

BERNASCONI
CONSULT

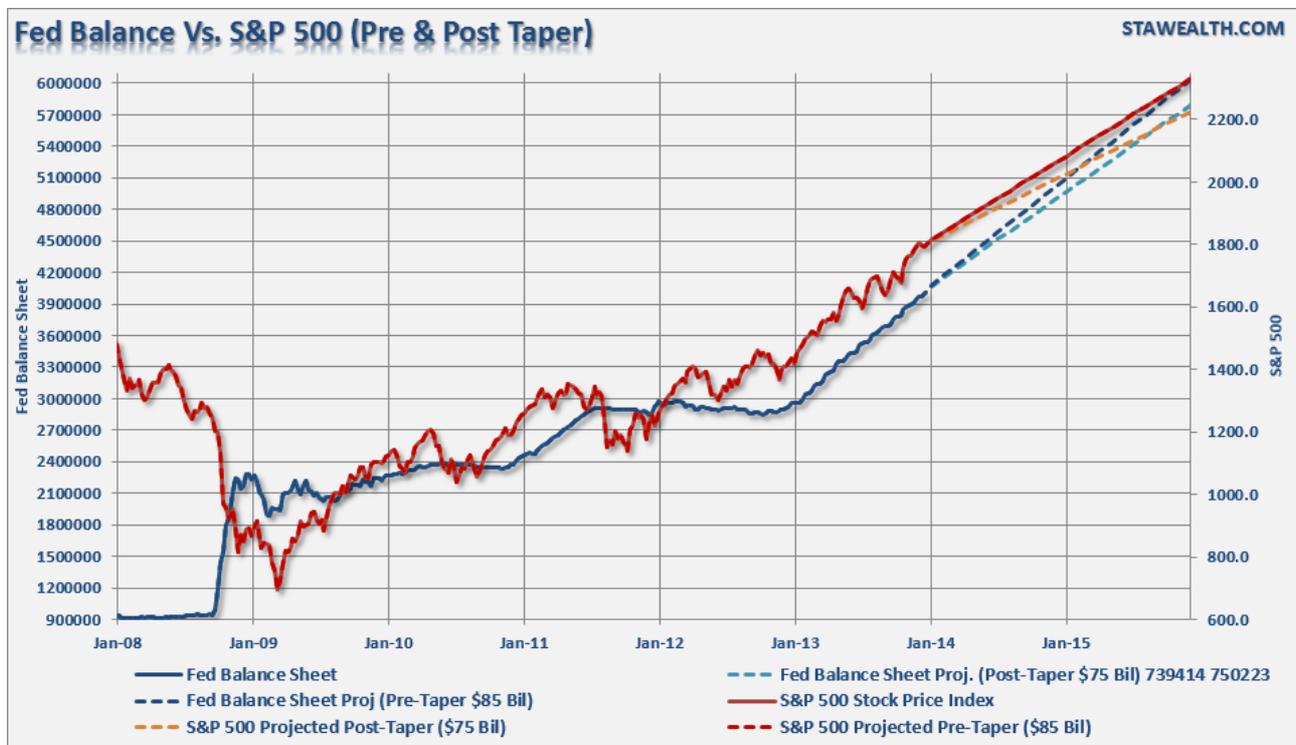
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Previsioni per il 2015 e scenario per i mercati azionari

Premessa – il sistema finanziario affoga in un mare di liquidità ed è instabile

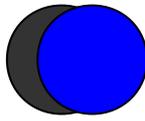
All'inizio del 2014 sapevamo perfettamente che le Banche Centrali indipendenti dei maggiori paesi industrializzati (FED americana, BoJ giapponese, BCE europea, BoE inglese e BNS svizzera) avrebbero mantenuto una politica monetaria estremamente espansiva.

Nell'analisi dell'anno scorso avevamo scritto che *“le operazioni della FED sono praticamente diventate l'unica determinate dello sviluppo del mercato azionario americano. Il valore delle azioni è salito in parallelo con l'espansione della somma di bilancio della FED ignorando tutto il resto. Guardate questo grafico.*



(...)

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



BERNASCONI
CONSULT

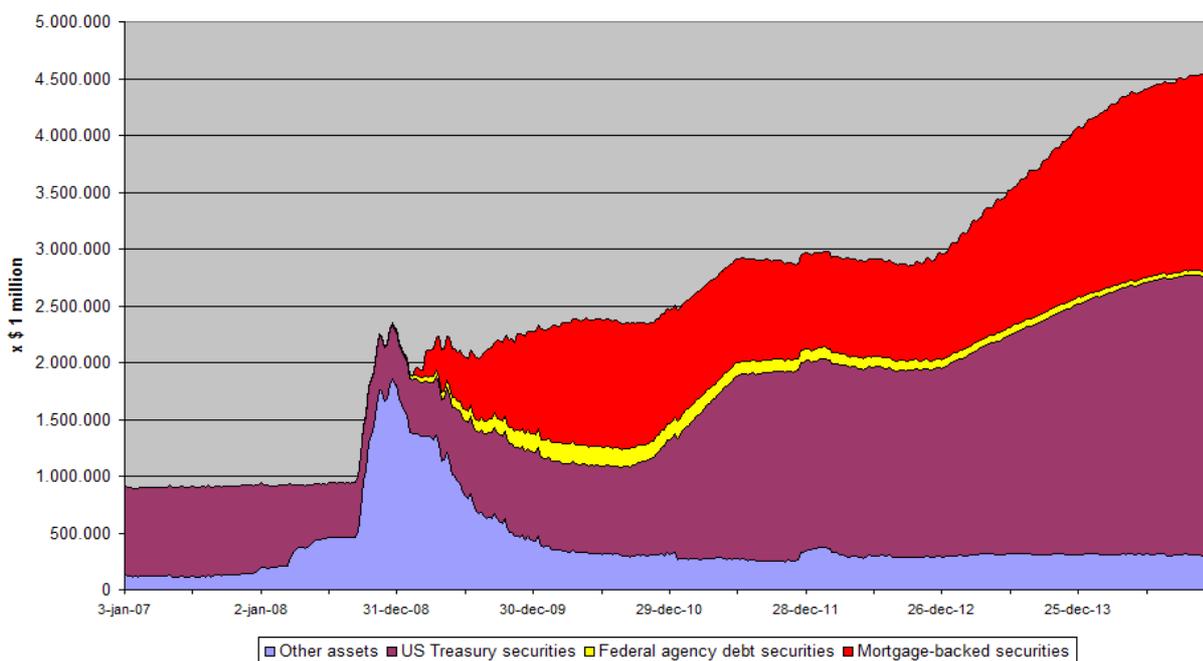
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

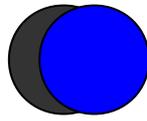
silenzioso trasferimento di ricchezza dai risparmiatori, dalle classe meno abbienti e dai giovani in favore dei debitori, dei ricchi investitori e dei pensionati.

*Nell'immediato però le Banche Centrali attraverso la politica monetaria e gli Stati attraverso la spesa pubblica e la politica fiscale, si sono impegnati ad evitare qualsiasi crisi e recessione. Non possono fare marcia indietro. Se la correlazione tra espansione del bilancio della FED e S&P500 continua in maniera lineare, l'**S&P500 salirà per fine 2014 a 2000 punti.**"*

Per assurdo, visto che non c'è nessuna valida teoria per dimostrare che l'aumento della somma di bilancio della FED americana deve corrispondere ad un equivalente aumento del prezzo delle azioni, questa previsione si è rivelata corretta e migliore di altre previsioni che avevamo fatto usando l'analisi fondamentale. L'S&P500 ha chiuso il 2014 a 2058.90 punti, solo un 3% sopra i previsti 2000 punti. Dobbiamo arrenderci all'evidenza – sono le Banche Centrali ad influenzare e determinare con la loro politica monetaria lo sviluppo dei mercati finanziari. Non ci piace usare il termine **manipolazione** ma ormai vediamo talmente tante situazioni che niente hanno a che fare con i fondamentali economici che siamo costretti a prendere atto della situazione e reagire di conseguenza. Continuare a dire che le borse sono sopravvalutate non serve a prevedere e giustificare un ribasso visto che le Banche Centrali dispongono di mezzi illimitati per impedirlo. Ormai le azioni sono entrate a far parte dei bilanci delle Banche Centrali o delle istituzioni da loro controllate (sistemi pensionistici). La Banca Nazionale Svizzera possiede circa 70 Mia di CHF in azioni con la giustificazione di dover diversificare le riserve valutarie. La Bank of Japan ha annunciato il 30 novembre 2014 di voler aumentare gli acquisti annuali di titoli di Stato a 80 trillioni di Yen (circa 700 Mia di USD) – lo stesso giorno il Government Pension Investment Fund ha comunicato di voler alzare la percentuale di azioni nel portafoglio dal 12% al 25% - contemporaneamente vuole ridurre la percentuale di obbligazioni dal 60% al 35% - evidentemente BoJ e GPIF agiscono d'accordo. Poiché gli statuti impediscono alla Banca Centrale acquisti di azioni l'operazione viene effettuata dal Fondo Pensioni che vende le obbligazioni alla BoJ. Anche la FED americana non può comperare azioni.

