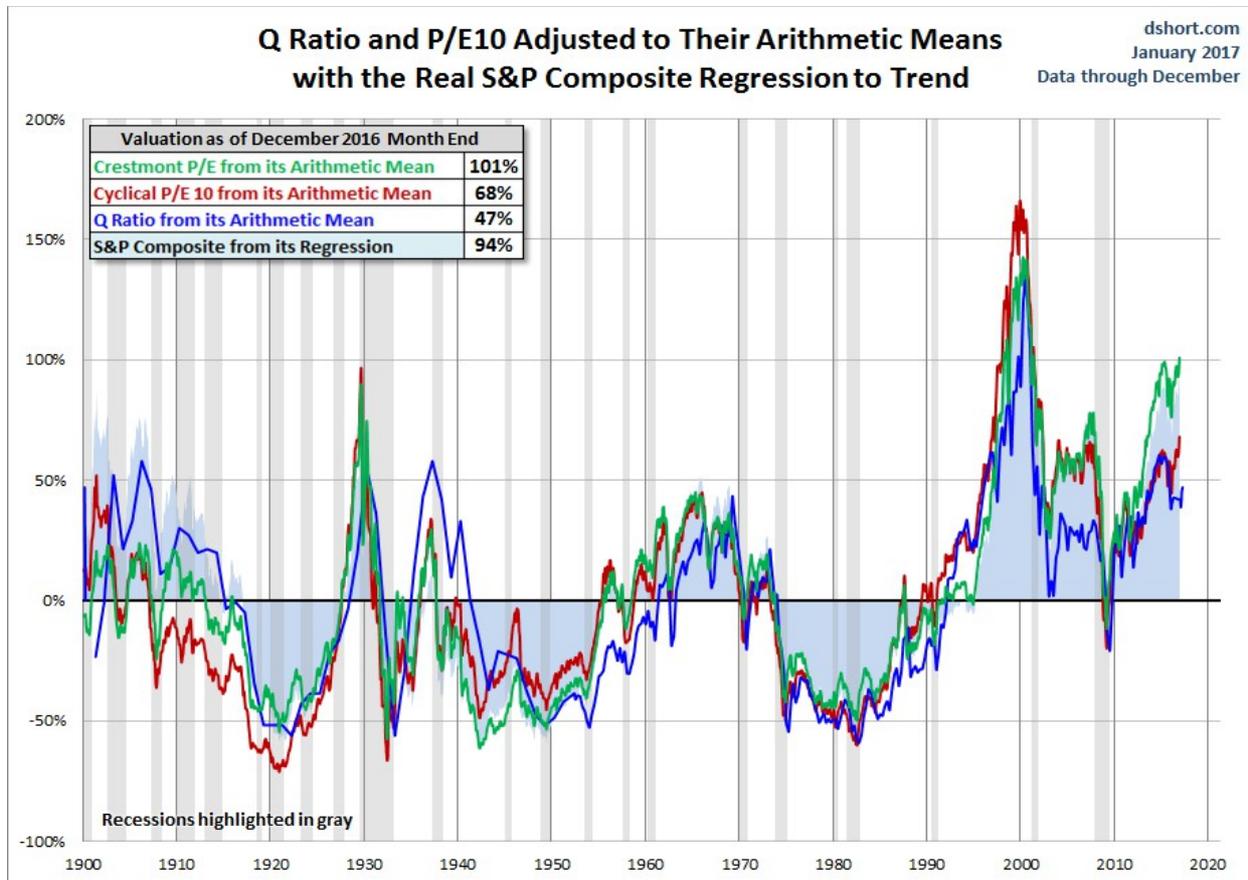
Questo scenario è valido e coerente se in effetti economia e utili continueranno a crescere giustificando l'ottimismo degli investitori e le ricche valutazioni. Sarà così? Sinceramente non lo sappiamo e non lo sa nessuno. Con Trump alla guida degli Stati Uniti il rischio di un disastro è però concreto. La caduta dalle stratosferiche valutazioni attuali della borsa americana potrebbe essere pesante e rovinosa.

L'S&P500 è effettivamente caro come appare dopo una prima valutazione basta sul P/E di Shiller o secondo le stime degli analisti? È destinato a perdere di valore? Se paragonato a valutazioni storiche l'S&P500 era all'inizio dell'anno decisamente sopravvalutato. La media storica del P/E è a 16.7. Se si capitalizzano degli utili annuali di 128 USD a 16.7 si arriva su un valore dell'S&P500 di 2137 punti.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

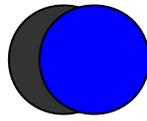


Secondo dei metodi di valutazione più sofisticati del nostro (P/E storico), come quelli mostrati in questa tabella, la borsa americana è ancora più sopravvalutata – tra un 47% ed un 101% - di conseguenza i rischi di ribasso rimangono più consistenti del potenziale di rialzo.

