

BERNASCONI
CONSULT

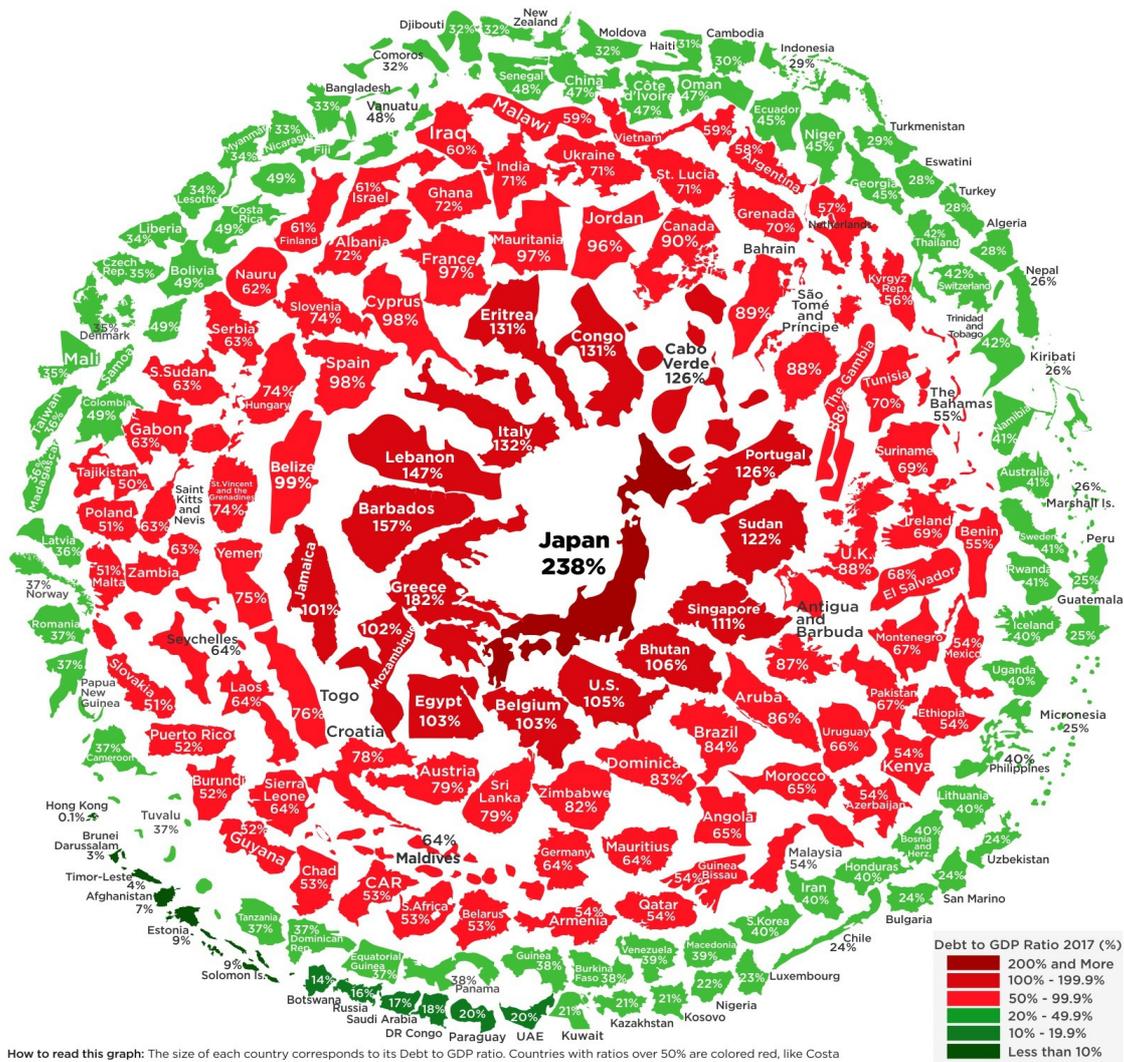
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Previsioni per il 2019 e scenario per i mercati finanziari

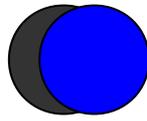
All'inizio del 2019 l'economia mondiale ed mercati finanziari si trovano nella fase finale di numerosi cicli.

Sopra tutti svetta un **super ciclo d'indebitamento** – quello che noi definiamo “impero dei debiti” o [big debt cycle / long term debt cycle secondo la definizione da Ray Dalio](#). Da decenni Stati, imprese e privati accumulano debiti e questa tendenza ha subito un'accelerazione dopo la crisi finanziaria del 2007-2008. Questo super ciclo ha normalmente una durata di 50 fino a 75 anni e la sua fine è di solito legata a sconvolgimenti epocali e a revisioni dei sistemi monetari e finanziari mondiali. L'ultimo aggiustamento di questo tipo possono essere considerati gli [accordi di Bretton Woods del 1944](#) che hanno portato alla creazione del Fondo Monetario Internazionale e la Banca Internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo.

The State of the World's Government Debt



howmuch.net



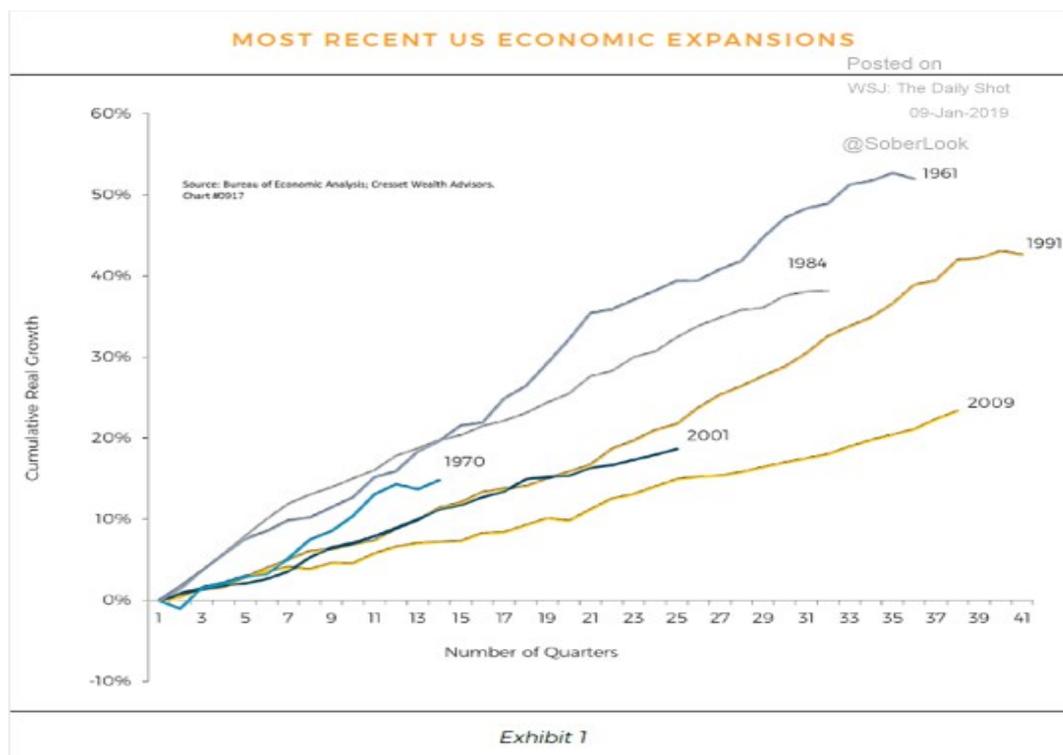
BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

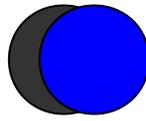
Il livello raggiunto dai debiti statali é assolutamente insostenibile e gli acquisti di titoli di Stato effettuati dalle Banche Centrali conosciuto sotto il termine tecnico di Quantitative Easing sono semplicemente un finanziamento di questi debiti tramite la stampa di denaro.

