

BERNASCONI  
CONSULT

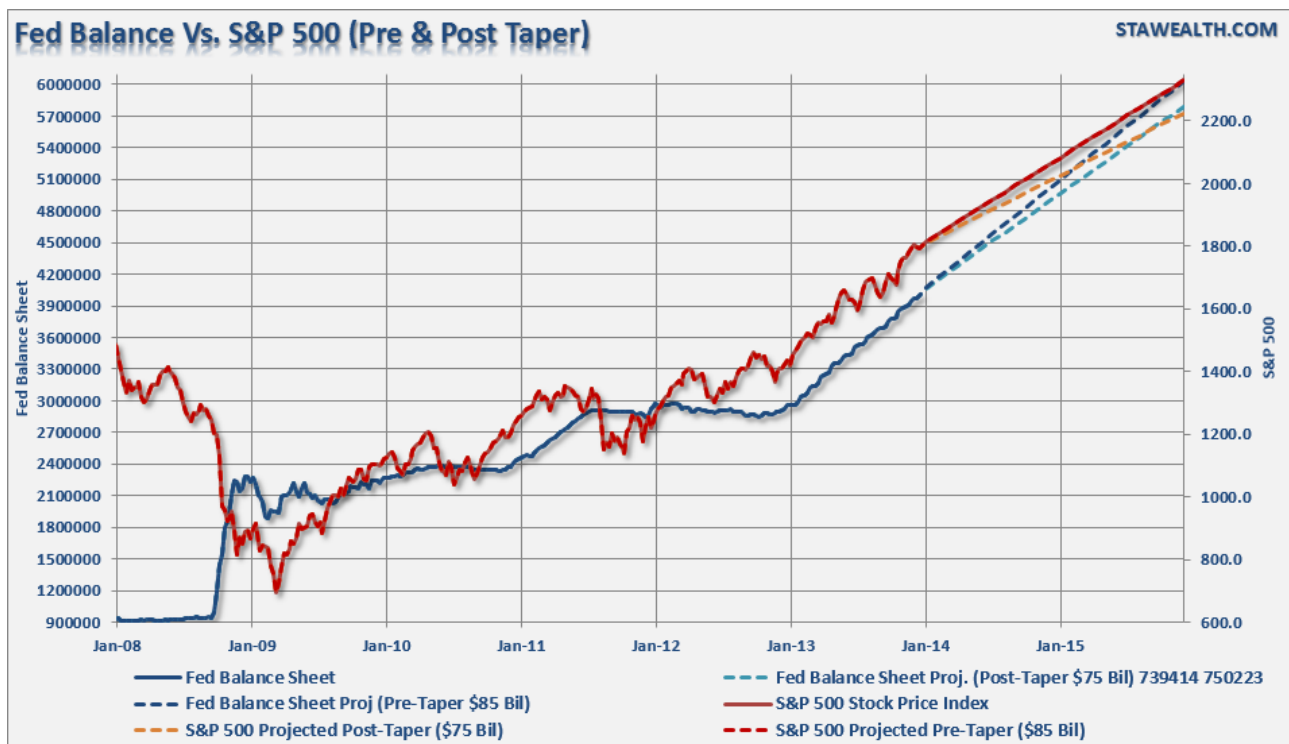
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

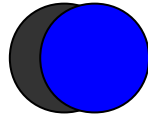
## Previsioni per il 2014 e scenario per i mercati azionari

### Premessa – la politica monetaria

Anche nel 2013 abbiamo sottovalutato l'effetto e le conseguenze della politica monetaria estremamente espansiva di tutte le Banche Centrali indipendenti dei maggiori paesi industrializzati (FED americana, BoJ giapponese, BCE europea, BoE inglese e BNS svizzera). Già nel 2012 avevamo fatto questo errore e nelle previsioni di un anno fa abbiamo scritto: *“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.”*

Nel 2013 questi interventi si sono intensificati. Il 12 dicembre del 2012 il capo della FED Bernanke ha annunciato un aumento del QE. Gli acquisti mensili di obbligazioni sono passati da 40 Mia. a 85 Mia. di USD al mese. Le operazioni della FED sono praticamente diventate l'unica determinate dello sviluppo del mercato azionario americano. Il valore delle azioni è salito in parallelo con l'espansione della somma di bilancio della FED ignorando tutto il resto. Guardate questo grafico.





BERNASCONI  
CONSULT

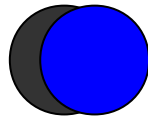
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Noi avevamo pronosticato per fine 2014 un S&P500 a 1400 punti basandoci su earnings per azione (utili netti per le società contenute nell'S&P500) di 100 USD capitalizzati con un P/E a livello medio di 14 – avevamo quindi creduto che i mercati finanziari dovessero tornare alla normalità e realtà. Come rivedremo in seguito gli earnings 2013 sono risultati essere di USD 101.03 USD – la differenza rispetto alla nostra previsione é stata fatta dal P/E che si é espanso a circa 18 costituendo un'evidente sopravvalutazione. L'S&P500 ha terminato il 2013 a 1848 punti con una performance del +29.7%.

Politici e banchieri centrali non cambieranno strategia. Hanno deciso, secondo le più classiche teorie economiche Keynesiane, di stimolare l'economia attraverso la manipolazione dei mercati finanziari. Non possono fare marcia indietro fino a quando l'economia non crescerà in maniera abbastanza forte da continuare ad espandersi anche senza l'ausilio dello stimolo monetario. In un secondo tempo sarà poi necessario intraprendere una politica monetaria e fiscale restrittiva, riassorbire la liquidità in eccesso, eliminare le obbligazioni nei bilanci delle Banche Centrali e riportare il debito pubblico a livelli accettabili. Sappiamo già che la seconda parte del programma é irrealizzabile in maniera indolore. Non sappiamo però se il riaggiustamento avverrà attraverso iperinflazione, taglio del debito, default, inflazione, recessione o depressione. È inutile in questa sede esplorare le possibili varianti. Nell'immediato il mondo sta seguendo il deleterio esempio giapponese. Nessuno ha interesse a cambiare strada poiché questa politica monetaria rimanda la soluzione dolorosa dei problemi e continua a fornire a tutti una sensazione di benessere e di speranza. L'attuale debole crescita economica é un'illusione monetaria ed é presa in prestito alle generazioni future. La crescita oggi basata sul debito significa recessione in futuro quando il debito andrà ripagato. Già oggi sta avvenendo un'enorme e silenzioso trasferimento di ricchezza dai risparmiatori, dalle classe meno abbienti e dai giovani in favore dei debitori, dei ricchi investitori e dei pensionati.

Nell'immediato però le Banche Centrali attraverso la politica monetaria e gli Stati attraverso la spesa pubblica e la politica fiscale, si sono impegnati ad evitare qualsiasi crisi e recessione. Non possono fare marcia indietro. Se la correlazione tra espansione del bilancio della FED e S&P500 continua in maniera lineare, l'S&P500 salirà per fine 2014 a 2000 punti. Questo anche considerando il ridicolo tapering di 10 Mia di USD annunciato il 18 dicembre scorso.

Molti però sono i rischi e alte sono le probabilità che qualcosa vada male. Vediamoli assieme.

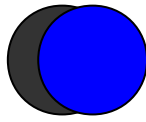


## Scenario macroeconomico

Un anno fa avevamo scritto questa dichiarazione introduttiva: *“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 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 è 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 è una grave ipoteca per il futuro.”* Nel frattempo è cambiato ben poco. Grazie alla politica monetaria espansiva le prospettive economiche stanno migliorando. Parlare di robusta ripresa e crescita è eccessivo. Dopo anni di crisi e in parte recessione l'economia mondiale si sta però riprendendo. Vediamo quelle che sono le previsioni ufficiali dell'OCSE.

### Summary of projections

	2013	2014	2015	2013		2014		2015				2013	2014	2015		
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q4 / Q4		
Per cent																
<b>Real GDP growth</b>																
United States	1.7	2.9	3.4	2.8	2.1	3.0	3.1	3.3	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5	2.1	3.2	3.5
Euro area	-0.4	1.0	1.6	0.5	0.8	1.0	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	0.4	1.3	1.8
Japan	1.8	1.5	1.0	1.9	3.0	3.1	-2.9	1.2	1.2	1.5	1.7	1.8	-2.2	3.2	0.6	0.7
Total OECD	1.2	2.3	2.7	2.0	2.2	2.5	2.0	2.5	2.6	2.8	2.8	2.9	2.5	1.9	2.4	2.8
China	7.7	8.2	7.5											8.0	7.8	7.4
<b>Inflation<sup>1</sup></b>																
year-on-year																
United States	1.2	1.6	1.8	1.1	1.1	1.3	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9			
Euro area	1.4	1.2	1.2	1.3	1.1	1.2	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3			
Japan	0.2	2.3	1.8	0.9	0.9	1.0	3.1	2.5	2.7	2.9	0.9	1.0	2.4			
Total OECD	1.5	1.9	2.0	1.6	1.5	1.6	2.0	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	2.1			
China	2.5	2.4	2.4	2.6	2.6	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4			
<b>Unemployment rate<sup>2</sup></b>																
United States	7.5	6.9	6.3	7.3	7.2	7.1	7.0	6.8	6.7	6.5	6.4	6.2	6.1			
Euro area	12.0	12.1	11.8	12.1	12.1	12.2	12.2	12.1	12.1	12.0	11.9	11.8	11.7			
Japan	4.0	3.9	3.8	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8			
Total OECD	8.0	7.8	7.5	8.0	8.0	7.9	7.9	7.8	7.7	7.7	7.6	7.5	7.4			
<b>World trade growth</b>																
	3.0	4.8	5.9	2.3	4.2	5.1	5.4	5.7	5.8	6.0	6.0	6.1	6.1	3.7	5.5	6.0



