

BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Previsioni per il 2018 e scenario per i mercati finanziari

La prima versione delle previsioni 2018 erano pronte a fine 2017. Il nuovo anno é però iniziato con un rally della borsa americana mentre noi avevamo previsto che l'S&P500 (2673 punti a fine 2017) fosse su un top di lungo periodo e che a gennaio dovesse esserci una sostanziale correzione come prima fase di un bear market. L'S&P500 nella più ottimistica delle nostre previsioni doveva salire nel 2018 a 2700 punti.

Il 26 gennaio 2018 l'S&P500 americano ha toccato un massimo storico a 2872.87 punti. L'euforia degli investitori lascia presagire una continuazione di questo rialzo malgrado fondamentali ormai ostili – la borsa americana é sopravvalutata e oscenamente cara.

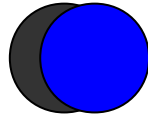
Il cambio EUR/USD nelle nostre previsioni originali doveva salire a 1.26 per fine anno - già a gennaio ha raggiunto gli 1.25. Evidentemente i mercati finanziari sono dominati da dinamiche che non riusciamo a interpretare correttamente e monitorare usando l'abituale combinazione di analisi fondamentale e tecnica.

Dobbiamo di conseguenza rivedere il nostro scenario malgrado l'incertezza. Ci limitiamo però alle linee guida poiché fare un'analisi di dettaglio che molto probabilmente si rivelerà sbagliata ci sembra un esercizio aleatorio e superfluo. Siamo obbligati a fare delle previsioni. Per investire bisogna avere uno scenario per il futuro e una strategia d'investimento. Siamo coscienti del fatto che il 2018 é un anno di transizione – l'economia mondiale si avvicina alla fine di un ciclo di crescita mentre le Banche Centrali dei Paesi industrializzati stanno terminando una lunga fase di politica monetaria espansiva e sono obbligate a muoversi lentamente nella direzione opposta. Questo significa che i tassi d'interesse di riferimento dovranno presto o tardi salire e i programmi di Quantitative Easing finiranno relativamente presto. I bilanci delle Banche Centrali, aumentati a dismisura dopo la crisi finanziaria del 2009, devono ritornare lentamente alla normalità. Questo significa che i miliardi di obbligazioni e azioni accumulati dalle Banche Centrali di America, Europa e Giappone devono essere venduti o lasciati scadere senza essere rinnovati. Il fiume di liquidità che ha inondato i mercati finanziari nascondendo qualsiasi problema deve essere lentamente drenato e questa fase inizierà verso la fine di quest'anno. È difficile stimare quale sarà la risposta dei mercati finanziari – é però molto probabile che gli aspetti negativi superino quelli positivi. Una volta che le Banche Centrali smetteranno di manipolare massicciamente il costo del denaro riappariranno lentamente tutti quei problemi irrisolti che si sono accumulati negli anni scorsi e sono stati ignorati da una classe politica impegnata soprattutto a mantenere il potere piuttosto che risolvere i problemi dei Paesi e impostare una politica di crescita economica e benessere a lungo termine. Particolarmente a rischio é l'Europa con i suoi debiti e le disuguaglianze tra le economie dei singoli Paesi membri dell'Unione Europea che stretti nel corsetto dell'EUR non riescono più a compensare le differenze di produttività e competitività attraverso i cambi. Il processo di aggiustamento é impossibile – o si elimina l'EUR o si continua sulla strada dell'integrazione politica, economica e fiscale. Entrambe le soluzioni non sono praticabili senza una grave crisi che obbligherà governi e popolazione a trovare un accordo forzato. Più si aspetta, più il problema si ingigantisce e più la crisi per uscire da questa situazione di stallo sarà grave, profonda e dolorosa.

Rivediamo innanzitutto le previsioni 2017 – si tratta di esaminare se l'economia e la politica si sono sviluppate come atteso e di ricevere della conferme sulla validità dei nostri sistemi di analisi o imparare dagli errori.

L'analisi dell'anno scorso era iniziata con questa dichiarazione generale:

“Il 2017 sembra invece imprevedibile come la politica di Trump e le sue conseguenze sull'ordine mondiale, l'economia e la finanza. Il rally delle borse di novembre e dicembre si é concentrato sui possibili effetti benefici della politica di Trump. Nessuno ha ancora discusso le difficoltà e le inevitabili reazioni dei suoi avversari. Ad ogni azione segue una reazione e con un imprevedibile



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

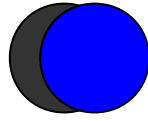
ed impulsivo presidente come Trump sappiamo solo che ci saranno parecchie sorprese, incertezza e volatilità. In linea di massima crediamo che la luna di miele tra Trump e la borsa durerà ancora parecchi mesi. Poi molto dipenderà dalla capacità di Trump e dalle sue decisioni in campo di politica economica di prolungare un ciclo economico ormai alla fine. Grazie alla politica monetaria decisamente espansiva e poco ortodossa delle Banche Centrali ed al generoso contributo degli Stati che continuano a mantenere un ampio deficit di bilancio, l'economia mondiale cresce dal 2009. Normalmente dopo sette anni di espansione dovrebbe seguire un rallentamento ed una benefica recessione. Nessuno è in grado di giudicare se il nuovo governo americano riuscirà a prolungare questo ciclo congiunturale. Normalmente un taglio fiscale e un piano di investimenti pubblici così come una politica concentrata nella creazione di posti di lavoro ha un effetto positivo – nessuno però ha ancora capito come il nuovo governo americano potrà finanziare questo programma visto che l'indebitamento degli Stati Uniti sotto Obama è passato da 10'600 Mia a 19'900 Mia di USD. Senza la compiacenza della FED questo aumento del debito pubblico non sarebbe stato finanziabile. Senza l'aiuto della Banca Centrale ed i programmi di Quantitative Easing l'esplosione dei debiti avrebbe provocato un calo del valore della moneta, inflazione ed un aumento dei tassi d'interesse.