Per i politici fare debiti ed avere un deficit nei conti dello Stato é ormai diventato la norma tant'è vero che quando in Europa si stilano budget che prevedono disavanzi inferiori al 3% si parla di politica di rigore o di risparmio. Per la gente normale risparmio é quanto si guadagna di più di quello che si spende e si mette qualcosa da parte per i tempi difficili.

L'attuale **periodo di crescita economica** é iniziato nel 2009. Anche questo ciclo si avvicina alla sua fine malgrado che molti economisti si rifiutano di accettare l'evidenza che qualsiasi fase di espansione congiunturale deve presto o tardi esaurirsi. Noi pensavamo che questo ciclo dovesse terminare nel 2017 o 2018. La riforma fiscale negli Stati Uniti decisa da Donald Trump all'inizio del suo mandato ha però prolungato questo periodo che normalmente dura da 7 a 9 anni. Nel grafico sottostante vedete la durata delle ultime espansione economiche negli Stati Uniti. Ancora tre mesi e quello attuale diventerà il periodo più lungo del dopoguerra.



Il terzo ciclo che sta terminando é quello delle **politiche monetarie espansive**. La FED americana ha cominciato ad alzare i tassi d'interesse a dicembre del 2015. La BCE ha invece terminato gli acquisti di titoli di Stato solo alla fine del 2018 mentre i tassi di riferimento sull'EUR rimangono sul 0%. Solo all'inizio del 2019 le Banche Centrali nel loro insieme hanno cominciato lentamente a diminuire la liquidità immessa sul mercato attraverso le attività di Quantitative Easing. Queste operazioni erano iniziate nel Giappone nel 2001 ma solo nel 2008 con la FED americana sono diventate di moda, sono state imitate da numerosi Paesi occidentali (Gran Bretagna, Svizzera, Unione Europea) e hanno provocato una spaventosa espansione delle somme di bilancio delle Banche Centrali. Nessuno sa quale potrebbe essere la conseguenza di questo mostruoso esperimento monetario. Ovviamente gli investitori sono molto nervosi e le borse sono volatili ed instabili poiché nessuno é in grado di valutare quale sarà la reazione dei mercati finanziari al lento



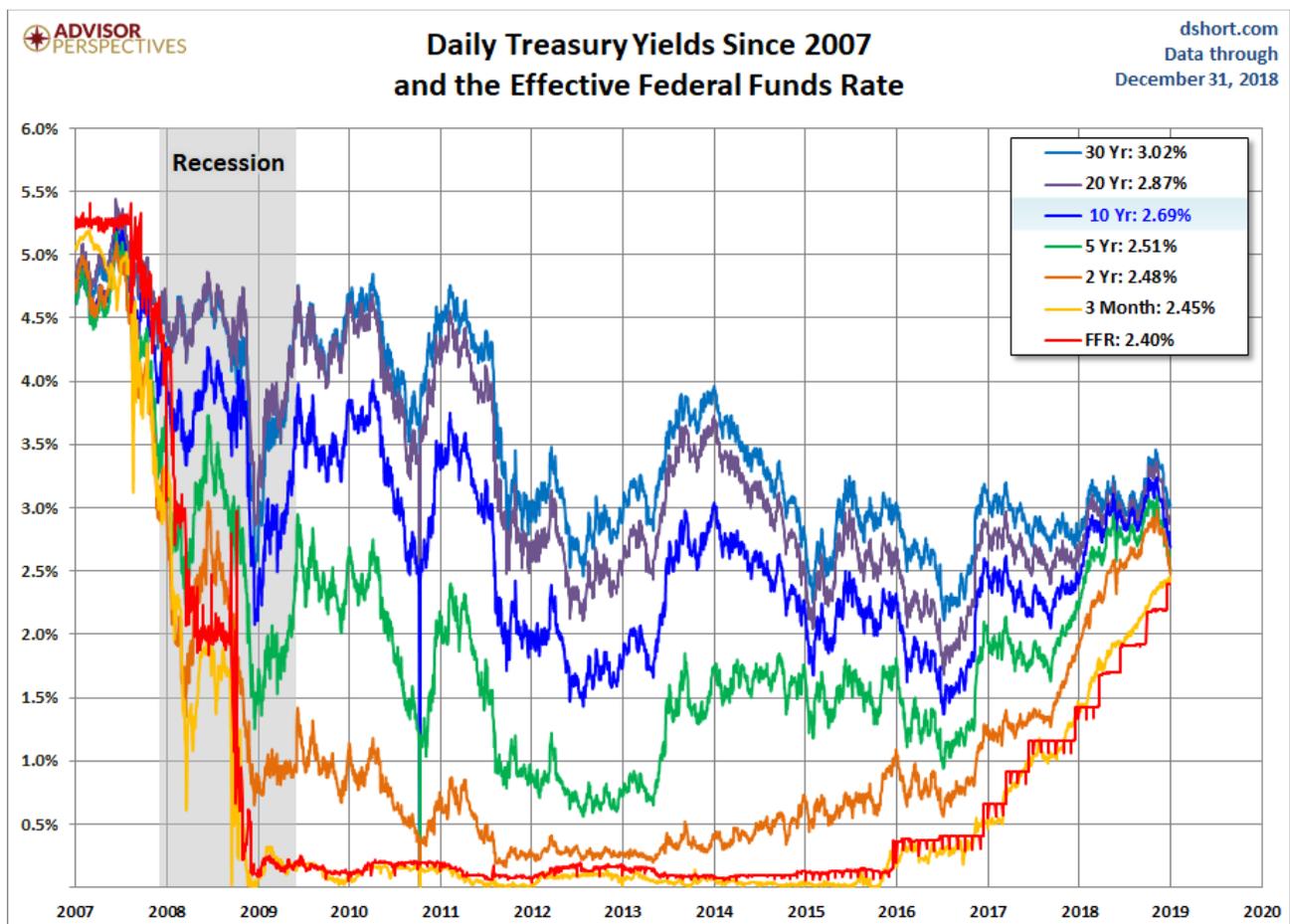
BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

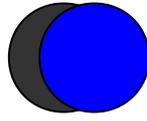
drenaggio di liquidità e all'inevitabile aumento del costo del denaro.

Tutti sanno però che l'effetto del passaggio da una politica monetaria espansiva ad una restrittiva con un aumento dei tassi d'interesse ha spesso conseguenze negative. Nel passato le recessioni e i bear market sono iniziati in una simile situazione.

Il 2019 é quindi un anno di transizione. Potrebbe ancora essere un anno di crescita economica, di tassi d'interesse bassi e di borse stabili o potrebbe già iniziare una recessione mondiale. La risposta delle Banche Centrali é una grande incognita. Nel caso in cui ci fossero delle gravi turbolenze non resteranno inattive. Devono difendere il loro operato e dimostrare che quanto fatto negli scorsi anni é stato un successo e non un fallimento come molti [economisti di scuola austriaca](#), noi compresi, sostengono. Di conseguenza interverranno abbassando se possibile nuovamente i tassi d'intesse, riprendendo le operazioni di Quantitative Easing o addirittura effettuando operazioni di immissione di liquidità e di sostegno ai mercati finanziari come prestare soldi direttamente agli Stati per aumentare la spesa pubblica, pagare ai cittadini delle rendite tipo "reddito di cittadinanza" per rilanciare i consumi o comperare azioni come hanno già fatto la Bank of Japan o la Banca Nazionale Svizzera.