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Non é nostro compito correggere o criticare queste stime. Non siamo un ufficio di studi economici e non abbiamo le risorse per un'analisi approfondita. Prendiamo i dati per buoni e ci limitiamo ad un commento. La crescita economica sarà robusta solo in America ed in alcuni mercati emergenti. In Cina il ritmo di crescita resta alto ma insufficiente per assorbire la massa di persone in cerca di lavoro e risolvere i problemi strutturali e d'indebitamento. Ne riparleremo più tardi. In Europa si prospetta una debole ripresa senza diminuzione delle disoccupazione. Sarà più che altro un rimbalzo da bassi livelli frenato dall'indebitamento statale e da una forte pressione fiscale. Questo miglioramento ha sicuramente effetti psicologici positivi. A livello di borse, in rialzo praticamente da 5 anni, la ripresa é però ampiamente scontata. In Giappone lo stimolo economico fornito dall'espansione della spesa pubblica grazie al debito finanziato dalla BoJ combinato con tassi d'interesse praticamente sullo 0% (Abenomics) dovrebbe esaurire il suo effetto positivo verso la fine dell'anno prossimo. Resterà un tasso d'inflazione del 2%, sufficiente per erodere i risparmi della popolazione che sta drammaticamente invecchiando. Stagnazione economica e inflazione – questa combinazione conosciuta sotto il nome di stagflazione porterà il Paese già oberato dai debiti alla rovina.

Non sono questi i ritmi di crescita economica necessari per giustificare il bull market delle borse occidentali che vive soprattutto di liquidità e speranza. D'altra parte non c'è mai stato un bear market senza tassi d'interesse in crescita e/o recessione. Entriamo quindi nel dettaglio.

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 tre anni non é cambiato molto.

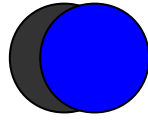
**1. Politica delle Banche Centrali.** Nel 2011 avevamo scritto a questo proposito: *“Le Banche Centrali condotte dalla FED statunitense stanno evidentemente tentando di re-inflazionare le economie facendo, nel limite del possibile, salire il valore delle azioni. È questo un obiettivo dichiarato di Bernanke 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 dello scoppio di quella precedente. È 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. È 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. (...) Stati, banche e privati cercano contemporaneamente di ridurre i debiti creando una spirale deflazionistica e frenando la crescita economica.”*

Avrete notato che nel 2013 politici e Banche Centrali hanno continuato a muoversi nella medesima direzione. In particolare rimane la **repressione finanziaria**. Questo effetto sta derubando i risparmiatori che reagiscono cercando alternative. L'anno scorso abbiamo spiegato e commentato questo effetto con un esempio tutt'ora valido:

*“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 é 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*





BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

*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.*

In un contesto economico deflattivo è da escludere che in tempi brevi le Banche Centrali cambino politica. Mentre in America un ritirata parziale delle FED è un'ipotesi percorribile, in Gran Bretagna e Giappone questa è impossibile. In questi tre Paesi il debito pubblico viene parzialmente finanziato attraverso la stampa di moneta. Una ritirata delle banche Centrali avrebbe come conseguenza un aumento dei tassi d'interesse. Quando il servizio del debito comincia a essere la principale fonte di uscita nel bilancio dello Stato, il debito diventa insopportabile togliendo le risorse necessarie ai bisogni del Paese. Gli Stati Uniti possono nel 2014 permettersi un tapering e una cancellazione delle operazioni di QE a condizione che il reddito dell'USD Treasury Bonds decennale non superi sensibilmente la barriera magica del 3% (15.01.2014 al 2.90%). Gran Bretagna e Giappone invece non hanno economicamente la minima chance di risolvere il problema senza l'aiuto delle Banche Centrali.

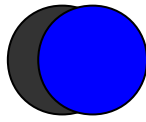
Riassumendo i tassi d'interesse di riferimento sulle maggiori monete mondiali (USD, EUR, GBP, JPY, CHF) resteranno bassi e vicini allo 0% ancora per parecchio tempo. Presumibilmente almeno fino alla fine dell'anno prossimo. Le Banche Centrali sono in un vicolo cieco.

**2. Debiti dei Paesi industrializzati.** Nel 2013 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 tre anni fa ci eravamo concentrati su questo problema facendo queste fondamentali considerazioni che mantengono la loro validità: *Per numerose ragioni gli Stati negli ultimi anni hanno notevolmente aumentato la spesa pubblica con il risultato di avere forti deficit correnti ed aver accumulato una valanga di debiti. Le cause possono essere strutturali, conseguenza diretta della crisi immobiliare ed economica o risultato di anni di una condotta allegra delle finanze pubbliche. Il risultato è però sempre lo stesso. I debiti accumulati in percentuale del PIL diventano insostenibili ed il deficit annuale risulta ben al di sopra di parametri normalmente accettati come quello di Maastricht (deficit annuale al massimo del 3% del PIL e debiti accumulati massimo 60% del PIL). Un debito può teoricamente crescere all'infinito. Ci sono solo due limiti che non possono essere superati. Il primo è quando una parte eccessiva delle entrate annuali serve solo a servire i costi del debito stesso. A questo punto lo Stato non ha più i mezzi per assolvere i suoi compiti. Il secondo è quando, per una ragione o per l'altra, i creditori perdono la fiducia e non sono più disposti a mettere a disposizione capitali. (...).*

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

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



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

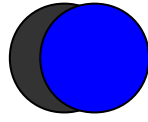
**b. Il cittadino paga:** *Un paese indebitato chiama alla cassa i suoi cittadini. Riduce le spese e le prestazioni ed aumenta le tasse. (...) È la politica delle "lacrime e sangue" che colpisce le fasce più deboli della popolazione. Normalmente questo però non basta. La recessione indotta causa una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

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

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

Abbiamo lasciato questo paragrafo, scritto tre anni fa, invariato poiché di straordinaria attualità. Nel frattempo è cambiato poco o niente. I politici hanno le mani legate. Le "politiche di rigore" non piacciono ai cittadini - alla prima occasione in cui hanno la possibilità di esprimersi alle urne, destituiscono i responsabili dando il voto all'opposizione. Viene eletto chi promette benessere e piena occupazione, non chi prospetta un realistico futuro di rigore finanziario. I politici scelgono la via più semplice che è quella di avere il deficit annuale massimo accettabile secondo il giudizio delle istituzioni e investitori internazionali e rispettando accordi e prescrizioni legali. Sanno che grazie alle Banche Centrali il debito è finanziabile e quindi è preferibile rimandare la soluzione dei problemi al prossimo governo e alle generazioni successive piuttosto che rendersi responsabili di una crisi economica inevitabile e necessaria per ripartire su basi solide e sane. Tutti fanno finta di niente malgrado che tutti sanno che questo sviluppo è insostenibile. Tutti credono che sarà qualcun altro a pagare. Quando finirà questa spirale d'indebitamento? Impossibile dire quando la fiducia nelle istituzioni, che come dice la parola sta alla base di qualsiasi operazione di credito (dal latino "credere"), crollerà. Molti economisti hanno provato a fare un calcolo (vedi [Reinhart-Rogoff](#)) senza arrivare a risultati definitivi e sicuri. Sappiamo che il limite non è lontano. La caduta inizia con una svalutazione drammatica della moneta come sta succedendo in Giappone. Se il crollo del sistema finanziario attuale avverrà quest'anno o solo tra dieci anni non lo può dire nessuno. Non c'è bisogno di vivere nel terrore poiché nessuno sa esattamente come e quando questo sistema monetario verrà cancellato da una crisi finanziaria di portata storica. In ogni caso infrastrutture, persone e conoscenze resteranno anche dopo che questo castello di carta costituito dalla montagna dei debiti, statali e privati, evaporerà. Ripartiremo con un sistema migliore, più giusto e sostenibile.

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 pubblico i progressi concreti sono stati pochi. Il crollo è stato bloccato dalla BCE di Mario Draghi e dai suoi LTRO e OMT. Nel frattempo quasi tutti i 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. È evidente che l'UE salverà a qualsiasi prezzo qualsiasi suo membro dal fallimento. Con la BCE disposta a stampare moneta invece ogni deficit è finanziabile – è solo una questione di volontà politica e di accettazione da parte dei cittadini. Questa rimane la grande incognita per il 2014 e per gli anni a



BERNASCONI  
CONSULT

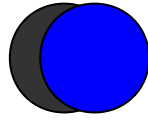
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

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. Le cifre ci dicono che da questa montagna di 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 2014 o solo tra alcuni anni non lo sa nessuno.

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. La pressione fiscale é eccessiva. L'industria é in difficoltà ed oltre tutto ha in questo momento un grave problema di leadership – Hollande non é semplicemente all'altezza del compito. L'estrema destra di Marine Le Pen potrebbe alle prossime elezioni municipali di fine marzo ottenere una vittoria pericolosa per la stabilità del Paese mettendo in questione il suo rapporto con l'UE.

