

BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Previsioni per il 2012 e scenario per i mercati azionari

Scenario macroeconomico

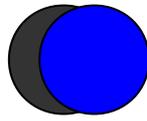
Il 2012 inizia con una situazione macroeconomica chiara e con uno sviluppo abbastanza prevedibile nei prossimi 12 mesi. In Europa avremo in generale una recessione che in alcuni Paesi sarà talmente profonda e dura nelle sue conseguenze per la popolazione da essere facilmente definita una depressione. L'economia americana sta invece rallentando e molto probabilmente vivrà una fase recessiva – questa però dovrebbe essere abbastanza moderata grazie alla politica monetaria estremamente espansiva da parte della FED ed un Presidente democratico che deve affrontare un'elezione ed eviterà quindi manovre fiscali impopolari e un'eccessiva compressione della spesa pubblica.

La crisi dei debiti statali domina ancora gli avvenimenti in Europa e nel 2012 riapparirà come tema anche in America ed in Giappone. Durante il 2011 sono stati fatti pochi progressi e le speranze di molti che si attendevano sviluppi rapidi e soluzioni incisive sono state disilluse. Da una parte questa è una conseguenza dell'inefficienza del costruito europeo che preserva la sovranità dei Paesi ed impedisce una politica fiscale e della spesa pubblica centralizzata. Trovare accordi e implementare delle misure diventa un'operazione complessa e che dura molto (troppo) tempo. D'altra parte l'opinione pubblica non ha capito che la crisi dei debiti statali non è un evento ma un processo lungo e doloroso. A questo punto è doveroso riprendere i punti salienti dell'analisi dell'anno scorso e vedere a che punto siamo arrivati facendo alcuni commenti al riguardo. Passare del 2011 al 2012 non significa infatti voltare pagina ma proseguire semplicemente su un cammino tracciato.

Un anno fa avevamo individuato questi importanti temi (i passaggi in *corsivo* sono citazioni dallo studio dell'anno scorso):

1. Politica delle Banche Centrali. *Le Banche Centrali condotte dalla FED statunitense stanno evidentemente tentando di reinfazionare le economie facendo, nel limite del possibile, salire il valore delle azioni. È questo un obiettivo dichiarato di Bernanke con lo scopo di rimettere soldi nelle tasche dei consumatori americani e creare un clima positivo e di fiducia. (...). La 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 (...).*

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



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

contemporaneamente di ridurre i debiti creando una spirale deflazionistica e frenando la crescita economica.

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.

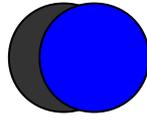
b. Il cittadino paga: Un paese indebitato chiama alla cassa i suoi cittadini. Riduce le spese e le prestazioni ed aumenta le tasse. È la strada seguita in Europa da Irlanda, Grecia, Inghilterra e numerosi altri paesi. È la politica delle "lacrime e sangue" che colpisce le fasce più deboli della popolazione.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

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

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

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

Abbiamo lasciato questo paragrafo, scritto 12 mesi fa, invariato poiché di straordinaria attualità. In un anno è cambiato poco o niente. Malgrado una situazione economica senza vie d'uscita la Grecia non è fallita. La lista dei Paesi a rischio di fallimento si è allungata ed oltre all'Irlanda comprende ora a breve anche il Portogallo. **Siamo convinti che in uno di questi Paesi (o in tutti**



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

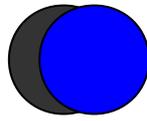
e tre) si svilupperà l'anno prossima una crisi che causerà un collasso. Il collasso avrà come possibili conseguenze un default, un'uscita dall'EUR e/o dall'Unione Europea controllata o caotica, instabilità politica con cadute o dimissioni del Governo, proteste, dimostrazioni di piazza, disordini o rivoluzioni popolari. Le politiche d'austerità imposte a questi Paesi non sono sostenibili e sfoceranno con quasi certezza in una situazione di crisi incontrollabile e dagli effetti devastanti. Questo avrà delle forti negative conseguenze sui mercati finanziari. Ma ne ripareremo nel capitolo dedicato agli investimenti.

