

BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ♦ FINANZBERATUNG ♦ TRADING

Previsioni per il 2011 e scenario per i mercati azionari

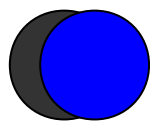
Raramente ci siamo trovati in una situazione di incertezza come quella attuale. Le economie mondiali sono nuovamente in crescita dopo una delle peggiori crisi economico-finanziarie del dopo guerra. I governi e le banche centrali hanno adottato una politica estremamente aggressiva ed espansiva mai vista finora e di cui non conosciamo ancora le conseguenze. Invece che accettare le perdite causate dallo scoppio di un'enorme bolla speculativa, una massa di debiti inesigibili è stata trasferita dal privato al pubblico creando una voragine nei conti degli Stati. Il risultato è stato che l'economia privata ha subito finora solo una parte minore delle conseguenze della crisi. Le imprese hanno rapidamente ritrovato un'accettabile redditività giustificando in buona parte il rally da marzo 2009. Molti indici azionari tra cui l'S&P500 americano ed il DAX tedesco hanno raggiunto a dicembre 2010 nuovi massimi annuali.

La valutazione di un titolo è fatta di fondamentali ma anche di emozioni, liquidità, domanda ed offerta. Fondamentalmente i mercati azionari sono ad oggi e secondo i nostri calcoli e metodi di valutazione, sopravvalutati. Questa sopravvalutazione è però moderata e non dovrebbe superare il 10%. **Secondo noi l'S&P500 vale sui 1150 punti e l'Eurostoxx50 sui 2600 punti.** Questo calcolo ha però molte possibilità di errore poiché la redditività e valore patrimoniale del settore finanziario restano imperscrutabili. Concretamente non sappiamo se fidarci dei guadagni pubblicati dalle banche e non sappiamo quanto effettivamente vale quello che appare, se appare, nei bilanci. Le cattive esperienze degli ultimi anni ci inducono ad essere scettici. Siamo tendenzialmente pessimisti e crediamo che il 2011 sarà un anno negativo anche se le perdite alla fine dovrebbero essere contenute.

Questa sarebbe la nostra opinione se la situazione fosse normale. Ci sono invece numerosi problemi irrisolti che potrebbero cambiare rapidamente la situazione ed innescare un nuovo bear market. D'altra parte le manipolazioni subite dai mercati da parte di autorità governative e banche centrali potrebbero continuare a gonfiare la bolla speculativa e creare una notevole sopravvalutazione delle borse. Cerchiamo di elencare brevemente questi fattori ed analizzare le possibili conseguenze.

1. Politica delle Banche Centrali. Le Banche Centrali condotte dalla FED statunitense stanno evidentemente tentando di re-inflazionare le economie facendo, nel limite del possibile, salire il valore delle azioni. È questo un obiettivo dichiarato di Bernanke con lo scopo di rimettere soldi nelle tasche dei consumatori americani e creare un clima positivo e di fiducia. Per il momento questo tentativo sta riuscendo ed è una delle ragioni per cui secondo noi la borsa americana è sopravvalutata. La liquidità in USD sta però invadendo il mondo e creando spiacevoli ed indesiderati effetti collaterali. C'è troppa liquidità anche in economie che non ne avrebbero bisogno come quelle dei mercati emergenti. Inoltre la liquidità sta entrando in tutti i settori finanziari scatenando la speculazione. Il rialzo dei prezzi di molte materie prime non è fondamentalmente giustificabile e crea numerose conseguenze negative non da ultimo la crescita dei prezzi alla produzione ed al consumo. La FED sta creando un'ulteriore bolla speculativa per combattere gli effetti negativi dello scoppio di quella precedente. È una politica monetaria molto discutibile ma non è il nostro obiettivo ora di iniziare una discussione sull'opportunità o meno di questa manovra. Siamo però convinti che la FED continuerà su questa strada il più a lungo possibile e quindi prevediamo per l'inizio del 2011 un'ulteriore periodo positivo per le borse.

Come accennato, a fronte dell'azione positiva per le borse delle Banche Centrali, esistono numerosi problemi irrisolti che hanno una forte probabilità di ritornare prepotentemente d'attualità con la conseguenza di destabilizzare i mercati finanziari.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ♦ FINANZBERATUNG ♦ TRADING