U.S. Federal Reserve balance sheet total

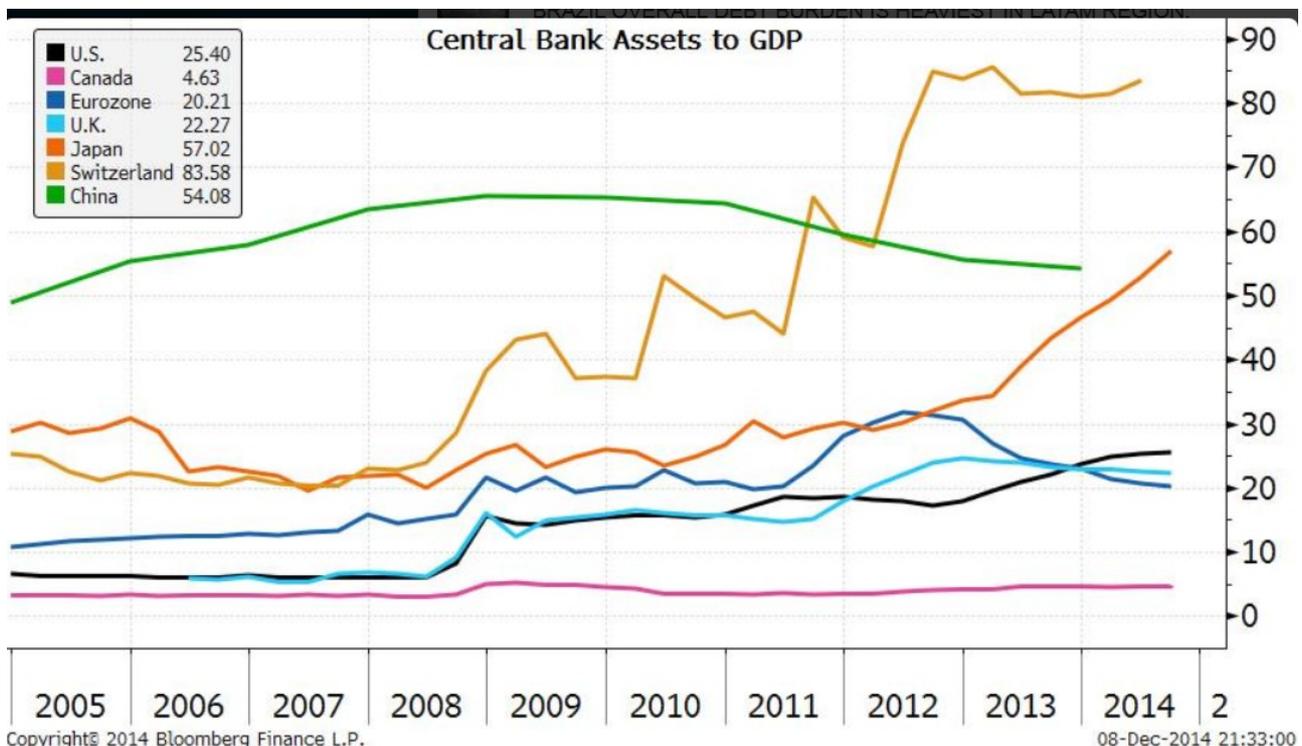




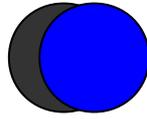
BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Ha però continuato a rastrellare per tutto il 2014 US Treasury Securities (obbligazioni di Stato) e Mortgage Backed Securities (obbligazioni costituite da ipoteche) nell'ambito del [programma di QE3](#). Il programma é terminato il 29 ottobre 2014 dopo che la FED, come vedete, ha accumulato 4.5 trillioni (4'500 Mia. di USD) di assets. La FED ha comperato questi titoli sul mercato dando in cambio liquidità (cash). Questa liquidità é servita in parte per finanziare il deficit dello Stato – il resto circola per il mondo in cerca di opportunità d'investimento. Questo sta creando una delle più enormi, sbagliate ed assurde allocazioni di capitale nella storia dell'umanità. Qualsiasi decisione d'investimento viene effettuata partendo da un costo del capitale praticamente nullo e questo causa provoca errori mostruosi e una sbagliata valutazione dei rischi. La liquidità quasi gratuita nutre gli speculatori che possono lanciarsi in operazioni azzardate mantenendo le scommesse aperte all'infinito visto che il capitale non costa nulla. Finora sola la Banca Centrale Europea si é trattenuta e nel 2014 ha diminuito la sua somma di bilancio come notate su questa grafico.



Questo però non é dovuto alla prudenza di Mario Draghi ma alle caratteristiche del mercato dei capitali europei. I crediti alle imprese passano soprattutto dal sistema bancario e non come in America dal mercato dei capitali. Per questa ragione la BCE ha lanciato nel 2011 e nel 2012 i programmi LTRO e ha finanziato le banche a medio termine a condizioni estremamente favorevoli. Queste ultime però invece che prestare questi soldi all'economia reale si sono limitate a comperare obbligazioni di Stato basandosi sulla garanzia implicita della BCE di intraprendere qualsiasi misura all'interno del suo mandato per salvare l'Euro e i Paesi dell'Unione Europea attaccati dalla speculazione. Questa operazione, insieme alla deflazione, ha permesso ai tassi d'interessi europei di scendere ai livelli più bassi della storia. L'economia però non si é ripresa e quindi la liquidità non ha trovato la via della borsa – la performance 2014 dell'Eurostoxx50 é stata solo del +1.20%. La situazione potrebbe cambiare nel 2014 – nella prossima riunione del 22 gennaio la BCE dovrebbe decidere un QE europeo e l'acquisto di titoli di Stato malgrado la giustificata opposizione della Germania. Una volta che i debiti saranno nel bilancio della BCE



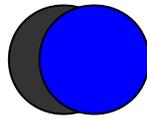
BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

diventeranno i debiti di tutti e non dei singoli Paesi.

Tornando alle azioni volevamo ancora ricordare che nell'ultima seduta del 2014 ([4 dicembre](#)) la BCE ha discusso tutte le possibili opzioni riguardanti l'acquisto di assets finanziari per aumentare la somma di bilancio. Solo l'oro é stato escluso come soluzione – questo significa che la BCE é disposta anche a comperare azioni per raggiungere i suoi obiettivi!

La liquidità pompata nel sistema finanziario dalle banche Centrali si é distribuita grazie al [carry trade](#) in tutto il mondo. Con tassi d'interesse così bassi il carry trade ha assunto caratteristiche altamente speculative coinvolgendo economie emergenti e monete secondarie. Il risultato é un mercato dei cambi che si muove in maniera eccessivamente volatile e senza seguire i tradizionali parametri fondamentali. L'eccesso di liquidità a basso prezzo ha trasformato i mercati finanziari in un enorme casinò dominato dalla speculazione. Ormai quello che c'era da comperare é stato comperato ed é aumentato di valore al di sopra di qualsiasi parametro razionale di valutazione. Questo significa che adesso la liquidità cercherà in maniera irrazionale e imprevedibile nuovi obiettivi d'investimento, speculazione o profitto. Il crollo del prezzo del petrolio dai 108 USD al barile del giugno 2014 ai 48 USD del 6 gennaio 2014 é un'evidente esagerazione provocata dalla speculazione. Il petrolio é la materia prima più trattata al mondo e non può per logica perdere più del 50% del suo valore in pochi mesi solo per un disequilibrio tra domanda ed offerta. Preparatevi nel 2015 ad un notevole aumento di fenomeni di questo tipo. Allacciate le cinture di sicurezza!



BERNASCONI
CONSULT

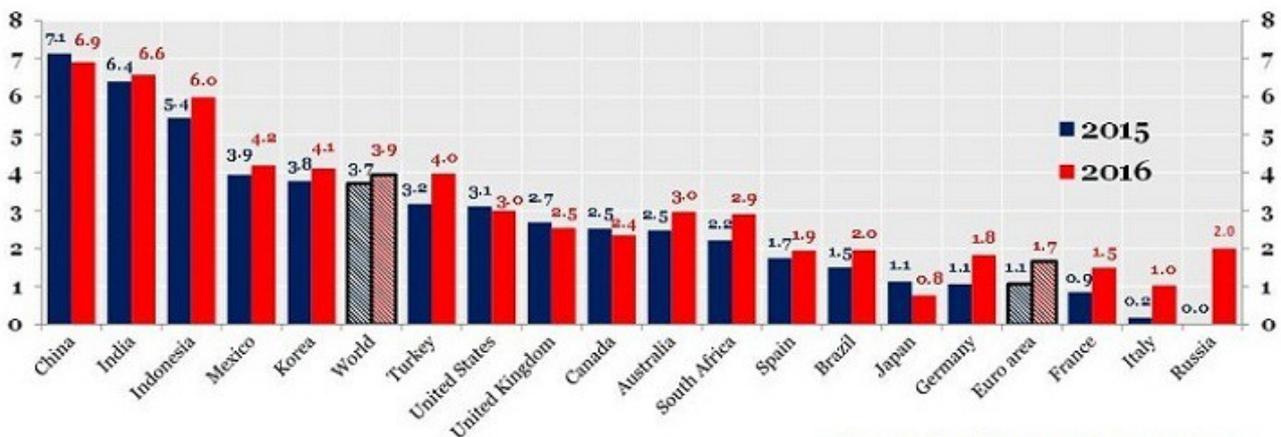
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Scenario macroeconomico