Un Paese che dichiara default e che reintroduce la propria moneta deve bloccare il libero movimento dei capitali e nazionalizzare le banche. Un default implicherebbe infatti una decurtazione del valore dei titoli di Stato provocando il collasso delle banche vittima oltre tutto della fuga dei capitali dei risparmiatori. Queste misure sono in aperto contrasto con i trattati dell'Unione Europea e quindi il Paese in questione dovrà anche abbandonare l'UE. L'attenzione è concentrata ora su Grecia, Irlanda e Portogallo. Ci sono però anche alcuni Paesi periferici con una situazione economica e d'indebitamento simile e estremamente instabili. Un esempio è l'Ungheria (che per inciso non ha l'EUR ma una moneta propria, il Florint, e quindi una propria Banca Centrale). Non sono così grandi da provocare una crisi finanziaria ma abbastanza importanti per causare un effetto domino ed una reazione a catena.

In generale i governi, impossibilitati ad agire anticiclicamente riducono la spesa pubblica, aumentano le tasse ed implementano politiche d'austerità. Questo comportamento ha conseguenze negative e provocherà in Europa nel 2012 una recessione.

La situazione in Italia e Spagna è molto interessante ed importante. Questi Paesi sono troppo grandi ed importanti per fallire. Sono dei tipici esempi del "to big to fail" adottato finora per le banche ma valido in fondo anche per degli Stati. Sono anche "to big to be rescued" cioè troppo grandi per essere salvati. Per questo gli analisti si affannano creando scenari catastrofici senza vedere che la soluzione è ricercabile unicamente in un pacchetto di misure atte a stabilizzare la situazione e ridurre nel tempo il debito. Questi Paesi hanno la forza economica per implementarle. Il progetto che traspare dagli ultimi meeting dei leader europei è evidente e le posizioni dei giocatori più importanti (Germania, Francia, Commissione Europea, FMI, BCE) chiare. Ai Paesi indebitati viene imposta una politica di rigore cercando di non provocare una depressione ma "unicamente" una moderata recessione. In cambio l'UE assicura il rifinanziamento del debito pubblico attraverso i vari meccanismi di salvataggio approntati (p.e. EFSF) o in ultima istanza da parte della BCE. Malgrado che il governatore Mario Draghi abbia più volte ripetuto che gli statuti della BCE impediscono il finanziamento diretto degli Stati, la realtà è che attraverso le manovre di stabilizzazione dei mercati la BCE ha già ammassato circa 260 miliardi di EUR di titoli di Stato. I 489 Miliardi di EUR prestati a dicembre alle banche per un periodo di 3 anni all'1% dovrebbero inoltre in parte servire a questo scopo. L'Italia e la Spagna non possono però contare sull'appoggio incondizionato dell'indipendente BCE e sono quindi obbligate a provare a mettere ordine nei conti dello Stato. **Noi siamo convinti che questo processo sarà lungo e doloroso ma realizzabile. L'Italia non fallirà a condizione che avvenga un cambio di mentalità.** Si deve ritrovare coesione tra Stato e cittadini nella convinzione e purtroppo nell'obbligo di trovare una via di salvezza al caos politico, finanziario e sociale.

Abbiamo parlato molto di Unione Europea ma non bisogna dimenticare che il problema dei debiti tocca tutti i Paesi industrializzati. L'Inghilterra è in una situazione molto difficile e per ora si salva unicamente grazie alla compiacenza della Banca Centrale inglese (BOE) che fornisce liquidità a Stato ed economia infischandosene delle conseguenze a medio lungo termine e minando il valore della sterlina inglese. È una politica che potrebbe funzionare unicamente se si riesce a stimolare la crescita economica. L'Inghilterra disindustrializzata e troppo legata all'industria bancaria, dei servizi in generale e all'immobiliare ed ha poche possibilità di farcela. L'Inghilterra rischia una depressione.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

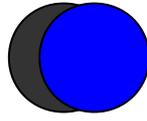
Il tentativo potrebbe invece funzionare in America. La FED applica una politica monetaria molto espansiva ed è disposta a qualsiasi operazione di Quantitative Easing pur di sostenere l'economia. Ha comperato miliardi di titoli di Stato ed ipotecari e continua a farlo. I dati economici indicano che gli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

Il Giappone è il Paese industrializzato più indebitato. Il rifinanziamento del debito pubblico, che avviene quasi completamente sul mercato interno, non ha mai causato problemi. Non crediamo che nel 2012 la situazione debba mutare radicalmente malgrado che sicuramente anche il Paese del Sol Levante dovrà implementare una politica economica di rigore. I limiti per ulteriori piani di stimolo economico ed espansione della spesa pubblica sono stati da tempo raggiunti.

