

BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

## Previsioni per il 2013 e scenario per i mercati azionari

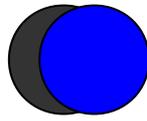
### Premessa

Se rileggete lo scenario 2012 vi renderete conto che le previsioni macroeconomiche per l'anno scorso si sono rivelate esatte e l'economia mondiale si è sviluppata come atteso. Unicamente la risposta dei politici e delle Banche Centrali ha superato qualsiasi esempio del passato in quanto attività e ampiezza degli interventi. Avevamo preventivato che l'Europa avrebbe fatto di tutto per evitare il fallimento della Grecia e che il presidente democratico Obama con l'appoggio del capo della FED Bernanke sarebbe intervenuto per sostenere a qualsiasi prezzo l'economia americana. Le manipolazioni hanno però nettamente superato la nostra immaginazione ed il mondo è nel mezzo del più grande esperimento monetario della storia. Il risultato è che l'economia mondiale a fine 2012 è in un limbo artificiale creato dal ZIRP (Zero Interest Rate Policy – politica dei tassi d'interesse al 0%) , dai Quantitative Easing della maggior parte della Banche Centrali dei Paesi industrializzati e dai deficit della spesa pubblica, sopra qualsiasi limite fisiologico e accettabile sul medio termine, da parte di numerosi Paesi occidentali. Le nostre previsioni per le borse sono così risultate sbagliate – invece che un ribasso nella seconda parte dell'anno e soprattutto durante l'ultimo trimestre dell'anno, c'è stato un ristagno o un rialzo. Il 2012 si è rivelato un buon anno borsistico smentendo la maggior parte degli analisti, noi compresi. Abbiamo anticipato questa considerazione nel commento tecnico del 1. gennaio pubblicato sul sito. Cerchiamo ora di capire come questa inusuale situazione di instabile equilibrio potrebbe svilupparsi e con quali conseguenze per i mercati finanziari.

### Scenario macroeconomico

*Un anno fa avevamo fatto questa dichiarazione introduttiva: “Il 2012 inizia con una situazione macroeconomica chiara e con uno sviluppo abbastanza prevedibile nei prossimi 12 mesi. In Europa avremo in generale una recessione che in alcuni Paesi sarà talmente profonda e dura nelle sue conseguenze per la popolazione da essere facilmente definita una depressione. L'economia americana sta invece rallentando e molto probabilmente vivrà una fase recessiva – questa però dovrebbe essere abbastanza moderata grazie alla politica monetaria estremamente espansiva da parte della FED ed un Presidente democratico che deve affrontare un'elezione ed eviterà quindi manovre fiscali impopolari e un'eccessiva compressione della spesa pubblica. La crisi dei debiti statali domina ancora gli avvenimenti in Europa e nel 2012 riapparirà come tema anche in America ed in Giappone. Durante il 2011 sono stati fatti pochi progressi e le speranze di molti che si attendevano sviluppi rapidi e soluzioni incisive sono state disilluse. Da una parte questa è una conseguenza dell'inefficienza del costruito europeo che preserva la sovranità dei Paesi ed impedisce una politica fiscale e della spesa pubblica centralizzata. Trovare accordi e implementare delle misure diventa un'operazione complessa e che dura molto (troppo) tempo. D'altra parte l'opinione pubblica non ha capito che la crisi dei debiti statali non è un evento ma un processo lungo e doloroso.”*

Questa analisi generale era giusta e purtroppo da un anno a questa parte è cambiato ben poco. I politici preferiscono ignorare la radice dei problemi occupandosi unicamente degli effetti. Questi vengono combattuti con la medicina sbagliata vale a dire una velenosa combinazione di rigore finanziario e sperpero del denaro pubblico. Basta vedere cosa è successo con la Grecia. Ci sono state due ristrutturazioni del debito con un default parziale. Il Paese è ancora fortemente indebitato ed in una depressione economica accompagnata da forte disoccupazione. Creditori pubblici e privati hanno dovuto in una maniera o nell'altra rinunciare a parte dei loro crediti. Invece però che avere una soluzione chiara che permetta al Paese di ripartire su una base solida, la crisi strisciante continua lasciando tutti insoddisfatti. Difficilmente il Paese potrà riprendersi con le



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

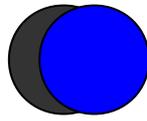
proprie forze e ripagare i debiti. Di conseguenza nei prossimi anni il dossier Grecia continuerà a circolare nell'EU e presso il FMI – il momento in cui la Grecia potrà ritornare a finanziarsi sui mercati mondiali e proseguire la sua strada senza l'aiuto delle istituzioni finanziarie europee é ancora lontano. Questa pessima abitudine di rimandare decisioni scomode ha effetti collaterali disastrosi. Mentre si aspetta che i meeting a Bruxelles sfocino in azioni concrete, il tessuto economico si degrada, lo Stato rimanda investimenti e spese mettendo in difficoltà l'economia privata che già boccheggia. Il normale disoccupato diventa un disoccupato di lungo periodo che difficilmente troverà una nuova occupazione. I giovani perdono le capacità acquisite negli studi e negli apprendistati e non riescono ad accumulare le prime importanti esperienze professionali. Il tessuto economico e sociale si disgrega lasciando un Paese allo stremo ed incapace di reagire. Tutto questo non sta accadendo solo in Grecia ma in parte in parecchi Paesi europei compresa l'Italia. La disoccupazione giovanile é una grave ipoteca per il futuro. Il disastro greco é costato finora più di [300 Mia di EUR](#) corrispondente a circa il 4% del PIL europeo. La lista dei Paesi da aiutare é però più lunga. Sostegni finanziari sono già stati concessi oltre che alla Grecia, all'Irlanda (85 Mia di EUR) ed al Portogallo (78 Mia di EUR). Sulla lista d'attesa ci sono la Spagna, la Slovenia e Cipro. Il caso di Cipro é sicuramente quello politicamente più esplosivo. Il piccolo Stato mediterraneo ha bisogno di 17-18 Mia di EUR dei quali 10 dovrebbero servire a ricapitalizzare le banche. Una decisione doveva essere presa il 21 gennaio 2013 ma é già stata rimandata viste le polemiche riguardanti il ruolo delle banche cipriote . Il settore finanziario é assolutamente sovradimensionato e negli scorsi anni ha accolto molti capitali russi – si dice che in parte questi soldi siano di provenienza illegale ed appartengano alla criminalità russa che ha cercato e facilmente ottenuto a Cipro la cittadinanza europea riciclando i propri capitali. I 18 miliardi di EUR sono relativamente poco ma corrispondono al PIL annuale del piccolo Stato di Cipro! Fino a quando i contribuenti europei saranno disposti a finanziare i debiti ed il mal governo di altri Paesi che hanno vissuto evidentemente per anni al di sopra delle loro possibilità? É un tema importante che tratteremo ampiamente più in avanti.

Nel nostro studio annuale abbiamo l'abitudine di affrontare alcuni temi ricorrenti. Anche quest'anno li riprendiamo. Noterete che gli aspetti dominanti sono uguali e che negli scorsi due anni non é cambiato molto.

### **1. Politica delle Banche Centrali.**

Nel 2011 avevamo scritto a questo proposito: *“Le Banche Centrali condotte dalla FED statunitense stanno evidentemente tentando di reinflazionare le economie facendo, nel limite del possibile, salire il valore delle azioni. É questo un obiettivo dichiarato di Bernanke con lo scopo di rimettere soldi nelle tasche dei consumatori americani e creare un clima positivo e di fiducia. (...). La FED sta creando un'ulteriore bolla speculativa per combattere gli effetti negativi delle scoppiate di quella precedente. É una politica monetaria molto discutibile...(...). Siamo però convinti che la FED continuerà su questa strada il più a lungo possibile (...).”*

Nel 2012 avevamo aggiunto queste considerazioni: *“Effettivamente le Banche Centrali continuano su questa strada ed i tassi d'interesse guida su USD, EUR, GBP e JPY imposti da FED americana, BCE europea, BOE inglese e BOJ giapponese sono ai minimi storici. Le Banche Centrali assicurano liquidità in abbondanza per il sistema finanziario mondiale. É poco chiaro però in quale direzione si sta incanalando questa liquidità. Molta rimane bloccata presso le Banche Centrali, parte serve a comperare titoli di Stato e rifinanziare indirettamente i debiti statali e purtroppo poca entra nel circolo economico stimolando la crescita. Governi, autorità monetarie e di regolamentazione impongono alle banche stretti criteri riguardanti i capitali propri nel tentativo di irrobustirle ed evitare futuri fallimenti. Le banche, impossibilitate a raccogliere i soldi necessari sul mercato per aumentare il capitale proprio reagiscono diminuendo le somme di bilancio e vendendo posizioni a rischio. Stati, banche e privati cercano contemporaneamente di ridurre i*



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

*debiti creando una spirale deflazionistica e frenando la crescita economica.”*

Avrete notato che nel 2012 politici e Banche Centrali hanno continuato a muoversi nella medesima direzione ed in tutti i casi sono nuovamente stati usati soldi pubblici o forniti dalle Banche Centrali per aiutare le banche. Le soluzioni sono state di due tipi.

**a. Fondi statali:** Gli Stati hanno ricapitalizzato le banche utilizzando soldi propri (per modo di dire) o facendo capo ai fondi di salvataggio europei. È la scandalosa (per il contribuente) soluzione scelta dall'Italia nel salvataggio del Monte dei Paschi di Siena utilizzando parte dei soldi provenienti dall'IMU. Questa variante è stata scelta anche dalla Spagna attraverso il fondo salva Stati europeo per sostenere le sue banche ormai sottocapitalizzate dopo lo scoppio della bolla immobiliare.

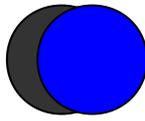
Da non dimenticare è il caso della Dexia salvata da Francia e Belgio – l'unica differenza è che in questo caso la banca è stata almeno statalizzata lasciando a mani vuote gli azionisti privati (ma non i detentori di obbligazioni). L'operazione è iniziata nel 2011 e si è conclusa nell'indifferenza generale a dicembre 2012 con un versamento finale di 5.5 Mia di EUR per rafforzare il capitale proprio di quanto resta del gruppo Franco-Belga.

**b. LTRO:** A dicembre 2011 (489 Mia di EUR) e a marzo 2012 (529 Mia di EUR) la BCE di Draghi ha gentilmente prestato a 800 banche europee a tassi d'interesse di favore dell'1% un totale di 1118 Mia di EUR per tre anni. Con questi soldi le banche hanno ristabilito la loro liquidità e possono effettuare investimenti tra l'altro in titoli di Stato europei avendo la garanzia che in caso di problemi sarebbe la BCE nell'ambito del programma OMT a ricomperare i titoli. Una stima è presto fatta – se le banche riescono a guadagnare uno spread del 3% incassano 33 Mia di EUR all'anno senza fatica. Una pioggia di denaro utile ad rimpolpare il capitale delle banche grazie ad una manipolazione più o meno legale dei tassi d'interesse – questo ci porta a parlare del prossimo argomento, la repressione finanziaria.