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

In questo paragrafo c'è l'essenza di quanto è successo nel 2017. Donald Trump ha saputo dare una scossa benefica agli Stati Uniti. La sua politica condotta seguendo lo slogan “America first” ha ridato fiducia alle imprese e entusiasmato gli investitori. Il rialzo della borsa americana è continuato e come avevamo pensato è proseguito fino ad inizio 2018 – vedremo in seguito se questo bull market può continuare e a quali condizioni. La pietra miliare della politica economica di Donald Trump e dei repubblicani è stata la riforma fiscale approvata dal Congresso a dicembre. Ne approfittano soprattutto le imprese la cui aliquota fiscale verrà ridotta al 21% dagli attuali 35%. Le conseguenze per il ceto medio sono ancora incerte malgrado che secondo Trump anche la maggior parte dei cittadini approfitterà di una riduzione delle imposte. Sicuramente i ricchi pagheranno meno tasse. Il lato negativo della medaglia è l'ulteriore aumento del debito pubblico che unicamente a livello nazionale (vale a dire senza considerare i debiti dei singoli Stati e quelli dei vari sistemi sociali) ha già raggiunto i 20'600 miliardi di USD. È previsto che la riforma fiscale provocherà nei prossimi 10 anni un'ulteriore aumento del debito di 1'500 Mia di USD. Probabilmente questa è la ragione principale della debolezza cronica dell'USD – secondo la teoria economica sul lungo termine sono i deficit delle varie bilance statali (commercio, pagamenti) a determinare il valore di una moneta. Solo sul corto termine i differenziali dei tassi d'interesse influenzano i cambi.

Vediamo ora cosa avevamo inizialmente previsto per la borsa americana. Iniziamo con alcune considerazioni sull'indice di riferimento, l'S&P500 che ha terminato il 2017 a 2673 punti. A gennaio 2017 avevamo fatto queste considerazioni:

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



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

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

Finora Donald Trump non ha deluso la borsa. Ci asteniamo da un giudizio generale sulla sua politica. Noi avevamo stimato un potenziale massimo di rialzo a 2500 punti (2280 punti +10%). Evidentemente abbiamo fatto un'errore di sottovalutazione malgrado che abbiamo intuito che la borsa poteva ancora salire grazie all'euforia provocata dai programmi economici della nuova Amministrazione repubblicana. I 2200-2250 punti di S&P500 come occasione di short di una vita si è rivelata una valutazione completamente sbagliata – abbiamo preso questa decisione troppo presto e con l'indice troppo in basso senza considerare l'effetto bolla che ha un livello di tassi d'interesse troppo bassi per un lungo periodo di tempo.

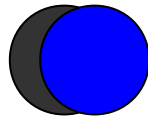
Riprendiamo l'argomento in seguito quando esaminiamo nel dettaglio le previsioni per i mercati azionari.

Nel nostro scenario 2017 abbiamo fatto delle previsioni per tassi d'interesse, cambi e divise e azioni. Vediamole e giudichiamo come è andata.

1. Tassi d'interesse:

*L'economia mondiale resta in deflazione. L'aumento dei tassi d'interesse di mercato osservato nell'ultimo trimestre del 2016 non è l'inizio di una duratura e sostenibile fase di rialzo ma unicamente un rimbalzo da eccesso. Tassi d'interesse negativi sulle obbligazioni di Stato a 10 anni non sono normali. È possibile che i tassi d'interesse nel 2016 abbiano toccato un minimo di lungo periodo. Dovrebbero però restare bassi ancora per parecchi anni. All'inizio del 2017 il prestito decennale della Germania (Bund) rendeva il 0.270%. Nelle previsioni 2016 avevamo previsto per fine anno un reddito tra lo 0% ed il 0.10%. Il minimo è stato toccato a luglio a -0.204%. La previsione di base era corretta – i tassi d'interesse sono scesi. **Quest'anno è probabile che ci sarà un assestamento tra il 0.25% ed il 0.5%. Malgrado una fiammata inflazionistica (a dicembre i prezzi al consumo in Germania sono saliti del +1.7%) non crediamo che la BCE cambierà politica monetaria. Il QE e gli acquisti di obbligazioni (soprattutto titoli di Stato) per 60 Mia di EUR al mese proseguiranno almeno fino a settembre 2017.***

Il Bund rendeva a fine 2017 il 0.427% - durante l'anno il reddito si è mosso tra il 0.15% (aprile) e il 0.64% (luglio). In effetti in generale i tassi d'interesse sull'EUR sono rimasti bassi in mancanza di una spinta inflazionistica e malgrado una crescita economica relativamente robusta. Siamo però rimasti sorpresi e sconcertati dalle decisioni di politica monetaria della BCE. I tassi d'interesse di riferimento sono ancora oggi al 0% mentre il programma di acquisto titoli conosciuto come QE è stato prolungato al ritmo di 30 Mia. di EUR al mese fino a settembre 2018. Ad ogni conferenza stampa della BCE rimaniamo esterrefatti constatando l'incongruenza delle dichiarazioni di Mario Draghi. Da una parte parla di crescita economica robusta, di diminuzione della disoccupazione e di inflazione in aumento ma sotto controllo. Dall'altra ripete la necessità di mantenere una politica monetaria estremamente espansiva per combattere i rischi di ricaduta e far salire le aspettative d'inflazione verso il target fissato arbitrariamente al 2%. Il dubbio è che la BCE sia unicamente preoccupata dal debito pubblico e faccia di tutto per continuare a finanziare indirettamente il deficit cronico di molti Paesi per evitare l'insorgere di una nuova crisi finanziaria. Considerando lo stato delle finanze di Grecia, Spagna, Portogallo, Italia, Belgio e Francia la crisi è solo rimandata e sarà inevitabile. Questi Paesi invece che utilizzare la fase di crescita economica e i tassi d'interesse tenuti artificialmente bassi per risanare le finanze statali hanno vissuto alla giornata utilizzando i