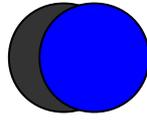
Nel 2013 avevamo scritto questa dichiarazione introduttiva: *“I politici preferiscono ignorare la radice dei problemi occupandosi unicamente degli effetti. Questi vengono combattuti con la medicina sbagliata vale a dire una velenosa combinazione di rigore finanziario e sperpero del denaro pubblico. Basta vedere cosa è successo con la Grecia. Ci sono state due ristrutturazioni del debito con un default parziale. Il Paese è ancora fortemente indebitato ed in una depressione economica accompagnata da forte disoccupazione. Creditori pubblici e privati hanno dovuto in una maniera o nell'altra rinunciare a parte dei loro crediti. Invece però che avere una soluzione chiara che permetta al Paese di ripartire su una base solida, la crisi strisciante continua lasciando tutti insoddisfatti. Difficilmente il Paese potrà riprendersi con le proprie forze e ripagare i debiti. Di conseguenza nei prossimi anni il dossier Grecia continuerà a circolare nell'EU e presso il FMI – il momento in cui la Grecia potrà ritornare a finanziarsi sui mercati mondiali e proseguire la sua strada senza l'aiuto delle istituzioni finanziarie europee è ancora lontano. Questa pessima abitudine di rimandare decisioni scomode ha effetti collaterali disastrosi. Mentre si aspetta che i meeting a Bruxelles sfocino in azioni concrete, il tessuto economico si degrada, lo Stato rimanda investimenti e spese mettendo in difficoltà l'economia privata che già boccheggia. Il normale disoccupato diventa un disoccupato di lungo periodo che difficilmente troverà una nuova occupazione. I giovani perdono le capacità acquisite negli studi e negli apprendistati e non riescono ad accumulare le prime importanti esperienze professionali. Il tessuto economico e sociale si disgrega lasciando un Paese allo stremo ed incapace di reagire. Tutto questo non sta accadendo solo in Grecia ma in parte in parecchi Paesi europei compresa l'Italia. La disoccupazione giovanile è una grave ipoteca per il futuro.”* Nel frattempo in Europa è cambiato ben poco. Solo l'economia americana e quella di alcuni Paesi asiatici hanno ripreso a correre. La crescita è però illusoria e basata su fragili fondamenta. Parlare di robusta ripresa e crescita sostenibile è ancora eccessivo. Dopo anni di crisi e in parte di recessione l'economia mondiale si sta però riprendendo. Vediamo quelle che sono le previsioni ufficiali dell'OCSE di novembre 2014.

Growth projections for 2015-16

GDP growth
Per cent



Source: OECD (2014), Preliminary Economic Outlook



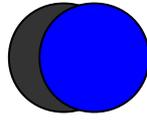
BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Queste previsioni vecchie di un mese vengono in questi giorni già riviste al ribasso – il crollo del prezzo del petrolio rischia di frenare le economie di Paesi produttori come Stati Uniti, Canada e Russia. [Putin nel suo messaggio di fine anno davanti alle Camere riunite](#) ha ammesso che il Paese è economicamente in grave difficoltà stretto tra le sanzioni occidentali ed il calo dei prezzi delle materie prime. È probabile che il 2015 sarà un anno di recessione e non di ristagno e la prevista ripresa nel 2016 è ancora nelle stelle. D'altra parte è assurdo preconizzare un default della Russia che ha un debito pubblico del 13% del PIL, ha avuto nel 2014 un surplus di bilancio (un sogno per l'Europa!) del +1.5%, possiede riserve in divise di 390 Mia. di USD e ha una disoccupazione del 5.1%. Come termine di paragone gli Stati Uniti hanno un debito pubblico ufficiale del 108% del PIL, nel 2014 hanno avuto un deficit di bilancio del -5.5% (!), possiedono riserve in divise di 120 Mia di USD e hanno un tasso di disoccupazione del 5.8%. Se qualcuno è vicino al fallimento questo è certamente più l'America che la Russia. Se non fosse per lo status del USD come moneta di riferimento e gli Stati Uniti non avessero quel ruolo di poliziotti del mondo che possiedono grazie alla forza del loro esercito è probabile che sarebbero loro ad avere i maggiori problemi finanziari.

Non siamo un ufficio di studi economici e non abbiamo le risorse per un'analisi approfondita. Non siamo in grado di giudicare queste stime dell'OCSE anche se ci sembrano, sulla base dell'esperienza degli anni scorsi, troppo ottimistiche specialmente per quel che riguarda l'Europa. Prendiamo i dati per buoni e ci limitiamo ad un commento. La crescita economica sarà robusta solo in America ed in alcuni mercati emergenti. In America si rimarrà teoricamente sul livello del 2014. Non viene però presa ancora in considerazione il rallentamento provocato dal crollo del prezzo del petrolio. Circa la metà dei nuovi posti di lavoro creati in America dopo il 2009 sono stati nell'industria del petrolio e del gas che si è sviluppata con la tecnica d'estrazione fracking. Stati come Texas, Oklahoma, Kansas, Ohio, Indiana, Virginia e Kentucky hanno avuto negli anni scorsi un boom economico irripetibile e destinato presto a trasformarsi in recessione. Riuscirà il resto del Paese a compensare la brusca frenata causata dalla probabile crisi dell'industria del fracking? Molti analisti diffondono la favola del consumatore che grazie al calo del prezzo di benzina e olio da riscaldamento avrà più soldi in tasca e potrà spendere di più fornendo una spinta ai settori della vendita al dettaglio – ricordiamo in effetti che i consumi rappresentano circa i due terzi del PIL americano. Non condividiamo per niente questo entusiasmo. I consumatori non avranno più soldi a disposizione visto che la busta paga non aumenta. È solo la distribuzione dei consumi che sarà diversa – meno soldi andranno a Exxon, Chevron o Conoco e più ad Apple, Amazon, General Motors o Wal Mart Stores. Esiste però una variante da non sottovalutare specialmente ora che le prospettive economiche e sociali sono incerte e le economie domestiche sono fortemente indebitate – il risparmio. Se i soldi non spesi facendo il pieno di benzina venissero risparmiati per affrontare tempi difficili o ripagare debiti (carte di credito, prestiti per studi, ipoteche) la crescita economica americana è destinata ad afflosciarsi.

La Cina deve trovare il sistema di passare da una società basata sugli investimenti strutturali e la produzione industriale a scopo d'esportazione ed un modello economico più equilibrato e maggiormente orientato ai consumi interni e ai bisogni della popolazione. Sarà estremamente difficile effettuare questa svolta senza una profonda crisi economica e finanziaria. Per anni in Cina si sono costruite città fantasma, autostrade che portano nel nulla, immobili vuoti e barcollanti ed accumulato risorse inutilizzate. Ora è venuto il momento di ridare a questi assets il loro vero valore che è decisamente inferiore a quello che si trova nei libri del settore bancario e parabancario. Malgrado l'attivismo del governo che lancia continuamente nuovi programmi d'investimento e della PboC, che nel novembre 2014 ha abbassato per la prima volta da due anni i tassi d'interesse di riferimento, è probabile che la crescita economica in Cina scenda sotto la soglia necessaria (6.5%?) ad assorbire tutte le masse di contadini che affluiscono nelle città in cerca di lavoro e a mantenere in vita investimenti improduttivi. La Cina presto o tardi deve affrontare una crisi di



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

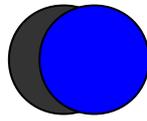
crescita come una qualsiasi economia in via di sviluppo che passa da un modello d'esportazione basato su produzione a basso costo ad uno basato su una crescita sostenibile grazie ai consumi dell'economia interna. Il momento é vicino – l'opacità dell'economia cinese e l'inaffidabilità dei dati economici rendono impossibile stimare quando il crollo avverrà – il momento non sembra lontano come mostra il forte calo del prezzo di numerose materie prime, vittime della diminuzione della domanda cinese .

In Europa si prospetta una debole ripresa economica senza diminuzione delle disoccupazione. Dopo anni di crescita inferiore al potenziale di lungo termine e in alcuni Paesi di recessione si tratterà più che altro un rimbalzo da bassi livelli frenato dall'indebitamento statale e da una forte pressione fiscale. La politica monetaria estremamente espansiva della BCE deve ad un certo momento avere effetti positivi. È possibile che nel corso del 2015 una serie di dati congiunturali incoraggianti insieme all'annuncio di un QE da parte delle BCE provochi alcuni mesi di rialzo delle borse. L'effetto dovrebbe però velocemente sparire e i guadagni dovrebbero venir riassorbiti. A livello di valutazione delle borse la ripresa é già ampiamente scontata. Solo moderate valutazioni delle azioni delle società europee rispetto all'America lasciano un certo spazio di rivalutazione. In Giappone lo stimolo economico fornito dall'espansione della spesa pubblica grazie al debito finanziato dalla BoJ combinato con tassi d'interesse praticamente sullo 0% (Abenomics) non riesce a far decollare economia e consumi. L'industria d'esportazione approfitta della svalutazione dello Yen ma l'economia interna é frenata dalla demografia e dalla consapevolezza da parte della popolazione che i problemi strutturali non possono essere risolti con uno tsunami di liquidità. La popolazione che sta drammaticamente invecchiando si rifiuta di aumentare i consumi sapendo che il debito pubblico é impagabile. Il Paese é oberato dai debiti e si avvicina rapidamente ad un crollo finanziario – lo Yen é destinato a svalutarsi ulteriormente in maniera drammatica ed il Paese dovrà annunciare bancarotta eliminando in una maniera o nell'altra i risparmi dei cittadini. Difficile stimare quando avverrà il tracollo – i dati economici mostrano però che il governo e la BoJ stanno perdendo il controllo della situazione – l'economia non reagisce più agli stimoli.