Il problema é che quando i tassi d'interesse sono vicini allo 0% come nell'Unione Europea (tassi di riferimento al 0%), in Gran Bretagna (0.75%), Svizzera (-0.75%) o Giappone (-0.10%) la politica monetaria basata sull'abbassamento del costo del denaro diventa inefficace. Solo la FED americana si é creata negli ultimi tre anni dello spazio di manovra grazie ad un rialzo lento e costante dei tassi d'interesse che si trovano ora al 2.50% (target per i Federal Funds – il tasso



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

effettivo é di circa il 2.4%). Le Banche Centrali hanno altri strumenti per stimolare la crescita economica e il mercato del credito come quelle delle riserve minime delle banche. Questo strumento é stato ad esempio utilizzato dalla Cina (PBoC) all'inizio di quest'anno. Funziona bene però solo in Paesi dove il credito viene soprattutto erogato dalle banche mentre il mercato dei capitali é poco sviluppato. In Europa e soprattutto in America la politica delle Banche Centrali si concentra sul controllo dei tassi d'interesse e della massa monetaria.

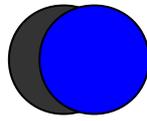
In mezzo a questa situazione finanziaria opaca, pericolosa ed instabile si inseriscono vari focolai di crisi. Dalla Brexit alla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina, sintomo di una guerra strisciante tra le due superpotenze, una in declino e l'altra in ascesa, per l'egemonia mondiale. Dall'instabilità politica in molti Paesi dell'Unione Europea all'evidenza che l'Euro crea molti problemi e non é irreversibile. Dai vari conflitti armati come in Siria o in Yemen alle tensioni regionali come quelle in Ucraina, Arabia Saudita o Corea del Nord. Le disuguaglianze a livello di patrimonio e reddito tra gli strati meno abbienti della popolazione e una minoranza facoltosa sono diventate talmente ampie ed evidenti da poter scatenare tensioni sociali e tumulti come il movimento dei giubbotti gialli in Francia. I sistemi pensionistici sono in generale sotto capitalizzati e non finanziabili - casse pensioni e Stati nei prossimi anni non saranno in grado di garantire e fornire quanto é stato promesso ad assicurati e cittadini. **Il mondo si avvicina a larghi passi ad una crisi profonda. L'impero dei debiti é destinato a crollare.** I debiti, che stanno soffocando il mondo, devono essere ridimensionati – se un debito é impagabile significa che un credito é inesigibile e che della ricchezza deve sparire poiché é basata su della carta e non su dei valori reali. Il mondo si avvicina ad un crisi epocale. Nessuno però sa esattamente come si svolgerà e quali saranno le conseguenze. Una crisi é un'occasione per ripartire su basi più solide, eque e sostenibili. La gente e il loro sapere, il territorio, gli immobili, gli impianti e le infrastrutture rimarranno e su questa ricchezza reale la vita continuerà come prima. Sparirà però molto patrimonio illusorio rappresentato da crediti, azioni, obbligazioni, promesse di prestazioni che gli Stati non saranno in grado di mantenere, soldi di carta che improvvisamente non varranno più nulla – dobbiamo abbandonare l'illusione di una crescita infinita in una terra dalle risorse limitate. Per questo processo di adattamento ci vorrà però parecchio tempo e non é detto che il 2019 debba necessariamente essere un anno negativo.

Stiamo attenti e teniamoci pronti perché la miccia é corta – **il forte aumento della volatilità sui mercati finanziari nel 2018 e le massicce correzioni delle borse sono un sintomo evidente di instabilità. Qualcosa sta cambiando e il bull market dei mercati azionari iniziato nel 2009 é finito.** Non é ancora chiaro cosa segue. Cerchiamo di prevederlo o almeno di definire quanto c'è di sicuro e quali scenari alternativi si prospettano.

Rivediamo innanzitutto le previsioni 2018 – 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:

“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 vuol dire 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

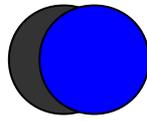


BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

difficile stimare quale sarà la risposta dei mercati finanziari – è 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 è 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 è 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.”

Interessante – sembra che nell'ultimo anno non sia cambiato molto. Politici e banchieri centrali si sono accontentati di tirare per le lunghe e rimandare al futuro la soluzione dei problemi - è successo ben poco in questo processo di riduzione degli eccessi e di normalizzazione della politica monetaria. Negli Stati Uniti la FED ha alzato i tassi d'interesse e ha diminuito la somma di bilancio – questa azione è stata duramente criticata da Donald Trump e potrebbe essere stata la causa della forte correzione di dicembre della borsa americana e della performance 2018 per saldo negativa. Negli altri Paesi invece questo processo di ritorno ad una politica monetaria neutra non è ancora cominciato. In Europa la BCE ha prolungato il quantitative Easing fino alla fine del 2018. All'inizio del 2018 era previsto che questa operazione dovesse terminare a settembre. Donald Trump ha ulteriormente stimolato la crescita economica mentre la congiuntura era già robusta. La sua politica condotta seguendo lo slogan “America first” ha ridato fiducia alle imprese e entusiasmato in un primo tempo gli investitori. Il rialzo della borsa americana è continuato è proseguito fino al nuovo **massimo storico dell'S&P500 del 21 settembre 2018 a 2941 punti**. La pietra miliare della politica economica di Donald Trump e dei repubblicani è stata la riforma fiscale approvata dal Congresso a dicembre del 2017. Ne approfittano soprattutto le imprese la cui aliquota fiscale è stata ridotta dal 35% al 21%. Molte imprese hanno fatto rientrare in America capitali parcheggiati all'estero. Purtroppo questi soldi invece che essere reinvestiti sono stati soprattutto usati per acquisizioni o per il riacquisto di azioni proprie – quest'ultimo tipo di operazione ha contribuito ad ulteriormente gonfiare il mercato azionario americano che è ancora sopravvalutato. Anche i ricchi pagano meno tasse. Le conseguenze della riforma fiscale per il ceto medio sono incerte malgrado che secondo Trump anche la maggior parte dei cittadini approfitta di una riduzione delle imposte. 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 21'900 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. Questa è la ragione principale che ci induce a prevedere un indebolimento quest'anno 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.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Nel nostro scenario 2018 abbiamo fatto delle previsioni per tassi d'interesse, cambi e divise e azioni. Vediamole e giudichiamo come é andata.

1. Tassi d'interesse

“Il tasso di riferimento dei Federal 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%.”

In effetti i rialzi sono stati quattro a marzo, giugno, settembre e dicembre – il tasso di riferimento é salito al 2.5%.

“A fine gennaio Janet Yellen si ritira e viene sostituita da Jerome Powell - non é ancora sicuro che Powell seguirà 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 perché 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 debito.”

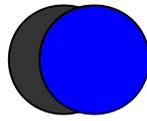
Jerome Powell, ha assunto la presidenza della FED l'8 febbraio - finora ha fatto un ottimo lavoro riuscendo ad alzare il costo del denaro senza strangolare la crescita economica.

*“Considerando che il reddito dei FED Funds salirà al 2.25%, il reddito delle obbligazioni del Tesoro americano a corto termine (US Treasury Bills a 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.”*

Yields and the Fed Funds Rate Since January 2007				
Instrument	High	Low	Current	Basis Points From Low
30 Year	5.35%	2.11%	3.02%	91
20 Year	5.44%	1.69%	2.87%	118
10 Year	5.26%	1.37%	2.69%	132
5 Year	5.18%	0.56%	2.51%	195
2 Year	5.10%	0.16%	2.48%	232
3 Month	5.19%	0.00%	2.45%	245
FFR	5.41%	0.04%	2.40%	236

As of December 31, 2018

La nostra previsione, come potete constatare, era ottima. Il reddito dell'US Treasury Bond decennale é lentamente salito durante l'anno e ha raggiunto un massimo ad inizio novembre a 3.24%. A dicembre, con la correzione della borsa ed i primi segnali di rallentamento economico il reddito é caduto – a fine anno era a 2.69%, ha toccato un minimo ad inizio gennaio 2019 a 2.56% e ora (10 gennaio 2019) sta risalendo e si trova a 2.74%. La curva dei rendimenti si é appiattita – molti economisti seguono con apprensione questo fenomeno poiché spesso quando si verifica un'inversione della curva dei rendimenti significa che l'economia sta entrando in recessione. Abbiamo riletto con un sorriso questa osservazione: *“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.”* Nel mese di dicembre 2018 l'S&P500 ha perso il -9.18%. La momentanea salita del reddito dell'USTB a 10 anni sopra il 3% ha in effetti provocato una forte, violenta e dolorosa correzione.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Vediamo invece cosa è successo in Europa e come si sono sviluppati i tassi d'interesse sull'EUR. Il titolo di riferimento è il Bund decennale tedesco. Tutti le altre obbligazioni di Stato vengono trattate con un premio, che teoricamente dovrebbe corrispondere al rischio d'insolvenza del Paese, rispetto a questa obbligazione – questo è il tanto discusso spread.