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

soldi risparmiati sul servizio del debito pubblico per aggiustare il sistema bancario e finanziare gli ammortizzatori sociali. Una politica di rigore non significa tenere il deficit annuale dello Stato sotto la barriera del 3%!

Vediamo ora cosa è successo negli Stati Uniti. Prima di tutto leggiamo cosa avevamo previsto.

Per quel che riguarda l'USD e l'US Treasury Bond la situazione è più confusa. Alla fine del 2015 la FED aveva annunciato che nel 2016 prevedeva da 2 a 4 aumenti del costo del denaro (FED Funds Rate). In effetti ha proceduto ad un solo incremento di +0.25% nella sua seduta del 14 dicembre. Ora la storia si ripete. Janet Yellen ha previsto altri 3 aumenti nel corso del 2017. Non crediamo che sarà il caso – si sono troppi argomenti in sfavore. L'America è ancora eccessivamente indebitata – non può permettersi e sopportare un aumento del costo per servire questo debito. Una salita dei tassi d'interesse provocherebbe un rafforzamento dell'USD con un ulteriore peggioramento della bilancia commerciale. Troppi Paesi emergenti sono indebitati in USD – non sarebbero in grado di servire un debito in aumento e ci sarebbe una crisi mondiale. Infine un eccessivo aumento del costo del denaro si scontrerebbe con i piani di Trump di incrementare la crescita economica stimolando gli investimenti ed i consumi. Al momento non c'è un rischio di inflazione tale da giustificare una politica monetaria restrittiva. C'è invece il rischio che le poco ortodosse manovre di Trump provochino un disastro e la fine del ciclo economico di crescita. In questo caso è più probabile un QE4 che un forte rialzo dei tassi d'interesse.

Riteniamo più plausibile che il reddito del US Treasury Bonds decennale a fine 2017 si trovi sotto i 2% piuttosto che salga sopra il 3%. Malgrado che la maggior parte degli analisti preveda un sensibile aumento dei tassi d'interesse sull'USD noi favoriamo una stabilizzazione sul livello attuale (2.3%) se non una discesa.

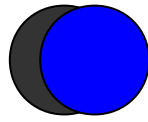
L'USTBond rendeva a fine 2017 il 2.405% - durante l'anno il reddito si è mosso tra il 2.02% (settembre) e il 2.63% (marzo). Durante il 2017 la FED ha in effetti proceduto a tre aumenti dei tassi d'interesse del +0.25%. il tasso di riferimento dei FED Funds è salito dai 0.75% agli attuali 1.5% senza grandi conseguenze per il mercato delle obbligazioni. Considerando la crescita economica, l'inflazione e la disoccupazione il costo del denaro è ancora troppo basso.

Le nostre previsioni sullo sviluppo dei tassi d'interesse erano nel complesso giuste.

2. Cambi e divise.

In questo campo ci eravamo mossi decisamente controcorrente. Mentre la maggior parte degli analisti si aspettava un indebolimento dell'EUR e un rafforzamento dell'USD noi abbiamo strenuamente difeso il nostro scenario rialzista per il cambio EUR/USD. Vediamo nel dettaglio le nostre argomentazioni.

“Tutti si aspettano un rafforzamento dell'USD causato dal rialzo dei tassi d'interesse innescato dalla FED. Contemporaneamente il resto del mondo tiene basso il costo del denaro ed il differenziale dei tassi d'interesse deve favorire l'USD. Il ragionamento è corretto anche se questo non è l'unico elemento determinante. Altri fattori influenzano i cambi tra le divise. La bilancia commerciale e dei pagamenti regola i flussi reali di denaro. La fiducia o meno in un Paese, nella sua economia, la classe politica e la forza militare dirigono i flussi speculativi di capitale. Sotto questi punti di vista gli Stati Uniti sono al momento un grosso punto di domanda. L'atteggiamento aggressivo ed ostile di Trump nei riguardi di molti Paesi (Cina, Messico) e i suoi attacchi contro diversi settori dell'economia (farmaceutica) ed investitori stranieri (case automobilistiche giapponesi) potrebbero allontanare i capitali dal Paese. Gli investitori hanno bisogno condizioni quadro stabili e favorevoli e non si impegnano quando le regole cambiano continuamente secondo l'umore del Presidente. Dubitiamo fortemente che l'USD possa ulteriormente rafforzarsi anche se nel caso di una crisi mondiale è probabile che la moneta americana possa servire come rifugio.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Prevediamo che il cambio EUR/USD debba salire a fine 2017 verso gli 1.12 anche perché lentamente la BCE dovrebbe avvicinarsi al limite dello spazio d'azione offerto dalla politica monetaria.