Probabilmente gli investitori daranno fiducia a Trump fino a prova contraria. Spesso si comprano i rumori e si vendono i fatti. Trump entra in carica il 20 gennaio. Ci saranno bisogno alcuni mesi prima di capire come si svilupperà la sua presidenza – i suoi avversari avranno bisogno un po' di tempo a prendere le misure. Pensiamo che fino a marzo – giugno la borsa americana resterà ad alto livello scostandosi poco dai 2250 punti di S&P500. Poi il rischio di sorprese negative sarà in notevole aumento.

Molto probabilmente nel corso dell'anno ci saranno dei vuoti d'aria 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 2282 punti. Psicologicamente esiste ora parecchio spazio verso il basso.

Pensiamo che nel corso dell'anno debba verificarsi una caduta a 2080-2100 punti quando sorgeranno i primi dubbi sulla capacità della nuova amministrazione di riuscire a cambiare in positivo il corso dell'economia americana. Questa caduta dovrebbe idealmente avvenire nel secondo trimestre dell'anno. In caso di grave crisi come una guerra commerciale con la Cina l'S&P500 potrebbe cadere fino al supporto di lungo periodo a 1800 punti. A questo punto è possibile che la FED reagisca abbassando nuovamente i tassi d'interesse. Se i debitori esteri, Cinesi in testa, cominciassero come ritorsione a vendere in massa US Treasury Bonds, è possibile che la FED debba lanciare un nuovo programma di Quantitative Easing – QE4. **L'S&P500 in questo caso dovrebbe fermarsi tra i 1800 ed i 2000 punti per fine anno. Questa è la nostra variante pessimistica.**



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Le borse europee seguiranno a distanza l'S&P500 americano. Malgrado i suoi sforzi la BCE non riesce a stimolare la crescita economica e quindi gli indici azionari europei si comporteranno come la borsa americana se non peggio. **L'Eurostoxx50 dovrebbe chiudere l'anno sui 3200 punti.** 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 2017. In questo senso la Germania, La Francia e l'Italia sono particolarmente esposte – il cuore dell'Unione Europea ora che la Gran Bretagna ha scelto l'uscita.

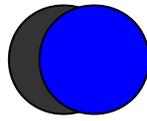
I Paesi asiatici, Cina e Giappone in testa, sono degli esportatori. Dipendono in questo momento dalla volontà e capacità di Donald Trump di imporre dazi sulla merce di quei Paesi che secondo lui applicano prezzi troppo bassi ed invadono il mercato americano grazie ad una concorrenza sleale. **Se Trump concretizza le sue minacce elettorali Nikkei e Shanghai SSEK saranno in difficoltà. In caso contrario riteniamo che la borsa giapponese e quella cinese offriranno delle interessanti occasioni d'investimento e potrebbero terminare l'anno con una performance positiva.** Dovrebbero approfittare della crescita dinamica nella regione e della svalutazione delle monete. Probabilmente le Banche Centrali dei due colossi asiatici manterranno una politica monetaria molto espansiva. I cinesi sono in grado di compensare un moderato calo delle esportazioni in direzione degli Stati Uniti con una crescita interna sostenuta dalla spesa statale. Il sistema finanziario cinese è fragile e oberato da crediti inesigibile. Il governo è però cosciente del problema ed interverrà al momento opportuno. Ha sufficienti riserve finanziari e monetarie per risolvere qualsiasi crisi. In Cina però conviene investire in indici o in grosse imprese evitando il settore finanziario e le poco trasparenti PMI. Investimenti in Asia devono essere assicurati contro il rischio cambio (hedging) – le monete si indeboliranno contro EUR.

Guadagnare soldi nel 2016 è stato veramente difficile perché le tendenze sono state rare, veloci e fugaci. Spesso sono stati degli eventi politici o delle manovre della Banche Centrali a smuovere i mercati. I flussi di capitali hanno seguito ragionamenti astrusi come nel caso del Brasile. Molte borse si sono apprezzate mentre la moneta si è deprezzata creando un gioco a somma 0. Eravamo convinti che il Brexit, l'elezione di Trump a presidente degli Stati Uniti ed il no al referendum in Italia non avrebbero causato un fugace ribasso delle borse – ci aspettavamo solo una corta fase di debolezza. Non ci aspettavamo però una sostanziale fase di rialzo. Malgrado i positivi segnali tecnici era difficile seguire un trend che andava contro l'istinto e la logica.