*“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 è 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. È 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 è 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 è circa del -10%. Nel 2018 è probabile che le obbligazioni di Stato saranno un investimento perdente. Con l'avvicinarsi della fine del QE è 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.”*

Questa previsione era sbagliata e ce ne siamo rapidamente resi conto nel corso dell'anno correggendo il tiro. La BCE non ha normalizzato la politica monetaria. Ha prolungato il QE fino a fine 2018 e ha annunciato di voler tenere i tassi d'interesse sullo 0% ancora per un lungo periodo di tempo. Gli analisti non si aspettano un primo rialzo dei tassi prima della metà del 2019. Il reddito del Bund decennale è salito a febbraio sul massimo annuale a 0.808%. È sceso fino a dicembre quando ha toccato un minimo a 0.192%. Ha chiuso l'anno con un rendimento del 0.234%. Ufficialmente l'inflazione nell'Eurozona a dicembre è stata del +1.6% su base annua - significa che i tassi d'interesse reali sono negativi. I risparmiatori vengono penalizzati mentre vengono favoriti i debitori – gli Stati in prima fila.

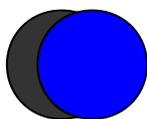
Il reddito del BTP decennale dello Stato italiano è salito in estate fino ad un massimo a 3.783%. A fine anno è tornato al 2.77% - durante l'anno e all'apice della crisi tra Roma e Bruxelles sulla questione del budget dello Stato e del deficit, lo spread ha superato i 300 bsp (punti base = 3%) - questo è un livello di guardia che viene seguito da vicino dai mercati finanziari.

Nel 2018 la BCE ha continuato a manipolare i tassi d'interesse e gli spreads. Nel 2019 questa attività diminuirà ma non terminerà visto che la BCE non intende ridurre la somma di bilancio. Vuole reinvestire i titoli in scadenza e non intende effettuare nessuna vendita!

2. Cambi e divise.

La politica monetaria della BCE, più espansiva del previsto, è la ragione principale dell'inesattezza delle nostre previsioni sui cambi. L'errore in questo caso è stato veniale – vediamo perché. Un anno fa abbiamo scritto:

“Per il 2018 ci aspettiamo che il cambio (EUR/USD) 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



BERNASCONI
CONSULT

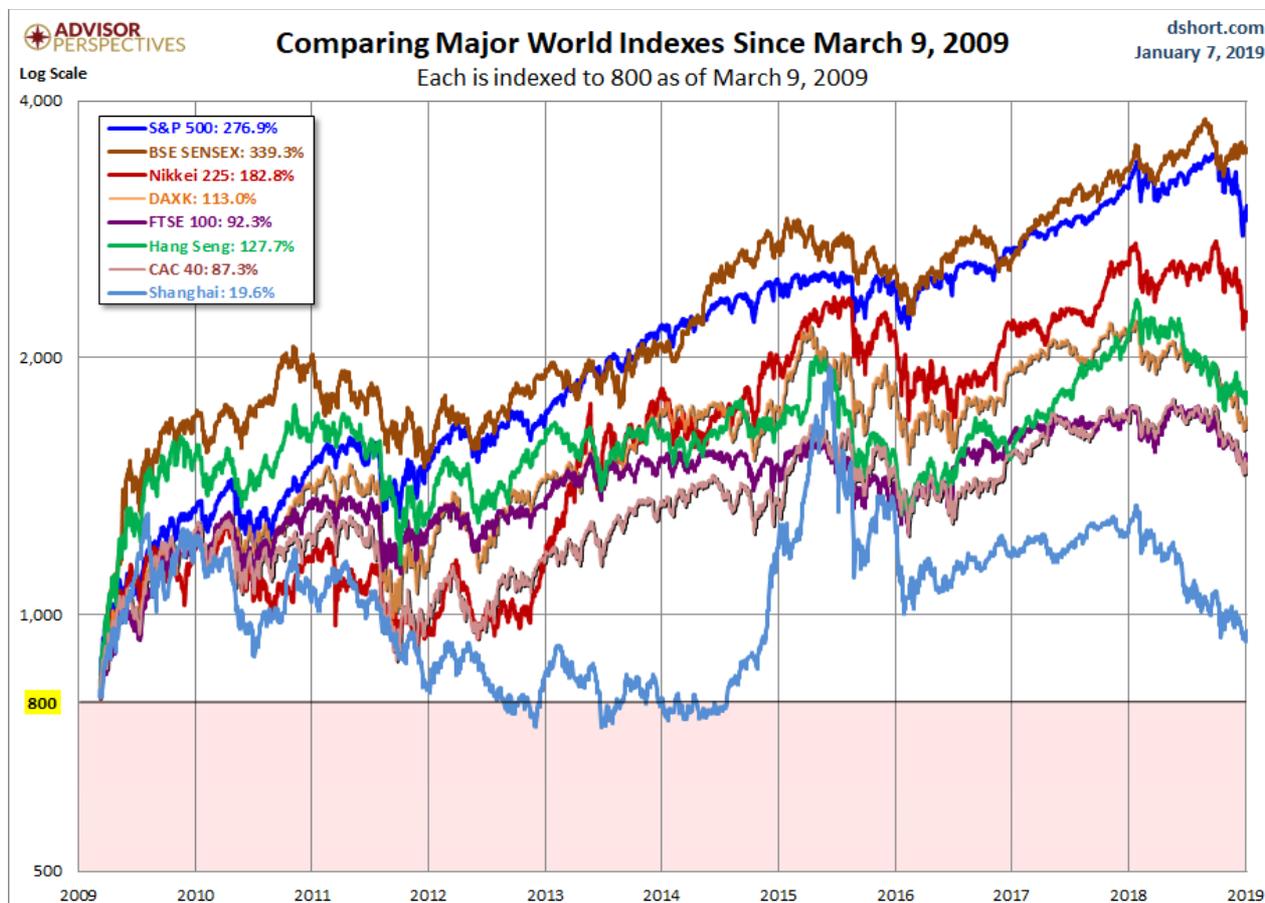
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

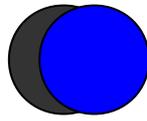
ci aspettiamo però un calo in ossequio agli scenari presentati per borse e tassi d'interesse. L'USD dovrebbe indebolirsi ma di poco. L'USD Index a fine 2017 era a 92 punti. Prevediamo un calo a 85-88 punti. Questo significa che contro un paniere di monete internazionale l'USD dovrebbe perdere un -5%. 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.

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

Il cambio EUR/USD ha toccato un massimo annuale a febbraio a 1.2555. Fino a metà aprile si è mosso intorno agli 1.24. In seguito due avvenimenti hanno indebolito l'EUR. A fine aprile la crisi politica italiana che ha fatto temere una ripetizione della tragedia greca del 2010-2012 e ha provocato un calo di fiducia nell'EUR – il cambio è caduto a 1.15. Un rimbalzo a 1.18 è stato effimero visto che a giugno la BCE ha annunciato il prolungamento del Quantitative Easing adducendo come giustificazione la fragilità della crescita economica. A novembre il cambio è caduto sul minimo annuale a 1.1215 ed è tornato a fine anno a 1.1440. L'USD Index ha terminato l'anno a 95.92. Il cambio EUR/CHF ha toccato un massimo annuale a 1.20. Essendo il CHF controllato dalla BNS che cerca di mantenerlo stabile rispetto all'EUR è logico che anche la nostra previsione su questo cambio è poi risultata sbagliata. A fine 2018 il cambio si è fermato a 1.1255. Le crisi tendono a rafforzare il CHF – non è un caso che il minimo annuale a 1.12 sia stato raggiunto a settembre al culmine della crisi italiana.