L'altro problema é costituito dalla "prevista" ripresa nel 2014. I politici europei sono molto ottimisti e prevedono l'anno prossimo crescita economica in Europa. Le borse sembrano credergli. I dati congiunturali mostrano invece una realtà più sfaccettata. Nel 2013 la recessione é stata più profonda del previsto e le stime di crescita dell'OCSE pubblicate all'inizio di questo capitolo sono state più volte riviste al ribasso. Più che di crescita si tratterà di un rimbalzo dopo numerosi trimestri di contrazione. 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 é 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 é ancora eccessivo. Non parliamo di diminuzione dei salari ma soprattutto di tasse e spese sociali. La ripresa del 2014 sarà molto probabilmente un episodio destinato a durare non più che una manciata di trimestri. Non basterà a diminuire la disoccupazione e portare i conti pubblici in pareggio. Le borse, che sono proiettate nel futuro, hanno già scontato, almeno a livello di valutazioni, questa fugace e modesta ripresa economica.

In America la situazione é sensibilmente migliore. In effetti nel 2013 l'America ha ricominciato a crescere e i dati ufficiali parlano di un PIL in aumento del +2.6% - probabilmente il dato finale sarà più alto vista la dinamica positiva che ha causato un aumento del PIL nel terzo trimestre del 4.1%. La nuova responsabile della FED americana, Janet Yellen, ha preventivato per il 2014 una crescita del 3%. La disoccupazione sta scendendo (6.7%) ed il mercato immobiliare é in recupero. Gli Stati Uniti però devono buona parte di questo relativo successo al debito pubblico ed al finanziamento dello stesso da parte della Banca Centrale (FED). Gli Stati Uniti nel 2013 hanno avuto un deficit statale intorno ai 800 Mia di USD ciò che porta il debito totale federale a 17'200 Mia di USD. A partire da gennaio 2013 la FED ha comperato un totale di 85 Mia di USD di



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

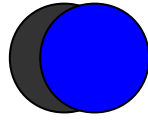
obbligazioni ogni mese divisi tra titoli di Stato (Treasury Bonds) e titoli ipotecari (agency mortgage backed securities). Queste operazioni sono destinate a continuare al ritmo di 75 Mia di USD al mese (tapering di 10 Mia. Di USD deciso a dicembre 2013) fino a quando la disoccupazione non scenderà sotto il 6.5% o l'inflazione non supererà il 2.5%. L'America continua ad avere un deficit corrente intorno al 5% del PIL.

Il Giappone è il Paese industrializzato più indebitato con un rapporto debito PIL che raggiunge il 240%. Da anni il Paese del Sol Levante ristagna con una deflazione strisciante. A dicembre del 2012 è 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 è impossessata della Banca Centrale cancellando il principio fondamentale d'indipendenza. Per ora i risultati sono positivi con crescita economica, un rialzo del Nikkei nel 2013 del 56.7% ed una svalutazione del 18% in un anno dello Yen rispetto al Dollaro americano. Questa crescita basata sul debito e la svalutazione della moneta è molto rischiosa – il suo effetto dovrebbe esaurirsi già nel corso del 2014. Il Giappone può perdere la fiducia della comunità finanziaria internazionale – nessuno infatti crederà più 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 inarrestabile. Nel 2014 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 più tardi in Europa o negli Stati Uniti. La liquidità in uscita dal Giappone sta affluendo in parte in Europa ed America contribuendo ad alimentare la bolla speculativa in borsa e sulle obbligazioni dei Paesi periferici.

**3. Paesi emergenti.** Le economie dei Paesi emergenti rimangono dipendenti dalle esportazioni e dai prezzi delle materie prime. Senza l'effetto trascinante dei consumi dei Paesi occidentali anche i BRIC non riescono a fare miracoli – l'abbiamo visto l'anno scorso. Le borse di Brasile, Russia, India e Cina nel 2013 hanno avuto una performance negativa. Mentre in Russia è soprattutto l'estrema dipendenza dal petrolio a causare problemi, negli altri Paesi ci sono evidenti disequilibri strutturali che spaziano dal mercato immobiliare a quello finanziario. Le conseguenze sono quelle conosciute da esempi del passato: inflazione e deprezzamento della moneta. Sembra però che i problemi di questi Paesi non si diffondano nel resto del mondo. Al contrario – la liquidità defluisce da questi Paesi ed affluisce in aree geografiche dove esiste stabilità e a corto termine migliori prospettive. Capitali speculativi affluiscono su altre economie emergenti – altri per assurdo preferiscono tornare in Europa e Stati Uniti contribuendo alla rivalutazione delle monete e al rialzo delle borse e dei Bonds di Paesi come Italia, Spagna e Portogallo. Per il 2014 non ci aspettiamo sostanziali cambiamenti.

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. Si legge di gravi problemi di liquidità nel settore par bancario. In Cina negli scorsi anni la crescita della massa monetaria è stata spaventosa grazie ad un credito incontrollato. Esistono centinaia di miliardi di crediti inesigibili. Finora però le autorità sembrano in grado di gestire il problema.





BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

**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.”*

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

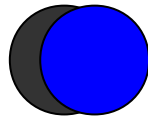
*“L'EUR é un corsetto che impedisce ai Paesi in difficoltà di riacquistare in competitività attraverso una svalutazione della moneta. Nessun Paese ha abbandonato l'EUR nel 2011 e nessuno si appresta a farlo. È uno scenario che però non possiamo più escludere. È ormai evidente che i politici europei sono 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. (...) 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.”*

All'inizio del 2013 avevamo pronosticato con questi argomenti una stabilità del cambio EUR/USD:

*“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.”*

Il cambio EUR/USD ha iniziato il 2013 a 1.32 e lo ha finito a 1.3755 – una rivalutazione del 4.2%. La moneta europea é stata favorita grazie al miglioramento delle prospettive economiche e all'assopimento del crisi del debito sovrano. Le vendite di Yen sono effettivamente affluite sull'EUR in cerca di reddito – la BCE di Draghi ha fornita inoltre la necessaria sicurezza contro il rischio default.

All'inizio del 2014 la situazione sembra invariata e stabile. Pensiamo però che durante l'anno si ricomincerà a parlare di debiti. L'impressione é che in caso di crisi gli investitori favoriranno quella moneta che offre ancora le maggiori garanzie: l'USD. Inoltre non escludiamo che venga fatto



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

qualcosa per obbligare le compagnie americane a far rientrare in patria le enormi liquidità depositate all'estero. **Per queste ragioni prevediamo quest'anno un calo del cambio EUR/USD verso gli 1.25.** Difficile dire quando questo livello verrà raggiunto. Stimiamo che la discesa debba verificarsi verso metà anno ma non sappiamo se poi ci sarà un recupero per dicembre.

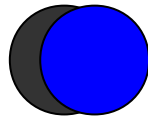
**5. Tassi d'interesse e rifinanziamento del debito pubblico.** Nel 2012 é stato Mario Draghi ed il suo decisivo intervento del 6 settembre ad impedire che i costi di rifinanziamento dei Paesi europei indebitati esplodessero. Con il programma OMT la BCE si é impegnata a comperare titoli di Stato sostituendosi agli investitori recalcitranti. Bisogna essere ben in chiaro che il calo degli spread, continuato nel 2013, non é una conseguenza di una diminuzione dei deficit o di una maggior credibilit  dei politici e un'aumentata probabilit  che i debiti vengano ripagati.   solo una questione di domanda ed offerta. La BCE di Draghi ha mezzi illimitati e in caso di bisogno compra. Nessuno   cos  pazzo da vendere speculando contro un avversario del genere. Se lo spread pagato da Italia o Spagna   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   lo stesso. Sono la FED ed la BoJ a determinare il ridicolo tasso d'interesse che Stati Uniti e Giappone pagano sui loro debiti. Nessuno arrivi per favore alla falsa conclusione che se il tasso d'interesse   basso significa che i problemi sono risolti e i debitori sono ora affidabili e solventi. All'inizio del 2013 avevamo previsto un riaffiorare dei problemi che non si   verificato:

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

Grazie al miglioramento delle prospettive economiche niente di tutto questo si   avverato. Il problema per  non   risolto ma solo rimandato. Non sappiamo quando avverr  la ribellione degli investitori confrontati con tassi d'interesse troppo bassi ed insufficienti a compensare il rischio di insolvenza. Potrebbe essere nel 2014 come solo negli anni a venire.

**6. Materie prime.** Il 2013   stato un anno tranquillo sul fronte delle materie prime. I prezzi sono in generale calati ma moderatamente. Nel commento dell'anno scorso avevamo fatto questa previsione: *“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.”* Per quel che riguarda l'energia abbiamo poco da commentare – il prezzo del petrolio   aumentato del 5% - fino a settembre era salito a 110 USD per scendere a dicembre a 98 USD.