In effetti, tra la sorpresa generale, il cambio è salito. Ha iniziato l'anno sul minimo a 1.0340 (3 gennaio) ed è mano a mano salito fino a toccare un massimo a 1.2092 a settembre. Ha terminato l'anno a 1.1998. All'inizio del 2017 il nostro target era ancora conservativo. Non avevamo osato prevedere un movimento troppo ampio visto che il consenso era contro di noi. Durante tutto l'anno abbiamo però alzato l'obiettivo e siamo costantemente rimasti rialzisti – l'obiettivo finale a 1.20 è poi stato raggiunto. Stranamente molti ritengono che questo sia solamente un rimbalzo all'interno di un ribasso di lungo periodo – leggiamo ancora previsioni di un cambio in pari nel prossimo futuro. Noi manteniamo la rotta – ne riparlamo in seguito.

Come svizzeri abbiamo anche fatto una previsione per il cambio EUR/CHF. Questo paragrafo necessita alcuni commenti.

“La Banca Nazionale Svizzera farà di tutto per mantenere un cambio stabile tra EUR e CHF. Le finanze della Confederazione elvetica sono relativamente sane - la riforma della fiscalità delle imprese che entrerà probabilmente in vigore nel 2017 rischia come prima conseguenza di scavare un buco nel bilancio della Confederazione di 3-5 Mia. di CHF. Questo disavanzo dovrebbe però essere colmato tra alcuni anni grazie alla maggiore attività economica e all'arrivo di imprese estere. Il Franco Svizzero mantiene la sua forza d'attrazione di moneta rifugio. Pensiamo che a fine anno il cambio EUR/CHF sarà poco lontano dagli 1.10.”

La riforma della fiscalità delle imprese è stata respinta in votazione popolare. La Banca Nazionale Svizzera ha mantenuto una politica monetaria molto espansiva contrassegnata da tassi d'interesse negativi. Inoltre ha continuato ad intervenire sul mercato vendendo CHF e comperando divise estere che vengono investite in obbligazioni ed azioni. Le riserve in divise estere della BNS hanno raggiunto i 740 Miliardi di CHF di cui circa il 20% viene investito in azioni. La BNS è diventata uno dei più grossi Hedge Fund al mondo e ogni abitante della Svizzera possiede teoricamente 17'000 CHF in azioni – un'assurdità che mostra in maniera esemplare le manipolazioni e le anomalie dei mercati finanziari provocati dalle Banche Centrali. L'operazione della BNS è estremamente rischiosa e ampiamente criticabile. **Il cambio EUR/CHF è salito però a fine a 1.17** e quindi finora la BNS ha raggiunto il suo obiettivo. A quale prezzo? La stabilità economica della Svizzera è a rischio. Speriamo che la BNS sappia gestire oculatamente questa enorme massa di denaro. Il successo a corto termine può velocemente trasformarsi in una catastrofe se una crisi finanziaria provocasse un classico rafforzamento della moneta rifugio CHF e un crollo delle borse.

Per concludere annotiamo che l'EUR si è rafforzato contro CHF più di quanto ci eravamo aspettati ad inizio anno. Questa però è un'ovvia conseguenza della forza dell'EUR. Alzando il target sul cambio EUR/USD era evidente che anche il cambio EUR/CHF sarebbe salito più in alto.

Nel campo delle divise avevamo aggiunto un ultimo avvertimento che si è rivelato provvidenziale.

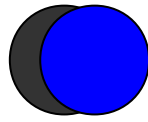
“Probabilmente sarà difficile trovare una moneta che si apprezzerà significativamente contro EUR. Ci saranno delle fiammate sulle monete legate alle materie prime (Dollaro australiano, Rublo) quando ci saranno dei movimenti significativi nei prezzi.

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

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

3. Azioni. Le previsioni sui mercati azionari sono state precedute da una introduzione che ha un sapore di vegggenza. In effetti è stato l'effetto descritto in questo paragrafo ad aver spinto le borse al rialzo e ben sopra le nostre più rosee previsioni.

“Sono state crisi dall'effetto contenuto, la psicologia e le emozioni a muovere i mercati. I



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

fondamentali hanno influito relativamente poco. Le borse sono salite grazie all'espansione dei rapporti tra prezzo e guadagni (Price/Earnings o P/E). Gli utili delle imprese si sono mossi all'interno delle previsioni mentre le oscillazioni dei tassi d'interesse non hanno creato scompiglio. L'aumento dei redditi delle obbligazioni verso fine anno non ha provocato una diminuzione dei P/E – al contrario è stato interpretato in maniera positiva visto che dovrebbe significare un'accelerazione della crescita economica nel futuro.

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

Gli indici azionari che analizziamo regolarmente sul nostro sito hanno iniziato il 2017 su questi livelli:

Eurostoxx50	3290 punti
SX7E (banche)	117.67 punti
DAX	11481 punti
SMI	8219 punti
FTSE MIB	19234 punti
S&P500	2238.83 punti
Nasdaq100	4863 punti

Le performance annuali sono state le seguenti:

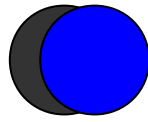
Eurostoxx50	+6.60% a 3504 punti
SX7E	+10.88% a 130.48 punti
DAX	+12.51% a 12917 punti
SMI	+14.14% a 9381 punti
FTSE MIB	+13.61% a 21853 punti
S&P500	+19.42% a 2673.61 punti
Nasdaq100	+31.52% a 6396 punti

Secondo un ragionamento basato sull'analisi fondamentale e gli utili previsti per le società avevamo scritto che

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

Dopo alcune considerazioni concernenti la politica economica, i rischi e l'instabilità del sistema finanziario avevamo aggiunto che

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



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

questo caso dovrebbe fermarsi tra i 1800 ed i 2000 punti per fine anno. Questa é la nostra variante pessimistica.