3. Azioni





BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Gli indici azionari che analizziamo regolarmente sul nostro sito hanno iniziato il 2018 su questi livelli:

Eurostoxx50	3504 punti
SX7E	130.48 punti
DAX	12917 punti
SMI	9381 punti
FTSE MIB	21853 punti
S&P500	2673.61 punti
Nasdaq100	6396 punti

Le performance **annuali** degli indici azionari sono state le seguenti:

Eurostoxx50	-14.77% a 2986 punti
SX7E	-33.50% a 86.76 punti
DAX	-18.26% a 10559 punti
SMI	-10.17% a 8429 punti
FTSE MIB	-16.15% a 18324 punti
S&P500	-6.23% a 2506.85 punti
Nasdaq100	-1.04% a 6330 punti

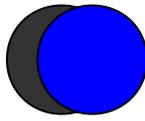
Le previsioni sui mercati azionari sono state precedute da una lunga introduzione che esaminava i vari scenari a disposizione arrivando alla conclusione che fare una previsione era estremamente azzardato essendoci troppe varianti da prendere in considerazione. Avevamo però una chiara visione sul potenziale di rialzo e sul rischio di ribasso:

“Nella storia però non si è mai verificato un crash di borsa con tassi d'interesse bassi come quelli attuali – la liquidità è talmente abbondante che si trovano sempre investitori pronti a risalire sul treno in corsa. L'aumento del costo del denaro è però un veleno che rischia di ammazzare il rialzo. Purtroppo non sappiamo se questo avverrà nel 2018 o se la fine del bull market è 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.”

Questa impennata a 2872 punti ci aveva messo in seria difficoltà e ci aveva obbligato ad esaminare, controvoglia, la possibilità di una sostanziale estensione del rialzo.

“Sappiamo solo che il rialzo delle borse è molto esteso e maturo – le azioni, specialmente quelle delle società americane sono molto care.”(...)“Secondo noi nessun concepibile e realistico scenario economico riesce a giustificare il livello raggiunto dalle borse americane ad inizio 2018. Solo l'abbondante liquidità, il trend, l'ottimismo e la temporanea mancanza di valide alternative d'investimento potrebbe far continuare questo bull market. Esiste la possibilità che ci sia ancora un'accelerazione finale di tipo esaustivo a completamento di una enorme bolla speculativa. In questo caso verso la metà dell'anno l'S&P500 potrebbe ancora salire fino a circa 3400 punti. Questo valore è un'extrapolazione basta su esempi del passato. In linea di massima ci aspettiamo però che il rialzo si fermi prima. L'accelerazione finale di tipo esaustivo ha come premessa che da adesso in avanti non ci siano più correzioni superiori al -10%. In caso di correzione è molto probabile che il massimo definitivo del bull market iniziato a marzo del 2009 sia stato precedentemente raggiunto.”

Tra fine gennaio ed inizio febbraio c'è stata una correzione dai 2872 punti a 2532 punti. In teoria si erano verificate le condizioni per la fine del bull market – la correzione era stata superiore al -10%. La borsa però ci ha riservato una sorpresa che sembrava mandare all'aria le nostre teorie. L'S&P500 ha ricominciato a salire lentamente ma inesorabilmente e il 21 settembre ha toccato un massimo storico a 2941 punti. Tutto sbagliato quindi? Non proprio – vediamo cosa abbiamo ancora scritto...



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

*“Considerando le stime degli utili delle società americane per il 2018 (S&P500 ca. 150 USD) e l'effetto della riforma fiscale, **l'S&P500 vale secondo noi 2400 punti**. Escludiamo però 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 avrà tendenza ad espandersi e quindi l'S&P500 si troverà più 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 è 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 possibilità che a gennaio sia già stato toccato il massimo definitivo - se l'S&P500 scende sotto i 2600 punti i 3000 punti sono per parecchi anni da dimenticare.”*

L'S&P500 ha dicembre è crollato e ha terminato il 2018 a 2485.79 punti. La performance annuale è stata del -6.23%. In fondo la nostra previsione non era male!

E le borse europee? Eravamo convinti che l'Eurostoxx50 si sarebbe comportato peggio che l'S&P500. Sulla base di questo principio e basandoci sulle previsioni sull'S&P500 avevamo formulato questo scenario:

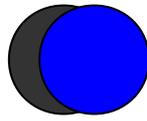
“In questo contesto di tassi d'interesse in aumento come potrebbero reagire le borse europee? A questo riguardo abbiamo tre osservazioni preliminari. 1. L'Europa ha tendenza a seguire l'America visti gli stretti legami economici tra i due continenti. 2. Fondamentalmente le azioni della società europee sono decisamente meno care di quelle delle società americane. 3. Tecnicamente è anni che le borse europee hanno tendenza a sottoperformare l'America. 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.”

In retrospettiva questa previsione è stata abbastanza buona. Il massimo annuale è stato a gennaio a 3687 punti invece che a metà anno a 3700 punti. Fino ad ottobre l'Eurostoxx50 si è mosso intorno ai 3400 punti. Solo a partire da ottobre è iniziato un ribasso che è terminato a dicembre sul



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

minimo annuale a 2908 punti – noi ci aspettavamo una caduta fino a 3000 punti. L'Eurostoxx50 ha terminato l'anno a 2986 punti con una perdita del -14.77%. In effetti ancora una volta l'Europa ha sottoperformato l'America. Per quel che riguarda il settore bancario ci siamo sbagliati per la semplice ragione che i tassi d'interesse non sono saliti. Le banche europee hanno ancora una scarsa redditività e sono oberate di prestiti in sofferenza (NPL - non performing loans). Nei bilanci ci sono ancora miliardi di derivati dal valore incerto. L'indice delle banche SX7E ha perso il -33.50% ed è sceso a fine anno a 86.76 punti – una catastrofe che non accenna a concludersi. Come ovvia conseguenza il FTSE MIB, che dipende molto dal settore finanziario, non è riuscito a contenere le perdite – ha però fatto meglio del DAX tedesco e questa è una sorpresa che puzza di diesel (Dieselgate!).

4. Materie prime

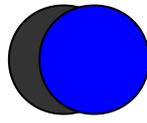
In breve avevamo fatto queste previsioni:

“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.”



La previsione di una salita del prezzo del petrolio (WTI) a 70-75 USD al barile è funzionata fino ad ottobre. Poi c'è stato un crollo causato da una revisione al ribasso delle prospettive di crescita economica mondiale e da un eccesso di offerta sui mercati internazionali. Troppi Paesi indebitati, Arabia Saudita in testa, devono vendere a qualsiasi prezzo per colmare i deficit statali. Anche in questo campo lentamente i debiti diventano un problema. Il petrolio ha terminato l'anno a 45.41 USD/barile. Come per le azioni anche sui prezzi delle materie prime la volatilità e l'instabilità sono in forte aumento. Il 10 gennaio 2019 il petrolio è risalito sui 52 USD/barile.

L'oro ha terminato il 2019 a 1279 USD/oncia – la nostra previsione era corretta. L'oro è ancora un mercato poco interessante soprattutto in mancanza d'inflazione. Sembra aver perso buona parte del suo valore come bene rifugio. Non reagisce più alle crisi finanziarie internazionali.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Infine rileggiamo le nostre considerazioni finali per un consuntivo:

“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 é 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.”