3. Paesi emergenti. *La ripresa economica del 2010 è stata trascinata dai paesi emergenti con la Cina in testa. (...) 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 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.*

Nel 2011 le economie emergenti (Brasile, India, Cina) hanno rallentato e le borse sono cadute con pesanti perdite. Ne riparlamo nel capitolo dedicato agli investimenti. La temuta crisi cinese non c'è stata ma ci sarà. Per combattere l'inflazione le autorità cinesi hanno adottato una politica monetaria e di regolamentazione restrittiva. Ora hanno il problema inverso con un'economia che cresce a ritmi troppo moderati per assorbire la crescita della popolazione, un mercato immobiliare sull'orlo del collasso (si sentono i primi scricchiolii sotto forma di cadute dei prezzi degli immobili nelle zone a maggiore speculazione) ed un'industria d'esportazione in difficoltà a causa del rallentamento economico mondiale. Un altro aspetto importante del nostro scenario macroeconomico è l'attesa reazione delle autorità cinesi. **Siamo convinti che nella prima parte del 2012 la Cina avvierà un massiccio programma di stimoli economici con una riduzione del costo del denaro.** Questo provocherà una reazione positiva delle borse che dovrebbe estendersi ai mercati occidentali. Sarà la classica impennata prima del crollo.

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



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

avranno degli attacchi di debolezza al riacutizzarsi della crisi. I tassi d'interesse avranno tendenza a crescere.

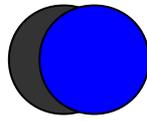
L'analisi del problema é risultata corretta ma la previsione di una forte svalutazione sbagliata. L'EUR é un corsetto che impedisce ai Paesi in difficoltà di riacquistare in competitività attraverso una svalutazione della moneta. Nessun Paese ha abbandonato l'EUR nel 2011 e nessuno si appresta a farlo.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

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

Escludiamo categoricamente che nel 2012 l'Italia subisca un default e/o esca dell'EU e dall'Euro. Un diversificazione eccessiva potrebbe quindi avere controindicazioni.

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

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



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

essere, malgrado la mancanza di spinte inflazionistiche, degli aumenti dei tassi d'interesse che influenzeranno negativamente le borse.

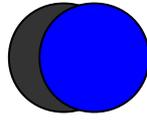
Anche questo capitolo si rivela azzeccato e di estrema attualità. Un anno fa molti lettori erano rimasti confusi da questa nostra previsione di tassi d'interesse sulle obbligazioni di certi Stati in aumento in assenza d'inflazione. Non capivano come il prezzo del denaro poteva salire malgrado che noi predicavamo una scenario deflazionistico. Oggi, con il tasso d'interesse dei Buoni del Tesoro italiani a 10 anni che veleggia intorno al 7% siamo convinti che la nostra opinione é chiara e condivisa da tutti. Questo effetto perdurerà nel 2012 con enormi problemi di oggettiva implementazione. L'aumento degli spreads é causato da investitori che giustamente richiedono un maggiore premio per il rischio di default. Non potendosi più fidare delle agenzie di rating, rivelatesi negli anni scorsi compiacenti, poco indipendenti e fallaci, é difficile valutare il rischio e la percezione può essere facilmente manipolata attraverso i Credit Default Swaps vale a dire i premi che vengono pagati per assicurare il rischio. Inoltre gli interventi delle Banche Centrali distorcono la realtà. Infine i bilanci di molte società tipo le banche sono opachi per non dire falsi e quindi non rispecchiamo la vera situazione patrimoniale e di redditività. Non parliamo poi delle finanze statali che sono il massimo dell'intrasparenza. **La realtà é che nessuno, neanche i politici, sanno esattamente a quanto ammontano i debiti degli Stati.** Molte, troppe posizioni debitorie non sono a bilancio, i debiti di Stati, province, comuni, organizzazioni parastatali e società controllate non sono consolidati, gli impegni futuri (pensioni, assicurazioni sociali, aumenti di spesa causati da decisioni parlamentari, ecc.) non vengono considerati. Spesso la capacità degli Stati di ripagare debiti dipende non solo da aspetti economici come indebitamento, PIL e crescita economia ma anche dalla **credibilità ed affidabilità della classe politica**. In questo senso la Germania ha un deciso vantaggio.