2. Debiti dei Paesi industrializzati (Europa, Stati Uniti e Giappone). Per numerose ragioni gli Stati negli ultimi anni hanno notevolmente aumentato la spesa pubblica con il risultato di avere forti deficit correnti ed aver accumulato una valanga di debiti. Le cause possono essere strutturali, conseguenza diretta della crisi immobiliare ed economica o risultato di anni di una condotta allegra delle finanze pubbliche. Il risultato è però sempre lo stesso. I debiti accumulati in percentuale del PIL diventano insostenibili ed il deficit annuale risulta ben al di sopra di parametri normalmente accettati come quello di Maastricht (deficit annuale al massimo del 3% del PIL e debiti accumulati massimo 60% del PIL). Un debito può teoricamente crescere all'infinito. Ci sono solo due limiti che non possono essere superati. Il primo è quando una parte eccessiva delle entrate annuali serve solo a servire i costi del debito stesso. A questo punto lo Stato non ha più i mezzi per assolvere i suoi compiti. Il secondo è quando, per una ragione o per l'altra, i creditori perdono la fiducia e non sono più disposti a mettere a disposizione capitali. Grecia ed Irlanda hanno raggiunto questi limiti ed altri Paesi seguiranno l'anno prossimo. I candidati sono numerosi e per il momento i politici, banche centrali ed istituzioni internazionali come il Fondo Monetario Internazionale stanno solo guadagnando tempo senza risolvere il problema di fondo. La BCE compra i Titoli di Stato di quei paesi che non riescono più a raccogliere soldi normalmente sul mercato dei capitali. Il continuare a spostare il debito da una tasca all'altra non serve però a niente. Un paese indebitato ha solo 4 possibilità per uscire da questa situazione:

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

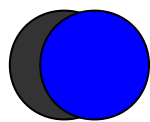
b. Il cittadino paga: Un paese indebitato chiama alla cassa i suoi cittadini. Riduce le spese e le prestazioni ed aumenta le tasse. È la strada seguita in Europa da Irlanda, Grecia, Inghilterra e numerosi altri paesi. È la politica delle "lacrime e sangue" che colpisce normalmente le fasce più deboli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

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

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

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

3. Paesi emergenti. La ripresa economica del 2010 è stata trascinata dai paesi emergenti con la Cina in testa. Se paesi europei esportatori come la Germania o la Svizzera sono rapidamente usciti dalla recessione lo devono alla domanda proveniente dall'Asia. Dubitiamo però fortemente che questo sviluppo positivo sia sostenibile. La Cina cresce da anni a ritmi elevati e sembra immune a qualsiasi crisi malgrado l'evidente speculazione nel campo immobiliare e la poco efficiente allocazione dei capitali che ha portato a molti investimenti improduttivi. Crediamo che nel



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ♦ FINANZBERATUNG ♦ TRADING

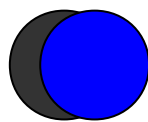
2011 la Cina potrebbe deludere e provocare una crisi. Non siamo evidentemente gli unici a pensarlo visto che gli indici azionari cinesi scendono da alcuni mesi ed i grafici hanno un aspetto tecnico preoccupante. Una Cina in difficoltà sarebbe un grave problema per gli investitori occidentali e per l'industria d'esportazione. Le borse di tutto il mondo rischiano un contraccolpo negativo.

4. Euro. Il problemi legati all'Euro non sono superati e riappariranno l'anno prossimo. Le differenze tra i paesi che compongono la moneta unica europea sono troppo grandi ed invece che esserci una convergenza, come previsto originariamente nel trattato di Maastricht, le economie stanno divergendo. Venuta a mancare la valvola di sfogo data dai cambi, i paesi deboli non riescono a compensare la perdita di produttività constatata negli ultimi anni. L'uscita di alcuni Paesi (PIGS) dall'Euro non è una variante percorribile. Questo spauracchio viene presentata ad intervalli regolari dalla stampa più o meno seria ma non è politicamente e praticamente proponibile malgrado che sarebbe una buona soluzione. Guardate l'esempio dell'Islanda che sta uscendo dalla crisi grazie ad una drastica svalutazione della Corona. In un sistema democratico nel quale esiste la libera circolazione dei capitali è impossibile obbligare i cittadini a fare qualcosa che non vogliono vale a dire sostituire un Euro forte con, per esempio, una Lira italiana debole. L'opposizione dei cittadini farebbe fallire qualsiasi progetto in questo senso. È possibile invece il contrario. Se la Germania decidesse di abbandonare l'Euro e creare una nuova moneta insieme ad alcuni paesi economicamente e/o politicamente forti l'esercizio potrebbe riuscire.

I problemi dell'Euro continueranno ad influenzare anche nel 2011 i mercati finanziari. La moneta EUR continuerà a svalutarsi. Le borse europee avranno degli attacchi di debolezza al riaccutizzarsi della crisi. I tassi d'interesse avranno tendenza a crescere. Ma qui passiamo al prossimo argomento.