Secondo noi il debito é uno degli elementi centrali della crisi economica e d'identità che sta coinvolgendo le economie dei Paesi industrializzati. Il debito pubblico é il debito di tutti e il cittadino lo sa – questa presa di coscienza di un dato di fatto crea un pessimismo diffuso e un atteggiamento difensivo che strangola alla nascita qualsiasi tentativo di ripresa economica sostenibile. Tutti sanno che il debito statale deve essere diminuito attingendo alle risorse dei cittadini, delle imprese e della società. Nessuno sa però come, e fino a quando questo problema non verrà risolto si continuerà a vivere alla giornata lottando contro uno Stato che é ormai considerato come un avido nemico. Nessuno investe se le prospettive e le regole del gioco non sono chiare. Nessuno consuma facendo debiti ed utilizzando i risparmi se ritiene di dovere fare scorte per un futuro incerto.

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

Nel nostro studio annuale abbiamo l'abitudine di affrontare alcuni temi ricorrenti. Anche quest'anno li riprendiamo. Noterete che gli aspetti dominanti sono ricorrenti e che negli scorsi quattro anni non é cambiato molto – non stati fatti sostanziali progressi.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

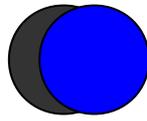
1. Politica delle Banche Centrali. Nel 2011 avevamo scritto a questo proposito - “Le Banche Centrali condotte dalla FED statunitense stanno evidentemente tentando di reinflazionare le economie facendo, nel limite del possibile, salire il valore delle azioni. È questo un obiettivo dichiarato di Bernanke con lo scopo di rimettere soldi nelle tasche dei consumatori americani e creare un clima positivo e di fiducia. (...). La FED sta creando un'ulteriore bolla speculativa per combattere gli effetti negativi dello scoppio di quella precedente. È una politica monetaria molto discutibile...(...). Siamo però convinti che la FED continuerà su questa strada il più a lungo possibile (...).”

Nel 2012 avevamo aggiunto queste considerazioni: “Effettivamente le Banche Centrali continuano su questa strada ed i tassi d'interesse guida su USD, EUR, GBP e JPY imposti da FED americana, BCE europea, BOE inglese e BOJ giapponese sono ai minimi storici. Le Banche Centrali assicurano liquidità in abbondanza per il sistema finanziario mondiale. È poco chiaro però in quale direzione si sta incanalando questa liquidità. Molta rimane bloccata presso le Banche Centrali, parte serve a comperare titoli di Stato e rifinanziare indirettamente i debiti statali e purtroppo poca entra nel circolo economico stimolando la crescita. (...) Stati, banche e privati cercano contemporaneamente di ridurre i debiti creando una spirale deflazionistica e frenando la crescita economica.”

Avrete notato che nel 2013 e nel 2014 politici e Banche Centrali hanno continuato a muoversi nella medesima direzione. In particolare rimane la **repressione finanziaria**. Questo effetto sta penalizzando i risparmiatori che reagiscono cercando alternative. Nel 2014 hanno comperato in maniera selettiva ancora azioni ed immobili. Ora però questi mercati sono pericolosamente cari e qualsiasi ulteriore investimento è legato a forti rischi. **I mercati finanziari diventeranno ora fortemente instabili poiché la strategia è quella di partecipare al gioco ma battere in ritirata al minimo segni di pericolo.**



Tassi di sconto delle maggiori Banche Centrali mondiali – dicembre 2014



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

In un contesto economico deflattivo è da escludere che in tempi brevi le Banche Centrali cambino politica. In America il 1. febbraio 2014 a Ben Bernanke è succeduta Janet Yellen e la FED ha diminuito a poco a poco il QE3 (tapering) concludendolo il 29 ottobre 2014. La politica monetaria americana resta però molto espansiva con tassi d'interesse di riferimento vicini allo zero. Nelle sue ultime sedute la FED ha fatto capire di pianificare un primo aumento dei tassi d'interesse guida nella primavera del 2015. Questo potrebbe togliere il vento dalle vele della borsa. Noi siamo convinti che le condizioni economiche impediranno una stretta monetaria. È possibile che per una questione di credibilità la FED alzi il tasso di sconto nel 2015 del 0.25% - questo però dovrebbe essere un passo senza conseguenze e continuazione. **Crediamo che nel 2015 il reddito dell'obbligazione del Tesoro americano con scadenza a 10 anni, che all'inizio dell'anno rende circa il 2%, avrà tendenza a scendere piuttosto che salire.** Stimiamo che durante l'anno, in occasione di una qualche crisi, il reddito potrebbe raggiungere l'1%.

Mentre in America un lieve aumento dei tassi d'interesse guida è possibile, in Europa, Gran Bretagna e Giappone questo è impossibile. In Gran Bretagna e Giappone il debito pubblico viene parzialmente finanziato attraverso la stampa di moneta. Una ritirata delle banche Centrali avrebbe come conseguenza un insostenibile aumento dei tassi d'interesse. Quando il servizio del debito comincia a essere la principale fonte di uscita nel bilancio dello Stato, il debito diventa insopportabile togliendo le risorse necessarie ai bisogni del Paese.

Questa politica economica ha conseguenze per tutti i paesi satelliti che devono adattare la loro politica monetaria a quella delle grandi aree economiche per impedire oscillazioni eccessive nei cambi e flussi indesiderati di capitale. Per esempio la Banca Nazionale Svizzera è stata obbligata a fissare un cambio minimo Euro / Franco Svizzero a 1.20. Per impedire una rivalutazione del CHF che metterebbe l'industria d'esportazione in ginocchio la BNS vende CHF e compra divise, soprattutto EUR. Il risultato è che la somma di bilancio della BNS sfiora a fine 2014 i 500 Mia. di CHF. Inoltre la BNS ha introdotto tassi d'interesse negativi sui depositi delle Banche presso la Banca Centrale – questa manovra, che in teoria doveva diminuire l'attrazione del CHF, non ha avuto effetto. Il cambio è bloccato a 1.2010 – a dicembre la BNS ha comperato 33 Mia. di divise.

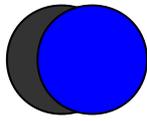
Riassumendo i tassi d'interesse di riferimento sulle maggiori monete mondiali (USD, EUR, GBP, JPY, CHF) resteranno bassi e vicini allo 0% ancora per parecchio tempo. Le Banche Centrali sono in un vicolo cieco. Per impedire un tracollo del sistema finanziario mondiale devono continuare ad immettere liquidità nei mercati finanziari e aumentare la propria somma di bilancio creando la madre di tutte le bolle speculative della storia dell'umanità.

Uno dei grandi rischi di crisi per il 2015 è una perdita di fiducia nelle Banche Centrali.

Potrebbe verificarsi nel caso in cui dissensi interni impedissero l'acquisto di titoli di Stato da parte della BCE o se la FED fosse obbligata a fare marcia indietro, rimandare a tempi migliori il rialzo del costo del denaro in America o addirittura riprendere il QE coinvolgendo Student Loans o Commercial Papers.

2. Debiti dei Paesi industrializzati. Nel 2014 la spirale del debito è continuata. Malgrado le cosiddette politiche di rigore e di risparmio i debiti degli Stati sono continuati a crescere in Europa, America e Giappone.

Già quattro anni fa ci eravamo concentrati su questo problema facendo queste fondamentali considerazioni che mantengono la loro validità: *Per numerose ragioni gli Stati negli ultimi anni hanno notevolmente aumentato la spesa pubblica con il risultato di avere forti deficit correnti ed aver accumulato una valanga di debiti. Le cause possono essere strutturali, conseguenza diretta della crisi immobiliare ed economica o risultato di anni di una condotta allegra delle finanze pubbliche. Il risultato è però sempre lo stesso. I debiti accumulati in percentuale del PIL diventano insostenibili ed il deficit annuale risulta ben al di sopra di parametri normalmente accettati come quello di Maastricht (deficit annuale al massimo del 3% del PIL e debiti accumulati massimo 60%*



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

del PIL). Un debito può teoricamente crescere all'infinito. Ci sono solo due limiti che non possono essere superati. Il primo è quando una parte eccessiva delle entrate annuali serve solo a servire i costi del debito stesso. A questo punto lo Stato non ha più i mezzi per assolvere i suoi compiti. Il secondo è quando, per una ragione o per l'altra, i creditori perdono la fiducia e non sono più disposti a mettere a disposizione capitali. (...).