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

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. Tendenzialmente 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.*

Questo tema si é rivelato irrilevante. Molti analisti parlavano di possibile inflazione causata dall'aumento dei prezzi delle materie prime – questo meccanismo non ha invece funzionato. L'indice CRB delle materie prima é calato nel 2011 (valori approssimativi) da 330 a 305 punti, l'oro é salito da 1400 a 1600 USD/oncia, il petrolio da 90 a 100 USD/barile, il prezzo del rame é risultato per saldo invariato. Le quotazioni delle materie prime non hanno subito cambiamenti sostanziali. Pensiamo che nel 2012 questo tema non sarà rilevante. In generale una recessione provoca un calo dei prezzi delle materie prime. Solo l'oro, grazie al suo status di bene rifugio, si trova in un bull market di lungo periodo.

Riassumendo in Europa dobbiamo prepararci ad una moderata recessione. Questo é il consenso degli analisti. Noi temiamo che la recessione possa essere peggio del previsto ed essere severa. Anche il resto del mondo sarà vittima di un rallentamento economico. Negli Stati Uniti la recessione potrebbe essere modesta e limitata ed alcuni trimestri. La caduta dei consumi nei Paesi industrializzati provocherà un calo dei prezzi delle materie prime ed un netto rallentamento



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

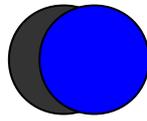
delle economie dei Paesi emergenti specialmente in quelli a forte esportazione.

Prevediamo due maggiori eventi che avranno conseguenze sui mercati finanziari.

1. Il passaggio della Cina da un politica economica restrittiva per combattere inflazione e speculazione ed una espansiva per tentare di opporsi ad un eccessivo rallentamento economico.
2. L'uscita di uno fino a tre Paesi dall'EUR e dall'UE. Questo provocherà un'importante crisi ma non un collasso del sistema finanziario che ha avuto tempo due anni per prepararsi. Alcune banche europee falliranno o verranno statalizzate.

Non esistono rischi d'inflazione ed i tassi d'interesse resteranno bassi. I tentativi di molti governi di rilanciare l'economia interna potrebbero sfociare in tendenze protezionistiche creando tensioni nel commercio internazionale. Altre misure favoriranno svalutazioni competitive.

Questa nostra analisi non comprende naturalmente gli imprevisti che come abbiamo visto nel 2011 possono avere conseguenze considerevoli anche sui mercati finanziari. Citiamo unicamente il terremoto e tsunami in Giappone che hanno provocato la catastrofe nucleare di Fukushima e le vari rivoluzioni nei Paesi del Nord Africa (Tunisia, Egitto, Libia).



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Previsioni per i mercati azionari

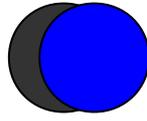
Se lo scenario macroeconomico é abbastanza evidente, molto più confuse sono le conseguenze sui mercati azionari ed in particolare lo sviluppo durante l'anno. Nello scenario macroeconomico abbiamo indicato tre forze che avranno un influsso determinate sulle borse

1. Nei Paesi emergenti, che hanno ancora larghi spazi di manovra in politica monetaria e fiscale, verranno implementati dei programmi di stimolo economico per combattere l'attuale rallentamento economico e caduta delle borse. La Cina si prepara ad un cambio di potere in autunno con il passaggio di consegne tra l'attuale leader Hu Jintau al successore designato Xi Jinping. Il rallentamento economico in Cina é ormai sensibile con un preoccupante calo dei prezzi immobiliari. L'indice Shanghai Composite ha perso nel 2011 circa il -23%. Nei prossimi mesi il Governo e la Banca Centrale dovrebbero reagire abbassando il costo del denaro e varando un programma di stimolo economico. La Borsa cinese dovrebbe a primavera avere una sostanziale fase di rialzo fornendo un'intonazione positiva ed una spinta anche alle borse occidentali. Pensiamo che anche l'India, che si trova in una situazione simile, potrebbe comportarsi alla stessa maniera.
2. La crisi dei debiti europei subirà un'accelerazione con un possibile tracollo economico, politico e sociale in Grecia, Portogallo o Irlanda. I Governi europei e le Banche Centrali si opporranno con tutti i mezzi e molto probabilmente riusciranno ad impedire un contagio ed un effetto domino in tutta l'Europa. In questa difficile situazione é però impossibile prevedere le reazioni dei Governi coinvolti (dimissioni e possibile vuoto di potere) e delle popolazioni (scioperi, disordini sociali). La nostra speranza é che la crisi non sfugga al controllo di autorità che hanno avuto anni per prepararsi a questo momento. Lo stesso vale per le banche ed il sistema finanziario mondiale. L'acuirsi della crisi provocherà sicuramente un calo delle borse che potrebbe essere da moderato fino ad un crash di vaste dimensioni. Nel peggiore dei casi le borse potrebbero perdere la metà del loro valore.
3. L'acuirsi della crisi del debito ed un probabile riassetto europeo provocherà vinti e vincitori sui quali si riverserà l'enorme massa di liquidità ancora presente nei risparmi privati e nel settore finanziario. Di conseguenza sarà un anno nei quali si alterneranno momenti di relativa tranquillità (inizio 2012) e fasi di altissima volatilità ed incertezza.