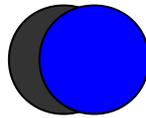
Spesso i nostri lettori ci considerano dei pessimisti. Malgrado numerose riserve, per il 2018 eravamo positivi per la prima parte dell'anno e abbiamo avuto ragione. La situazione é peggiorata decisamente solo verso la fine dell'anno. Il mese di dicembre é stato terribile e ha rovinato un anno che senza questo ribasso finale sarebbe terminato in America con indici azionari in guadagno.

Secondo l'analisi tecnica il bull market é finito. A dicembre del 2018 é ufficialmente iniziato un bear market – abbiamo quindi una risposta alla domanda che ci eravamo posti un anno fa. Questo significa che nei prossimi anni le borse tendenzialmente scenderanno. Significa anche che bisogna cambiare stile d'investimento. Avere una forte esposizione azionaria in portafoglio é pericoloso – probabilmente é una strategia perdente. Bisogna fare trading e diventare estremamente selettivi. I supporti verranno facilmente rotti. I rimbalzi si fermeranno sulle prime resistenze che si riveleranno improvvisamente solide e invalicabili. I rimbalzi saranno delle occasioni per vendere. Comperare i ribassi ed i minimi non sarà più una strategia per conseguire forti guadagni a medio e lungo termine ma una guerra di nervi consigliabile solo a traders sperimentati. Se non si esce al momento giusto non ci saranno altre buone occasioni per farlo nel futuro.

2019 – L'impero dei debiti crollerà ?

Per il 2019 gli Istituti di ricerca economica prevedono ancora una crescita mondiale robusta. L'[OCSE](#) stima che nel 2019 e nel 2020 il Pil mondiale debba aumentare del +3.5%. Anche il FMI prevede a livello mondiale un aumento del PIL nel 2019 del +3.7%. Secondo gli specialisti lo sviluppo positivo dovrebbe continuare nel 2020 ed oltre. Negli ultimi mesi le stime sono state ridotte soprattutto a causa del conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina che sta avendo ripercussioni a livello mondiale. È però evidente che la maggior parte degli analisti delle organizzazioni internazionali e delle banche non pensa che nel breve possa cominciare una recessione.

Solo alcuni economisti indipendenti come [Gary Shilling](#) pensano che già nel 2019 debba iniziare una recessione. Secondo Shilling le probabilità sono del 66%. Osserva che in 9 casi su 10 quando la FED ha cominciato ad alzare i tassi d'interesse gli Stati Uniti sono caduti in recessione. Questa volta la Banca Centrale americana sta anche diminuendo la somma di bilancio – il drenaggio della liquidità provocherà un forte rallentamento economico che si allargherà al resto del mondo. L'eccessivo uso della leva del credito peggiorerà la situazione e accelererà la caduta. Shilling osserva ironicamente che gli economisti al soldo degli Stati e della finanza sono pagati per fare previsioni ottimistiche e sono poco affidabili – in fondo ha ragione. Noi abbiamo notato che su più fronti negli ultimi mesi le previsioni di crescita sono state ridotte. Non siamo in grado di dire se il 2019 segnerà l'inizio di una recessione ma siamo sicuri che siamo alla fine di un ciclo di crescita. Di conseguenza abbiamo tendenza a credere alle previsioni negative o prudenti rispetto a quelle ottimistiche che ignorano evidenti problemi. Guardiamo quindi con molto scetticismo le previsioni



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

degli strateghi delle banche americane che senza eccezioni si aspettano che il 2019 sia un anno positivo per la borsa americana.

Queste sottostanti sono le previsioni di guadagno per azione per le 500 società che compongono l'S&P500. A seconda del metodo usato (GAAP o Operating Earning) la stima varia da 152 a 167 USD. Questo significa una crescita degli utili di un +10%/+11% rispetto ad un anno prima. Come vedremo in seguito le previsioni degli analisti delle banche fino alla fine del 2019 sono ancora più ottimistiche.

EARNINGS ESTIMATES

	Actual 2018 Q3	Est 2018 Q4	Est 2019 Q1	Est 2019 Q2	Est 2019 Q3
TMT P/E Ratio (GAAP).....:	18.77	17.46	17.10	16.56	16.09
TMT P/E Ratio (Operating)...	16.27	15.57	15.25	14.87	14.59
TMT Earnings (GAAP).....:	130.39	140.17	143.07	147.74	152.04
TMT Earnings (Operating)...	150.42	157.17	160.51	164.56	167.72
QTRLY Earnings (GAAP).....:	36.36	36.74	35.92	38.72	40.66
QTRLY Earnings (Operating)..:	41.38	40.60	39.88	42.70	44.54

Source: Standard and Poors

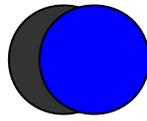
A seconda dei metodi e dei parametri di valutazione si arriva alle seguenti stime di valore teorico dell'S&P500 per il 2019. Vedete che tra le varie varianti ci sono delle differenze abissali – da 1520 a 3041 punti di S&P500 nel terzo trimestre del 2019. Non si possono prendere questi valori come delle previsioni da seguire – in seguito faremo una scelta motivandola..

VALUE RANGE ESTIMATES

	Actual 2018 Q3	Est 2018 Q4	Est 2019 Q1	Est 2019 Q2	Est 2019 Q3
Overvalued (SPX P/E = 20)	2608	2803	2861	2955	3041
Fairly Valued (SPX P/E = 15)	1956	2103	2146	2216	2281
Undervalued (SPX P/E = 10)	1304	1402	1431	1477	1520

Elenchiamo infine quali sono le previsioni degli strateghi di Wall Street:

Società	Stima S&P500 per fine 2019	Stima utili S&P500 (EPS)
Morgan Stanley	2750	176
Bank of America	2900	170
Jefferies	2900	173
Oppenheimer	2960	175
Goldman Sachs	3000	173
Barclay	3000	176



BERNASCONI
CONSULT

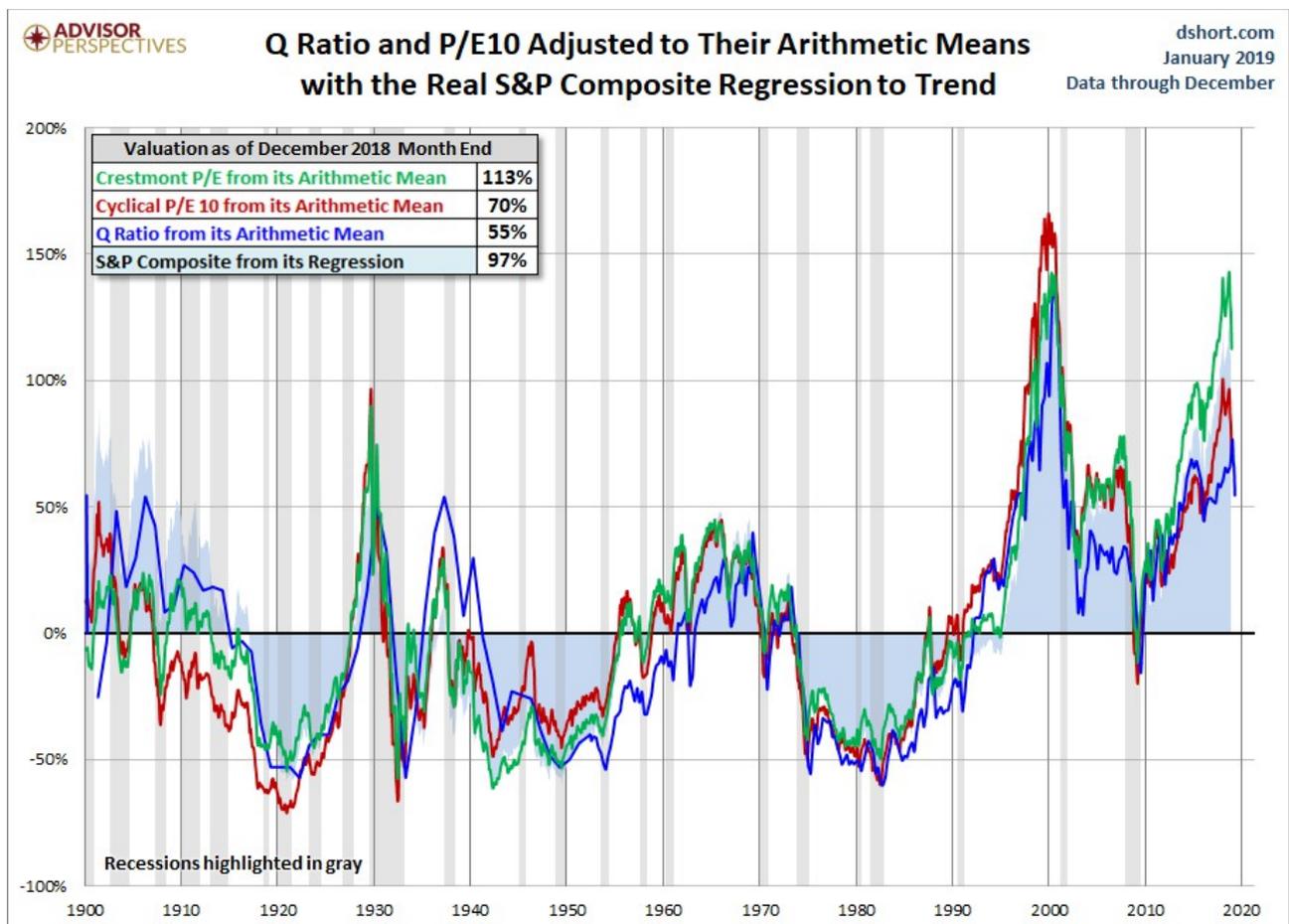
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