### **1.bis Repressione finanziaria**

Abbiamo spesso parlato nei nostri commenti giornalieri della repressione finanziarie e dei suoi effetti perversi. Abbiamo però l'impressione che i lettori non abbiano un'idea della reale portata del problema. Cerchiamo di semplificare il problema al massimo. Normalmente la remunerazione del capitale dovrebbe servire almeno a coprire l'inflazione. A questo tasso d'interesse di base devono aggiungersi degli spread dovuti al rischio ed alle lunghe scadenze. Facciamo un esempio concreto. L'inflazione in Europa è ufficialmente ora al 2.2%. I tassi d'interesse per investimenti a corto termine senza rischio sono praticamente a zero. La politica delle Banche Centrali ha distorto il mercato del reddito fisso provocando ingiusti rendimenti reali negativi del -2%/-2.2%. Questo principio non vale solo per l'Euro ma anche per il dollaro americano e la sterlina inglese. Il Bond Market mondiale ha una capitalizzazione di 100 trillioni di USD – i risparmiatori ricevono per questi risparmi un 2% di interessi di meno del dovuto. Questo corrisponde a 2000 Mia di USD all'anno che arbitrariamente vengono prelevati dalle tasche della gente e consegnati ai debitori, Stati, società e privati. Questo enorme trasferimento di ricchezza avviene senza colpo ferire e nell'indifferenza generale. Lo stesso effetto lo abbiamo all'interno dell'UE con Paesi indebitati che vengono finanziati artificialmente a tassi inferiori di quanto effettivamente dovrebbero pagare. Non bisogna sottovalutare, oltre all'effetto economico, l'effetto psicologico ed educativo. Chi ha vissuto all'interno delle proprie possibilità e risparmiando per il proprio futuro e per la propria pensione si ritrova punito e defraudato in favore di chi è vissuto nettamente al di sopra delle proprie possibilità o in favore di Stati nei quali la popolazione ha accettato il malgoverno e fatto dell'evasione fiscale un sistema di sopravvivenza.

Siamo sorpresi della passività dei vasti strati della popolazione che sono vittima di questa rapina. Quella che stiamo vivendo non è solo una crisi economica ma anche e soprattutto un crisi dei valori etici, morali e di democrazia che sono fondamento e forza dei Paesi industrializzati.



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

**2. Debiti dei Paesi industrializzati.** Nel 2012 la spirale del debito è continuata. Malgrado le cosiddette politiche di rigore ed i risparmi i debiti degli Stati sono continuati a crescere in Europa, America e Giappone.

Già due 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. Grecia ed Irlanda hanno raggiunto questi limiti ed altri Paesi seguiranno l'anno prossimo. I candidati sono numerosi e per il momento i politici, banche centrali ed istituzioni internazionali come il Fondo Monetario Internazionale stanno solo guadagnando tempo senza risolvere il problema di fondo. La BCE compra i Titoli di Stato di quei paesi che non riescono più a raccogliere soldi normalmente sul mercato dei capitali. Il continuare a spostare il debito da una tasca all'altra non serve però a niente. 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.

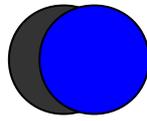
**b. Il cittadino paga:** Un paese indebitato chiama alla cassa i suoi cittadini. Riduce le spese e le prestazioni ed aumenta le tasse. È la strada seguita in Europa da Irlanda, Grecia, Inghilterra e numerosi altri paesi. È la politica delle "lacrime e sangue" che colpisce le fasce più deboli della popolazione. 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.

La nostra paura è che l'anno prossimo gli investitori non lasceranno più tempo ai Paesi per percorrere quella combinazione di b. e c. che si sta praticando oggi. Arriveremo ad un default che è anche la logica conseguenza di un sistema capitalistico. Non è possibile che sia sempre la collettività a dover incassare le perdite. È ora che il capitalista che detiene titoli a rischio sia invitato alla cassa anche se le conseguenze rischiano di essere spiacevoli per tutti.

Abbiamo lasciato questo paragrafo, scritto 24 mesi fa, invariato poiché di straordinaria attualità. In due anni è cambiato poco o niente. Malgrado una situazione economica senza vie d'uscita la Grecia non è fallita. Non sono state seguite le regole economiche e di diritto ma è prevalsa la

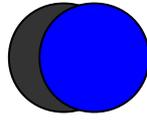


BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

politica e la ragione di Stato. La Grecia é stata salvata addossando gran parte dei costi ai contribuenti europei. É stata una decisione di comodo presa da una classe politica che avrebbe bisogno di una terapia psichiatrica. Alla ricerca dell'approvazione della popolazione e della rielezione i politici si rifiutano di riconoscere la realtà e di affrontare problemi che vengono semplicemente rimandati nel futuro e quindi ingigantiti. Per capire certe decisioni e la loro tempistica bisogna guardare il calendario delle elezioni. Potete essere certi che anche quest'anno nessun Paese europeo fallirà prima delle elezioni del Parlamento tedesco a settembre. La cancelliera Merkel punta alla rielezione é farà di tutto per mantenere intatta l'Europa spendendo il meno soldi possibile. Una difficile quadratura del cerchio – un'operazione però nella quale finora si é dimostrata abilissima rimandando spesso le decisioni per mesi e guadagnando tempo. Numerosi Paesi europei hanno perso la fiducia degli investitori e non sono più in grado di rifinanziarsi sui mercati dei capitali. Gli investitori sono stati arbitrariamente sostituiti dalle rotative delle Banche Centrali che con artifici vari più o meno legali o più o meno nel rispetto delle disposizioni e delle regole, hanno fornito agli Stati i capitali necessari. Anche questo é un esempio deleterio per una classe politica con le mani bucate che sa bene come spendere ma non é capace di mostrare quel rigore necessario per far quadrare i conti. Il risultato é che il deficit é diventato per il politico l'abitudine. Nessuno sembra curarsi del fatto che i deficit vengono finanziati non dal risparmio (come dovrebbero) ma dalla stampa della moneta. Nessuno capisce le implicazioni e le conseguenze di questo malgoverno che nella storia ha sempre provocato benefici immediati ma una catastrofe in seguito. Il futuro però non é nostro ma dei prossimi politici eletti e delle generazioni dopo di noi – un bel esempio di egoismo e di mancanza di senso di responsabilità.

La verità é che malgrado il notevole calo degli spread, una stabilizzazione dei mercati finanziari ed un innegabile ritorno di fiducia da parte degli investitori, sul fronte del debito i progressi sono stati pochi. Il crollo é stato bloccato dalla BCE di Mario Draghi e dalla sue OMT. Nel frattempo Spagna, Italia e quasi tutti gli altri Paesi europei continuano ad accumulare debiti – hanno unicamente ridotto il deficit corrente e grazie alla riduzione dei costi di finanziamento hanno migliorato le loro prospettive finanziarie. Con l'aiuto della Banca Nazionale il Giappone ha accumulato un debito del 240% del PIL e paga tassi d'interesse vicino allo 0% (l'obbligazione decennale rende il 0.8%) - non esiste ragione perché l'Europa non possa fare lo stesso visto che ormai la BCE ha formalmente abbandonato il principio statutario del divieto di finanziamento del debito pubblico. Ormai é evidente che l'UE salverà a qualsiasi prezzo qualsiasi suo membro dal fallimento. Nel 2012 sembrava che questo non fosse possibile visto che i vari meccanismi di salvataggio europei venivano finanziati dai Paesi membri e quindi era un sistema di Ponzi destinato al crollo. Con la BCE disposta a stampar moneta invece ogni deficit é finanziabile – é solo una questione di volontà politica e di accettazione da parte dei cittadini. Quest'ultima é la grande incognita per il 2013 e per gli anni a venire. Fino a quando i Paesi finanziariamente solidi saranno disposti a pagare per quelli spendaccioni effettuando un'evidente trasferimento di ricchezza? Badate bene che non parliamo specificamente di Germania anche se la sua egemonia a livello Europeo é evidente. A pagare per questa pessima condotta della res publica é la popolazione dei Paesi coinvolti sotto forma di disoccupazione, diminuzione dei salari e degrado dei servizi dello Stato malgrado un aumento dei costi, perdita di sicurezza, benessere e qualità di vita. Fino a quando la gente accetterà questo furto senza opporsi? Il rischio di disordini sociali e ribellioni é in netto aumento. Gli elettori potrebbero far uso degli ultimi resti di democrazia per bloccare questo sviluppo perverso. Sono questi i maggiori pericoli che pesano sui mercati finanziari. Ad un certo punto qualcuno dirà NO – sarà un Paese europeo minore stufo di pagare secondo il diktat della Germania, sarà una Corte Costituzionale tenuta a decidere su un ricorso, saranno dei Membri di un Comitato di una Banca Centrale durante una seduta riguardante l'ennesima misura di QE o sarà la popolazione nell'ambito di una votazione. Peggio ancora sarà la rivolta di un popolo che non vede più prospettive nella depressione e disoccupazione. Le cifre ci dicono però che da questa montagna di



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

debiti non usciremo in maniera indolore. In ogni caso non seguendo la strada percorsa dallo scoppio della crisi nel 2008 ad oggi. Se il punto di rottura si presenterà nel 2013 o solo tra alcuni anni non lo sa nessuno.

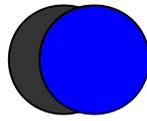
Ricordiamo che nel 2013 ci sono in Europa due importanti avvenimenti in grado di condizionare i mercati finanziari. Le elezioni legislative in Italia il 24 febbraio e quelle in Germania a settembre.

I problemi di Grecia, Irlanda, Portogallo, Cipro, Spagna ed Italia sono conosciuti. Non crediamo che da questi Paesi possano nascere nuove minacce per l'Euro e l'Unione Europea. Pensiamo però che la Francia sia un Paese a forte rischio ed i cui problemi vengono sottovalutati poiché non c'è una crisi acuta. La Francia però ha molti debiti ed un deficit corrente eccessivo. Non cresce e non esporta abbastanza. L'industria è in difficoltà ed oltre tutto ha in questo momento un grave problema di leadership – Hollande non è semplicemente all'altezza del compito. Senza star qui ora a snocciolare le cifre, pensiamo che il prossimo grave focolaio di crisi sarà la Francia. Tenete d'occhio lo spread tra Bund tedesco e OAT francese poiché è destinato a salire.

L'altro grave problema è costituito dalla “prevista” ripresa nel 2014. Barroso, Mario Draghi ed i politici europei sono molto ottimisti e prevedono l'anno prossimo crescita economica in Europa. Le borse sembrano credergli. I dati congiunturali mostrano invece un'altra realtà. Nel 2013 avremo un inasprimento della recessione e le prospettive per il futuro, con il pianificato aumento delle tasse e diminuzione della spesa pubblica è tutt'altro che roseo. Il progetto di far ripartire l'economia grazie all'ottimismo, l'abbassamento del costo del denaro ed il rialzo delle borse potrebbe questa volta non funzionare. Non esistono le premesse. Da anni non si investe abbastanza in istruzione ed innovazione. Osserviamo un degrado dell'apparato produttivo – in diversi Paesi come l'Inghilterra semplicemente l'industria è stata smantellata favorendo il settore dei servizi che ora boccheggia. Perché i cittadini dovrebbero ricominciare a consumare quando le prospettive sono così incerte? Perché gli imprenditori dovrebbero di nuovo investire in un ambiente così ostile? Non sono state effettuate le necessarie riforme ed il costo del lavoro è ancora eccessivo. Non parliamo di diminuzione dei salari ma soprattutto di tasse e spese sociali. La ripresa nel 2014 è qualcosa che finora c'è solo nei desideri dei banchieri e dei politici ma non esiste nella realtà dei fatti.