I metalli preziosi invece si sono comportati diversamente da quanto pensavamo: *“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 salir  su un nuovo massimo storico sopra i 2000 USD oncia.”* L'oro ha iniziato il 2013 a 1675 USD/oncia e lo ha terminato a 1205 USD – un crollo del 28%. In mancanza di crisi e inflazione il prezzo del metallo giallo   sceso. Evitiamo qualsiasi polemica nei riguardi delle evidenti manipolazioni del mercato – fanno parte del regole del gioco. A 1180 USD/oncia il prezzo dell'oro ha costituito base e tecnicamente dovrebbe risalire. Siamo positivi sull'oro come evidente conseguenza del nostro



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

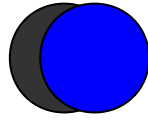
pessimismo sul futuro del sistema finanziario mondiale. Una volta che la moneta cartacea verrà svuotata del suo valore simbolico resteranno solo i beni reali. La nostra ipotesi di lavoro prevede una risalita quest'anno fino ai 1750 USD. Preferiamo però non etichettare questa stima come previsione ufficiale. Dobbiamo come l'anno scorso, seguire mano a mano lo sviluppo della situazione. Chi compra oro adesso è sicuro di avere un forte guadagno su un periodo d'investimento di 10 anni. I fondamentali sono assolutamente in favore di una prezzo dell'oro decisamente superiore ai valori attuali. Non osiamo però fare una previsione a sei mesi – chi ha premuto su prezzo dell'oro facendolo cadere fino ai 1200 USD/oncia ha i mezzi per farlo scendere di ulteriori 200 USD.

**Riassumendo nel 2014 l'economia mondiale dovrebbe ricominciare a crescere a ritmo sostenuto.** A gennaio anche la Banca Mondiale e il FMI per voce di Christine Lagarde hanno ribadito le rosee previsioni dell'OCSE. Il FMI si aspetta che la crescita mondiale 2013 sarà in definitiva del 2.4% mentre per il 2014 dovrebbe aumentare al 3.2%. Queste previsioni sono però fatte in un mondo perfetto dove la crescita non viene disturbata da nessun tipo di problemi e stranamente senza inflazione. Una crescita sana avviene normalmente attraverso un aumento della domanda. Questa deve per logica causare un aumento dei prezzi. Qui invece avremo una ripresa anomala con una predominanza dell'offerta e una continua pressione sui prezzi. Si teme ancora la deflazione e per questa ragione le misure di stimolo di Stati e Banche Centrali devono continuare. Il più grande esperimento monetario della storia continua. Probabilmente avremo crescita economica senza diminuzione della disoccupazione ed aumento dei consumi. Alla fine di questo periodo favorevole le economie occidentali si ritroveranno con una montagna di debiti. Sarà sempre più difficile ed inverosimile affrontare il prossimo 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.

**Le Banche Centrali sembrano decise a proseguire la politica monetaria molto espansiva.** A corto termine la domanda di capitali da parte dell'economia reale è limitata e quindi grazie all'eccesso d'offerta di beni e servizi da parte dei Paesi emergenti l'ambiente rimane deflattivo. La velocità di circolazione della moneta è ancora in calo. **Per il momento non c'è rischio d'inflazione.** L'aumento dei prezzi al consumo in Europa ed America non dovrebbe nel 2014 essere dell'ordine del 1.8%-2%.

Ci sono però consistenti rischi che possono causare il crollo dei mercati finanziari e delle borse. Facciamo una breve carrellata dei temi che abbiamo già spesso discusso nei nostri commenti giornalieri.

1. **Ristagno in Francia con aumento della disoccupazione e dell'indebitamento.**  
L'economia francese si svilupperà peggio del previsto creando una "crisi francese" a livello europeo.
2. **Giappone: il 2014 sarà un anno cruciale.** Il Paese ha già un debito del 240% del PIL e malgrado questo stimola 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



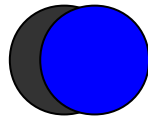
BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Stati cominceranno a perseguire politiche aggressive. Interventi massicci sui cambi, protezionismo e guerre commerciali sono possibili/probabili. La svalutazione dello Yen ha reso competitive e rilanciato le esportazioni giapponesi. I colossi asiatici limitrofi (Cina, Corea) ad un certo momento si opporranno a questa concorrenza sleale.

4. **L'economia tedesca rischia di avere problemi:** La Germania ha un nuovo governo di coalizione guidato dalla Cancelliera Merkel (CDU) con la partecipazione della bavarese CSU e della SPD (socialisti) di Gabriel. La politica della Germania cambierà. Il salario minimo ridurrà la competitività dell'industria tedesco. La SPD vuole un corso più accomodante nei riguardi dell'UE ed intende aumentare la spesa pubblica. La Germania ha abbandonato un budget 2014 che prevedeva un surplus per tornare nelle cifre rosse e fare debiti. I soldi a disposizione per eventuali aiuti a Paesi europei in difficoltà diminuiscono. Prevediamo che la crescita economica in Germania sarà sotto le aspettative. La borsa tedesca potrebbe essere la delusione negativa del 2014.
5. **Gran Bretagna - Cameron a fine corsa:** I conservatori di Cameron in Gran Bretagna stanno perdendo la fiducia degli elettori. Il governo di coalizione con i liberali è sotto pressione. L'attacco non viene dai tradizionali nemici del Partito laburista. In forte crescita sono gli Euroscettici dell'UKIP. Alle prossime elezioni europee di maggio si prevede che i Conservatori passino al terzo posto nel favore degli elettori. I laburisti torneranno in testa seguiti dal UKIP. Le prossime elezioni politiche in Gran Bretagna sono previste solo nel 2015. Cameron però reagirà al calo di popolarità con misura antieuropee che potranno comprendere un blocco alla libera circolazione delle persone. Un Paese di peso come la Gran Bretagna che comincia a mettere in questione i principi europei potrebbe trascinare tutta l'Unione in crisi. Alla finta armonia attuale potrebbe seguire un devastante scontro frontale.
6. **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 faccia marcia indietro (tapering) e che la BCE inventi qualcosa d'altro dopo LTRO e OMT. La prima operazione LTRO scade a dicembre 2014 – dubitiamo che le banche saranno in grado di ripagare interamente questi prestiti e quindi ci deve essere un LTRO3. 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. Già ora le Banche Centrali investono parte delle riserve in divise sui mercati azionari. La BNS svizzera ha un portafoglio azionario di 70 Mia. di CHF. È scandaloso che le Banche Centrali si immischino comperando azioni con soldi creati dal nulla. È un'evidente ed ingiustificata manipolazione. Pensateci quando alla prossima crisi riapparirà il divieto di vendere allo scoperto azioni.





BERNASCONI  
CONSULT

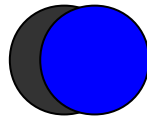
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

## Previsioni per i mercati azionari

Lo scenario macroeconomico mondiale prevede crescita economica con il PIL mondiale che dovrebbe aumentare del +3.0% (OCSE) fino a un +3.2% (FMI). La crescita dovrebbe concentrarsi in Asia e negli Stati Uniti mentre l'Europa dovrebbe risollevarsi solo a fatica. Le borse guardano al futuro e hanno già ampiamente scontato questo sviluppo positivo. La politica delle banche Centrali rimane fortemente espansiva a riprova che esistono ancora numerosi rischi che possono rimettere nei prossimi anni la crescita in questione. In particolare si continua a temere lo spettro delle deflazione ed il modesto miglioramento congiunturale non permette di ridurre sostanzialmente la disoccupazione e il debito pubblico che continua ad aumentare seppure a ritmo più contenuto.

Le borse negli scorsi anni si sono apprezzate 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 è che i margini di guadagno delle imprese sono storicamente a livelli record - difficilmente questo effetto potrà ulteriormente ampliarsi ed è probabile che le stime degli utili per il 2014 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.
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 2013 le conseguenze negative della crisi sulle economie domestiche (grazie agli ammortizzatori sociali) e sulle imprese (grazie ad aggressive misure di razionalizzazione) sono state contenute. **I debiti statali sono però aumentati a livelli stratosferici e mai visti nel passato.** Gli Stati Uniti hanno debiti per 17'200 Mia di USD e un deficit annuale di circa il 5% del PIL. In Europa i Paesi dell'Unione continuano ad aumentare il debito totale e faticano a far rientrare il deficit corrente nei parametri di Maastricht. Ben pochi Paesi hanno un rapporto deficit corrente/PIL inferiore al 3% e tutti sanno che questa montagna di debiti è impagabile. Ad un certo momento, se non a causa della prossima recessione, per colpa dell'aumento dei tassi d'interesse passivi il debito diventerà insostenibile bruciando annualmente una parte eccessiva delle entrate fiscali e delle risorse dello Stato. Per il momento ci si accontenta del fatto che il ritmo di aumento dell'indebitamento sta diminuendo. Nessuno si sogna di ripagare debiti – senza riforme del sistema finanziario questa classe politica non è in grado di risolvere il problema.  
In Borsa però sono quotate azioni di società private. Queste si sono mosse in un ambiente ostile. 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.



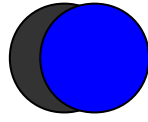
Il 2013 é terminato con un'evidente squilibrio sui mercati che viene lentamente corretto e compensato. Cerchiamo di spiegarvi le ragioni di questi squilibrio e osserviamo innanzitutto come sono andati in generale i mercati finanziari.