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

Prima di arrivare a questo punto ci sarà un'ulteriore effetto negativo. Gli investitori sono coscienti del fatto che i rischi aumentano e quindi tendenzialmente il prezzo del denaro crescerà. I tassi d'interesse aumenteranno in termini reali vale a dire senza che ci sia inflazione. La Banche Centrali, come mostra l'insuccesso del QE2 in America (i tassi d'interesse a medio e lungo termine aumentano malgrado che l'obiettivo della manovre della FED fosse esattamente il contrario), saranno impotenti. Tassi d'interesse al rialzo sono un veleno per la borsa. I P/E con i quali si valuta il mercato scendono. Gli investimenti a reddito fisso ridiventano attrattivi fornendo una valida alternativa alle azioni che storicamente pagano ora dividendi ridicoli. Un aumento dei costi di rifinanziamento provoca una diminuzione del reddito delle imprese ed un calo dell'appetito degli investitori che operano a margine. Riassumendo riteniamo che nel 2011 ci dovrebbero essere, malgrado la mancanza di spinte inflazionistiche, degli aumenti dei tassi d'interesse che influenzeranno negativamente le borse.

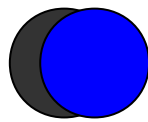


BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ♦ FINANZBERATUNG ♦ TRADING

6. Rialzo dei prezzi delle materie prime. I prezzi delle materie prime sono aumentati considerevolmente ed in maniera generale. Energia, metalli e prodotti agricoli hanno toccato, con poche eccezioni, dei prezzi record durante il 2010. Noi pensiamo che questo movimento sia in parte dovuto alla speculazione e che non sia sostenibile. Tenzialmente però questo aumento avrà delle conseguenze negative. Dovrebbe ridurre i margini di guadagno delle imprese o aumentare i prezzi al consumo. Nei due casi l'effetto sarà negativo e non siamo sicuri che questo fattore sia già scontato nelle valutazioni attuali delle borse.

Arriviamo a fine 2010 con delle borse che secondo noi sono moderatamente sopravvalutate. Se non ci sono incidenti di percorso, è possibile che la politica espansiva delle Banche Centrali favorisca una bolla speculativa. Investitori molto ottimisti saranno pronti a credere in un futuro roseo e pagare prezzi eccessivi per le azioni. Le probabilità di incidenti di percorso ed un ritorno alla realtà sono però consistenti. Il minimo che possiamo aspettarci sarà un anno movimentato con una forte volatilità. La prima parte dovrebbe essere ancora positiva mentre nella seconda si dovrebbe concretizzare un forte calo. A fine anno ci aspettiamo un saldo negativo.