In America la situazione non è sensibilmente migliore. Un anno fa a questo proposito avevamo scritto: *“La FED applica una politica monetaria molto espansiva ed è disposta e qualsiasi operazione di Quantitative Easing pur di sostenere l'economia. Ha comperato miliardi di titoli di Stato ed ipotecari e continua a farlo. I dati economici indicano che gli Stati Uniti stanno entrando in recessione. Questa dovrebbe però essere moderata. Nell'anno Presidenziale le autorità statunitensi faranno di tutto per evitare una crisi economica ed hanno i mezzi per farlo e per lo meno per spostare i problemi nel tempo. Nel limite del possibile lo faranno sperando che un'eventuale collasso in Europa non abbia conseguenze troppo negative in America. Il 13% dell'export americano va sul mercato europeo. Gli investitori internazionali non hanno alternative agli US Treasury Bonds e non possono permettersi di giocare contro il valore del Dollaro americano poiché troppo dipendenti dalle esportazioni in questo paese. L'industria americana ha approfittato della situazione di crisi degli ultimi anni, si è ristrutturata ed ha in generale solidi bilanci ed un vasto mercato interno su cui muoversi. Siamo poco preoccupati del destino dell'economia americana nel 2012.”*

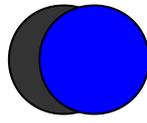
In effetti nel 2012 l'America ha evitato la recessione e i dati ufficiali parlano di una crescita economica annua intorno al +2.2%. La disoccupazione sta scendendo ed il mercato immobiliare si è stabilizzato. Gli Stati Uniti però devono questo relativo successo al debito pubblico ed al finanziamento della stesso da parte della Banca Centrale (FED). Gli Stati Uniti nel 2012 hanno avuto un deficit statale intorno ai 1100 Mia di USD ciò che porta il debito totale federale a 16'400 Mia di USD. [Le operazioni di Quantitative Easing sono continuate e sono state ampliate.](#) La FED



BERNASCONI  
CONSULT

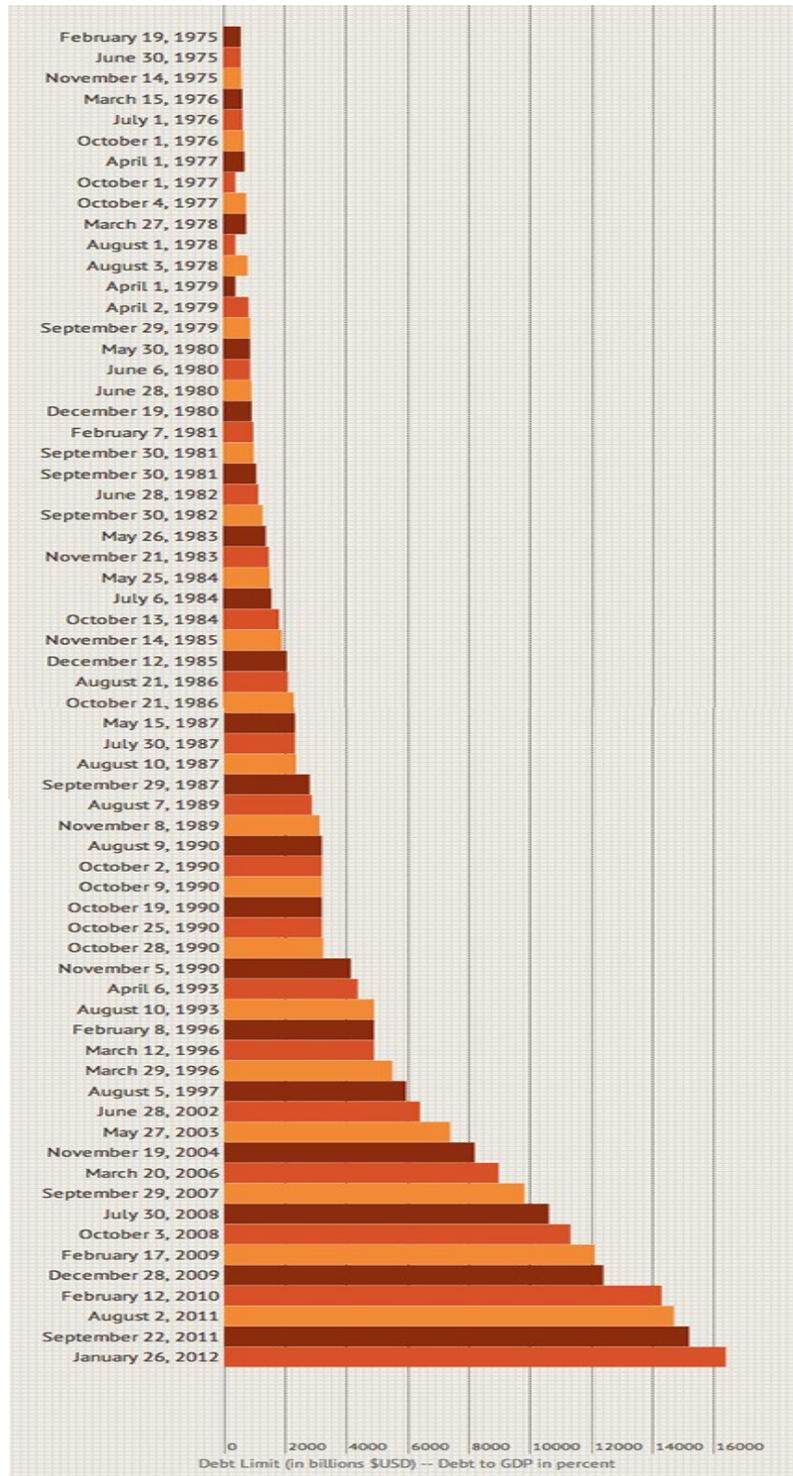
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

di Bernanke ha terminato l'operazione Twist lanciata nel 2011 per passare al QE3 il 13 settembre 2012 ed al QE4 il 12 dicembre 2012. A partire da gennaio 2013 la FED comprerà un totale di 85 Mia di USD di securities ogni mese divisi tra titoli di Stato (Treasury Bonds) e titoli ipotecari (agency mortgage backed securities). Queste operazioni sono destinate a continuare fino a quando la disoccupazione non scenderà sotto il 6.5% o l'inflazione non supererà il 2.5%. L'America continua ad avere un deficit corrente intorno al 7% del PIL. Legalmente esiste un tetto massimo a questo debito ed ora questo é fissato a 16'400 Mia di USD. È stato appena raggiunto e quindi i politici, nell'ambito delle discussioni e delle trattative riguardanti il budget 2013, devono trovare una soluzione. Come al solito a Washington ci sarà l'abituale teatrino con trattative serrate, minacce di fallimento dello Stato e accordo all'ultimo minuto. La tradizione e la natura dei politici ci dicono con una certezza assoluta che il tetto d'indebitamento verrà alzato. Questa é graficamente la storia di questa tragica farsa (data della votazione e nuovo limite di debito massimo).

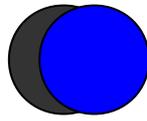


BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING



È probabile che le discussioni sul budget 2013 americano provochino una correzione delle borse. Malgrado l'esito scontato esistono ancora margini di manovra e gli investitori odiano l'incertezza. Sarà una buona occasione per una correzione dopo l'eccessivo rialzo di fine 2012- gennaio 2013.



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Il Giappone é il Paese industrializzato piú indebitato con un rapporto debito PIL che raggiunge il 240%. Da anni il Paese del Sol Levante ristagna con una deflazione strisciante. I governi si succedono e a dicembre del 2012 é tornato al potere il Partito Liberale democratico (LDP). Il nuovo primo ministro, Shinzo Abe ha subito lanciato un nuovo programma di stimolo economico stanziando a questo scopo 10.3 trillioni di Yen (ca. 90 Mia di EUR). Per finanziarlo ha domandato alla Banca del Giappone di iniettare illimitatamente liquidità fissando un obiettivo d'inflazione al 2%. Il Giappone sembra vicino alla disperazione e all'implosione del suo sistema finanziario. La politica si é impossessata della Banca Centrale cancellando il principio fondamentale d'indipendenza. Per ora i risultati sono positivi con un rally del Nikkei ed una svalutazione dello Yen di quasi il 10% in un mese. Vedremo però se questa reazione iniziale non sarà come in precedenti occasioni un fuoco di paglia. Il rischio é che il Giappone perda la fiducia della comunità finanziaria internazionale – nessuno infatti crederà piú nella capacità e volontà del Giappone di riconoscere e onorare i propri debiti ormai fuori controllo ed impagabili. La svalutazione dello Yen potrebbe trasformarsi in crollo. Nel 2013 seguiremo con attenzione gli avvenimenti in Giappone. Questo potenziale focolaio di crisi potrebbe provocare forti turbolenze sui mercati finanziari e costituire un buon esempio di quello che potrebbe succedere piú tardi in Europa o negli Stati Uniti. Già ora le vendite di Yen hanno destabilizzato i cambi con un'inattesa rivalutazione dell'Euro.

**3. Paesi emergenti.** Nel 2012 i Paesi emergenti hanno continuato a crescere anche se ad un ritmo inferiore alle attese. Se i dati del PIL sono convincenti (Cina +8.2%, Brasile +3% e India +6.8%) la stessa cosa non si può dire delle borse che sono rimaste sotto le aspettative (ETF: Cina +16%, Brasile -2.3% e India +27.2%). Le economie dei Paesi emergenti rimangono dipendenti dalle esportazioni e dai prezzi delle materie prime. Senza l'effetto trascinate dei consumi dei Paesi occidentali anche i BRIC non riescono a fare miracoli – in mancanza di una vasta classe media in grado di espandere i consumi interni la crescita dei Paesi emergenti dipende dallo sviluppo dell'economia mondiale e non viceversa. Per il 2013 non ci aspettiamo sostanziali cambiamenti. I focolai di crisi si trovano ancora in Europa, Stati Uniti e Giappone e non in Sud America o in Asia.

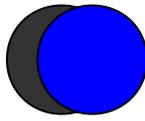
Sul lungo termine siamo convinti che la Cina avrà una fase di stallo e non riuscirà a continuare a crescere come negli anni passati. Qualsiasi economia emergente ha bisogno dei periodi di assestamento e quella cinese, centralizzata e monopolizzata da una classe politica corrotta, ha un'inefficiente allocazione del capitale che provoca investimenti improduttivi e squilibri. Non sembra che la bolla immobiliare, le forti differenze sociali, la struttura demografica sfavorevole e l'inquinamento siano in grado di fare deragliare l'economia cinese. Chi però si aspetta un veloce sorpasso dei Cinesi o degli Indiani nella classifica del PIL mondiale (rispettivamente 2. posto dietro gli Stati Uniti e 11. posto) dovrà avere molta pazienza.

**4. Euro.** L'Euro é una moneta nata su principi economici sbagliati e voluta dai politici senza valutarne le conseguenze.