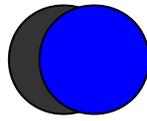
Wells Fargo Securities	3079	173
>>> revisione 21.12.2018	2665	166
Citigroup	3100	172.5
>>> revisione 31.12.2018	2850	
JP Morgan	3100	178
BMO	3150	174
>>> revisione 31.12.2018	3000	
UBS	3200	175
Deutsche Bank	3250	175
Credit Suisse	3350	174
>>> revisione 18.12.2018	2925	

Ricordiamo che l'S&P500 ha chiuso il 2018 a 2485 punti. L'11 gennaio 2019, mentre stiamo completando questo studio l'S&P500 é a 2596 punti.

Notiamo che nel mese di dicembre, dopo la forte correzione della borsa, quattro Istituti hanno abbassato notevolmente le stime che sono ricadute sotto i 3000 punti. Basta poco per far cambiare opinione a degli analisti strapagati. Se cambiano idea una volta possono farlo una seconda – specialmente se la borsa scende invece che salire...

Ultima domanda prima di passare alle nostre stime. La borsa americana é cara o a buon prezzo?





BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

La risposta é evidente. La borsa americana é ancora decisamente sopravvalutata.

Considerando che i margini delle imprese sono su dei massimi storici e che i cicli d'indebitamento e di crescita stanno finendo pensiamo che l'S&P500 sia oscenamente caro. Di quanto potrebbe scendere? A questo punto molto dipende da due fattori. Dall'ampiezza delle sorprese negative a livello politico ed economico e dalla reazione emozionale degli investitori – se tutti cercassero di uscire contemporaneamente il potenziale di ribasso sarebbe notevole.

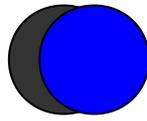
Noi non sposiamo le previsioni molto ottimistiche di crescita economica delle organizzazioni internazionali e delle banche. Questo per il semplice fatto che le previsioni negli ultimi mesi sono state costantemente riviste al ribasso e gli ultimi dati congiunturali sono molto preoccupanti. Gli Stati Uniti stanno rallentando ma nel 2019 dovrebbe evitare una recessione. La Cina potrebbe avere un atterraggio duro – l'economia continuerà a crescere ma a ritmi decisamente inferiori agli anni precedenti. Questo sviluppo si riflette in parte nel ribasso della borsa che é in corso dal 2015 e che nel 2018 ha subito un'accelerazione (performance della borsa di Shanghai -25.52%!) - non é però ancora completamente scontato. Crediamo che il calo delle vendite e le revisioni al ribasso delle stime degli utili delle imprese, come abbiamo visto a dicembre per Apple, diventeranno più frequenti. **Di conseguenza pensiamo che il 2019 sarà un anno negativo per la borsa americana.** Nel primo trimestre ci aspettiamo ancora una fase positiva durante la quale l'S&P500 potrebbe ancora salire fino a **2800 punti**. Per il resto dell'anno ci aspettiamo poi un ribasso. **Secondo noi l'S&P500 dovrebbe valere nel 2019 circa 2100 punti.** Ci basiamo su utili di 130 USD capitalizzati con un P/E di 16. Temiamo unicamente la reazione degli investitori che si aspettano utili in aumento. Una diminuzione potrebbe provocare una forte contrazione del moltiplicatore (P/E a 14? / 12?) con una **possibile cauta dell'indice fino a 1560 punti**. Siamo convinti che il 2019 sarà un anno volatile con numerosi cambiamenti di tendenza – il rischio di sostanziali vuoti d'aria é alto.

A dicembre i nostri indicatori di lungo termine hanno dato un segnale di vendita.

Formalmente la borsa americana é in un bear market. Fino prova contraria noi seguiamo questa tendenza. Il segnale é forte – esiste la possibilità che nel corso dell'anno il segnale venga annullato. Statisticamente la probabilità in questo momento é del 20%. Diventerà più bassa se l'S&P500 nel primo trimestre del 2018 non riuscirà più a superare i 2800 punti. A questo punto un massimo discendente dovrebbe confermare il ribasso di lungo termine.

Negli anni scorsi le borse europee si sono sviluppate peggio della borsa americana. In parte questa é una conseguenza della differenza della crescita economica.

Siamo molto preoccupati per quanto abbiamo osservato negli ultimi mesi. Prendiamo come esempio l'economia più importante dell'UE, quella tedesca. Le stime degli economisti prevedono per il 2019 una crescita del PIL del +1.6%. Ci sembra molto ottimistico, se non irrealistico, considerando che nel secondo trimestre del 2018 la crescita é stata del +0.5% a cui é seguita una contrazione del -0.2% nel terzo trimestre. A novembre i nuovi ordini dell'industria d'esportazione sono scesi del -3.2%. In Francia la protesta dei giubbotti gialli ha rovinato le vendite natalizie e molto probabilmente il PIL ha avuto una contrazione. Non dimentichiamo quali potrebbero essere le conseguenze negative di una Brexit disordinata e senza accordo. Ci sembra che Bruxelles stia sottovalutando le conseguenze. La Gran Bretagna ha nei riguardi dell'UE una bilancia commerciale passiva. Un blocco del commercio penalizzerebbe più l'UE nel suo assieme che la Gran Bretagna. Ovviamente nessuno dice niente perché per i singoli Paesi dell'UE é più importante avere una buona relazione con gli altri Paesi rispetto alle perdite che subiranno attraverso una Brexit disordinata. É però sconcertante che non si riesca a trovare una soluzione accettabile per tutti visto che senza accordo saranno tutti perdenti. Bruxelles é troppo rigida e sembra voler punire la Gran Bretagna per il suo slancio d'indipendenza. Forse in questa maniera intende anche disciplinare il resto del gruppo dove appaiono sempre più tendenze secessioniste o



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

per lo meno desideri d'autonomia.