Per quel che riguarda l'Europa avevamo fatto le seguenti previsioni:

“Le borse europee seguiranno a distanza l'S&P500 americano. Malgrado i suoi sforzi la BCE non riesce a stimolare la crescita economica e quindi gli indici azionari europei si comporteranno come la borsa americana se non peggio. L'Eurostoxx50 dovrebbe chiudere l'anno sui 3200 punti.”

Malgrado che le nostre previsioni sulla crescita economica, sugli utili delle imprese, sui tassi d'interesse e sui cambi fossero corrette abbiamo sottovalutato il potenziale di rialzo delle borse. L'errore é stato soprattutto a livello psicologico. L'abbondante liquidità e l'ottimismo degli investitori hanno fatto salire il valore delle azioni ben più in alto di quanto i fondamentali potevano giustificare. Questi eccessi avvengono spesso nella fase finale di un bull market e potrebbero condizionare anche il 2018. Crediamo quindi che sia sbagliato tentare di prevedere cosa succederà quest'anno usando dei metodi tradizionali. Trend e emozioni stanno creando una bolla speculativa – sarà difficile indovinare quando e a che livello verrà raggiunto un top definitivo. Sulla base dell'accelerazione al rialzo osservata da inizio 2018 é probabile che il massimo definitivo del bull market iniziato nel 2009 verrà toccato nel corso dell'anno. Questa fase finale potrebbe però essere esplosiva e far salire gli indici azionari su livelli al momento ancora inimmaginabili.

4. Materie prime: In breve avevamo fatto queste previsioni:

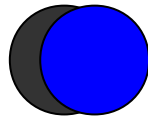
“Nel nostro scenario di base calcoliamo che il prezzo del petrolio debba stabilizzarsi sui 50 USD/barile.” Il petrolio ha trascorso i primi 9 mesi dell'anno ad oscillare intorno ai 50 USD al barile. Solo per fine anno é salito a 60 USD/barile.

“Riteniamo quindi che nel 2017 l'oro oscillerà tra i 1100 ed i 1400 USD con un prezzo a fine anno intorno ai 1250 USD/oncia.” L'oro ha terminato l'anno a 1302 USD/oncia. In generale é oscillato senza una chiara tendenza intorno ai 1275 USD/oncia (+/- 75 USD).

Dopo aver esaminato gli avvenimenti del 2017 é giunto il momento di tentare di prevedere cosa potrebbe succedere nel 2018. Questo esercizio é estremamente difficile poiché l'economia é vicina ad un punto tornante. Le Banche Centrali devono lentamente abbandonare una politica monetaria che per troppo tempo é stata eccessivamente espansiva. I tassi d'interesse devono lentamente salire e tornare gradualmente alla normalità – questo significa semplicemente che i tassi d'interesse reali (sono i tassi d'interesse nominali meno l'inflazione) devono ridiventare positivi in maniera da remunerare i risparmi. Questo aumento del costo del denaro creerà sicuramente nervosismo e volatilità. La calma, la bassa volatilità e il lento e costante rialzo delle borse che ha caratterizzato il 2017 deve presto sparire. Nella storia però non si é mai verificato un crash di borsa con tassi d'interesse bassi come quelli attuali – la liquidità é talmente abbondante che si trovano sempre investitori pronti a risalire sul treno in corsa. L'aumento del costo del denaro é però un veleno che rischia di ammazzare il rialzo. Purtroppo non sappiamo se questo avverrà nel 2018 se la fine del bull market é ulteriormente rimandata. Pensavamo di veder apparire i primi seri problemi all'inizio dell'anno ma ci siamo sbagliati. A gennaio in America si sono susseguiti nuovi record e il 26 gennaio l'S&P500 ha toccato un nuovo massimo storico a 2872 punti.

Evidentemente usando sistemi razionali e matematici non riusciamo ad interpretare correttamente questa fase di mercato. Sappiamo solo che **il rialzo delle borse é molto esteso e maturo** – le azioni, specialmente quelle delle società americane sono molto care.

Usando esempi del passato e le teorie fornite dalla Behavioral Finance (finanza comportamentale – metodi di interpretazione della psicologia degli investitori) sviluppiamo un possibile scenario di massima per i 2018 coscienti del fatto che i margini di errore sono ampi. Evitiamo di fissare obiettivi ma cerchiamo piuttosto di definire le tendenze e dare delle indicazioni.



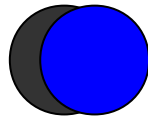
BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Per il 2018 gli Istituti di ricerca economica come quello dell'[OCSE](#) prevedono una crescita economica mondiale robusta (il FMI prevede a livello mondiale un aumento del PIL nel 2018 del +3.8%). Secondo gli specialisti lo sviluppo positivo dovrebbe continuare nel 2019 ed oltre. Questo ciclo congiunturale é iniziato nel 2009. La durata media di questi cicli di crescita é di 7 anni - quella massima é di 10 anni. Questo ciclo é quindi maturo e dovrebbe avvicinarsi alla fine - molti analisti ritengono che la riforma fiscale americana potrebbe estenderne la durata - la possibilit  é concreta ma la probabilit  é modesta - quest'anno o al pi  tardi nel 2019 dovrebbe iniziare una recessione. In genere le borse anticipano questo momento. Spesso la recessione é la conseguenza di un surriscaldamento delle economie che obbliga le Banche Centrali ad una politica monetaria restrittiva e ad un aumento dei tassi d'interesse. Gli Stati Uniti hanno gi  imboccato questa via mentre la borsa é oscenamente cara e gli indici azionari passano da un record storico al successivo. L'S&P500 ha raggiunto il 26 gennaio i 2872 punti.