Già alla fine del 2010 avevamo fatto queste considerazioni:

*"I problemi legati all'Euro non sono superati e riappariranno l'anno prossimo. Le differenze tra i paesi che compongono la moneta unica europea sono troppo grandi ed invece che esserci una convergenza, come previsto originariamente nel trattato di Maastricht, le economie stanno divergendo. Venuta a mancare la valvola di sfogo data dai cambi, i paesi deboli non riescono a compensare la perdita di produttività constatata negli ultimi anni. L'uscita di alcuni Paesi (PIGS) dall'Euro non é una variante percorribile. (...) I problemi dell'Euro continueranno ad influenzare anche nel 2011 i mercati finanziari. La moneta EUR continuerà a svalutarsi. Le borse europee avranno degli attacchi di debolezza al riaccutizzarsi della crisi. I tassi d'interesse avranno tendenza a crescere.*

All'inizio del 2012 avevamo constatato che i problemi erano rimasti immutati ma che le



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

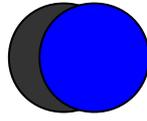
disuguaglianze non avevano provocato l'attesa crisi di fiducia nell'Euro. Sottovalutando la testardaggine dei politici e la loro ferma intenzione di mantenere a qualsiasi costo intatta l'UE, avevamo previsto uno sfaldamento ed una crisi decisiva:

*“L'EUR é un corsetto che impedisce ai Paesi in difficoltà di riacquistare in competitività attraverso una svalutazione della moneta. Nessun Paese ha abbandonato l'EUR nel 2011 e nessuno si appresta a farlo. È uno scenario che però non possiamo più escludere. È ormai evidente che i politici europei sono a corto di argomenti e non hanno soluzioni miracolose in riserva. È quindi possibile che politici disperati, per esempio in Grecia, scelgano questa via populista ignorando le conseguenze negative che potrebbero essere ancora peggiori che la medicina. Gli Stati sovrani sono però liberi di prendere pessime decisioni – consigliamo unicamente di avere un buon controllo sulle forze di polizia e sull'esercito poiché saranno necessari a sedare le rivolte dei cittadini ai quali spariranno la pensione o i risparmi e saranno vittima dell'iperinflazione causata dall'esplosione dei prezzi all'importazione.*

*Il cambio EUR/USD ha iniziato il 2011 a 1.33 e lo chiude a 1.31 – il collasso della moneta non c'è stato anche se tendenzialmente paragonandone il valore contro un paniere di monete mondiali, ha perso di valore. Gli analisti sono convinti che nel 2012 questa tendenza dovrebbe rafforzarsi e l'EUR perdere ulteriormente terreno. Fino a quando la situazione all'interno dell'EU non subisce una svolta decisiva condividiamo questa previsione. Pensiamo che il cambio EUR/USD debba muoversi in direzione 1.20. Attenzione però se certi Paesi deboli come Grecia, Portogallo e Irlanda abbandonano l'EUR. In questo caso la moneta diventerebbe forte stringendosi intorno all'asse Francia-Germania. In questo caso l'Euro potrebbe godere di un'improvvisa ed inattesa rivalutazione specialmente contro quelle monete (come il Franco Svizzero) dove esiste un'evidente sottovalutazione fondamentale. Ai cittadini italiani viene in genere consigliata una diversificazione in altre monete visto che l'EUR di un cittadino italiano in Italia verrebbe, in caso di reintroduzione della Lira Italiana, automaticamente convertito in questa moneta e successivamente svalutato. Escludiamo categoricamente che nel 2012 l'Italia subisca un default e/o esca dell'EU e dall'Euro. Un diversificazione eccessiva potrebbe quindi avere controindicazioni.”*

Il cambio EUR/USD ha iniziato il 2012 a 1.31 e lo ha chiuso a 1.32. Il 24 luglio ha toccato un minimo annuale a 1.2040. I politici greci hanno scelto di restare nell'Unione Europea e di mantenere l'Euro. Grecia Portogallo ed Irlanda sono in recessione con alti tassi di disoccupazione ed un forte indebitamento. L'Italia ha superato la crisi che aveva fatto salire il reddito del BTP decennale a luglio al 6.6%. Grazie all'aiuto di Draghi e a misure di contenimento del deficit, il costo del denaro per l'Italia é sceso ed il decennale rende ora il 4.2%. Le Cassandre che prevedevano un fallimento di parecchi Paesi compresa l'Italia e una divisione dell'Europa in due hanno avuto torto.

Il mercato delle divise é dominato dai Paesi con il maggior peso economico. Nell'ordine le divise più importanti sono l'USD (dollaro americano), l'EUR (euro), lo JPY (Yen giapponese) e il GBP (sterlina britannica). Il Renminbi cinese, non essendo convertibile, non entra in linea di conto. Noterete che tutti i Paesi con queste monete sono fortemente indebitati, praticano del QE e stanno cercando di svalutare la moneta. È molto difficile, tra manipolazioni di politici e Banche Centrali, capire chi sarà perdente e chi vincente. Inutile fare ragionamenti basati sul potere d'acquisto o sulle bilance commerciali e dei pagamenti. Sicuramente il 2013 sarà l'anno della caduta dello Yen giapponese. È una moneta sopravvalutata di un Paese sull'orlo del collasso e con una classe politica allo sbando. Difficile però capire su quale moneta affluiranno le vendite di Yen. Al momento gli investitori favoriscono l'Euro. Dovrebbe essere un effetto temporaneo che dovrebbe far salire il cambio EUR/USD al massimo a 1.40. Poi però il pendolo dovrebbe muoversi nella direzione opposta quando riappariranno i problemi d'indebitamento europeo. **Per fine anno pensiamo che il cambio non sarà molto distante dagli 1.30.** Cercare rifugio in una moneta forte non é una buona soluzione come ha mostrato nel 2011 l'esempio del Franco Svizzero (CHF). Nel



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

2012 la Banca Nazionale Svizzera ha difeso con successo il cambio minimo EUR/CHF a 1.20. Lo ha fatto emettendo Franchi Svizzeri e comperando EUR – gli EUR sono poi stati investiti non solo in obbligazioni di Stato tedesche e francesi ( aiutando a distorcere ulteriormente il loro valore) ma anche azioni. Ormai la differenza tra il portafoglio di una Banca Centrale occidentale e un Hedge Fund é poca – malgrado obiettivi di stabilità e difesa dell'economia e della moneta il risultato é molto leverage, molto rischio e molta speculazione.

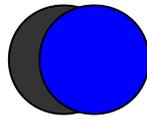
##### **5. Tassi d'interesse e rifinanziamento del debito pubblico.**

È veramente interessante rileggere quanto avevamo scritto all'inizio del 2011 riguardo questo tema: *“La domanda di capitali da parte degli Stati supera i risparmi dei cittadini e la loro disponibilità di metterli a disposizione per questo scopo. Il debito pubblico non é rifinanziabile. Già oggi la BCE compra regolarmente per miliardi di EUR titoli a reddito fisso di Paesi Europei. Nel 2011 la domanda di capitali aumenterà ulteriormente ed il sistema rischia di subire un collasso. Fino a quando gli altri Paesi saranno disposti ad accollarsi il rischio dei debiti di Paesi terzi come la Grecia, che per lunghi anni é evidentemente vissuta al di sopra delle proprie possibilità? Fino a quando la BCE potrà assorbire tutti i titoli non piazzabili sul mercato? Fino a quando si crederà che questi paesi sono in grado di adempiere ai propri impegni quando già ora si sa che, miracoli a parte, non é finanziariamente possibile? Crediamo che queste domande dovranno ad un certo momento nel 2011 avere una risposta. Anche nel gioco del poker si può aumentare la posta, bluffare e continuare a rilanciare - ad un certo momento però bisogna mostrare le carte e pagare.* All'inizio del 2012 la situazione era invariata e noi abbiamo ripetuto i nostri gridi di allarme:

*“ L'aumento degli spreads é causato da investitori che giustamente richiedono un maggiore premio per il rischio di default. Non potendosi più fidare delle agenzie di rating, rivelatesi negli anni scorsi compiacenti, poco indipendenti e fallaci, é difficile valutare il rischio e la percezione può essere facilmente manipolata attraverso i Credit Default Swaps vale a dire i premi che vengono pagati per assicurare il rischio. Inoltre gli interventi delle Banche Centrali distorcono la realtà. Infine i bilanci di molte società tipo le banche sono opachi per non dire falsi e quindi non rispecchiamo la vera situazione patrimoniale e di redditività. Non parliamo poi delle finanze statali che sono il massimo dell'intrasparenza. La realtà é che nessuno, neanche i politici, sanno esattamente a quanto ammontano i debiti degli Stati. Molte, troppe posizioni debitorie non sono a bilancio, i debiti di Stati, province, comuni, organizzazioni parastatali e società controllate non sono consolidati, gli impegni futuri (pensioni, assicurazioni sociali, aumenti di spesa causati da decisioni parlamentari, ecc. ) non vengono considerati. Spesso la capacità degli Stati di ripagare debiti dipende non solo da aspetti economici come indebitamento, PIL e crescita economia ma anche dalla credibilità ed affidabilità della classe politica. In questo senso la Germania ha un deciso vantaggio.*

*Nel 2012 il rapporto di dipendenza tra percezione del rischio e tasso d'interesse aumenterà. La capacità dei Paesi indebitati di contenere la spesa pubblica avrà dirette conseguenze sul costo del denaro. Le manipolazioni delle Banche Centrali ed i loro acquisti di Titoli di Stato distorceranno il mercato provocando consistenti ed irrazionali sbalzi.”*

Nel 2012 é stato Mario Draghi ed il suo decisivo intervento del 6 settembre ad impedire che i costi di rifinanziamento dei Paesi europei indebitati esplodessero. Con il programma OMT la BCE si é impegnata a comperare titoli di Stato sostituendosi agli investitori recalcitranti. Bisogna essere ben in chiaro che il calo degli spread non é una conseguenza di una diminuzione dei deficit o di una maggior credibilità dei politici e un'aumentata probabilità che i debiti vengano ripagati. È solo una questione di domanda ed offerta. La BCE di Draghi ha mezzi illimitati e in caso di bisogno compra. Nessuno é così pazzo da vendere speculando contro un avversario del genere. Se lo spread pagato da Italia o Spagna é corretto o meno non ha nessuna importanza. Si tratta unicamente di capire quale quotazione rispecchia i voleri della Banca Centrale. In America ed in Giappone é lo stesso. Sono la FED ed la BoJ a determinare il ridicolo tasso d'interesse che Stati Uniti e



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Giappone pagano sui loro debiti. Nessuno arrivi per favore alla falsa conclusione che se il tasso d'interesse é basso significa che i problemi sono risolti e i debitori sono ora affidabili e solventi. Riflettete su questo fatto quando sentite le dichiarazioni su questo tema dei vari politici italiani in campagna elettorale.

**Siamo convinti che nel 2013 ci sarà in Europa un rialzo dello spread per gli OAT francesi.** Il prezzo pagato dalla Francia per finanziare il debito pubblico é troppo basso rispetto a Germania ed Italia. Quando il decennale francese renderà il 4% contro gli attuali 2.10% vedremo quale sarà la risposta di Hollande ("colpa della speculazione internazionale") o della BCE. La Francia non può chiedere aiuto finanziario ai fondi di stabilizzazione europei – é semplicemente troppo grande oltre che essere uno dei maggiori contribuenti. Draghi attiverà il programma OMT? Come si comporterà la Germania? La crisi arriverà prima o dopo le elezioni di settembre? Queste domande sono senza risposta me [tenete d'occhio lo spread](#) e saprete quando arriverà la crisi francese e la caduta delle borse europee.