Consigli d'investimento

In generale pensiamo che il 2012 sarà un anno difficile dove l'investitore tradizionale deve partire con l'obiettivo di difendere il capitale. Per i traders, disposti a comprare e vendere con dinamismo e prendere rischi, ci saranno invece ampie opportunità.

In Europa prevediamo fallimenti e nazionalizzazioni nel settore bancario. Gli istituti grandi ed indispensabili verranno salvati. Di conseguenza bisogna prestare la massima attenzione alla banca presso la quale sono depositati i risparmi. L'enorme massa di debiti e di derivati potrebbe creare un tracollo del sistema finanziario. É un avvenimento che non prevediamo ma non possiamo escludere vista l'attuale forte instabilità ed evidente impotenza delle autorità. Di conseguenza consigliamo di effettuare diversificazioni negli investimenti. A chi giustamente cerca rifugio nell'immobiliare sconsigliamo il mattone e suggeriamo di preferire la terra, specialmente quella agricola. In un mondo dominato dalle svalutazioni competitive e dalla perdita di valore della moneta, i valori reali saranno ricercati. Tra le azioni si comporteranno bene le società con una solida base patrimoniale ed un campo di attività tradizionale e difensivo. L'oro é in un trend rialzista di lungo periodo e guadagnerà di valore anche se il movimento non sarà lineare come hanno mostrato gli ultimi 4 mesi del 2011. Gli esperti prevedono quotazioni sui 2000-2500 USD oncia. Noi non abbiamo obiettivi chiari poiché non abbiamo un metodo fondamentale per valutare



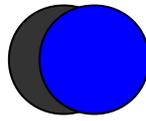
**BERNASCONI
CONSULT**

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

correttamente un bene rifugio e legato a reazioni emozionali come l'oro. Graficamente i 2000 USD/oncia sono un target realistico.

A livello monetario crediamo che l'Euro continuerà a perdere di valore. Se i Paesi considerati deboli lo abbandoneranno, la tendenza dovrebbe invertirsi. In mancanza di alternative il Dollaro americano dovrebbe ritrovare il favore degli investitori. Il grafico dell'USD Index é costruttivo e la moneta dovrebbe guadagnare nel 2012 circa il 10%. Stimiamo che il cambio EUR/USD debba scendere a 1.20.

Come alternativa all'EUR valutiamo investimenti in Dollari australiani mentre evitiamo Sterlina Inglese e Yen giapponese. Dollari canadesi, Franche svizzeri, Corone norvegesi, svedesi e danesi offrono dei sicuri veicoli d'investimento ma difficilmente potranno ancora guadagnare di valore sull'Euro.



BERNASCONI
CONSULT

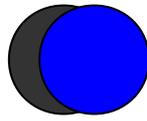
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Scenario 2012 - S&P500

Utilizzando l'analisi tecnica, esempi del passato ed i possibili scenari descritti precedentemente tentiamo ora di prevedere l'andamento dell'S&P500 per l'anno 2012. È la seconda 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. Vediamo prima come ce la siamo cavata nel 2011.