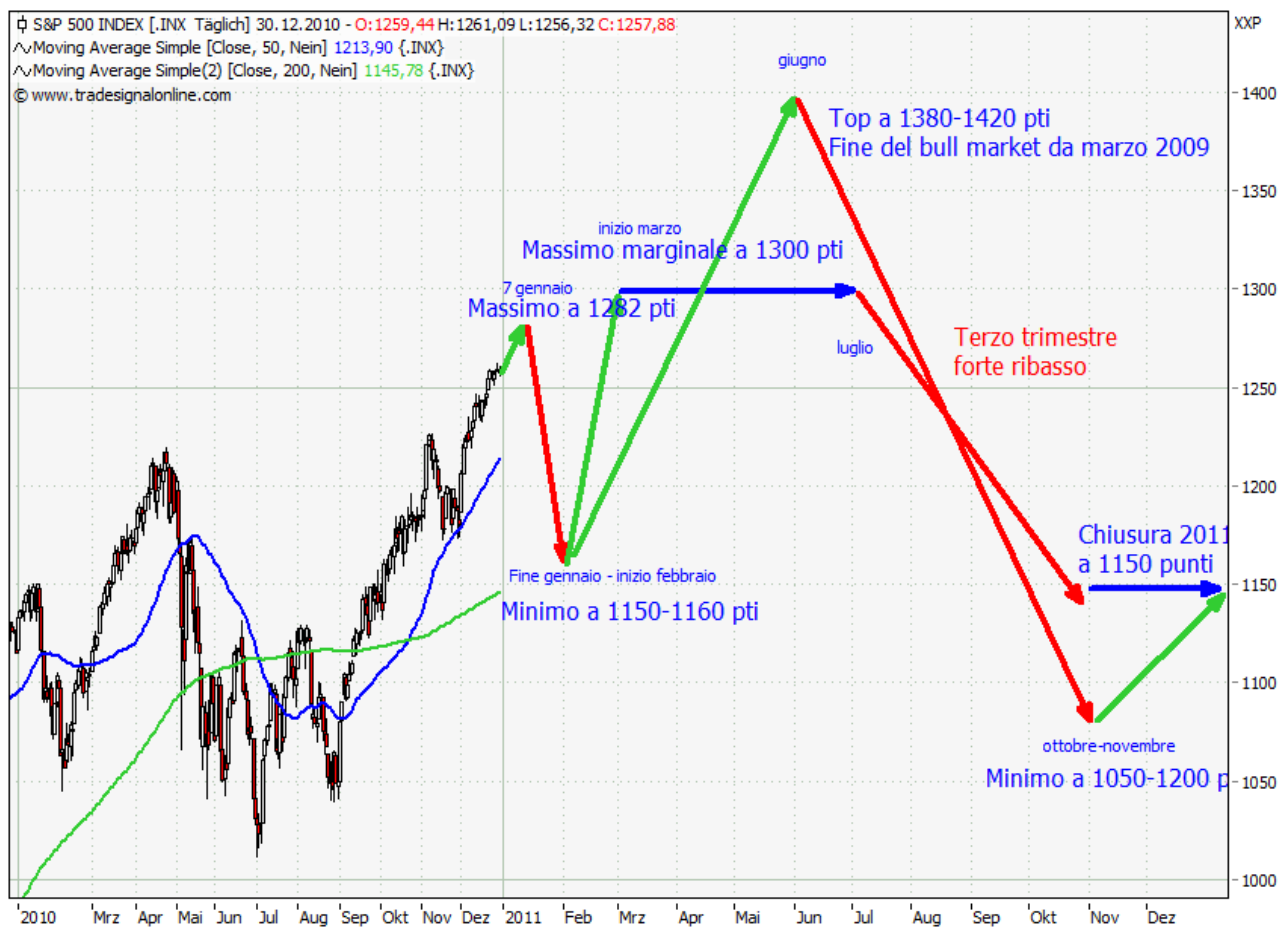


BERNASCONI
CONSULT

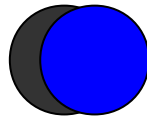
VERMÖGENSVERWALTUNG ♦ FINANZBERATUNG ♦ TRADING

Scenario 2011 - S&P500

Utilizzando l'analisi tecnica, esempi del passato ed i possibili scenari descritti precedentemente tentiamo ora di prevedere l'andamento dell'S&P500 per l'anno 2011. È la prima volta che tentiamo un esercizio del genere coscienti del fatto che sbaglieremo. L'analisi tecnica non prevede il futuro ma mostra da che parte tira il vento. Normalmente prevediamo una fase dopo l'altra anche perché più ci si allontana nel tempo e più aumentano le varianti e le probabilità d'errore. Vogliamo però fornirvi una "visione" di quello che dovrebbe o potrebbe avvenire e procederemo nel corso dell'anno 2011 a regolari revisioni di questo scenario.



Alla fine della prima settimana di gennaio prevediamo un massimo significativo. Questo era inizialmente previsto tra i 1250 ed i 1300 punti. Un livello ideale si trova a 1282 punti. Questo massimo potrebbe essere il top e fine del lungo rialzo da marzo 2009 ma le probabilità sono basse. Dovrebbe poi seguire una correzione di circa il 10% o un ritracciamento di circa il 50% del movimento rialzista da 1040 punti a 1280 punti. La correzione dovrebbe quindi esaurirsi dopo circa un mese sui 1150-1160 punti. È possibile che questa correzione sia più consistente e si trasformi in un ribasso. Non è però lo scenario da noi preferito al momento. Dovrebbe poi seguire un'ultima gamba di rialzo che potrebbe essere corta (un mese per un nuovo massimo marginale sui 1300 punti) oppure un'onda conclusiva più complessa e più duratura (da tre a quattro mesi) per un top a 1380-1420 punti. A questo punto il rialzo da marzo 2009 sarà definitivamente terminato. Se il rialzo si esaurisce su un top dovrebbe velocemente seguire il forte ribasso che ci aspettiamo nella



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ♦ FINANZBERATUNG ♦ TRADING

seconda parte dell'anno. In caso contrario dovrebbe esserci un periodo di distribuzione della durata di tre fino a sei mesi (marzo fino a luglio, eventualmente settembre). Un classico sarebbe un minimo ad ottobre ma a questo punto le previsioni sono molto aleatorie. Negli ultimi mesi dell'anno il mercato dovrebbe stabilizzarsi ed eventualmente recuperare dal minimo. Non siamo in grado di dire dove potrebbe situarsi il minimo annuale. Come vedete la stima é molto ampia (1050-1200 punti) e dipende da molti-troppi fattori. Il prezzo di equilibrio ideale che prevediamo per fine anno é sui 1150 punti. Secondo noi é quanto dovrebbe valere l'S&P500 secondo le nostre stime di guadagni delle società e previsto livello dei tassi d'interesse. Le stime non sono nostre ma le abbiamo scelte come soluzione più realistica tra le tante comunicateci dai nostri interlocutori e che meglio si adattano al nostro scenario macroeconomico.

Quella descritta é una road map che ci serve a pianificare la nostra attività durante l'anno. Le probabilità che tutto sia giusto sono scarse e saremo obbligati durante l'anno a fare numerose revisioni. Serve però ad avere un'idea del quadro generale. Primo semestre positivo, secondo semestre negativo e performance annuale moderatamente negativa.