**6. Materie prime.** Nelle analisi degli anni scorsi questo capitolo era intitolato "Rialzo dei prezzi delle materie prime". Già all'inizio del 2012 vi avevamo avvisato che il vento stava cambiando: *"L'indice CRB delle materie prime é calato nel 2011 (valori approssimativi) da 330 a 305 punti, l'oro é salito da 1400 a 1600 USD/oncia, il petrolio da 90 a 100 USD/barile, il prezzo del rame é risultato per saldo invariato. Le quotazioni delle materie prime non hanno subito cambiamenti sostanziali. Pensiamo che nel 2012 questo tema non sarà rilevante. In generale una recessione provoca un calo dei prezzi delle materie prime. Solo l'oro, grazie al suo status di bene rifugio, si trova in un bull market di lungo periodo."*

Nel 2012 la recessione in Europa ed la crescita moderata negli Stati Uniti hanno provocato una diminuzione della domanda. I prezzi non sono scesi poiché c'è stato un effetto di compensazione da parte delle economie emergenti. Non da ultimo bisogna considerare la spinta inflazionistica provocata dalle politiche monetarie espansive delle banche Centrali. L'indice CRB ha terminato l'anno a 298 punti, il petrolio costa sui 93 USD al barile (Light Crude Oil WTI) mentre l'oro ha terminato l'anno a 1675 USD/oncia. Come previsto i prezzi sono oscillati durante l'anno ma per saldo sono rimasti piuttosto stabili. Nel 2013 la situazione non dovrebbe cambiare. Solo l'oro dovrebbe rafforzarsi riprendendo quel ruolo di bene rifugio che gli compete. Le svalutazioni competitive faranno perdere la fiducia nella moneta cartacea spingendo gli investitori in cerca di beni reali in direzione dei metalli preziosi. **Riteniamo che nel 2013 l'oro salirà su un nuovo massimo storico sopra i 2000 USD oncia.**

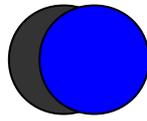
**Riassumendo nel 2013 la recessione in Europa dovrebbe inasprirsi.** Per il 2014 i politici europei e Mario Draghi prevedono una ripresa economica. Noi abbiamo molti dubbi e temiamo che le previsioni dovranno essere sensibilmente corrette al ribasso. Non vediamo le premesse per una ripresa economica e pensiamo che l'attuale euforia dei mercati finanziari sia ingiustificata.

Gli Stati Uniti dovrebbe lentamente continuare a riprendersi dallo scoppio della bolla immobiliare e crescere a ritmo ridotto. La discussione sul budget 2013 e sul tetto d'indebitamento costituiscono un grave elemento d'incertezza e dovrebbero provocare una fase negativa di borsa. L'esito delle trattative avrà conseguenze sugli anni a venire. L'America non può continuare ad avere un deficit statale di 1000 Mia all'anno (6%-7% del PIL).

**Le Banche Centrali sembrano decise a perseguire una politica monetaria molto espansiva.**

A corto termine la domanda di capitali da parte dell'economia reale é limitata e quindi grazie all'eccesso d'offerta di beni e servizi da parte dei Paesi emergenti l'ambiente rimane deflattivo. **Per il momento non c'è rischio d'inflazione.** L'aumento dei prezzi al consumo in Europa ed America non dovrebbe superare nel 2013 il 2%.

Prevediamo alcuni maggiori eventi che avranno conseguenze sui mercati finanziari.

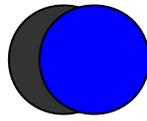


BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

1. **Recessione in Francia con aumento della disoccupazione e dell'indebitamento.**  
L'economia francese si svilupperà peggio del previsto creando una "crisi francese" a livello europeo con sensibile aumento dello spread Bund-OAT. Probabilmente la BCE di Draghi interverrà utilizzando in maniera arbitraria il programma OAT.
2. **Giappone: il 2013 sarà un anno cruciale.** Il Paese ha già un debito del 240% del PIL e malgrado questo cerca ancora una volta di stimolare l'economia tramite un mostruoso programma di spese pubbliche finanziato stampando moneta. È probabile che questo tentativo provochi tensione ed opposizione poiché in una maniera o nell'altra ci saranno forti conseguenze negative. La svalutazione dello Yen deve provocare una spinta inflazionistica causata dall'aumento dei prezzi delle importazioni. Il risparmiatore giapponese si rifiuterà di rifinanziare lo Stato a tassi d'interessi reali negativi facendo esplodere il peso degli interessi passivi sul budget. Lo Stato rischia di perdere definitivamente il controllo delle finanze.
3. **Svalutazioni competitive:** Tutti gli Stati proveranno a indebolire la propria moneta per rilanciare le esportazioni. Solo uno Stato con una bilancia commerciale in attivo guadagna e può onorare i debiti. Purtroppo è un gioco a somma zero. Stretti dalla morsa dei debiti gli Stati cominceranno a perseguire politiche aggressive. Interventi massicci sui cambi, protezionismo e guerre commerciali sono possibili/probabili.
4. **Opposizione all'egemonia tedesca:** La Germania finanzia i debiti dei Paesi in difficoltà e detta le condizioni. Prevediamo nel 2013 una maggiore opposizione dei Paesi satelliti e delle popolazioni colpite dalle politiche d'austerità. Non sembra che questo misto di rigore finanziario e schiavitù del debito sia in grado di riportare l'Europa sulla via della prosperità. Se come pensiamo le prospettive economiche 2014 verranno più volte riviste al ribasso ci sarà una ribellione. La discussione riguardante il salvataggio di Cipro potrebbe rivelare da dove arriverà l'opposizione.  
Se la Spagna dovesse chiedere ufficialmente aiuto, il contributo finanziario di Paesi come l'Olanda, il Belgio, l'Austria e la Finlandia aumenterebbe notevolmente. Cercate un Paese instabile politicamente e fortemente indebitato e troverete la possibile voce fuori dal coro. Il nostro favorito? Il Belgio.
5. **QEnnesimo:** Negli scorsi anni le Banche Centrali hanno mostrato di non avere limiti nei loro interventi che si fanno sempre più aggressivi ed incisivi. È possibile quindi che la FED non fermi al QE4 e la BCE inventi qualcosa d'altro dopo LTRO e OMT. Il 2013 non sembra l'anno delle strategie d'uscita ma piuttosto quello dell'aumento delle dosi di una medicina che non sembra funzionare a dovere. In caso di crisi e caduta delle borse prevediamo ulteriori massicci interventi delle Banche Centrali e non escludiamo acquisti mirati di azioni per sostenere le quotazioni.

Questa nostra analisi non comprende naturalmente gli imprevisti che come abbiamo visto anche nel 2012 possono avere conseguenze sui mercati finanziari. Citiamo unicamente l'uragano Sandy che si è abbattuto in autunno sulla costa nord-orientale degli Stati Uniti. Per coprirne i costi il Presidente Obama ha stanziato 60 Mia di USD – esattamente la stessa cifra ricavata dagli aumenti di tasse decisi dopo settimane di furiose trattative in alternativa al Fiscal Cliff. La guerra civile in Siria infuria tra l'indifferenza della comunità internazionale visto che le fonti petrolifere del Medio Oriente non sono in pericolo. L'intervento della Francia in Mali rischia invece di trasformarsi in tragedia. Hollande sta marciando da solo contro truppe ben armate ed organizzata e rischia di fare la stessa fine degli americani in Somalia. Se sta tentando di distogliere l'attenzione sui problemi economici interni sta facendo un altro grave errore di valutazione.



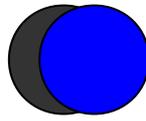
BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

## Previsioni per i mercati azionari

Lo scenario macroeconomico mondiale prevede un rallentamento generalizzato con il PIL che dovrebbe crescere unicamente del +2.4% contro una crescita finale (cifre non definitive) per il 2012 stimata al 3.5% (FMI). Il rallentamento dovrebbe riguardare soprattutto i Paesi in via di sviluppo e l'Europa. Quest'anno la recessione in Europa dovrebbe aggravarsi rispetto al 2012. Le borse però guardano già al futuro e scontano una stabilizzazione in Europa ed un miglioramento per il 2014. Effettivamente i numerosi interventi di autorità politiche e Banche Centrali hanno evitato nel 2012 un acuirsi della crisi riportando calma e fiducia sui mercati internazionali. Le borse ne hanno approfittato anche perché si sono sommati numerosi aspetti positivi:

1. I tassi d'interesse molto bassi hanno reso gli investimenti a reddito fisso poco attrattivi. Come reazione gli investitori si sono rivolti ai mercati azionari che effettivamente offrono diversi vantaggi.  
Le società nella crisi possono ristrutturarsi, imporre agli impiegati riduzioni di salario e godere di costi di rifinanziamento bassi. Il risultato é che i margini di guadagno delle imprese sono storicamente a livelli record - difficilmente questo effetto potrà ulteriormente ampliarsi ed é probabile che le stime degli utili per il 2013 ed anni successivi debbano essere riviste al ribasso.  
I bassi tassi d'interesse ed una maggiore propensione al rischio favoriscono un'espansione dei P/E quindi anche se gli utili delle imprese non aumentano, le quotazioni delle azioni salgono per un puro effetto di valutazione.  
Le azioni offrono dividendi interessanti. L'S&P500 rende sulla base dei dividendi il 2.2% (15.01.2012) – la media di lungo periodo é al 4.44%. Se questo scarso reddito viene però paragonato al tasso d'interesse pagato sul Treasury Bond a 10 anni (1.82% / 15.01.2012) risulta ancora attraente.
2. Le Banche Centrali hanno esplicitamente dichiarato di voler perseguire come obiettivo un aumento dei prezzi delle azioni e delle obbligazioni. Intendono in questa maniera creare ricchezza e ottimismo. In questa maniera intendono stimolando i consumatori a spendere e rilanciare così l'economia. Le Banche Centrali premiano i consumi e la speculazione finanziaria punendo il risparmio e l'investimento. Una politica che noi criticiamo aspramente e condanniamo duramente – nel passato ha provocato bolle speculative senza risolvere i problemi economici ed aumentando l'instabilità. A corto termine però ha funzionato almeno per quel che riguarda le borse e potrebbe nuovamente funzionare l'anno prossimo.
3. Nel 2012 gli Stati e le Banche Centrali hanno “aspirato” le perdite e le conseguenze negative della crisi sulle economie domestiche e sulle imprese sono stati contenute. I debiti statali sono aumentati a livelli stratosferici e mai visti nel passato. Gli Stati Unii hanno debiti per 16'400 Mia di USD e un deficit annuale tra il 6% ed il 7% del PIL. La Germania, uno dei Paesi virtuosi e indicato da molti come modello di comportamento, termina il 2012 con un surplus di 2.2 Mia di EUR. Non male considerando che nel 2011 la Germania ha avuto un deficit del 4.1% del PIL. Al ritmo attuale però la Germania ripagherà i debiti accumulati in 1000 anni – questi diventano 2000 se si considerano anche gli impegni a livello di assicurazioni sociali. Questo senza contare le garanzie emesse nell'ambito dei vari programmi di salvataggio europeo.  
In Borsa però sono quotate azioni di società private. Queste si sono mosse in un ambiente ostile poiché caratterizzato da un rallentamento economico. Hanno però approfittato della deflazione e scaricato buona parte dei problemi sugli Stati. Le persone licenziate spariscono dalla lista paga ma rimangono come consumatori di beni e servizi grazie ai sussidi ed alle assicurazioni sociali forniti dagli Stati.