### Key ETF Performance (%)

US Related				Global					
ETF	Description	MTD	QTD	YTD	ETF	Description	MTD	QTD	YTD
SPY	S&P 500	↑ 2.04	↑ 9.93	↑ 29.69	EWA	Australia	↓ -3.90	↓ -3.56	↓ -3.06
DIA	Dow 30	↑ 2.96	↑ 9.58	↑ 26.72	EWZ	Brazil	↓ -4.83	↓ -6.74	↓ -20.13
QQQ	Nasdaq 100	↑ 2.60	↑ 11.51	↑ 35.05	EWC	Canada	↑ 0.24	↑ 3.00	↑ 2.68
IJH	S&P Midcap 400	↑ 2.59	↑ 7.79	↑ 31.57	FXI	China	↓ -4.39	↑ 3.48	↓ -5.14
IJR	S&P Smallcap 600	↑ 1.05	↑ 9.35	↑ 39.73	EWQ	France	↑ 1.86	↑ 5.84	↑ 20.60
IWB	Russell 1000	↑ 2.20	↑ 9.56	↑ 30.35	EWG	Germany	↑ 3.89	↑ 14.20	↑ 28.58
IWM	Russell 2000	↑ 1.63	↑ 8.21	↑ 36.82	EWH	Hong Kong	↓ -0.72	↑ 2.85	↑ 6.08
IWV	Russell 3000	↑ 2.31	↑ 9.40	↑ 30.67	INP	India	↑ 3.06	↑ 12.55	↓ -3.99
IVW	S&P 500 Growth	↑ 2.75	↑ 10.51	↑ 30.38	EWI	Italy	↑ 1.70	↑ 10.41	↑ 15.91
IJK	Midcap 400 Growth	↑ 3.03	↑ 7.96	↑ 31.27	EWJ	Japan	↑ 0.66	↑ 1.84	↑ 24.50
IJT	Smallcap 600 Growth	↑ 0.72	↑ 9.46	↑ 41.14	EWV	Mexico	↑ 1.16	↑ 6.43	↓ -3.59
IVE	S&P 500 Value	↑ 1.68	↑ 9.12	↑ 28.72	EWP	Spain	↑ 2.44	↑ 10.99	↑ 27.46
IJJ	Midcap 400 Value	↑ 2.26	↑ 7.60	↑ 31.87	RSX	Russia	↑ 2.38	↑ 2.45	↓ -3.44
IJS	Smallcap 600 Value	↑ 0.89	↑ 8.84	↑ 37.51	EWU	UK	↑ 1.80	↑ 6.42	↑ 16.39
DVY	DJ Dividend	↑ 1.68	↑ 7.55	↑ 24.65	EFA	EAFE	↑ 1.29	↑ 5.16	↑ 18.00
RSP	S&P 500 Equalweight	↑ 2.52	↑ 9.28	↑ 33.63	EEM	Emerging Mkts	↓ -1.31	↑ 2.55	↓ -5.76
FXB	British Pound	↑ 1.24	↑ 2.25	↑ 1.61	IOO	Global 100	↑ 0.78	↑ 7.37	↑ 20.76
FXE	Euro	↑ 1.24	↑ 1.60	↑ 3.84	EEB	BRIC	↓ -2.86	↓ -1.70	↓ -3.80
FXJ	Yen	↓ -2.71	↓ -6.75	↓ -17.93	DBC	Commodities	↑ 0.59	↓ -0.39	↓ -7.63
XLY	Cons Disc	↑ 1.88	↑ 10.23	↑ 40.88	USO	Oil	↑ 5.56	↓ -4.15	↑ 5.84
XLP	Cons Stap	↓ -0.07	↑ 7.99	↑ 23.15	UNG	Nat. Gas	↑ 8.04	↑ 13.18	↑ 9.47
XLE	Energy	↑ 2.39	↑ 6.76	↑ 23.93	GLD	Gold	↓ -3.79	↓ -9.41	↓ -28.33
XLF	Financials	↑ 1.77	↑ 9.82	↑ 33.37	SLV	Silver	↓ -2.75	↓ -10.48	↓ -36.30
XLV	Health Care	↑ 0.33	↑ 9.59	↑ 39.02	SHY	1-3 Yr Treasuries	↓ -0.22	↓ -0.11	↓ -0.05
XLI	Industrials	↑ 3.69	↑ 12.62	↑ 37.89	IEF	7-10 Yr Treasuries	↓ -2.41	↓ -2.81	↓ -7.68
XLB	Materials	↑ 4.24	↑ 10.02	↑ 23.12	TLT	20+ Yr Treasuries	↓ -2.48	↓ -4.27	↓ -15.94
XLK	Technology	↑ 3.03	↑ 11.55	↑ 23.88	AGG	Aggregate Bond	↓ -0.93	↓ -0.72	↓ -4.19
IYZ	Telecom	↑ 3.99	↑ 7.80	↑ 22.55	BND	Total Bond Market	↓ -1.07	↓ -1.03	↓ -4.74
XLU	Utilities	↓ -0.16	↑ 1.61	↑ 8.73	TIP	T.I.P.S.	↓ -1.53	↓ -2.38	↓ -9.48

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 molto bene mentre le obbligazioni di buona qualità sono risultate un investimento perdente. Mentre in America le performance dei vari settori sono state omogenee (solo i titoli delle società di pubblica utilità, penalizzate dall'aumento dei tassi d'interesse, sono rimasti decisamente indietro) in Europa ci sono forti differenze geografiche. La Germania mantiene la leadership. Le borse mediterranee però non si sono fatte staccare di molto



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

grazie ad un consistente recupero nella seconda parte dell'anno. I Paesi BRIC sono in grave difficoltà confrontati con problemi strutturali, un calo dei prezzi delle materie prime e inflazione. Le borse di Brasile (-20%), Russia (-3%), India (-4%) e Cina (-5%) hanno perso inaspettatamente terreno e rischiano quest'anno di fare la stessa fine. Il tapering americano ha come effetto perverso di cominciare a prosciugare la liquidità nei Paesi periferici con un forte deficit della bilancia delle partite correnti. Paesi come Brasile, Turchia, Indonesia, India e Sud Africa rischiano un'ulteriore svalutazione delle moneta, una spinta inflazionistica e un indebolimento della borsa. Questo effetto potrebbe colpire nel 2014 anche Corea e Messico. Il deflusso di liquidità dai Paesi periferici dovrebbe favorire l'USD come moneta.

Il comportamento dei politici e delle Banche Centrali resteranno anche nel 2014 determinanti. La nostra paura è che non siano più in grado di valutare le conseguenze dei loro interventi, persistano nell'errore rifiutando il fatto che gli obiettivi non vengono raggiunti e perdano in una maniera o nell'altra il controllo della situazione. In Giappone è probabile che ci sia un eccesso con uno stimolo monetario dall'effetto incontrollato. Gli investitori cercheranno di fare di tutto per disfarsi di moneta cartacea evidentemente con sempre meno valore intrinseco. Disperati potrebbero comprare qualsiasi bene reale senza badare al prezzo.

**Questo significa che il rialzo delle borse potrebbe continuare incurante dei valori fondamentali e delle prospettive economiche.** Il bull market potrebbe terminare con un'accelerazione finale altamente speculativa ed esaustiva. Al momento questo scenario è poco probabile. Potrebbe realizzarsi se Janet Yellen, invece che continuare sulla via del tapering, decidesse di ampliare il QE includendo altri tipi di strumenti finanziari, fonte di problemi ed instabilità (p.e. Student's Loans).

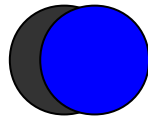
Il più importante indice azionario al mondo, l'S&P500, ha terminato il 2013 a 1848 punti. Un anno fa, su base fondamentale, avevamo previsto un valore a fine 2013 di 1400 punti. Rileggiamo con interesse i nostri ragionamenti: *"Noi siamo convinti che i margini di guadagno sono eccessivi e non possono 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."*

Nella tabella nella prossima pagina notate che la stima dei guadagni era corretta. Sbagliata è stata invece la scelta di capitalizzare gli earnings con un P/E di 14, sotto la media di lungo periodo. Gli investitori si sono comportati al contrario aumentando ulteriormente la sopravvalutazione fondamentale del mercato. L'S&P500 termina l'anno con un P/E effettivo di circa 18 che testimonia ulteriore ottimismo per le prospettive di crescita economica, della cifra d'affari e degli utili delle imprese. Dissentiamo ma questo importa poco. Il mercato ha ragione e noi abbiamo torto.

**Per il 2014 gli analisti prevedono un aumento dei guadagni calcolati secondo il metodo GAAP da 96.72 a 103.30 USD – un incremento del +6.8%.** Sulla validità di questi dati e sul P/E da utilizzare per capitalizzare questi guadagni torneremo più tardi. La tabella di Decision Point offre una paletta di varianti – secondo loro un valore corretto dell'S&P500 per fine 2013 sarebbe stato di 1451 punti. Siamo d'accordo.

## S&P 500 FUNDAMENTALS

The real P/E for the S&P 500 is based on "as reported" or GAAP earnings (calculated using Generally Accepted Accounting Principles), and it is the standard for historical earnings comparisons. The normal range for the GAAP P/E ratio is between 10 (undervalued) to 20 (overvalued).



**BERNASCONI  
CONSULT**

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Market cheerleaders invariably use "pro forma" or "operating earnings," which exclude some expenses and are deceptively optimistic. They are useless and should be ignored.