Le azioni europee sono relativamente poco care. Non crediamo però che nel 2019 potranno svilupparsi meglio di quelle americane. Abbiamo unicamente un dubbio. Crediamo che la BCE possa nel corso dell'anno riprendere le operazioni di QE. L'economia e l'indebitamento eccessivo di molti Stati non possono sopportare un aumento dei tassi d'interesse. Ne riparlamo nel capitolo dedicato a questo tema. Se la BCE tornasse a comperare titoli di Stato é possibile che Eurostoxx50 e colleghi possano nell'anno prossimo recuperare parte del ritardo accumulato sull'America nel 2018. **Considerando e ponderando questi diversi fattori pensiamo che le borse europee avranno ancora un'annata negativa – stimiamo di ritrovare l'Eurostoxx50 a fine 2019 sui 2800 punti.** L'indice ha terminato il 2018 a 2986 punti. L'11 gennaio, quando completiamo questo studio, si trova a 3070 punti. **Durante l'anno potrebbe esserci un vuoto d'aria fino ai 2200 punti.** Le ragioni possono essere molteplici. Dalla crisi debitoria di un Paese importante come l'Italia o la Francia fino al fallimento o al salvataggio statale di una o più banche di importanza sistemica come Deutsche Bank.

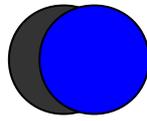
A questo punto sono necessarie alcune precisazioni e previsioni riguardanti i tassi d'interesse. In generale il mondo sta vivendo una deflazione da debiti. É quindi assurdo parlare di inflazione e molto probabilmente nel futuro i tassi d'interesse resteranno bassi.

Senza le manipolazioni delle Banche Centrali i tassi d'interesse reali dovrebbero però essere positivi e i rischi d'insolvenza dovrebbero rispecchiarsi in premi che riflettano in maniera corretta la differenza di qualità tra i vari debitori. **Questo significa che i tassi d'interesse in Europa devono aumentare insieme agli spreads a livelli "normali"**. Riprendiamo lo scenario già presentato nelle previsioni del 2018. Il reddito sul Bund decennale tedesco, vale a dire l'obbligazione a scadenza tra 10 anni della Germania, dovrebbe salire durante quest'anno sopra l'1% e potrebbe raggiungere l'1.5%. Questo livello é insostenibile per delle economie che stanno rallentando e per molti Paesi europei fortemente indebitati. Siamo quindi convinti che la BCE, pur mantenendo i tassi d'interesse di riferimento intorno allo 0%, dovrà fare qualcosa per impedire questa impennata della curva dei rendimenti. Potrebbe rilanciare il programma di finanziamento alle banche (LTRO e TLTRO) invitandole a sottoscrivere titoli di Stato (che per una regola assurda in Europa non necessitano nel bilancio di coperture con capitale proprio) o far ripartire le operazioni di Quantitative Easing. Non resterà però ferma ad osservare lo sviluppo di una catastrofe che tenta di evitare da 10 anni. Molto dipenderà dalla figura del successore di Mario Draghi il cui mandato scade ad ottobre del 2019.

Per saldo non ci aspettiamo sostanziali variazioni nei tassi d'interesse europei a corto e lungo termine. Nella prima parte dell'anno i tassi d'interesse dovrebbero lievitare – nella seconda parte dell'anno invece il rallentamento della crescita economica ed eventuali interventi della BCE dovrebbero far ridiscendere i redditi di titoli a corto termine e obbligazioni. **Ci aspettiamo che il Bund decennale e a fine 2019 renda ancora meno dell'1% - rispetto agli attuali (11 gennaio) 0.349% il tasso d'interesse potrebbe risalire a 0.5% - una differenza trascurabile a livello di investimenti.** La BCE potrebbe alzare di +0.25% fino a +0.5% i tassi d'interesse di riferimento. Non crediamo che la situazione economica lo permetterà ma non possiamo escluderlo. Gli spreads sui titoli di Stato dovrebbero aumentare una volta che sarà evidente che gli obiettivi di deficit previsti nel 2019 non verranno rispettati. I deficit saranno più ampi e si riaprirà la discussione sulla sostenibilità del debito in molti Paesi. Senza la BCE che finora ha manipolato gli spreads é probabile che questi debbano aumentare.

Crediamo che negli Stati Uniti avremo la stessa situazione che in Europa. La FED dovrà abbandonare la sua politica monetaria restrittiva di fronte alle reazioni negative dei mercati finanziari e al moltiplicarsi di segnali recessivi. **Crediamo che il reddito dell'US Treasury Bonds decennale si muoverà tra il 2.5% ed i 3.5%.**

Siamo convinti che valga la pena restare investiti in obbligazioni di buona qualità sia in



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Europa che in America. In caso di crisi il redditi avranno tendenza a scendere e di conseguenza il valore di queste obbligazioni avrà tendenza a salire. Se invece il 2019 trascorrerà senza troppi problemi pensiamo che queste obbligazioni daranno solo un minimo rendimento. Sarà però sempre meglio che le perdite dei mercati azionari. Avere obbligazioni a lungo termine è una buona assicurazione in momenti di forte incertezza.

A questo punto non resta che discutere le conseguenze sui cambi. **Per fine 2019 prevediamo un cambio EUR/USD a 1.20.** Malgrado i problemi che affliggono l'Europa e il differenziale dei tassi d'interesse che favorisce l'USD crediamo che l'EUR debba rafforzarsi ed il cambio debba apprezzarsi rispetto agli 1.1440 di fine 2018. I motivi sono due. Crediamo che il peggioramento della situazione economica sarà più marcato negli Stati Uniti, dove adesso regna ancora l'ottimismo, rispetto all'Europa, dove tutti sono già pessimisti. Inoltre l'analisi tecnica mostra la formazione di una solida base a 1.13 mentre gli indicatori di lungo termine stanno girando. Tecnicamente una rottura sopra gli 1.15 deve provocare una fase di rialzo fino a 1.18. Dopo alcuni mesi su questo livello dovrebbe esserci un segnale d'acquisto a medio termine con potenziale grafico fino a 1.23. Non osiamo prevedere un rafforzamento di questa ampiezza visto che la maggior parte degli analisti prevede un calo e alcuni parlano addirittura di un cambio alla pari per il 2020. Le opinioni degli esperti però divergono - il target 2019 di Deutsche Bank è a 1.23. In fondo una singola previsione non è significativa. L'importante è che sia formulata all'interno di uno scenario generale consistente.

Per quel che riguarda l'oro non abbiamo un'opinione precisa. Non crediamo che la quotazione debba allontanarsi di molto dai 1300 USD/oncia. Negli ultimi mesi abbiamo notato numerosi miglioramenti tecnici ed il prezzo dell'oro è tendenzialmente salito. Di conseguenza se dovessimo scommettere tra rialzo e ribasso riteniamo più probabile che a fine 2019 l'oro sarà più caro di adesso (12 gennaio 2019 – 1280 USD/oncia). Questo significa che consigliamo di tenere questo bene rifugio in portafoglio ma non vediamo una ragione precisa per comperarlo in vista di un massiccio apprezzamento.

Riassumendo il 2019 sarà probabilmente un anno di forte incertezza e di alta volatilità sui mercati finanziari. Esistono notevoli rischi di ribasso a fronte di un limitato potenziale di rialzo. Le borse dovrebbero risalire nella prima parte dell'anno. Si tratterà però molto probabilmente di un ampio rimbalzo come risposta alla forte correzione di dicembre 2018. La tendenza di fondo delle borse mondiali è al ribasso (bear market) e questa dovrebbe poi essere la tendenza dominante fino a fine anno. Ci aspettiamo un'altra annata negativa sia in America che in Europa – sui due continenti le perdite dovrebbe equivalersi. Conviene seguire una politica d'investimento difensiva. Il miglior strumento per seguire questa strategia sono le obbligazioni a lungo termine di buona qualità. Riteniamo che gli US Treasury Bond offrano le migliori probabilità e il più ampio potenziale di apprezzamento.

Durante l'anno bisognerà restare attenti e flessibili. Non si potrà mantenere il portafoglio azionario invariato ma per avere la possibilità di guadagnare bisognerà effettuare del trading - rapidi e ampi movimenti nelle due direzioni offriranno la possibilità di effettuare operazioni long o short di alcune settimane con buone probabilità di profitto.

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, 12 gennaio 2019