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

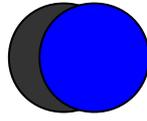
a. Default: Il paese dichiara di non essere in grado di ripagare i debiti e non li riconosce più. L'esempio più recente è quello dell'Argentina. I creditori sono obbligati ad incassare la perdita ed il paese è per anni tagliato fuori dal sistema creditizio internazionale. Poi il sistema riparte. È solo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

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

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

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

Abbiamo lasciato questo paragrafo, scritto quattro anni fa, invariato poiché di straordinaria attualità. Nel frattempo è cambiato poco o niente. I politici hanno le mani legate. Le "politiche di rigore" non piacciono ai cittadini - alla prima occasione in cui hanno la possibilità di esprimersi alle urne, destituiscono i responsabili dando il voto all'opposizione. Viene eletto chi promette benessere e piena occupazione non chi prospetta un realistico futuro di rigore finanziario. I politici scelgono la via più semplice che è quella di avere il deficit annuale massimo accettabile secondo il giudizio delle istituzioni e investitori internazionali e rispettando accordi e prescrizioni legali. Sanno che grazie alle Banche Centrali il debito è finanziabile e quindi è preferibile rimandare la soluzione dei problemi al prossimo governo e alle generazioni successive piuttosto che rendersi responsabili di una crisi economica inevitabile e necessaria per ripartire su basi solide e sane. Tutti fanno finta di niente malgrado che tutti sanno che questo sviluppo è insostenibile. Tutti credono che sarà qualcun altro a pagare. Nessuno prende in considerazione il fatto che un grande progresso nella giusta direzione sarebbe già una oculata e efficiente gestione delle ampie risorse a disposizione. I politici si rifiutano di affrontare un problema che ha solo soluzioni dolorose. Studiosi e specialisti indipendenti cercano però di trovare una via d'uscita. L'opera di [Thomas Piketty – Il capitale nel XXI secolo](#) – è stato il libro economico più letto e discusso dell'anno. Affronta il problema della disuguaglianza nella distribuzione del capitale e propone come soluzione una tassa globale sul capitale fortemente progressiva. Altri studi vanno nella stessa direzione. Una proposta sostenuta da più parti è anche quella di una tassa di successione. **Far pagare il cittadino sembra essere la soluzione del futuro – non si tratta in questa variante di un aumento delle tasse correnti ma di un prelievo sul patrimonio.** Per il momento manca l'appoggio politico per questa soluzione che avrebbe però il vantaggio di togliere la cappa del debito che blocca la ripresa economica. Troppe risorse vengono assorbite per servire il debito pubblico e questi soldi mancano per investimenti. Un'economia cresce in modo sano se gli investimenti vengono finanziati dal risparmio e non dal debito. Le Banche Centrali non creano ricchezza.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Ci sono però anche sviluppi positivi. Nel 2014 l'Europa ha intrapreso passi concreti per combattere l'ottimizzazione e l'evasione fiscale. C'è ancora molto lavoro da fare soprattutto a livello di tassazione delle imprese. Almeno però ci si sta muovendo nella buona direzione colpendo gli obiettivi giusti – società multinazionali e evasori fiscali.

Il sistema finanziario mondiale è un castello di carte che ha ormai raggiunto un'altezza insostenibile – è instabile e comincia oscillare in maniera anomala e preoccupante. È necessaria [una riforma come è successo nel 1944 a Bretton Woods](#). Per imporre una riforma ci vuole una crisi. All'inizio del secolo scorso ci sono state bisogno due guerre mondiali. Speriamo questa volta di evitare questa pazzia – di conflitti circoscritti nel mondo ce ne sono già abbastanza. Una crollo dei mercati finanziari potrebbe questa volta servire allo scopo e creare quella catarsi necessaria ad eliminare tutti gli eccessi, i malandazzi ed il malgoverno degli ultimi decenni.

Alla domanda di dove si trova il limite massimo dell'indebitamento l'hanno scorso avevamo dato questa risposta che è ancora valida e attuale: *“Sappiamo che il limite non è lontano. La caduta inizia con una svalutazione drammatica della moneta come sta succedendo in Giappone. Se il crollo del sistema finanziario attuale avverrà quest'anno o solo tra dieci anni non lo può dire nessuno. Non c'è bisogno di vivere nel terrore poiché nessuno sa esattamente come e quando questo sistema monetario verrà cancellato da una crisi finanziaria di portata storica. In ogni caso infrastrutture, persone e conoscenze resteranno anche dopo che questo castello di carta costituito dalla montagna dei debiti, statali e privati, evaporerà. Ripartiremo con un sistema migliore, più giusto e sostenibile.”*

3. Paesi emergenti. Le economie dei Paesi emergenti sono dipendenti dalle esportazioni e dai prezzi delle materie prime. Il calo dei prezzi delle materie prime ha messo in crisi le economie di Paesi come Brasile, Venezuela o Russia. La ripresa economica negli Stati Uniti ha aiutato il recupero di economie orientate alla esportazioni come India e Cina. Questi effetti si sono rispecchiati nelle performance dei mercati azionari dei singoli Paesi. Riprenderemo il tema in seguito.

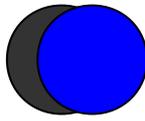
Pensiamo che nel 2015 i problemi delle economie emergenti avranno tendenza ad acuirsi specialmente per quei Paesi con una bilancia dei pagamenti negativa. Il QE non ha solo inondato di liquidità l'America ma anche un gran numero di economie emergenti che hanno basato la loro attività e gli investimenti sul dollaro americano. Una politica monetaria USA meno accomodante dovrebbe provocare un riflusso di capitali. Dopo aver approfittato per anni di afflussi di capitali e di un'alta crescita del livello dei debiti malgrado un deterioramento dei fondamentali economici c'è un gruppo di 8 Paesi particolarmente a rischio. Sono **Argentina, Brasile, Cile, India, Indonesia, Russia, Sud Africa e Turchia**. Sono nella fase di dipendenza nel loro ciclo della bilancia dei pagamenti e sono particolarmente esposti ad un riflusso di capitali che provocherà crisi interne, svalutazione della moneta e recessione. Quanto successo alla Russia alla fine del 2014 è solo un assaggio.

4. Euro. L'Euro è una moneta nata su principi economici sbagliati e voluta dai politici senza valutarne le conseguenze.

Già alla fine del 2010, con il cambio a 1.3290, avevamo fatto queste considerazioni:

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

Il cambio EUR/USD ha iniziato il 2014 a 1.3755.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

*Avevamo fatto questa previsione: "All'inizio del 2014 la situazione sembra invariata e stabile. Pensiamo però che durante l'anno si ricomincerà a parlare di debiti. L'impressione è che in caso di crisi gli investitori favoriranno quella moneta che offre ancora le maggiori garanzie: l'USD. Inoltre non escludiamo che venga fatto qualcosa per obbligare le compagnie americane a far rientrare in patria le enormi liquidità depositate all'estero. **Per queste ragioni prevediamo quest'anno un calo del cambio EUR/USD verso gli 1.25. Difficile dire quando questo livello verrà raggiunto. Stimiamo che la discesa debba verificarsi verso metà anno ma non sappiamo se poi ci sarà un recupero per dicembre.**" Il cambio EUR/USD è salito a maggio sul massimo annuale a 1.3993 e poi è iniziato un lungo e costante ribasso che lo ha portato a toccare un minimo a 1.2096 il 31 dicembre 2014.* Sostanzialmente la nostra previsione era giusta anche se in parte abbiamo avuto fortuna – il calo dell'EUR non è stato provocato da una crisi in Europa ma piuttosto dal differenziale dei tassi d'interesse e dal fatto che l'America si è ripresa più velocemente del previsto ed è più in avanti nel ciclo congiunturale.

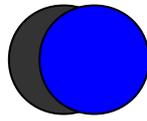
Quello dei cambi è un gioco complesso con non concerne solo l'economia di un singolo Paese. È un rapporto di equilibrio tra forze contrastanti e fortemente dominato da flussi di capitale a scopo speculativo. Il carry trade ha un ruolo fondamentale. La maggior parte degli analisti prevede in generale nel 2015 un rafforzamento dell'USD – si parla di una rivalutazione di un 10% fino ad un 20% in 12 mesi. Graficamente [la rottura al rialzo dell'USD Index sopra gli 88 punti](#) conferma questa veduta. L'esperienza ci suggerisce però prudenza. Più volte nel passato i rialzi della moneta americana sono stati di breve durata – i [deficit cronici in numerosi settori](#) (deficit statale e di bilancio, bilancia commerciale) parlano in favore di un indebolimento della moneta sul lungo termine. Inoltre noi pensiamo che i tassi d'interesse in America resteranno bassi ancora per parecchio tempo. Di conseguenza, dopo un ondata iniziale d'acquisti di USD provocata dal trend e dall'entusiasmo, pensiamo che la moda debba svanire nel corso dell'anno. **Stimiamo che un minimo annuale sul cambio EUR/USD debba situarsi sui 1.10-1.15 mentre per fine anno debba stabilizzarsi sugli 1.20.**

Lo Yen invece avrà tendenza a svalutarsi per tutto l'anno con il rischio concreto di un collasso. Sarà interessante osservare come si comporterà la Cina – potrebbe utilizzare una rivalutazione dell'USD per vendere parte dei miliardi accumulati in US Treasury Bonds e utilizzare i proventi per sostenere l'economia interna.