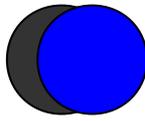


Il 2012 é terminato con un'evidente squilibrio sui mercati che viene lentamente corretto e compensato. Cerchiamo di spiegarvi le ragioni di questi squilibrio e osserviamo innanzitutto come sono andati in generale i mercati finanziari.

Key ETF Performance (%)															
US Related					Global										
ETF	Description		Dec.	Q4	2012	ETF	Description		Dec.	Q4	2012				
SPY	S&P 500	↑	0.18	↓	-1.08	↑	13.47	EWA	Australia	↑	0.68	↑	5.67	↑	17.26
DIA	Dow 30	↑	0.37	↓	-2.59	↑	7.16	EWZ	Brazil	↑	8.71	↑	3.72	↓	-2.30
QQQ	Nasdaq 100	↓	-1.02	↓	-5.02	↑	16.66	EWC	Canada	↑	1.03	↓	-0.32	↑	6.77
IJH	S&P Midcap 400	↑	1.58	↑	3.06	↑	16.08	FXI	China	↑	8.88	↑	16.91	↑	16.00
IJR	S&P Smallcap 600	↑	2.36	↑	1.34	↑	14.35	EWQ	France	↑	5.17	↑	12.44	↑	20.48
IWB	Russell 1000	↑	0.50	↓	-0.42	↑	14.10	EWG	Germany	↑	5.02	↑	9.44	↑	28.51
IWM	Russell 2000	↑	2.73	↑	1.05	↑	14.33	EWH	Hong Kong	↑	1.62	↑	6.70	↑	25.53
IWV	Russell 3000	↑	0.77	↓	-0.20	↑	14.15	INP	India	↑	0.37	↑	1.07	↑	27.26
NYC	NYSE Comp	↑	1.34	↑	1.83	↑	11.97	EWI	Italy	↑	5.49	↑	11.80	↑	12.18
IWV	S&P 500 Growth	↓	-0.73	↓	-2.71	↑	12.32	EWJ	Japan	↑	4.56	↑	6.32	↑	7.03
IJK	Midcap 400 Growth	↑	0.75	↑	2.19	↑	15.88	EWK	Mexico	↑	4.86	↑	7.86	↑	31.19
IJT	Smallcap 600 Growth	↑	2.31	↑	0.51	↑	12.85	EWP	Spain	↑	4.63	↑	9.28	↓	-0.03
IVE	S&P 500 Value	↑	1.50	↑	0.91	↑	14.80	RSX	Russia	↑	7.40	↑	3.86	↑	12.20
IJJ	Midcap 400 Value	↑	2.32	↑	3.68	↑	16.00	EWU	UK	↑	1.47	↑	3.13	↑	11.01
IJS	Smallcap 600 Value	↑	2.77	↑	2.42	↑	15.98	EFA	EAFE	↑	3.25	↑	7.28	↑	14.80
DVY	DJ Dividend	↓	-0.69	↓	-0.76	↑	6.45	EEM	Emerging Mkts	↑	6.17	↑	7.36	↑	16.93
RSP	S&P 500 Equalweight	↑	1.74	↑	2.18	↑	15.21	IOO	Global 100	↑	1.73	↑	2.50	↑	10.39
FXB	British Pound	↑	1.41	↑	0.59	↑	4.29	EEB	BRIC	↑	4.44	↑	1.52	↑	2.83
FXE	Euro	↑	1.45	↑	2.56	↑	1.58	DBC	Commodities	↓	-1.14	↓	-3.14	↑	3.50
FXF	Yen	↓	-5.02	↓	-10.15	↓	-11.65	USO	Oil	↑	2.49	↓	-2.20	↓	-12.44
XLY	Cons Disc	↓	-0.19	↑	1.39	↑	21.58	UNG	Nat. Gas	↓	-7.31	↓	-11.43	↓	-26.86
XLP	Cons Stap	↓	-3.16	↓	-2.58	↑	7.42	GLD	Gold	↓	-2.43	↓	-5.74	↑	6.60
XLE	Energy	↑	0.51	↓	-2.74	↑	3.31	SLV	Silver	↓	-9.24	↓	-12.28	↑	9.02
XLF	Financials	↑	4.00	↑	5.13	↑	26.08	SHY	1-3 Yr Treasuries	↓	-0.02	↓	-0.09	↓	-0.09
XLV	Health Care	↓	-0.89	↓	-0.60	↑	14.96	IEF	7-10 Yr Treasuries	↓	-1.20	↓	-0.89	↑	1.82
XLI	Industrials	↑	2.07	↑	3.75	↑	12.30	TLT	20+ Yr Treasuries	↓	-2.89	↓	-2.45	↓	-0.06
XLB	Materials	↑	2.29	↑	2.01	↑	12.06	AGG	Aggregate Bond	↓	-0.65	↓	-0.82	↑	1.15
XLK	Technology	↓	-0.96	↓	-6.41	↑	13.36	BND	Total Bond Market	↓	-0.57	↓	-0.82	↑	1.19
IYZ	Telecom	↑	1.59	↓	-4.97	↑	15.52	TIP	T.I.P.S.	↓	-1.22	↓	-0.29	↑	4.04
XLU	Utilities	↓	-1.13	↓	-4.04	↓	-2.94								

Questa tabella riassume le performances degli ETF in USD nelle varie classi d'investimento. Considerando che il cambio EUR/USD é rimasto stabile un investitore europeo avrebbe ottenuto all'incirca gli stessi risultati.

Notate che le azioni si sono comportate piuttosto bene. Mentre in America le performance dei vari settori sono state omogenee (solo i titoli finanziari risaltano) in Europa ci sono forti differenze geografiche. Le borse dei Paesi mediterranei (Italia, Spagna) hanno sottoperformato mostrando però un netto recupero nell'ultimo trimestre dell'anno. Questa é una conseguenza della crisi del debito che ha inizialmente punito eccessivamente le azioni di questi Paesi. Quando i politici e la BCE sono con successo intervenuti a stabilizzare la situazione questo eccesso é stato corretto. Gli spreads tra le obbligazioni di Stato sono scesi e gli indici borsistici hanno recuperato. Da una completa avversione al rischio i mercati stanno tornando ad un valutazione più equilibrata. Considerando i valori fondamentali le borse di Grecia, Italia, Portogallo e Spagna sono ancora in



BERNASCONI  
CONSULT

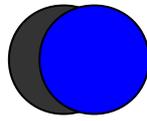
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

netto ritardo. Se come pensiamo nel 2013 la BCE riuscirà a mantenere la situazione di precario equilibrio che ha contraddistinto la fine del 2012, queste borse continueranno a recuperare. **Detto molto semplicemente il FTSE MIB é ancora sottovalutato di un 30% rispetto al DAX – se gli investitori si comporteranno in maniera razionale, questo differenziale dovrebbe in parte ridursi.**

Il comportamento dei politici e delle Banche Centrali resteranno però determinanti anche nel 2013. La nostra paura é che perdano in una maniera o nell'altra il controllo della situazione e/o non siamo più in grado di valutare le conseguenze dei loro interventi. Visto che FED, BCE, BoJ e BoE non hanno la minima intenzione di ritirarsi e considerare una strategia d'uscita alle varie forme di QE, é probabile che ci sia un eccesso nella direzione opposta con uno stimolo monetario dall'effetto incontrollato. Siamo purtroppo convinti che questo succederà in Giappone – temiamo che questo possa avvenire anche in Europa ed America. **Questo significa che il rialzo delle borse potrebbe continuare incurante dei valori fondamentali e delle prospettive economiche.** Se gli Stati facessero a gara a svalutare le loro monete per contenere il debito e rilanciare le esportazioni gli investitori potrebbero scegliere di comperare valori reali abbandonando la moneta cartacea.

Il più importante indice azionario al mondo, l'S&P500, ha terminato il 2012 a 1426 punti. Un anno fa, su base fondamentale, avevamo previsto un valore a fine 2012 di 1260 punti. Rileggiamo con interesse i nostri ragionamenti:

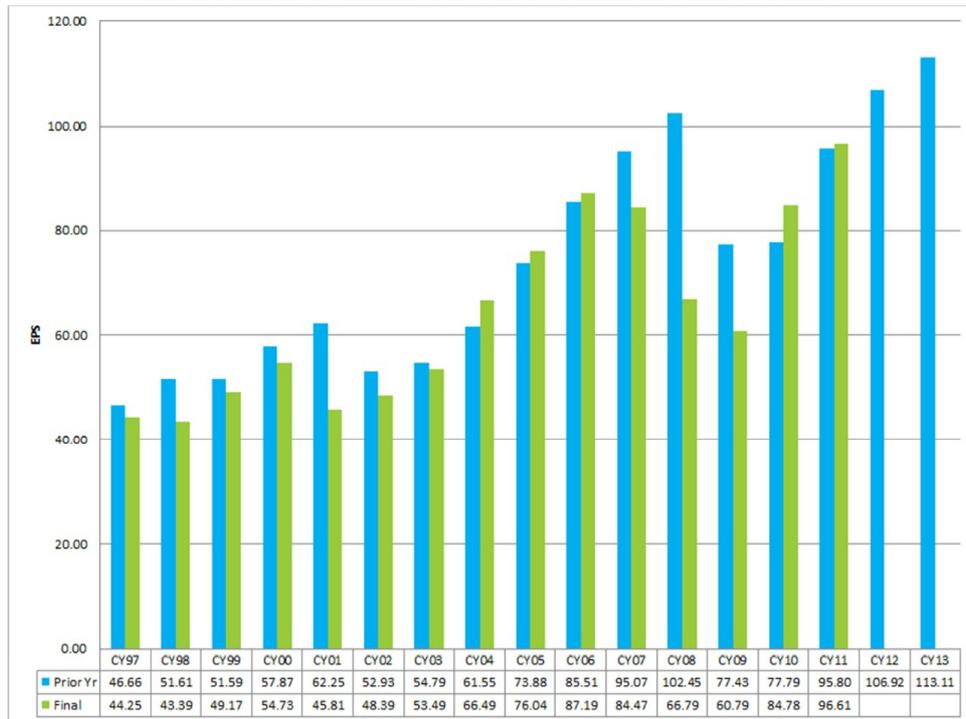
*“Abbiamo studiato nel dettaglio le proiezioni degli analisti per i guadagni 2012 delle 500 società comprese nell'indice. Tenendo conto del nostro scenario macroeconomico riteniamo che 90 USD di earnings siano realisti. Ricordiamoci che il problema dei debiti riguarda unicamente gli Stati mentre le società si muovono abilmente e difendono la propria redditività all'interno di un'economia mondiale in crescita, una americana in moderata recessione ed una europea che oscilla tra una recessione ed una depressione. Capitalizzando i 90 USD con un P/E normale di 14 arriviamo ad un valore di equilibrio dell'S&P500 a 1260 punti. L'S&P500 dovrebbe quindi finire l'anno nuovamente invariato. Se invece una crisi di fiducia ed una rivolta della popolazione europea contro governi di tecnocrati provocherà una recessione mondiale ed un bear market con compressione dei P/E a 10, l'S&P500 rischia di precipitare sensibilmente sotto i 1000 punti.”*



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

S&P 500 Bottom-UP EPS: One-Year Prior EPS Estimate vs. Final EPS Number

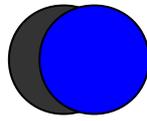


Source: FactSet Estimates

A posteriori é facile notare dove si trova l'errore. Gli earnings 2012 delle società dell'S&P500 hanno raggiunto i 107 USD con forti differenze positive sui titoli bancari rispetto alle stime iniziali. La scelta di un P/E a 14 era invece corretta – questo avrebbe fissato il valore teorico dell'indice a 1498 punti. Naturalmente ora bisogna giudicare se le stime 2013 a 113 USD di earnings sono corrette. Vedete che gli analisti seguono la tendenza e non riescono a prevedere i cambiamenti di direzione (2001 e 2008). Noi siamo convinti che i margini di guadagno sono eccessivi e non possono essere aumentati ulteriormente. Con economie in rallentamento pensiamo piuttosto che la somma degli earnings debba diminuire a 100 USD. Molti autorevoli analisti sono del nostro parere. **Capitalizzando questi 100 USD a 14 l'S&P500 vale 1400 punti.** Partiremo da questo valore di base per sviluppare il nostro scenario 2013.