Secondo noi nessun concepibile e realistico scenario economico riesce a giustificare il livello raggiunto dalle borsa americana ad inizio 2018. Solo l'abbondante liquidit , il trend, l'ottimismo e la temporanea mancanza di valide alternative d'investimento potrebbe far continuare questo bull market. **Esiste la possibilit  che ci sia ancora un'accelerazione finale di tipo esaustivo a completamento di una enorme bolla speculativa. In questo caso verso la met  dell'anno l'S&P500 potrebbe ancora salire fino a circa 3400 punti.** Questo valore é un'estrapolazione basta su esempi del passato. In linea di massima ci aspettiamo per  che il rialzo si fermi prima. L'accelerazione finale di tipo esaustivo ha come premessa che da adesso in avanti non ci siano pi  correzioni superiori al -10%. In caso di correzione é molto probabile che il massimo definitivo del bull market iniziato a marzo del 2009 sia stato precedentemente raggiunto. Considerando le stime degli utili delle societ  americane per il 2018 (S&P500 ca. 150 USD) e l'effetto della riforma fiscale, **l'S&P500 vale secondo noi 2400 punti.** Escludiamo per  che l'indice raggiunga questo livello per fine anno. Se rimane l'ottimismo e l'economia americana continua crescere al ritmo attuale il P/E avr  tendenza ad espandersi e quindi l'S&P500 si trover  pi  in alto. Se invece le nuvole che si addensano all'orizzonte si avvicineranno velocemente si sommeranno due effetti - le stime degli utili delle imprese diminuiranno e i P/E cominceranno a contrarsi. **L'S&P500 dovrebbe in questo caso valere sui 2080 punti (variante negativa).** Noi abbiamo l'impressione che il bull market non é ancora terminato. Non crediamo che la FED americana sia tanto irragionevole e avventata da alzare i tassi d'interesse a un ritmo tale da spaventare imprenditori, consumatori e investitori. Di conseguenza ci aspettiamo ancora un'estensione del bull market fino nella tarda estate. Facciamo fatica a sposare la tesi dell'accelerazione finale di tipo esaustivo elaborata da [Jeremy Grantham di GMO](#) e presentata sul nostro sito nel commento tecnico del 6-7 gennaio 2018. Crediamo piuttosto che il massimo definitivo di questo bull market debba situarsi sui 2870-3000 punti. Questo significa che esiste la possibilit  che a gennaio sia gi  stato toccato il massimo definitivo - se l'S&P500 scende sotto i 2600 punti i 3000 punti sono per parecchi anni da dimenticare. A questo punto conviene parlare di tassi d'interesse sull'USD poich  da questi dipende la borsa americana.

Il tasso di riferimento dei FED Funds é ora all'1.5%. Durante il 2018 sono in linea di massima previsti tre aumenti. Il tasso d'interesse di riferimento dovrebbe quindi salire al 2.25%. A fine gennaio Janet Yellen si ritira e viene sostituita da Jerome Powell - non é ancora sicuro che Powell seguir  la strada tracciata dalla Yellen. Powell ha il difficile compito di normalizzare la politica monetaria, combattere l'insorgere di spinte inflazionistiche e diminuire la somma di bilancio della FED senza far deragliare la crescita economica o provocare una crisi dei mercati finanziari. Noi crediamo che il suo margine di manovra sia ristretto - si deve muovere con estrema cautela anche perch  l'enorme debito pubblico deve restare finanziabile. Se il reddito degli US Treasury Bonds aumentassero in maniera eccessive lo Stato dovrebbe utilizzare risorse eccessive per servire il



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

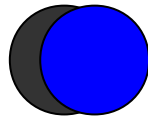
debito, Già ora la debolezza della moneta americana é un sintomo dello scetticismo degli investitori internazionali. Considerando che il reddito dei FED Funds salirà al 2.25%, il reddito delle obbligazioni del Tesoro americano a corto termine (3 mesi) dovrebbe lievitare al 2.3%-2.5% dagli attuali 1.5%. **Pensiamo però che il reddito dell'USTBonds decennale si assesterà al 3%** poiché nel corso dell'anno dovrebbero apparire i primi segni di rallentamento economico che provocheranno un appiattimento della curva dei redditi. Il problema principale é che la FED può influenzare i tassi d'interesse a corto termine ma senza operazioni di mercato come quelle effettuate precedentemente nell'ambito dei programmi di Quantitative Easing, i tassi d'interesse di lungo termine rimangono in balia dei mercati. Temendo l'inversione di tendenza dopo anni di deflazione, calo del costo del denaro e politica monetaria molto espansiva é possibile che ci sia un'ondata di vendite di Bonds specialmente se la crescita economica americana restasse robusta. Nel caso in cui il reddito dell'USD Treasury Bonds salisse decisamente sopra il 3% (cosa che però noi al momento escludiamo) la borsa americana dovrà imboccare la via del ribasso.

I responsabili delle Banche Centrali sono coscienti del problema. Siamo convinti che in caso di necessità siamo pronti a tornare ad una politica monetaria molto accomodante. Devono però avere il necessario margine di manovra. La FED ne ha poco. La Banca Centrale Europea (BCE), la Banca Centrale del Giappone (BoJ) e la Banca Nazionale Svizzera (BNS) non ne hanno visto che i tassi d'interesse sono allo 0% o poco più in basso.