4. Materie prime: L'attenzione degli investitori nel 2016 si è concentrata sul **petrolio**. Nel 2016 il prezzo è sceso fino ai 28 USD. Ha poi recuperato grazie a degli accordi presi tra i Paesi produttori per limitare l'offerta. Questi accordi sono fragili e probabilmente non verranno rispettati. I Paesi OPEC sono conosciuti per la loro mancanza di disciplina. In America l'estrazione e la produzione con il metodo Fracking è nuovamente in aumento. Di conseguenza un ulteriore sostanziale incremento del prezzo del petrolio dagli attuali 54 USD/barile è poco probabile.

Nel nostro scenario di base calcoliamo che il prezzo del petrolio debba stabilizzarsi sui 50 USD/barile.

Per l'**oro** nel 2016 eravamo moderatamente ottimisti. Avevamo previsto che ... *“un ondeggiare intorno ai 1300 USD/oncia sembra la variante più probabile e questo è il prezzo che ci aspettiamo per fine anno”*. In un contesto deflazionistico l'oro è un investimento poco interessante. Esiste però un evidente deficit tra domanda come veicolo d'investimento e come riserva valutaria e produzione annuale. Di conseguenza una fase di rialzo è possibile – tecnicamente l'oro ha fatto base a 1050 USD/oncia – la tendenza a medio termine è neutra ma sta passando al rialzo. Consigliamo limitati investimenti in oro come bene rifugio e come antidoto contro una possibile crisi dei sistemi



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

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 2017 sarà già un anno favorevole all'oro. A fine 2016 l'oro valeva 1150 USD l'oncia. La tendenza di corto termine è rialzista, quelle di medio e lungo termine sono neutre. **Riteniamo quindi che nel 2017 l'oro oscillerà tra i 1100 ed i 1400 USD con un prezzo a fine anno intorno ai 1250 USD/oncia.**

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 è 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 emessa 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 a 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 termini del Patto di Stabilità e Crescita. Il sistema bancario europeo è molto fragile e la caduta di un Istituto di importanza sistemica potrebbe scatenare una nuova crisi finanziaria mondiale.

Riassumendo nel 2017 l'economia mondiale dovrebbe ancora crescere ad un buon ritmo.

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 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 è 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 è diventato un'abitudine e non l'eccezione mentre il debito è 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 – è quello che si sta verificando adesso.

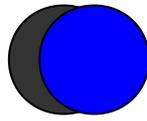
Gli interventi di stimolo di Stati e Banche Centrali continuano perché non esistono alternative meno dolorose e anche perché ormai l'economia e la classe politica si sono assuefatti. **Il più grande esperimento monetario della storia continua ma sta raggiungendo i suoi limiti fisiologici e di credibilità.**

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 aggiustamento deve concretizzarsi attraverso un bear market distribuito su alcuni anni. L'alternativa è 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.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

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. **Siria, ISIS e in generale conflitti in Medio Oriente.** Su vari fronti si confrontano le grandi potenze militari mondiali con il rischio di un aggravamento e intensificazione del confronto. 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. I profughi che a migliaia continuano ad arrivare in Europa nel 2016 sono un problema sociale ed economico e rischiano di destabilizzare l'UE. I partiti populistici ed antieuropeisti avanzano ed ottengono successi insperati. Potrebbe essere i profughi e non l'Euro o i debiti a far implodere politicamente l'Unione Europea.

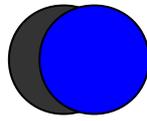
3. **Debiti.** Tra il 2009 ed il 2016 i Paesi occidentali hanno continuato ad aumentare il debito pubblico malgrado che tutti si lamentano del rigore finanziario. Le Banche Centrali hanno regalato tempo alla politica che l'ha sprecato. Siamo convinti che nel 2017 alcuni nodi verranno al pettine ed i mercati finanziari segnaleranno la loro insofferenza nei riguardi di quegli Stati che fanno troppo poco per combattere il problema. I 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 perfettamente 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. **La crisi bancaria prosegue in forma strisciante e fino a quando non si farà pulizia nei bilanci e non si procederà ai necessari aumenti di capitale mancherà la necessaria fiducia nel sistema per rilanciare il credito e di conseguenza la crescita economica.**

L'esempio della Banca dei Monte dei Paschi di Siena in Italia e di Deutsche Bank in Germania mostra quanto é difficile far affiorare le perdite e farle incassare a chi di dovuto. Tutti hanno paura delle conseguenze della sparizione di centinaia di miliardi di EUR di aria presente nei bilanci delle banche. Spesso é meglio una fine dolorosa che una pena senza fine.