### Consigli d'investimento

Completata l'analisi macroeconomica e del comportamento dei mercati finanziari nel 2012 ci rendiamo conto che siamo confrontati ad uno sviluppo divergente. Da una parte abbiamo la crisi dei debiti degli Stati che nel 2012 ha imperversato in Europa e nel 2013 dovrebbe estendersi a Giappone e Stati Uniti. I deficit statali e la politica dei bassi tassi d'interesse hanno creato un limbo artificiale nel quale le imprese hanno trovato il modo di muoversi agilmente difendendo la loro redditività. Fino a quando politici e Banche Centrali saranno in grado di mantenere questo instabile equilibrio é probabile che i mercati azionari rimangano ad alti livelli. In mancanza di alternative potrebbero continuare ad apprezzarsi. Le borse dei Paesi mediterranei ed in particolare l'Italia sono fondamentalmente ancora sottovalutate. Invece le borse dei Paesi che durante la crisi europea sono servite da bene rifugio sono ora sopravvalutate. Ci riferiamo in particolare al DAX tedesco. In assenza di shock esterni é probabile che questa differenza venga colmata grazie ad una sovraperformance delle borse mediterranee – questo effetto l'abbiamo già visto nell'ultimo trimestre 2012.



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

La borsa americana é valutata correttamente se crediamo alle stime di guadagno degli analisti per il 2013. Siamo però convinti che i margini debbano ridursi e che le stime sono troppo ottimistiche. Inoltre crediamo che l'economia americana continuerà a ristagnare e c'è quindi da domandarsi se le valutazioni utilizzate (P/E a 14) non siano troppo ricche. **Se l'S&P500 americano chiuderà il 2013 sopra o sotto i 1400 punti dipenderà soprattutto dalle operazioni della FED.** Non pensiamo che gli obiettivi fissati nel QE4 verranno raggiunti (disoccupazione ed inflazione) e quindi l'unica variante rispetto allo status quo é un'ulteriore aumento dello stimolo monetario con manipolazioni che potrebbero toccare anche il mercato azionario dopo quello obbligazionario. In questo caso un nuovo massimo storico dell'S&P500 sopra i 1576 punti di ottobre 2007 é possibile. In generale l'azione delle Banche Centrali é favorevole ai mercati azionari e difficilmente questo sostegno verrà a mancare durante il 2013.

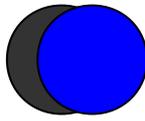
**I rischi che qualcosa vada male sono però molteplici.** Le probabilità che nel 2013 ci sia una o più crisi é alta. L'UE e la BCE sembrano avere la situazione sotto controllo ed in particolare i problemi di Italia e Spagna sono conosciuti e sono stati affrontati con un buon iniziale successo. I mercati finanziari scontano però una ripresa economica che non si concretizzerà nei termini previsti. I politici sottovalutano il problema della disoccupazione e delle tensioni sociali che si stanno accumulando. La Francia sta andando incontro ad una crisi strutturale di ampia portata. La Gran Bretagna potrebbe abbandonare l'Unione Europa. Purtroppo é impossibile sapere in anticipo quando questi problemi si riverseranno sui mercati finanziari. L'analisi ciclica, che l'anno scorso ha sbagliato a causa degli interventi di politici e banchieri centrali, non ci aiuta. Cerchiamo quindi di basarci sulle certezze e per il resto di sviluppare scenari legati al calcolo delle probabilità e mantenendo la dovuta flessibilità.

1. Siamo convinti che il **Giappone** é ad un punto cruciale. Lo Yen continuerà a svalutarsi – per il momento é uno sviluppo voluto e che ha un effetto positivo su economia e borsa. Per alcuni mesi il rialzo del Nikkei dovrebbe proseguire. In seguito il calo della moneta nipponica continuerà a causa di una perdita di fiducia degli investitori. A quel punto i tassi d'interesse sui titoli di Stato saliranno sfuggendo al controllo della BoJ ed il Nikkei crollerà. **Sul lungo termine bisogna shortare Yen e titoli di Stato giapponesi.**
2. I tassi d'interesse sull'Euro e sul USD sono ad un minimo storico. **È molto probabile che a luglio del 2012 sia stato raggiunto un top di lungo periodo sul Bund tedesco e sull'US Treasury americano decennali.** Scommettiamo su un rialzo di lungo periodo dei tassi d'interesse. Per i prossimi mesi l'azione delle Banche Centrali impedirà un movimento sostanziale ma la tendenza é questa.
3. **Pensiamo che la Francia diventerà il prossimo grande malato europeo. Evitiamo quindi investimenti in Francia e shortiamo l'OAT. Il tasso d'interesse sul titolo di Stato francese a 10 anni è decisamente troppo basso e nel 2013 dovrebbe ad un certo punto salire di un 2%.**
4. In borsa favoriamo investimenti in azioni che diano una buona combinazione di reddito, stabilità e crescita regolare.

Riteniamo che il 2013 sarà un anno difficile con lunghi periodi di calma relativa ed improvvise crisi che provocheranno sensibili correzioni sui mercati azionari. Alle crisi si opporranno la politica e le Banche Centrali con decisioni sempre più imprevedibili e poco ortodosse.

A livello politico influssi importanti potrebbero venire dalle elezioni in Italia (febbraio) e in Germania (settembre). Tra febbraio e marzo le discussioni negli Stati Uniti sulla spesa pubblica e l'innalzamento del tetto d'indebitamento creeranno incertezza e provocheranno una fase negativa di borsa. Pensiamo che tra circa sei mesi ci si renderà conto che le previsioni economiche per l'Europa sono troppo ottimistiche e devono essere corrette al ribasso. Questo dovrebbe provocare un moderato ribasso delle borse europee.

La crisi delle banche é ancora latente ed un anno fa a questo proposito abbiamo scritto: *"In*



BERNASCONI  
CONSULT

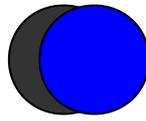
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

*Europa prevediamo fallimenti e nazionalizzazioni nel settore bancario. Gli istituti grandi ed indispensabili verranno salvati. Di conseguenza bisogna prestare la massima attenzione alla banca presso la quale sono depositati i risparmi. L'enorme massa di debiti e di derivati potrebbe creare un tracollo del sistema finanziario. È un avvenimento che non prevediamo ma non possiamo escludere vista l'attuale forte instabilità ed evidente impotenza delle autorità."*

Manteniamo questa opinione. Anche i consigli riguardanti altri beni reali sono ancora validi: "A chi giustamente cerca rifugio nell'immobiliare sconsigliamo il mattone e suggeriamo di preferire la terra, specialmente quella agricola. In un mondo dominato dalle svalutazioni competitive e dalla perdita di valore della moneta, i valori reali saranno ricercati."

Nel 2012 l'oro ha deluso i suoi investitori visto che la prevista continuazione del rialzo di lungo periodo non c'è stata. Noi restiamo però positivi sia tecnicamente che fondamentalmente. L'oro è in un trend rialzista e guadagnerà di valore. Gli esperti prevedono quotazioni sui 2000-2500 USD oncia. Noi non abbiamo obiettivi chiari poiché non abbiamo un metodo fondamentale per valutare correttamente un bene rifugio e legato a reazioni emozionali come l'oro. **Graficamente i 2000 USD/oncia sono un target realistico.** Al momento si può valutare anche una diversificazione in titoli di miniere d'oro che offrono una buona valutazione relativa ed un'interessante rendimento. A livello monetario crediamo che il cambio EUR/USD continuerà restare stabile sugli 1.30 oscillando durante l'anno tra gli 1.20 e gli 1.40.

Le svalutazioni competitive renderanno i cambi volatili ed imprevedibili. Inutile diversificare troppo al di fuori dell'Euro – su questo punto siamo d'accordo con Mario Draghi quando dichiara che l'EUR è irreversibile. Non crediamo che l'EUR 2018 sarà lo stesso dell'EUR 2013 ma sicuramente continuerà ad esistere.



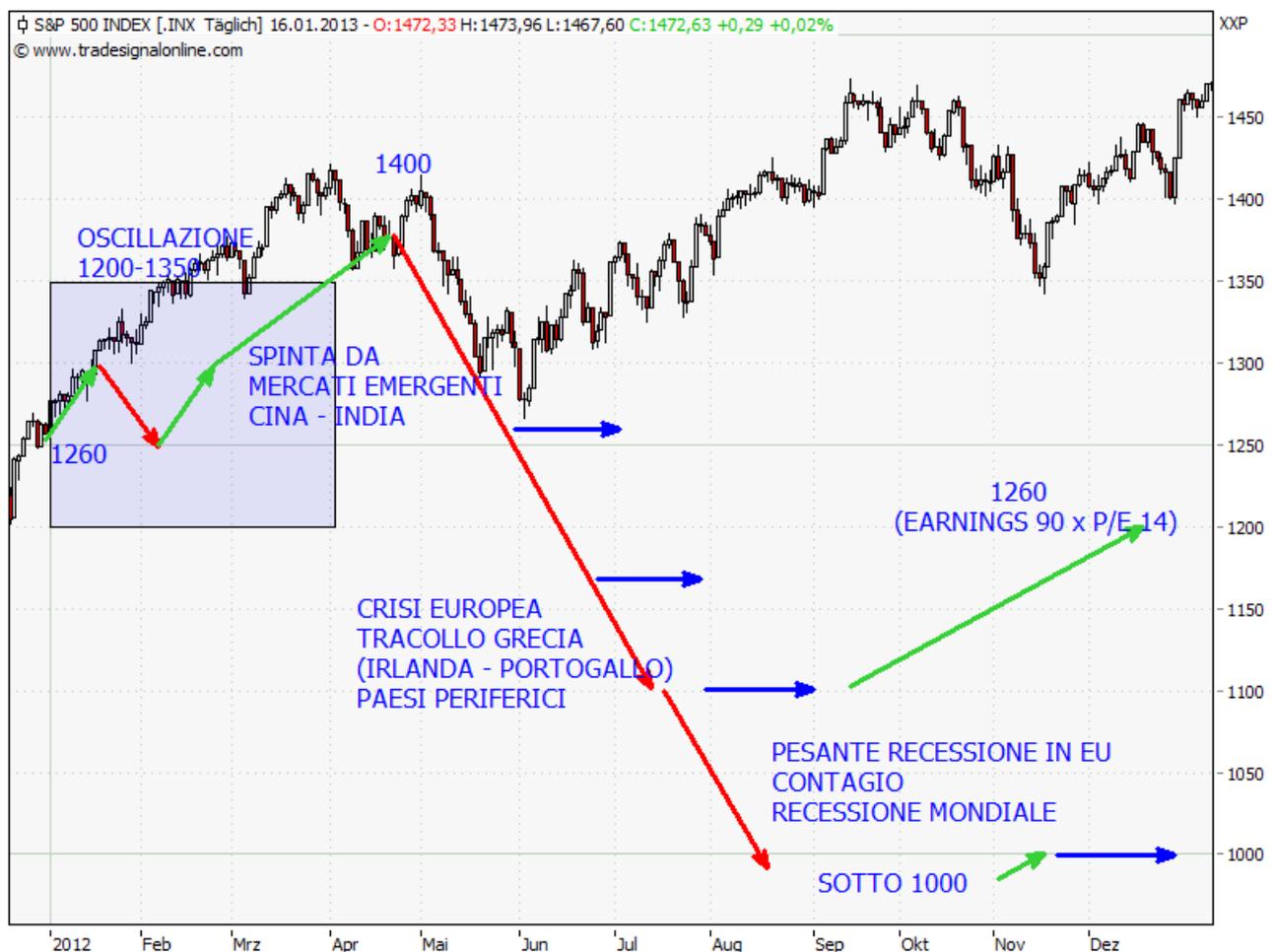
BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