5. Tassi d'interesse e rifinanziamento del debito pubblico. Nell'analisi dell'anno scorso non avevamo usato mezzi termini e avevamo previsto e spiegato chiaramente i redditi delle obbligazioni di Stato sarebbero rimasti bassi e avrebbero avuto tendenza a scendere ulteriormente.

"Bisogna essere ben in chiaro che il calo degli spread, continuato nel 2013, non è una conseguenza di una diminuzione dei deficit o di una maggior credibilità dei politici e un'aumentata probabilità che i debiti vengano ripagati. È solo una questione di domanda ed offerta. La BCE di Draghi ha mezzi illimitati e in caso di bisogno compra. Nessuno è così pazzo da vendere speculando contro un avversario del genere. Se lo spread pagato da Italia o Spagna è corretto o meno non ha nessuna importanza. Si tratta unicamente di capire quale quotazione rispecchia i voleri della Banca Centrale. In America ed in Giappone è lo stesso. Sono la FED ed la BoJ a determinare il ridicolo tasso d'interesse che Stati Uniti e Giappone pagano sui loro debiti. Nessuno arrivi per favore alla falsa conclusione che se il tasso d'interesse è basso significa che i problemi sono risolti e i debitori sono ora affidabili e solventi."

Nel 2014 [il calo dei redditi sui titoli di Stato e degli spread è continuato](#) – la BCE si appresta ad iniziare un programma di QE e molto probabilmente i redditi sono destinati a scendere ulteriormente malgrado che il Bund tedesco a 10 anni offra ad inizio gennaio 2015 una remunerazione di solo il 0.48%. Le scadenze inferiori a 5 anni pagano interessi negativi. In Grecia a fine gennaio ci saranno delle elezioni politiche. La sinistra anti europeista potrebbe



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

andare al potere e pretendere un'ulteriore ristrutturazione e taglio del debito pubblico. Difficilmente questo potrebbe avvenire in maniera indolore – è possibile che la Grecia debba abbandonare l'UE e l'EUR. La maggior parte del debito pubblico greco è ora in mani istituzionali e quindi sarebbero i cittadini europei e non banche private a pagare un'eventuale default. Per questa ragione ora il rischio sembra circoscritto.

Siamo convinti che nel 2015 non ci saranno nell'UE problemi di insolvenza poiché il flusso di liquidità è assicurato. Fino a quando però il debito pubblico rimarrà ai livelli attuali ed avrà tendenza a salire lo stato di crisi latente continuerà ad aleggiare sull'Europa. Il fatto che il debito continua ad essere servito non significa che esiste una possibilità che venga ripagato.

6. Materie prime. Il 2014 è stato contrassegnato dal crollo del prezzo del petrolio e da un calo generalizzato dei prezzi delle materie prime. **Nessuno aveva previsto che il petrolio potesse scendere dai 105 USD al barile di metà anno ai 50 USD al barile di inizio gennaio 2015.**

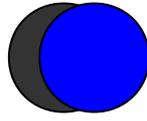
Nell'analisi dell'anno scorso a questo tema avevamo dedicato poche righe e previsto una continuazione dell'oscillazione sui 100 USD che aveva contrassegnato il 2013.

Quando un bene così importante perde in pochi mesi il 50% del suo valore si creano dei forti scompensi – ci sono vincitori e perdenti. Al momento le conseguenze sono ancora poco chiare – ci sono però alcuni risvolti sicuri ed evidenti.

Il calo del prezzo del petrolio e dei suoi derivati, benzina, gasolio, olio da riscaldamento, kerosene avrà un effetto deflattivo in un mondo che è già afflitto del problema di un'inflazione troppo bassa. I prezzi alla produzione e al consumo avranno tendenza a scendere e le Banche Centrali combatteranno questo effetto con tutti i mezzi a loro disposizione per evitare un ristagno alla giapponese. Questa è una ragione supplementare per sostenere l'ipotesi di politiche monetarie estremamente espansive ancora per parecchio tempo – non parliamo di mesi ma di anni. Teoricamente ci aspettiamo che il prezzo del petrolio durante l'anno si assesti sui 60 USD/barile. Nell'immediato però la tendenza è ancora ribassistica e non esistono supporti – né tecnici né fondamentali. Questo significa che una caduta a 40 USD è possibile.

L'oro ha iniziato il 2014 a 1205 USD/oncia e lo ha terminato a 1184 USD. L'anno scorso abbiamo fatto questa previsione: *“A 1180 USD/oncia il prezzo dell'oro ha costituito base e tecnicamente dovrebbe risalire. Siamo positivi sull'oro come evidente conseguenza del nostro pessimismo sul futuro del sistema finanziario mondiale. Una volta che la moneta cartacea verrà svuotata del suo valore simbolico resteranno solo i beni reali. La nostra ipotesi di lavoro prevede una risalita quest'anno fino ai 1750 USD. Preferiamo però non etichettare questa stima come previsione ufficiale. Dobbiamo come l'anno scorso, seguire mano a mano lo sviluppo della situazione. Chi compra oro adesso è sicuro di avere un forte guadagno su un periodo d'investimento di 10 anni. I fondamentali sono assolutamente in favore di un prezzo dell'oro decisamente superiore ai valori attuali. Non osiamo però fare una previsione a sei mesi – chi ha premuto su prezzo dell'oro facendolo cadere fino ai 1200 USD/oncia ha i mezzi per farlo scendere di ulteriori 200 USD.”* L'oro ha deluso le nostre aspettative e la ragione è evidente. Il metallo giallo aumenta di valore in caso d'inflazione o di crisi finanziaria – speravamo che si verificasse il secondo scenario ed invece il 2014 è trascorso senza gravi problemi. Le Banche Centrali con le loro riserve auree possono controllare il prezzo dell'oro e lo stanno facendo. Per il momento non c'è ragione per un rialzo sostenibile del prezzo dell'oro. L'analisi tecnica ci dice che una salita a 1300 USD è probabile ma al momento non vediamo potenziale di rialzo sopra questa soglia.

I mercati delle materie prime restano dominati dalla speculazione e vediamo il rischio di cedimenti simili a quello del petrolio. Riteniamo per esempio che il prezzo del rame (2.76 USD) nel 2015 dovrebbe subire un tracollo.



BERNASCONI
CONSULT

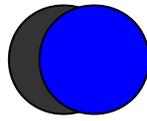
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Riassumendo nel 2015 l'economia mondiale dovrebbe crescere a ritmo sostenuto. La crescita mondiale del PIL dovrebbe superare il 3%. Queste previsioni sono però fatte in un mondo perfetto senza inflazione. Una crescita sana avviene normalmente attraverso un aumento della domanda. Questa deve per logica causare un aumento dei prezzi. Qui invece abbiamo una ripresa anomala con una predominanza dell'offerta e una continua pressione sui prezzi. Lo stimolo della domanda avviene ancora per lo più attraverso la spesa pubblica, un eccesso di consumi e di investimenti improduttivi favoriti da una politica monetaria rimasta troppo a lungo troppo espansiva ed un deficit statale finanziato dalle Banche Centrali. Lo stimolo di Stati e Banche Centrali devono continuare anche perché ormai l'economia e la politica si sono assuefatti. **Il più grande esperimento monetario della storia continua.** Probabilmente avremo ancora un anno di crescita economica senza aumento qualitativo ed effettivo dell'occupazione. Alla fine di questo periodo favorevole le economie occidentali si ritroveranno con una montagna di debiti. Sarà sempre più difficile ed inverosimile affrontare il prossimo scoppio di bolle speculative immobiliari e finanziarie usando la leva monetaria. I margini di manovra sono ridotti a zero e l'effetto sull'economia reale, come mostra il Giappone, sta diventando nullo.

Le Banche Centrali sono decise a proseguire la politica monetaria molto espansiva. A corto termine la domanda di capitali da parte dell'economia reale è limitata e quindi grazie all'eccesso d'offerta di beni e servizi da parte dei Paesi emergenti l'ambiente rimane deflattivo. La velocità di circolazione della moneta è ancora in calo. **Per il momento non c'è rischio d'inflazione.**

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

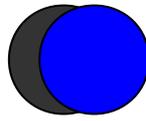
1. **Crisi di fiducia nelle Banche Centrali.** I mercati finanziari sono stabili poiché tutti sono convinti che le Banche Centrali sanno quello che stanno facendo ed hanno la situazione in pugno. Un'incidente o la prova che la politica monetario di stampo Keynesiano non funziona potrebbe provocare una crisi di fiducia ed un crollo delle borse o del mercato delle obbligazioni. Questa possibilità si presenta su numerosi fronti. In Europa da anni Mario Draghi riesce a tenere i tassi d'interesse sotto controllo limitandosi agli slogan e alle minacce. Se al momento dovuto non riuscisse ad agire aggirando gli statuti della BCE e l'opposizione di alcuni Stati creditori come la Germania la fiducia nella BCE potrebbe crollare. Neanche la BCE possiede la forza per finanziare il debito di Paesi come Francia o Italia. In America dopo il tapering Janet Yellen deve riuscire a diminuire gradualmente la somma di bilancio della FED senza creare scompensi. Le ultime due volte che la FED ha tentato la ritirata l'S&P500 ha corretto del 10% obbligando la Banca Centrale a tornare sui suoi passi. In Svizzera la somma di bilancio della BNS ha raggiunto i 500 Mia di CHF – rispetto al PIL del Paese il rischio è immenso ed un attacco speculativo contro il CHF potrebbe obbligare la BNS alla resa e imporre la caduta della barriera EUR/CHF a 1.20. Come reagirebbe il mondo al fallimento della politica monetaria di un'importante Paese Occidentale?
2. **Giappone: l'Abenomics fallisce.** In Giappone l'Abenomics è in difficoltà e non raggiunge i suoi obiettivi. Il PIL nipponico scende e verso la fine del 2014 la produzione industriale ed i consumi erano di nuovo in calo. Con le misure di stimolo varate a dicembre Abe ha fissato un obiettivo di crescita per il 2015 al +0.7%. Se anche questa volta dovesse fallire Abe dovrebbe dare le dimissioni insieme al suo fedele alleato, il presidente della BoJ Kuroda. La crisi di fiducia che ne seguirebbe potrebbe travolgere definitivamente Yen e Nikkei.
3. **Carry Trade – l'USD si rivaluta e provoca una crisi dei Paesi emergenti:** Un rialzo dell'USD provocherebbe un risucchio di capitali parcheggiati nei Paesi emergenti per