La BCE ha i mezzi per combattere un'epidemia. La politica invece non vuole affrontare di petto un problema scottante temendo di scatenare le ire della popolazione (e dell'elettorato).

4. **Elezioni.** In Europa si vota. il 15 marzo si va alle urne in Olanda. Le elezioni in Francia sono previste il 23 aprile (1. turno) e 7 maggio (2. turno) - se vicesse il Front National di Marine Le Pen l'Euro sarebbe in pericolo - il FN vuole la fine della moneta unica. In Germania si dovrebbe votare il 27 agosto - la data é ancora provvisoria - il trono della cancelliera Merkel vacilla. Infine é possibile che si vada alle urne anche in Spagna ed Italia. In molti Paesi i partiti populistici ed antieuropeisti sono in avanzata. L'UE é a rischio e potrebbe sfaldarsi sotto i colpi del Partito per la Libertà di Wilders in Olanda, del Front National di Le Pen in Francia, dell'Alternativa per la Germania di Petry in Germania e del Movimento 5 Stelle di Grillo in Italia.

5. **Cina.** La Cina é 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



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

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.

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

Nel 2016 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.

Ora i cittadini vengono chiamati alla cassa e questo ha un effetto negativo sulla congiuntura.

Già sei 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:

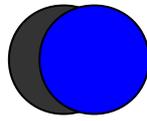
a. Default: *Il paese dichiara di non essere in grado di ripagare i debiti e non li riconosce più. I creditori sono obbligati ad incassare la perdita ed il paese è per anni tagliato fuori dal sistema creditizio internazionale. Poi il sistema riparte. È solo una questione di come e quando.*

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 – repressione finanziaria: *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. Quello che viene praticato ora è la variante della repressione finanziaria. I tassi d'interesse pagati sui risparmi sono inferiori all'inflazione ed i capitali a risparmio perdono di valore. Questo effetto trasferisce ricchezza dai risparmiatori ai debitori. Fino ad un certo punto è un processo indolore.*

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.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

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 patrimonio e capitale dagli attacchi ingiustificati degli Stati. Questo deve essere l'obiettivo del 2017 da raggiungere con una oculata politica d'investimento.

Dopo 7 anni di bull market (2009-2016) e un evidente eccesso di rialzo le borse sono vicine all'abisso. Potrebbero restare ad alto livello ancora per un anno se Trump si rivelasse un abile condottiero politico ed economico. Abbiamo seri e fondati dubbi ma preferiamo lasciarlo lavorare prima di criticare.

Gli eccessi devono essere eliminati – non siamo però in grado di dire se questo succederà nel 2017 o se la resa dei conti è rimandata agli anni successivi. Stiamo navigando a vista coscienti dei rischi.

Nel 2017 bisogna investire in maniera prudente e difensiva con lo scopo di preservare il capitale. Nel 2016 per guadagnare soldi in maniera conservativa bastava avere obbligazioni di buona qualità e una qualche azione americana. Quest'anno sarà più difficile poiché il minimo nel rendimento delle obbligazioni di Stato americane ed europee è stato probabilmente raggiunto. Il reddito fornito dagli interessi è scarso e le possibilità di guadagno grazie all'incremento delle valutazioni è modesto. Si tratterà quindi di comperare e vendere sugli eccessi mentre i mercati azionari in linea di massima non dovrebbero subire forti variazioni.

Sappiamo quanto quest'anno le previsioni sono aleatorie. Ci sono troppi fattori imprevedibili. Per effettuare degli investimenti siamo però obbligati a fare delle scelte seguendo degli scenari di massima e dei criteri precisi. È importante che i nostri clienti sappiamo che linea stiamo seguendo. Sarà però importante durante l'anno restare flessibili e essere pronti a veloci cambiamenti d'opinione e di strategia. Per questo vi invitiamo a seguire costantemente le nostre analisi giornaliere sul sito www.bernasconiconsult.com. Un abbonamento costa solo 1 EUR al giorno – è un buon investimento!

Michele Bernasconi

Hausen am Albis, 12 gennaio 2017