The following are the most recently (09 January) reported and projected twelve-month trailing (TMT) earnings, quarterly earnings, and price/earnings ratios (P/Es) according to Standard and Pooers.

	2013 Q3	Est 2013 Q4	Est 2014 Q1	Est 2014 Q2	Est 2014 Q3
TMT P/E Ratio (GAAP).....:	19.50	19.00	18.50	18.20	17.80
TMT P/E Ratio (Operating)..:	18.00	17.10	16.70	16.20	15.60
TMT Earnings (GAAP).....:	<b>94.37</b>	<b>96.72</b>	<b>99.10</b>	<b>101.03</b>	<b>103.30</b>
TMT Earnings (Operating)....:	102.20	107.25	109.95	113.56	117.53
QTRLY Earnings (GAAP).....:	24.63	23.00	26.60	26.80	26.90
QTRLY Earnings (Operating)..:	26.92	28.20	28.47	29.97	30.89

Based upon projected GAAP earnings the following would be the approximate S&P 500 values at the cardinal points of the normal historical value range. They are calculated simply by multiplying the GAAP EPS by 10, 15, and 20:

	2013 Q3	Est 2013 Q4	Est 2014 Q1	Est 2014 Q2	Est 2014 Q3
Undervalued (SPX if P/E = 10):	944	967	991	1010	1033
Fair Value (SPX if P/E = 15):	1416	1451	1487	1515	1550
Overvalued (SPX if P/E = 20):	1887	1934	1982	2021	2066

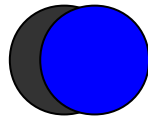
\*\*\*\*\* DIVIDEND VALUE RANGE ANALYSIS \*\*\*\*\*

The yield for the DJIA, DJTA and the S&P 500 has historically moved between a range of 3% (overvalued) and 6% (undervalued). The normal yield range for the DJUA is between 3% and 12%. Decision Point expresses this range as an RVR (Relative to Value Range) value of between 0 (undervalued) and 100 (overvalued). Values can fall outside that range, and, when they do, indicate even greater extremes of market valuation.

	S&P 500	DJIA	DJTA	*DJUA
Current Closing Price.....:	1838	16445	7380	487
Current Yield.....:	1.9%	2.2%	1.3%	4.0%
Current P/E.....:	19	17	22	21
Current Payout Ratio.....:	0.4	46.3	0.3	0.8
Current RVR.....:	137	128	157	89
Price at 1.5% Yield.....:	2328	24119	6396	1299
Price at 3.0% Yield (RVR 100)....:	1164	12060	3198	649
Price at 4.0% Yield.....:	873	9045	2399	487
Price at 5.0% Yield.....:	698	7236	1919	390
Price at 6.0% Yield (RVR 0).....:	582	6030	1599	325

**Fonte:** Decision Point (<http://www.decisionpoint.com/TAC/SWENLIN.html>)





BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

## Consigli d'investimento

Completata l'analisi macroeconomica e del comportamento dei mercati finanziari nel 2013 ci rendiamo conto che siamo confrontati con mercati anomali, manipolati e su livelli insostenibili. I deficit statali e la politica dei bassi tassi d'interesse hanno creato una ripresa artificiale nella 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 è probabile che i mercati azionari rimangano ad alti livelli. In mancanza di alternative potrebbero continuare ad apprezzarsi.

La borsa americana è sopravvalutata se crediamo alle stime di guadagno degli analisti per il 2014 e accettiamo un P/E di circa 18 come adeguato. Siamo oltre tutto convinti che i margini debbano ridursi e che le stime sono troppo ottimistiche.

In generale l'azione delle Banche Centrali è favorevole ai mercati azionari e difficilmente questo sostegno verrà a mancare durante il 2014.

Ciclicamente un massimo delle borse dovrebbe essere raggiunto tra gennaio e marzo. Ci vuole però una crisi per scatenare un possibile ribasso. **In mancanza di un elemento scatenante è probabile che le borse si limitino ad oscillare in laterale trasformando il 2014 in un'annata deludente per tutti con performances vicine allo 0%.**

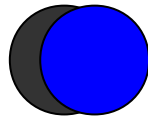
**I rischi che qualcosa vada male sono però molteplici.** Le probabilità che nel 2014 ci sia una o più crisi è alta. L'UE e la BCE sembrano avere la situazione sotto controllo ed in particolare i problemi di Italia e Spagna sono conosciuti e sono stati affrontati con un buon iniziale successo. I mercati 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 prepararsi ad abbandonare l'Unione Europa – il parlamento ha già approvato una proposta di effettuare un referendum entro il 2017. La Germania ha un nuovo governo che nel suo programma intende percorrere una politica meno favorevole all'economia – nessuno ha ancora calcolato quali saranno le conseguenze negative.

Purtroppo è 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.

Vi ricordiamo quali potrebbero essere nel 2014 i di **focolai di crisi** che hanno il potenziale di provocare un crollo della borse.

- **Cina.** Mercato immobiliare in bolla e sistema finanziario fragile con miliardi di crediti inesigibili. Transizione da un'economia basata sull'esportazione e la crescita della produzione industriale ad una più equilibrata con maggiori consumi interni. Nel passato tutte le economie emergenti che hanno effettuato questa transizione hanno avuto delle crisi di crescita. [Non dimentichiamo che la Cina è il secondo detentore al mondo di US Treasury Bonds \(1317 Mia. Di USD\) dopo la FED.](#)
- **Crisi europea.** Ci sono numerosi governi instabili in Paesi con crescita economica insufficiente, alta disoccupazione e forte indebitamento statale. Ci riferiamo in particolare a Francia, Gran Bretagna e Italia. Una crisi di fiducia potrebbe far riesplodere il problema dell'eccessivo indebitamento.



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

- **Crollo del sistema finanziario in Giappone.** Un fallimento dell'Abeconomics avrà come conseguenza una selvaggia svalutazione dello YEN giapponese. Il debito pubblico non sarà più finanziabile malgrado le operazioni di QE della Bank of Japan. Il Giappone dovrà ristrutturare il suo debito o accettare di venir tagliato fuori dall'economia internazionale. Un'enorme problema è diventata la dipendenza energetica dell'estero.
- **Le Banche Centrali faranno un'errore** rinunciando troppo presto al QE o esagerando nelle operazioni di politica monetaria. Il fragile ed instabile equilibrio di crescita economica senza inflazione e con tassi d'interesse bassi necessari per rifinanziare a livelli accettabili il debito pubblico è destinato a sparire lasciando instabilità e caos sui mercati finanziari.
- **La gente ne ha abbastanza** di politica di rigore, false promesse, repressione finanziaria, ripresa senza occupazione. In numerosi Paesi la popolazione si ribella con dimostrazioni, scioperi, disubbidienza civile, migrazione.

**Riteniamo che il 2014 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. Pensiamo che tra circa tre mesi ci si renderà conto che le previsioni economiche per l'America e l'Europa sono troppo ottimistiche e devono essere corrette al ribasso. Questo dovrebbe provocare un moderato ribasso delle borse.

Nel 2013 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.**

A livello monetario crediamo che il cambio EUR/USD avrà tendenza a scivolare verso il basso.

**Dagli 1.38 di inizio anno ci aspettiamo di vederlo nel 2014 a 1.25. Trascorrerà buona parte dell'anno oscillando tra gli 1.20 e gli 1.40.**

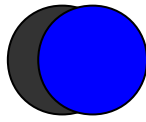
Le svalutazioni competitive renderanno i cambi volatili ed imprevedibili. Inutile diversificare troppo al di fuori dell'Euro – su questo punto siamo d'accordo con Mario Draghi quando dichiara che l'EUR è irreversibile. Non crediamo che l'EUR 2018 sarà lo stesso dell'EUR 2013 ma sicuramente continuerà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

### **Ritorno alla media / ritorno alla normalità**

La crisi economica e la reazione dei politici, delle Banche Centrali, delle imprese e degli investitori hanno creato una situazione di eccesso dove molte componenti e valutazioni si trovano ben lontane dalla normalità e da un valore sostenibile sul lungo periodo. Questo ha creato una situazione di artificiale sopravvalutazione delle azioni che presto o tardi è destinata ad essere corretta con evidenti drammatiche conseguenze. Chiamiamo questa tema "return to the mean" (ritorno alla media) o "back to normality" (ritorno alla normalità). Seguendo questo filone la borsa deve scendere indipendentemente da una eventuale crisi economica e finanziaria. Il valore delle azioni deve calare perché è salito troppo a causa di una somma di effetti straordinari ed irripetibili. Siamo in una situazione eccezionale ed estrema che necessita una correzione. Vediamo tre effetti in particolare che hanno creato una sopravvalutazione fondamentale delle azioni. Gli esempi si riferiscono all'America e all'USD. Valgono però in maniera più o meno ampia per tutti i mercati mondiali.