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

- sfruttare i migliori tassi d'interesse. Le monete dei Paesi emergenti crollano obbligando le Banche Centrali ad alzare i tassi d'interesse e strangolare l'economia.
4. **L'industria americana del fracking entra in crisi:** Se il prezzo del petrolio resta per parecchio tempo sotto i 60 USD al barile l'industria del fracking americana entra in profonda crisi e deve gradualmente ridurre la produzione. Questo significa fallimenti, licenziamenti e crisi economica nelle regioni coinvolte. Questo potrebbe provocare un crollo del mercato dei Junk Bonds, dove la maggior parte delle piccole e medie imprese si erano finanziate e forti difficoltà sul mercato immobiliare con un deciso calo della domanda in alcune aree nevralgiche come il Texas.
 5. **Le forze anti europeiste guadagnano terreno mettendo in questione i principi dell'UE.** Afd in Germania, Front Nationale in Francia, UKIP in Gran Bretagna, Syriza in Grecia – le forze degli euroscettici avanzano. L'Europa non sembra convergere ma divergere. In Germania si vuole introdurre un pedaggio autostradale per gli stranieri e si pretende che ai lavoratori provenienti da altri Paesi EU ed operano in Germania venga pagato il salario minimo tedesco – anche ai camionisti che per due ore attraversano il Paese. Tutti lodano la libera circolazione delle persone ma contemporaneamente introducono regole per limitare l'afflusso di mano d'opera estera. I profughi vengono spediti da un Paese all'altro senza rispettare gli accordi di Dublino. I politici di Bruxelles criticano la Svizzera che vuole limitare l'immigrazione di massa mentre i cittadini di molti Paesi approvano ed applaudono. Sembra che gli interessi interni vengano anteposti agli ideali europei. Il costruito europeo scricchiola e sta in piedi solo perché i politici assicurano benessere facendo debiti. Quando i soldi finiranno i nodi e le tensioni verranno al pettine.
 6. **I profughi delle guerre costituiscono un problema insolubile:** Il 2014 è stato l'anno dell'emergenza profughi. Solo i [conflitti in Siria e Iraq hanno provocato 13.6 Mio di profughi](#) dei quali circa 5.5 Mio sono fuggiti all'estero. Le cifre sono agghiaccianti. Si calcola che nel mondo ci sono [51 Mio di profughi](#) causati da guerre, carestie o epidemie come l'Ebola. Questo oltre che un problema umanitario è anche un problema economico. Solo una minima parte di questa massa di persone bussa alle porte dell'Europa e già mette in difficoltà i nostri sistemi di assistenza sociale. Il flusso di profughi verso i Paesi industrializzati avrà tendenza ad aumentare provocando insofferenza, tensioni sociali e costi. L'avanzata del califfato dell'IS potrebbe essere solo un primo passo del conflitto che nel futuro potrebbe opporre direttamente i Paesi occidentali a quelli islamici. L'Europa farebbe bene, nel proprio interesse, ad occuparsi intensamente del problema dei profughi e trovare soluzioni, costi quel che costi.
 7. **Uno dei tanti conflitti regionali si espande a livello continentale o mondiale:** Nel 2014 ci sono stati parecchi conflitti regionali di una certa importanza. La guerra in Ucraina e l'annessione della Crimea da parte della Russia ha provocato una crisi internazionale che ha congelato i rapporti tra America ed Europa da una parte e Russia dall'altra. In Iraq e Siria infuriano delle guerre civili con lo Stato Islamico che tenta di stabilire un califfato nella regione. In Afghanistan e in Libia regna l'anarchia ed i Paesi restano sull'orlo della guerra civile. Il centro dell'Africa è una polveriera con vari conflitti incentrati intorno al Sudan. Tra Israele e Palestina continua un conflitto a bassa intensità mentre la Corea del Nord costituisce una minaccia latente per tutta la regione. I Paesi occidentali sono presenti militarmente in numerose regioni del mondo per impedire un'estensione dei conflitti. Il terrorismo continua a costituire una minaccia come ha mostrato l'attentato a Parigi del 7 gennaio 2015 al giornale satirico Charlie Hebdo che ha causato 12 morti.
Uno di questi conflitti regionali potrebbe trasformarsi in una guerra in grado di destabilizzare l'economia mondiale. Il mondo è molto irrequieto.



BERNASCONI
CONSULT

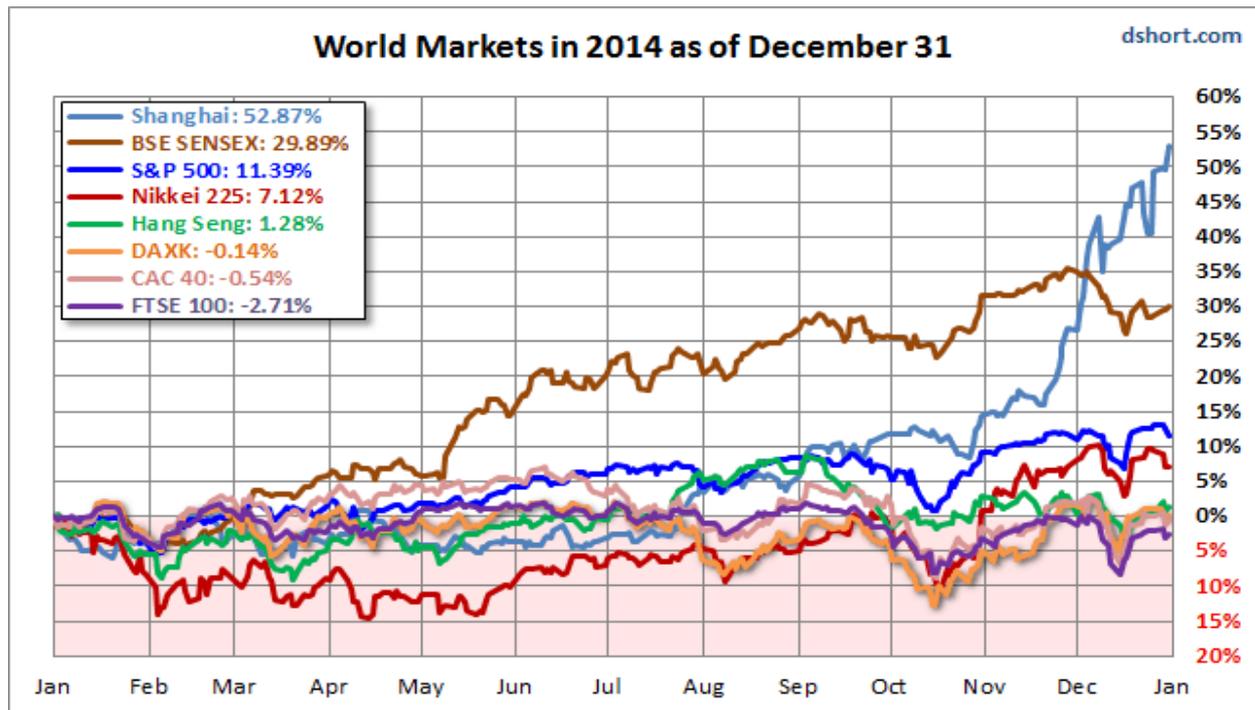
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Previsioni per i mercati azionari

Lo scenario macroeconomico mondiale prevede crescita economica con il PIL mondiale che dovrebbe aumentare del +3.1% (OCSE) fino a un +3.5% (FMI). La crescita dovrebbe concentrarsi in Asia e negli Stati Uniti mentre in Europa la ripresa economica è debole (PIL EU +1.1% secondo stime OCSE). Le differenze rispetto al 2014 sono marginali e sono già praticamente scontate nelle attuali valutazioni delle borse. Saranno quindi eventi inattesi a fare la differenza ed i pericoli sono decisamente più numerosi rispetto alle probabilità di sorprese positive. La politica delle banche Centrali rimane fortemente espansiva - esistono ancora numerosi rischi che possono rimettere nei prossimi anni la crescita in questione. In Europa aleggia lo spettro della deflazione ed il modesto miglioramento congiunturale non permette di ridurre sostanzialmente la disoccupazione e il debito pubblico che continua ad aumentare seppure a ritmo più contenuto.