A questo punto conviene continuare il discorso riguardante i tassi d'interesse e passare all'Europa. La BCE mantiene il tassi di riferimento allo 0% - la BNS, per evitare che il CHF si rafforzi, deve avere tassi d'interesse più bassi - il repo overnight Index é al -0.75%. La BCE intende mantenere il costo del denaro basso ancora per parecchio tempo. Prevede di terminare il programma di acquisto titoli conosciuto come Quantitative Easing a settembre di quest'anno. Acquista ancora 30 Mia. di EUR di obbligazioni ogni mese. É probabile che non procederà quest'anno ad aumenti del costo del denaro ma ne annuncerà l'intenzione. Questo dovrebbe bastare a provocare un aumento dei redditi delle obbligazioni. Il Bund decennale rendeva a fine 2017 il +0.427%. **Prevediamo che il reddito dell'obbligazione tedesca a 10 anni salga nel 2018 all'1% - massimo 1.5%**. Non vediamo rischio d'inflazione - l'ultimo dato riguardante l'Unione Europa segnala un aumento dei prezzi al consumo del +1.5% - l'obiettivo dichiarato della BCE é del 2%. Redditi in aumento provocheranno però perdite sulle obbligazioni. Un mezzo punto in percentuale su un'obbligazione della durata di 10 significa circa un calo di circa 5 punti sul corso - se il reddito aumenta di 1 punto in percentuale la perdita é circa del -10%. **Nel 2018 é probabile che le obbligazioni di Stato saranno un investimento perdente.** Con l'avvicinarsi della fine del QE é molto probabile che lo spread sui titoli di Stato per quei Paesi europei altamente indebitati abbia tendenza a salire. La Grecia, un Paese in pratica fallito e che non sarà mai in grado di ripagare i suoi debiti, versava a fine 2017 un tasso d'interesse del 4.12% su un'obbligazione decennale. L'Italia remunerava i suoi creditori con un tasso d'interesse del 2.00%. Questi redditi dovranno aumentare e probabilmente più di quanto prevediamo per la Germania.

Siamo convinti che in Europa nel 2018 si tornerà a parlare di deficit statali, debito pubblico e sostenibilità. Questo potrebbe già succedere nel secondo trimestre dell'anno dopo la formazione del governo in Germania e dopo le elezioni politiche in Italia. La discussione non sarà benefica per i mercati finanziari e riattizzerà le tensioni all'interno dell'UE.

In generale Stati, imprese e privati si sono abituati e sono assuefatti dopo anni di denaro abbondante e a basso prezzo. Tutti ne hanno approfittato per indebitarsi. Durante la crisi del 2009, che ha avuto in Europa uno strascico nel 2011-2012 con la tragedia greca, si sono unicamente spostati i debiti dal sistema bancario sulle spalle dei cittadini. Il problema dell'enorme indebitamento a livello mondiale però permane e si riacutizzerà appena il costo del denaro comincerà a crescere. Gli investitori rimarranno scioccati quando si renderanno conto che le Banche Centrali non possono iniettare liquidità e correre in soccorso dei mercati ogni volta che le borse cadono.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

In questo contesto di tassi d'interesse in aumento come potrebbero reagire le borse europee? A questo riguardo abbiamo tre osservazioni preliminari. 1. L'Europa ha tendenza a seguire l'America visti gli stretti legami economici tra i due continenti. 2. Fondamentalmente le azioni della società europee sono decisamente meno care di quelle delle società americane. 3. Tecnicamente è anni che le borse europee hanno tendenza a sottoperformare l'Europa. Non ci sono ragioni per credere che questo effetto debba sparire. Questa osservazione è in contrasto con la seconda che suggerisce la possibilità che l'Europa possa diminuire il distacco.

L'Eurostoxx50, l'indice azionario di riferimento in Europa, ha terminato il 2017 a 3504 punti.

Pensiamo che verso la metà dell'anno l'Eurostoxx50 possa salire verso i 3700 punti - nel caso di uno sviluppo estremamente positivo di economia e mercati con la borsa americana ed effettuare un'accelerazione finale di tipo esaustivo, l'Eurostoxx50 dovrebbe testare il massimo storico a 3836 punti. Per questo però ci vorrebbe la collaborazione della BCE che dovrebbe dichiarare l'intenzione di prolungare il QE. Mario Draghi resterà Presidente fino alla fine del 2019 e cercherà di ritardare il più possibile la svolta monetaria.

In linea di massima però ci aspettiamo mercati azionari europei volatili e senza direzione.

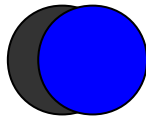
La crescita economica e degli utili delle imprese dovrebbe compensare l'effetto negativo dell'aumento dei tassi d'interesse. **Psicologicamente e economicamente la svolta monetaria è un momento difficile e quindi è probabile che durante l'anno ci saranno alcuni vuoti d'aria con cadute fino ai 3000 punti.** Non crediamo che il 2018 possa ripetere il buon 2017 e per saldo ci aspettiamo che l'Eurostoxx50 termini l'anno invariato o con una moderata perdita (3200-3400 punti).