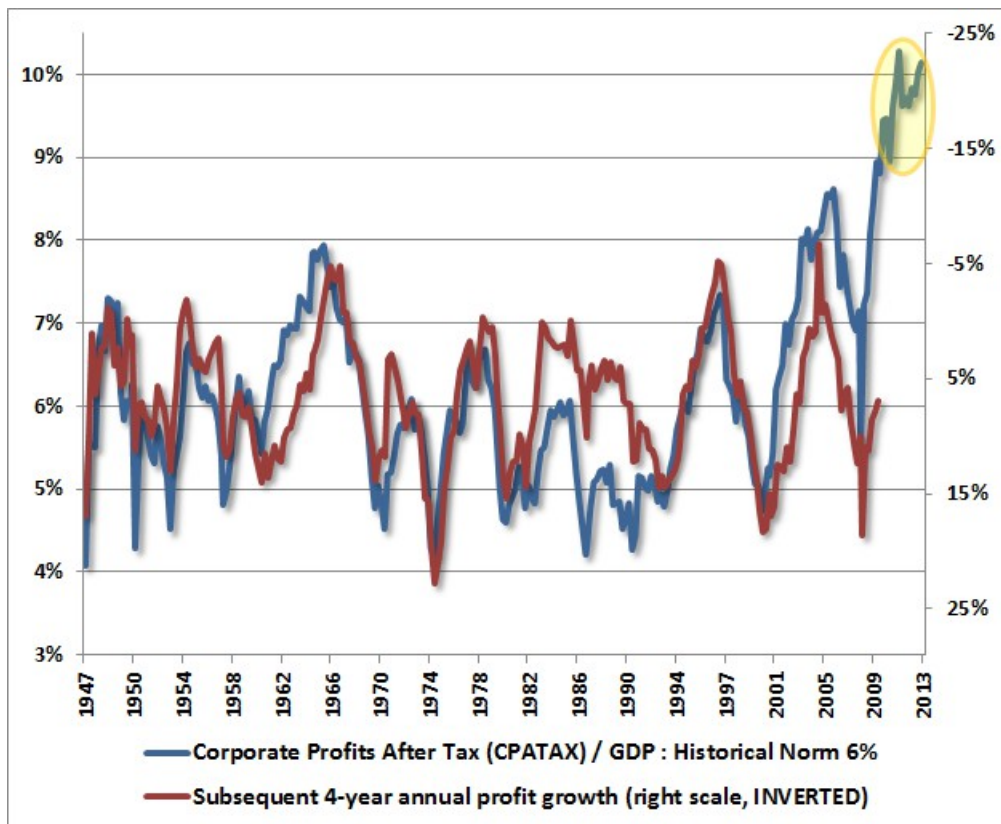
### **1. Profitti delle imprese**

I profitti delle imprese sono nettamente sopra la media di lungo periodo. Questo perché la crisi ha permesso alle società di razionalizzare e aumentare in maniera anormale i margini di guadagno.



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

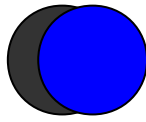


Fonte: <http://www.hussmanfunds.com/wmc/wmc131216.htm>

La crescita degli earnings delle Corporation americane dal 2009 ad oggi é semplicemente eccessiva e insostenibile. Un raffigurazione di questo effetto la trovate su questo grafico che rappresenta il rapporto tra utili e PIL. Sul lungo termine i profitti delle imprese devono restare costanti rispetto al PIL e questo rapporto é normalmente del 6%. Il ragionamento é semplice. I guadagni non possono crescere più del PIL se i margini rimangono costanti. Se i margini di guadagno invece aumentano la sana concorrenza deve intervenire riportando sul mercato una situazione di redditività normale. La crisi ha permesso alle società di forzare misure di razionalizzazione e contenimento dei costi. In particolare é aumentata la produttività a scapito dell'occupazione. Vedete che i guadagni delle imprese hanno superato il 10% del PIL. Questo significa che rispetto alla media di lungo periodo sono circa il 60% sopra il normale. Analisti ed investitori calcolano e valutano le azione usando utili sul lungo termine insostenibili e circa il 60% troppo alti. La somma degli utili dell'S&P500 é ora di circa 100 USD – un valore normale, realistico e sostenibile sul lungo termine sarebbe di 60 USD. Come mostra il grafico la conseguenza sarà che la crescita degli utili delle imprese nei prossimi anni sarà inferiore all'incremento del PIL con ovvie conseguenze per la quotazione delle azioni.

## 2. Tassi d'interesse

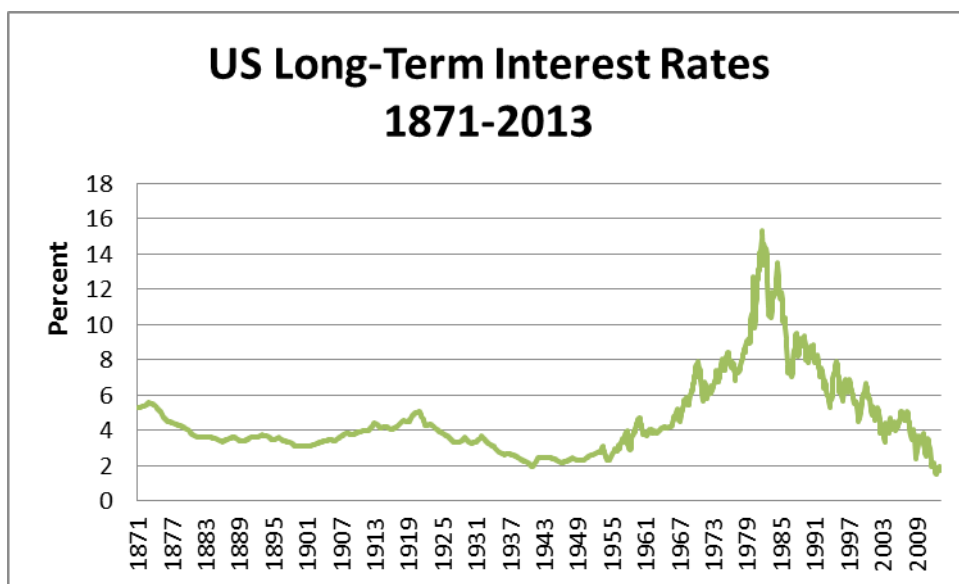
A metà gennaio 2014 l'US Treasury Bond americano in USD a 10 anni rende il 2.89%. Il Bund tedesco decennale in EUR rende il 1.82%. Ovviamente ancora più bassi sono i redditi sul mercato monetario: 0.238% sull'USD e 0.268% sull'EUR. Questa é una conseguenza della politica monetaria della FED americana e della BCE europea. É una distorsione delle regole di mercato



BERNASCONI  
CONSULT

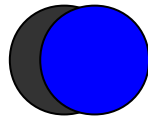
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

che prevedono che gli investitori vengono onorati con tassi d'interesse reali positivi e che il rischio venga compensato. Una componente di rischio, oltre che la capacità del debitore di ripagare il debito, è anche la durata del prestito – più lontana nel tempo la scadenza, più alta la remunerazione. I bassi tassi d'interesse hanno reso poco attrattive le obbligazioni sia per il basso reddito, sia per l'alto rischio di un logico aumento dei tassi. L'ovvia reazione degli investitori è stata un eccesso di domanda sulle azioni, una maggiore disponibilità al rischio e una distorsione nel calcolo del valore fondamentale di un'azione.



Sul lungo termine un tasso d'interesse normale per obbligazione decennale dello Stato americano è del 5%. L'anno scorso Bernanke ha parlato troppo presto di tapering ed il reddito del decennale è brevemente salito sopra il 3% provocando una correzione dell'S&P500 di 100 punti. Potete immaginarvi cosa succederà una volta che lentamente i mercati obbligazionari, per una ragione o per l'altra, torneranno alla normalità. Questo non è previsto nel 2014. A dicembre del 2013 è però timidamente iniziato il tapering e sarà complesso e difficile per la FED convincere gli investitori che i tassi d'interesse devono restare bassi malgrado che il QE finisce e l'economia si riprende.





BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

## The long history of long (10-year US treasuries) yields

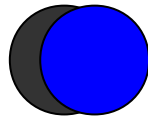


Source: Global Financial Database, Goldman Sachs Global ECS Research. Special thanks to Jose Ursua.

Un'ultima polemica osservazione. Studiate il grafico sovrastante con l'indicazione degli avvenimenti che hanno provocato cambiamenti sui tassi d'interesse. Noterete che fino al 1913, anno di fondazione della FED, i tassi d'interesse sono rimasti relativamente stabili. La volatilità e gli eccessi sono iniziati una volta che gli stregoni e geni della Banca Centrale hanno cominciato a giocare con massa monetaria e tassi d'interesse per migliorare l'economia, stabilizzarla ed evitare inflazione, recessioni e disoccupazione. Forse ha ragione chi dice che la FED é superflua e va eliminata !