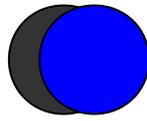
## Scenario 2012 - S&P500

Utilizzando l'analisi tecnica, esempi del passato ed i possibili scenari descritti precedentemente tentiamo ora di prevedere l'andamento dell'S&P500 per l'anno 2013. È la terza seconda volta che tentiamo un esercizio del genere. L'anno scorso avevamo prudentemente aggiunto “...coscienti del fatto che sbaglieremo”. L'analisi tecnica non prevede il futuro ma mostra da che parte tira il vento. Normalmente prevediamo una fase dopo l'altra anche perché più ci si allontana nel tempo e più aumentano le varianti e le probabilità d'errore.

Nel 2012 abbiamo indovinato l'andamento della prima parte dell'anno sbagliando clamorosamente lo sviluppo da luglio.



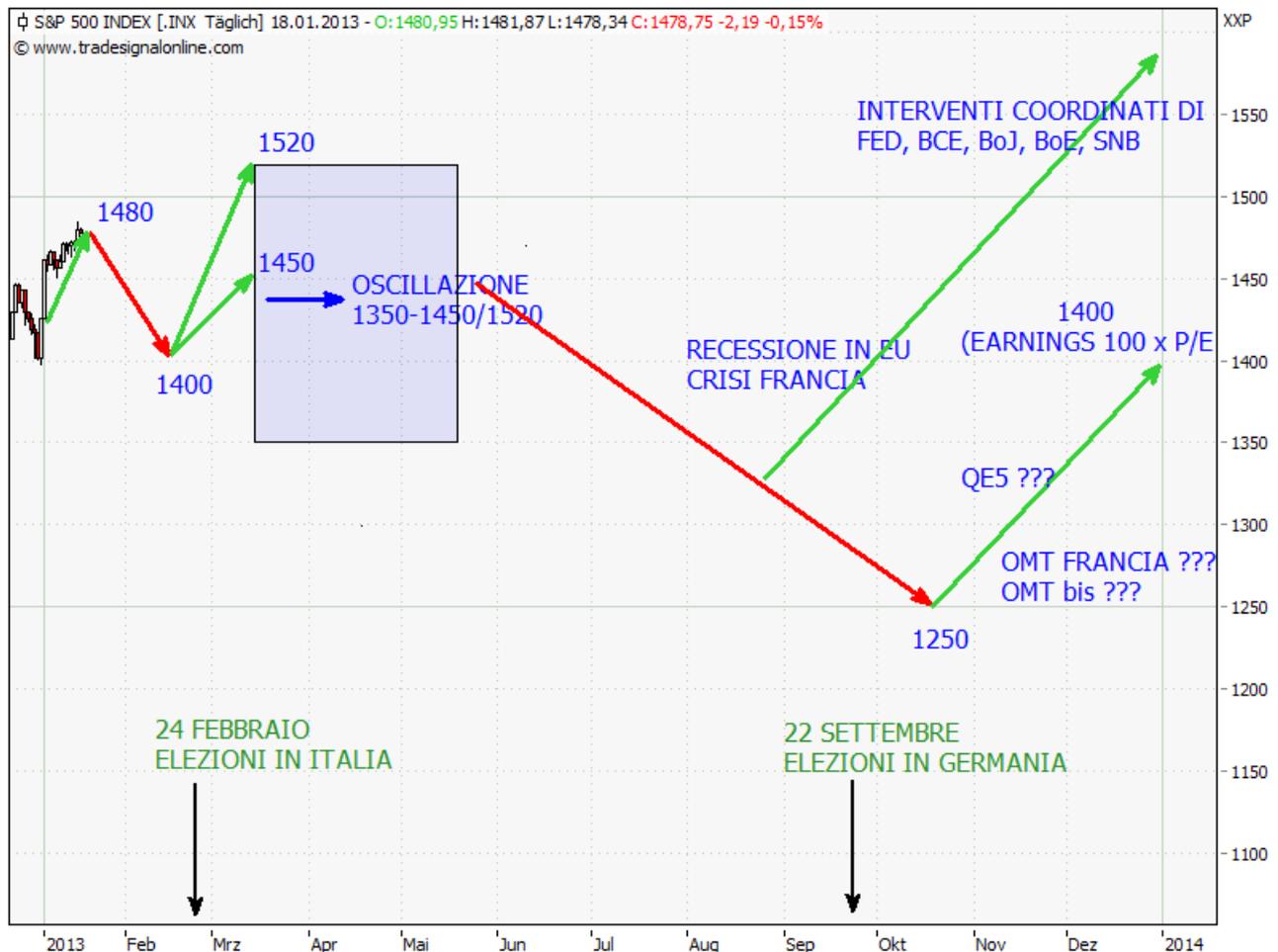
Sul grafico vedete le frecce con le quali indicavamo le nostre previsioni insieme a quello che è effettivamente successo. Abbiamo già discusso le ragioni dell'errore. Non abbiamo previsto la decisa reazione dei politici e della BCE alla crisi del debito, il costoso e forse inutile salvataggio della Grecia ed il programma OMT. Inoltre i risultati delle imprese americane sono stati migliori del previsto anche grazie ad un debito statale americano fuori controllo (1100 Mia di USD o il 7% del PIL). La seconda parte dell'anno è stata quindi dominata da un rialzo ed il ribasso causato da un possibile tracollo dell'Europa e da una conseguente recessione mondiale non si è verificato.

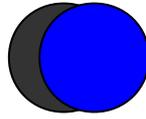


BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Nel 2013 prevediamo un mercato per saldo invariato. L'S&P500 ha iniziato l'anno a 1426 punti e dovrebbe finirlo sui 1400 punti. Il rialzo della fine 2012 dovrebbe esaurirsi intorno al 20 di gennaio sui 1480 punti. È la previsione che manteniamo da settimane sul sito e riteniamo sia corretta. Dovrebbe poi seguire una correzione a medio termine causata dalle discussioni riguardanti il budget americano e l'innalzamento del tetto d'indebitamento. Gli investitori odiano l'incertezza e questo sarà un buon motivo per una fase di debolezza. Poi ci aspettiamo un'ulteriore reazione positiva che dovrebbe sfociare in un massimo ascendente sui 1520 punti o discendente sui 1450 punti. La differenza dipenderà dal risultato delle trattative tra Democratici e Repubblicani. Se gli Stati Uniti non taglieranno la spesa il dollaro si indebolirà e la borsa festeggerà con un nuovo massimo annuale. In primavera ci aspettiamo un periodo di tranquillità interrotto unicamente da eventuali conseguenze delle elezioni in Italia. L'S&P500 potrebbe in caso di difficoltà correggere ancora una volta di un centinaio di punti. L'estate sarà dominata nuovamente dalle vicende europee. Ci aspettiamo una recessione superiore alle attese ed una revisione al ribasso per le previsioni di crescita 2014. Prevediamo notevoli difficoltà in Francia. Questo provocherà un forte calo delle borse europee (stavolta soprattutto CAC40) e avrà conseguenze anche per l'S&P500. Un'ulteriore calo dell'S&P500 fino ai 1250 punti è possibile. Siamo però convinti che Mario Draghi interverrà nuovamente aiutando finanziariamente Paesi in difficoltà e banche sull'orlo del fallimento. La Cancelliera Merkel, vicina alle elezioni, sarà obbligata ad impegnarsi e la Germania si assumerà ulteriori impegni. In teoria questo dovrebbe bastare a stabilizzare il mercato e permettere all'S&P500 di chiudere l'anno sul suo valore teorico fondamentale di 1400 punti.





BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Nel caso in cui la situazione degenerasse e i mercati finanziari rischiassero un crollo (non dimenticate che anche il Giappone e lo Yen saranno probabilmente in difficoltà) prevediamo interventi coordinati di tutte le Banche Centrali mondiali – questa volta potrebbero non solo manipolare tassi d'interesse e mercati obbligazionari ma osare ormai anche il passo finale comperando azioni o imponendo tassi d'interesse negativi. In questo caso ci aspettiamo un decollo delle borse verso nuovi massimi storici. Quando manca la fiducia nei governi e nella carta moneta si compra qualsiasi bene reale a qualsiasi prezzo. Non dimenticate l'oro.

Queste previsioni prendono in considerazione aspetti ciclici e stagionali. Normalmente la prima parte dell'anno é positiva - poi segue una fase di stasi. Da maggio ad ottobre si concentrano i periodi problematici ed i mesi statisticamente con la peggior performance. Da metà ottobre spesso si concretizza un recupero che sfocia nel rally natalizio. In America l'anno dopo le elezioni presidenziali é spesso negativo.

Quella descritta é una road map che ci serve a pianificare l'attività durante l'anno. Le probabilità che tutto sia giusto sono scarse e saremo obbligati durante l'anno a fare numerose revisioni. É importante e necessario però ad avere un'idea del quadro generale. Nessuno inizia una partita di scacchi ad alto livello senza conoscere nel dettaglio le caratteristiche dell'avversario e le sue strategie. Più la preparazione é accurata e più alte sono le probabilità di evitare errori e reagire correttamente agli attacchi imprevisti e fuori dagli schemi abituali. Le Banche Centrali con la loro politica monetaria si sono avventurate in territori inesplorati. Gli effetti sono ancora sconosciuti. Le cifre in gioco suggeriscono però che il rischio di incidenti é alto e le conseguenze possono essere letali.

Michele Bernasconi

Zollikon, 15 gennaio 2012