Sul grafico vedete le frecce con le quali indicavamo le nostre previsioni insieme a quello che è effettivamente successo. Se volete i dettagli potete rileggere lo scenario 2011 e gli aggiornamenti. In generale prevedevamo un inizio positivo, un forte calo nella parte centrale dell'anno con un recupero e stabilizzazione sul finale. Per fine anno prevedevamo un livello di equilibrio sui 1150 punti e di conseguenza una performance moderatamente negativa. I 1150 punti sono invece stati raggiunti a fine novembre e oggi (30.12.2011) sappiamo che l'S&P500 chiuderà l'anno senza sostanziali variazioni smentendo ribassisti e rialzisti.



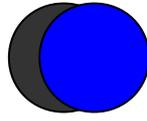
BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Nel 2012 prevediamo un andamento simile anche se siamo piuttosto indecisi sul risultato finale. Abbiamo studiato nel dettaglio le proiezioni degli analisti per i guadagni 2012 delle 500 società comprese nell'indice. Tenendo conto del nostro scenario macroeconomico riteniamo che 90 USD di earnings siano realistici. Ricordiamoci che il problema dei debiti riguarda unicamente gli Stati mentre le società si muovono abilmente e difendono la propria redditività all'interno di un'economia mondiale in crescita, una americana in moderata recessione ed una europea che oscilla tra una recessione ed una depressione. Capitalizzando i 90 USD con un P/E normale di 14 arriviamo ad un valore di equilibrio dell'S&P500 a 1260 punti. L'S&P500 dovrebbe quindi finire l'anno nuovamente invariato. Se invece una crisi di fiducia ed una rivolta della popolazione europea contro governi di tecnocrati provocherà una recessione mondiale ed un bear market con compressione dei P/E a 10, l'S&P500 rischia di precipitare sensibilmente sotto i 1000 punti. Il nostro scenario worst case prevede un crollo fino a 800 punti.



Prevediamo quindi un primo trimestre altalenante senza sostanziali variazioni se non larghe oscillazioni nel range 1200-1300 punti. Ci aspettiamo poi delle misure di stimolo della crescita economica nelle economie dei Paesi emergenti. Queste dovrebbero avere un influsso positivo sull'S&P500 che dovrebbe nella prima metà dell'anno raggiungere un massimo annuale sui 1350 - 1400 punti. Tra circa 6 mesi dovrebbe essere evidente che alcuni Paesi europei sono economicamente irrecuperabili e non riusciranno ad uscire dalla spirale del debito. Difficile dire se si troverà una soluzione controllata (default) o se ci sarà un tracollo (caduta del Governo,



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

insolvenza e fallimento, uscita dell'EU e abbandono dell'Euro più o meno in maniera disordinata e precipitosa). Tutti hanno avuto anni di tempo per preparare questo momento e noi speriamo che non ci sia un effetto domino. Pensiamo quindi che l'S&P500 debba perdere ad ondate circa il 20% ridiscendendo in direzione dei 1000 punti. Se la crisi invece degenerasse avrebbe come ovvia conseguenza un crash – in questo caso é difficile dire dove l'S&P500 potrebbe trovare terreno solido. Ricordiamo i 666 punti del marzo 2009 anche se gli 800 punti del 2002 sembrano più realistici vista la solida struttura patrimoniale dell'industria privata.

Dopo il crollo dovrebbe come al solito seguire negli ultimi 2-3 mesi dell'anno un assestamento ed un recupero. Più grande sarà stata l'esagerazione verso il basso, più intensa sarà la reazione.

Nel 2011 l'Eurostoxx50 ha perso circa il -19% ed il DAX circa il -17%. Le borse europee hanno quindi nettamente sottoperformato quella americana. Viste le prospettive economiche é probabile che questo effetto si ripeta ma in una forma più attenuata. Molte conseguenze negative sono già scontate nei corsi attuali.

Quella descritta é una road map che ci serve a pianificare l'attività durante l'anno. Le probabilità che tutto sia giusto sono scarse e saremo obbligati durante l'anno a fare numerose revisioni. È importante e necessario però ad avere un'idea del quadro generale.

Nessuno inizia un'escursione in alta montagna senza prima aver pianificato il cammino e controllato le previsioni del tempo. Più la preparazione é accurata e l'equipaggiamento migliore e più alte sono le probabilità di evitare imprevisti e reagire correttamente agli incidenti.

Michele Bernasconi

Zollikon, 30 dicembre 2011