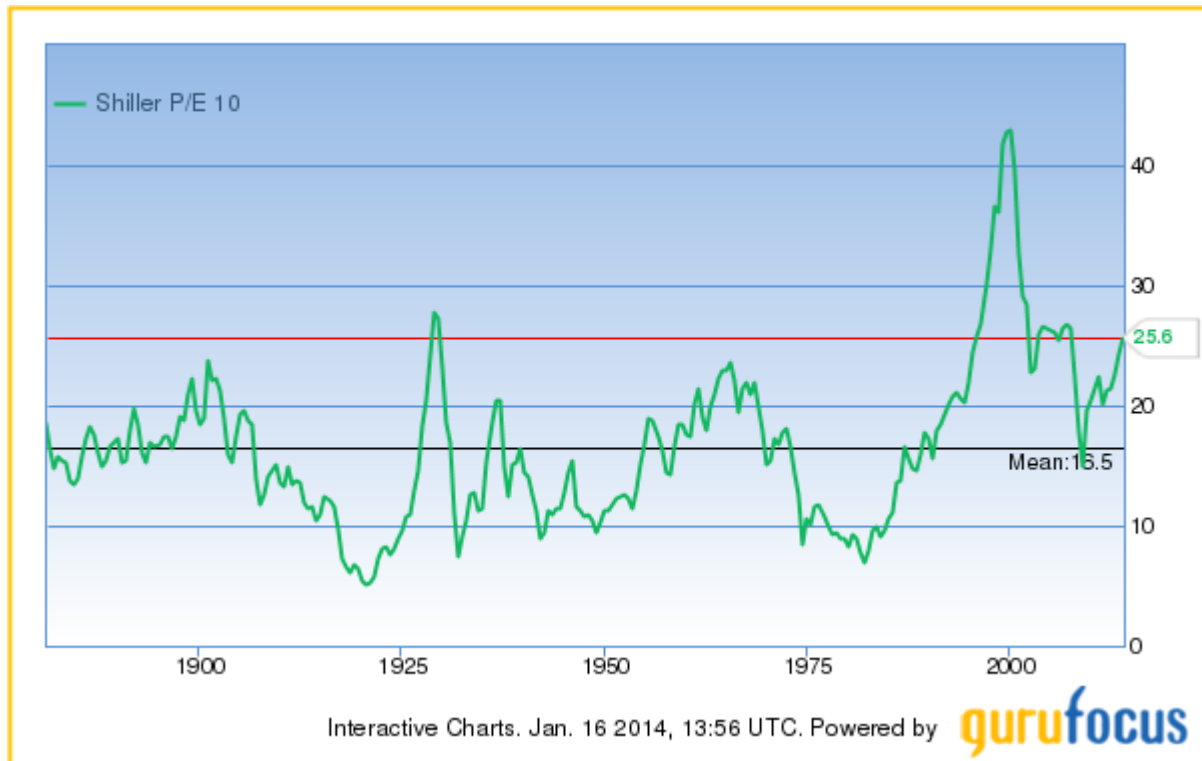
### 3. Price/Earnings

Nel 2013 l'S&P500 ha guadagnato terreno soprattutto per un incremento dei P/E. In poche parole il valore teorico é cresciuto di poco mentre le azioni sono aumentate parecchio di valore sulla base di eccesso di domanda, liquidità e mancanza di alternative d'investimento e ottimismo. Il grafico sottostante, con il famoso P/E calcolato secondo Shiller, mostra questa sopravvalutazione. Il 16 gennaio, con l'S&P500 a 1844 punti, il P/E era a 25.6. Può questo effetto continuare? Certo – lo dimostrano i due periodi storici nei quali la valutazione é salita più in alto. Un ritorno alla media é però inevitabile. Più le borse si apprezzano nei prossimi mesi e più il rischio di caduta aumenta e la correzione sarà pesante. Secondo il modello di Shiller l'S&P500 dovrebbe nei prossimi 10 anni apprezzarsi in media dell'1% all'anno. Questo risultato può matematicamente anche essere raggiunto con un rally dell'S&P500 di ulteriori 185 punti a 2030 punti seguito da una stasi fino al 2024.



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING



S&P 500: **1844 punti**

Shiller P/E: 25.6

Shiller P/E é il 55.2% sopra la media storica a **16.5**

Minimo storico: **4.8**

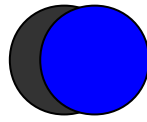
Massimo storico: **44.2**

Il guadagno futuro annualizzato implicito é di: **1%**

Fonte: <http://www.gurufocus.com/shiller-PE.php>

**Riassunto:** Le borse dei Paesi occidentali sono ipercomperate e sopravvalutate. Questo é il risultato delle manipolazioni delle Banche Centrali che hanno provocato numerosi eccessi. Nel futuro ci vuole un ritorno alla normalità – é inevitabile. Se queste distorsioni venissero corrette tutte immediatamente (cosa che non é possibile) l'S&P500 varrebbe all'incirca la metà di adesso.

**Bisogna quindi rendersi conto che lo spazio verso l'alto é limitato mentre il rischio verso il basso é molto alto. Più le borse salgono ora e più scenderanno dopo.** Il problema é che nessuno sa quando é il dopo e quando il troppo é troppo. Si può solo tentare d'indovinare facendo paragoni col passato.



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

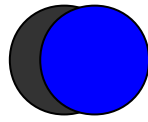
## Scenario 2014 - S&P500

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 2014. L'analisi tecnica non prevede il futuro ma mostra da che parte tira il vento. Si basa sul calcolo delle probabilità e non è una scienza esatta. 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 2013 abbiamo nettamente sottovalutato la portata e l'effetto della politica monetaria delle Banche Centrali. Siamo nel più grande esperimento monetario della storia e nessuno è in grado di prevederne le conseguenze. Non c'è nessun periodo storico paragonabile. Le borse sono tendenzialmente salite per tutto l'anno mentre noi prevedevamo per saldo un ristagno con un forte ribasso in primavera-autunno. Per tutto l'anno abbiamo inseguito fantomatiche sostanziali correzioni mentre le borse si sono limitate a sane correzioni minori prima di riprendere sistematicamente il rialzo. In un anno dove noi predicavamo prudenza bisognava invece restare investiti ed ignorare tutto il resto – gli indici azionari hanno terminato l'anno sul massimo che per S&P500 e DAX tedesco ha anche significato un nuovo massimo storico. Abbiamo sbagliato.



Sul grafico vedete le frecce con le quali indicavamo le nostre previsioni insieme a quello che è effettivamente successo.



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

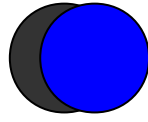
Nel 2014 vogliamo evitare l'errore compiuto nel 2013. Prendiamo seriamente in considerazione il fatto che le Banche Centrali non cambieranno nulla nella loro politica monetaria – probabilmente persisteranno nell'errore malgrado che ormai sia chiaro quelle che sono le conseguenze negative e positive. ZIRP e QE non sono in grado da sole di generare una ripresa economica sostenibile. Provocano però bolle sui mercati finanziari.

**L'S&P500 ha iniziato l'anno a 1848 punti e dovrebbe finirlo sui 1800 punti.** Questo nel caso in cui l'S&P500 non volesse ancora correggere la sua evidente sopravvalutazione e non ci siano sostanziali peggioramenti nei numerosi focolai di crisi mondiali. La gamba di rialzo iniziata a dicembre 2013 dovrebbe esaurirsi nella prima decade di marzo sui 1863 punti. È la previsione che manteniamo da settimane sul sito e riteniamo sia corretta. Lo sviluppo nel resto dell'anno segue i cicli.



Queste previsioni prendono in considerazione aspetti ciclici e stagionali. Normalmente la prima parte dell'anno è 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 il **secondo anno di governo del Presidente è il peggior del suo quadriennio**. La media indica un leggero guadagno che viene realizzato nei primi tre mesi dell'anno. I susseguenti tre trimestri mostrano invece un saldo negativo.



BERNASCONI  
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Per l'S&P500 entrano poi in gioco **un ciclo rialzista di 5 anni** (termina a marzo di quest'anno) ed **uno di 10 anni nei quali il comportamento dell'indice é ripetitivo**. Mischiando questi effetti e partendo dal principio che la FED cercherà a tutti i costi di evitare qualsiasi calo della borsa, arriviamo al risultato descritto che a dire il vero non ci soddisfa. Sappiamo che presto o tardi ci sarà un crollo quando la sopravvalutazione e l'euforia avranno raggiunto picchi insostenibili. Non sappiamo quando questo momento arriverà e dall'esperienza degli anni scorsi sembra che non siamo in grado di prevederlo in anticipo.

**I mercati finanziari e le borse mondiali sono in una bolla speculativa. Presto o tardi ci deve essere un tracollo.** A causarlo sarà uno dei numerosi problemi e focolai di crisi che abbiamo individuato e descritto nella nostra analisi. Potrebbe essere la Cina con i suoi enormi disequilibri strutturali. Oppure potrebbe essere l'Europa a ritornare in recessione a causa di una velenosa combinazione di disequilibri tra le varie economie, tensioni politiche e sociali e debiti in continua crescita.

Il Giappone é sull'orlo dell'abisso. L'Abenomics é destinata a fallire – quando? In molti Paesi le popolazioni si stanno ribellando a politiche economiche che richiedono molti sacrifici alla popolazione mentre favoriscono una casta – sta iniziando una nuova era di agitazioni sociali e rivoluzioni? Non da ultimo é possibile che le Banche Centrali perdano il controllo della situazione. Molto del risultato positivo della loro politica é basato su fiducia e aspettative di miglioramento – é possibile che debbano fare marcia indietro di fronte ad un'evidente insuccesso.

**Molto nel 2014 potrebbe andare male e scatenare l'atteso bear market e ritorno alla realtà.** Ciclicamente tra gennaio e marzo ci dovrebbe essere un massimo – non siamo però in grado di prevedere con anticipo se questo massimo sarà seguito da una lunga distribuzione in laterale o da un forte ribasso. Quest'anno preferiamo evitare il ruolo della Cassandra visto che nell'ultimo anno e mezzo non ha funzionato.

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. È importante e necessario però ad avere un'idea del quadro generale.

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, 16 gennaio 2013