Il settore bancario dovrebbe approfittare di un aumento dei tassi d'interesse - di conseguenza il FTSE MIB dovrebbe svilupparsi meglio che l'Eurostoxx50. Rimane l'incognita della situazione politica dell'Italia e dell'indebitamento dello Stato che potrebbe indurre gli investitori internazionali alla fuga. Non è un segreto che [Ray Dalio, uno dei più famosi investitori al mondo con il suo fondo hedge Bridgewater](#), sta scommettendo al ribasso sulla borsa italiana. A comincio a shortare banche nel novembre del 2017 e a fine gennaio 2018 la sua posizione al ribasso è salita a 3 miliardi di USD. Dalio potrebbe avere torto se dalle urne a marzo uscisse un governo stabile, credibile e pro Europa. In caso contrario bisogna essere molto prudenti - l'Italia potrebbe avere una crisi come la Grecia.

Un altro elemento di incertezza in Europa è la Brexit. L'uscita della Gran Bretagna dall'UE è prevista per la fine marzo del 2019. Entro questo termine devono essere fissate nuove regole di coabitazione e collaborazione. Nessuno sa come sarà il nuovo trattato che regolerà le relazioni tra Regno Unito e Unione Europea e quali saranno le conseguenze finanziarie. Evitiamo di fare previsioni in mancanza di valide ipotesi.

Il cambio EUR/USD ha terminato il 2017 a 1.20. Avevamo previsto la rivalutazione dell'EUR e questa è stata una delle nostre migliori analisi dell'anno. Siamo rimasti costantemente convinti rialzisti sul cambio malgrado che la maggior parte degli analisti fosse di opinione contraria. **Per il 2018 ci aspettiamo che il cambio salga a 1.26.** Manteniamo questa previsione malgrado che già a gennaio l'EUR si sia rivalutato a 1.25 contro USD. Non vediamo ragioni tecniche o fondamentali per una continuazione del rialzo. Sia a livello di differenziali dei tassi d'interesse, crescita economica e indebitamento pensiamo che tutto sia scontato nelle attuali quotazioni. Nei prossimi mesi il cambio dovrebbe salire più in alto – nella seconda parte dell'anno ci aspettiamo però un calo in ossequio agli scenari presentati per borse e tassi d'interesse.

L'USD dovrebbe indebolirsi ma di poco. L'USD Index a fine 2017 era a 92 punti. Prevediamo un calo a 85-88 punti. Questo significa che contro un paniere di monete internazionale l'USD dovrebbe perdere un -5%. Vi ricordiamo che le previsioni sui cambi sono importanti per un investitore che deve calcolare il risultato nella sua moneta di riferimento. Un guadagno del 5% in una borsa estera e una perdita del 5% sul cambio si compensano.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Il cambio EUR/CHF dovrebbe per logica salire a 1.20.

La crescita economica mondiale robusta e il probabile calo del valore dell'USD dovrebbero provocare un aumento dei prezzi delle materie prime. **Ci aspettiamo che il prezzo del petrolio salga verso i 70-75 USD al barile** dai 60.4 USD di fine 2017. Le borse particolarmente esposte su questi mercati dovrebbero approfittarne (Brasile, Russia). In assenza d'inflazione crediamo che **il prezzo dell'oro debba invece restare stabile intorno ai 1300 USD/oncia**. L'oro resta un investimento poco interessante

Un grande punto di domanda lo poniamo sulla **Cina**. Il Paese sembra al termine di un ciclo di crescita irripetibile favorito dal credito. C'è un'evidente bolla speculativa nel settore finanziario ed immobiliare. Da anni aspettiamo che si sviluppi quella tipica crisi che caratterizza un Paese emergente che passa allo stato di Paese industrializzato. La crescita basata sulle esportazioni a basso prezzo è un modello insostenibile che deve essere sostituito da un'espansione dei consumi e della crescita interni. Finora però la classe politica è abilmente riuscita a superare qualsiasi rallentamento congiunturale grazie agli stimoli monetari e della spesa pubblica. La disponibilità della classe politica a nascondere qualsiasi problema nelle pieghe del bilancio statale sta però diminuendo.

La Cina resta un Paese forte, in espansione e con le finanze sane. Il sistema finanziario è però malato e la borsa è fragile. Una crisi di crescita è inevitabile - il 2018 potrebbe essere un anno determinante ora che Donald Trump sembra abbandonare il modello del libero commercio mondiale per passare al protezionismo e alle barriere doganali dell'America First.

Chi intende puntare sulle economie emergenti dovrebbe favorire il mercato azionario indiano.

In generale siamo moderatamente positivi per i mercati finanziari mondiali specialmente per la prima parte dell'anno. Non ci aspettiamo gravi crisi o crolli. Il 2017 è irripetibile e il 2018 sarà sicuramente un anno più volatile a causa della svolta imposta dalla politica monetaria delle Banche Centrali. Il periodo del denaro abbondante a prezzi irrisori si avvicina alla fine e questa avrà delle conseguenze negative. **Il bull market iniziato nel 2009 sta terminando - non sappiamo però se l'inevitabile ribasso inizierà già nel 2018 o verrà rimandato al 2019.**

Durante l'anno bisognerà restare attenti e flessibili. Non sarà un anno da buy and hold (compera e tieni) ma un anno di trading dove rapidi movimenti offriranno la possibilità di effettuare operazioni di alcune settimane con buone probabilità di guadagno. Tenendo in mente lo scenario economico generale bisognerà sfruttare le ampie oscillazioni delle borse provocate dalle emozioni e da crisi di portata limitata e circoscritta.

Per questo Vi invitiamo a continuare a leggere con assiduità le nostre analisi giornaliere.

Un abbonamento al sito della Bernasconi Consult costa solo 1 EUR al giorno ed è un buon investimento!

Michele Bernasconi

Hausen am Albis, 31. gennaio 2018