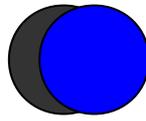
Le borse l'anno scorso hanno avuto un andamento altalenante. In fondo non ci state sorprese visto che le performance hanno seguito la crescita economica e degli utili delle imprese.

Il 2014 è terminato con borse nettamente sopravvalutate e sostenute dalla liquidità e dalla volontà delle Banche Centrali. Osserviamo innanzitutto come sono andati in generale i mercati azionari.



Vedete che le migliori performances si sono registrate sui mercati asiatici. La borsa cinese è decollata a novembre dopo che la PBoC ha annunciato una riduzione dei tassi d'interesse. In India il cambiamento di governo dopo le elezioni di maggio ha provocato un netto miglioramento delle prospettive economiche che si è subito riflesso sul Sensex. Gli indici che noi seguiamo ed analizziamo regolarmente si sono divisi in due gruppi – Europa in ristagno (con l'eccezione della Svizzera) e America in crescita.

Eurostoxx50	+1.20% a 3146 punti
DAX (con dividendi)	+2.65% a 9805 punti
SMI	+9.51% a 8983 punti
FTSE MIB	+1.94% a 19012 punti

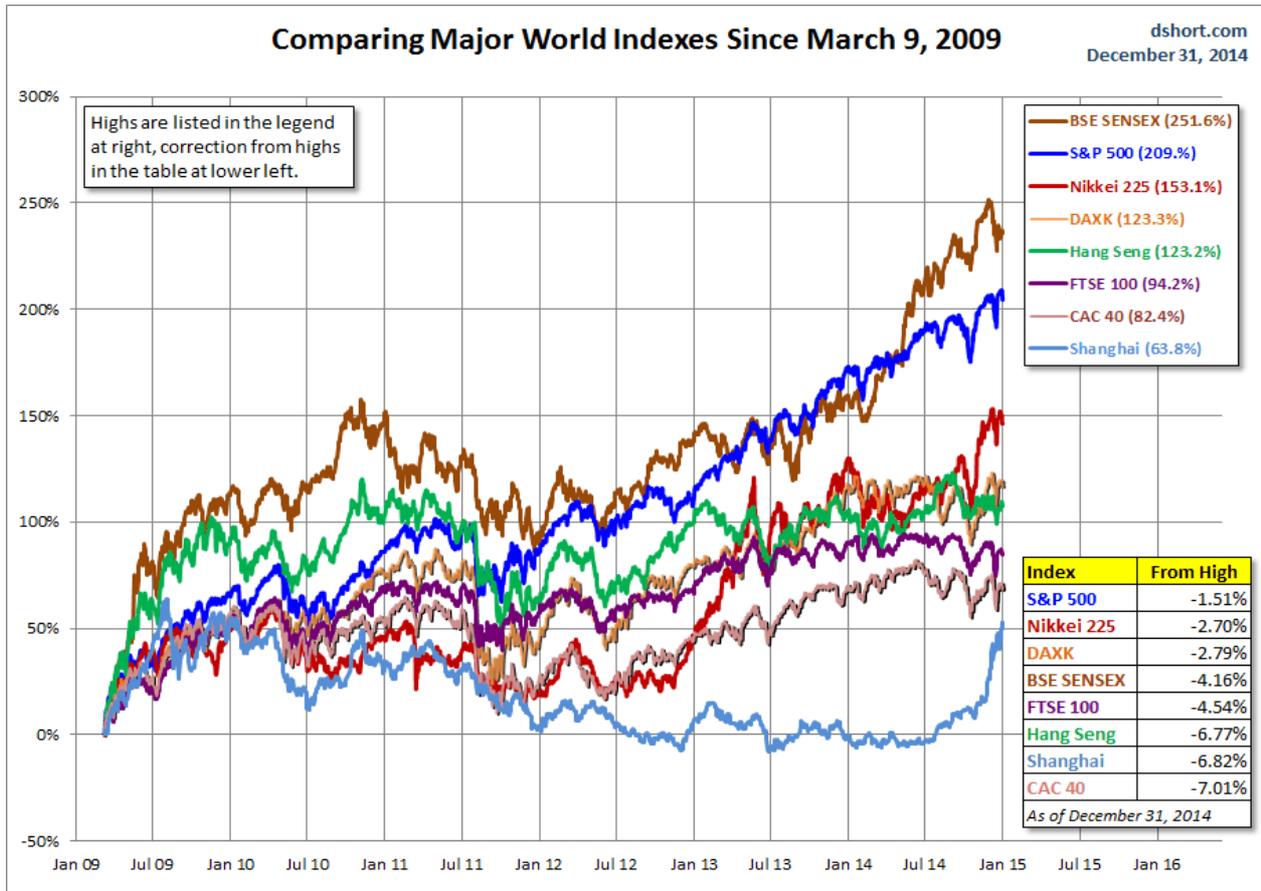


BERNASCONI
CONSULT

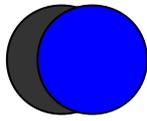
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

S&P500 +11.39% a 2058.90 punti
Nasdaq100 +17.94% a 4236 punti

La situazione é diversa se si considera l'intero periodo del bull market iniziato dal minimo di marzo 2009.

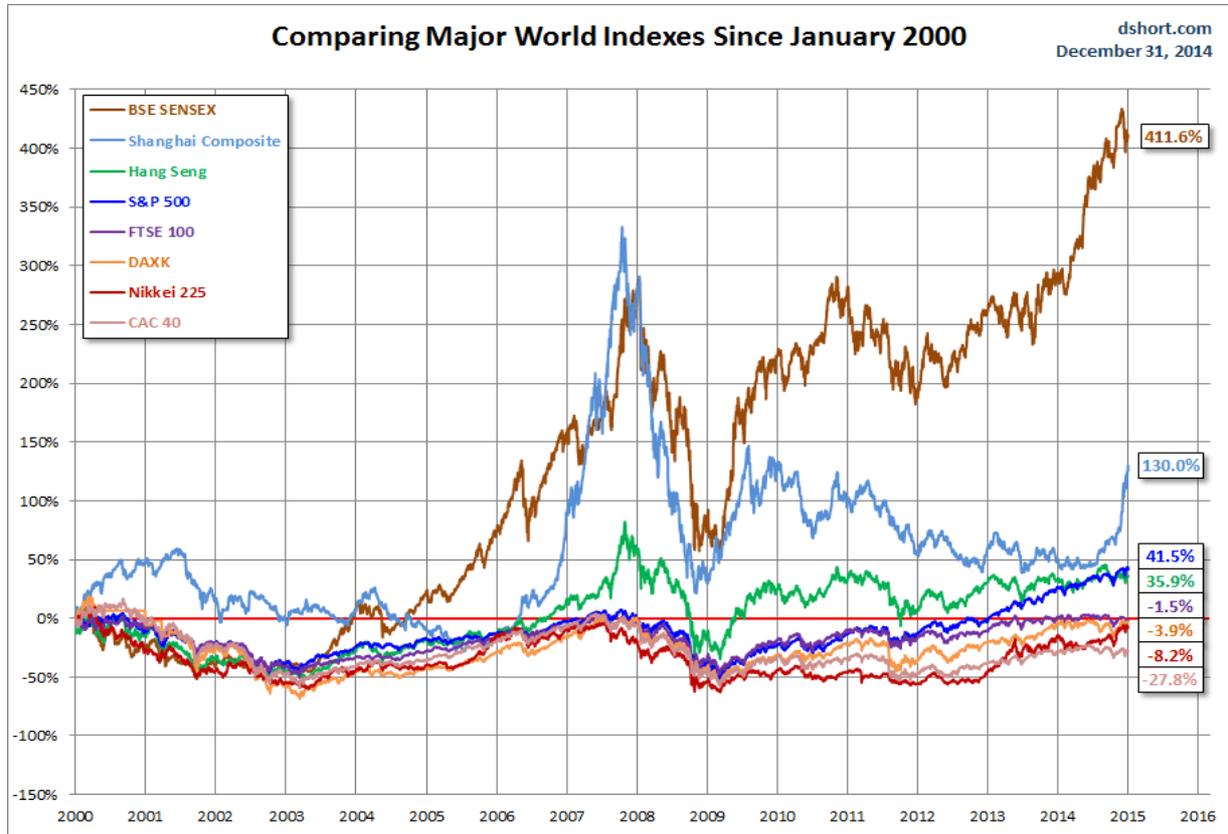


Per completare il quadro pubblichiamo ancora un grafico che mostra le performances di lungo periodo. Sulla base di questa immagine si può fare una semplice constatazione. Sul lungo periodo la crescita economica viene ricompensata. Chi é giovane ed intende costituire un portafoglio d'azioni orientato al futuro deve investire sui mercati emergenti ed in economie in crescita. In periodi di crisi però le perdite su questi mercati saranno più consistenti. Si tratta quindi di comperare e tenere (buy and hold) ignorando i cicli congiunturali. Chi invece intende sfruttare questi cicli deve effettuare dei cambiamenti ed investire maggiormente in Europa od America quando c'é un rallentamento congiunturale. A parole é molto semplice – in pratica piuttosto difficile. Dopo 6 anni di bull market le probabilità di un consistente ribasso (bear market) sono però in forte aumento.



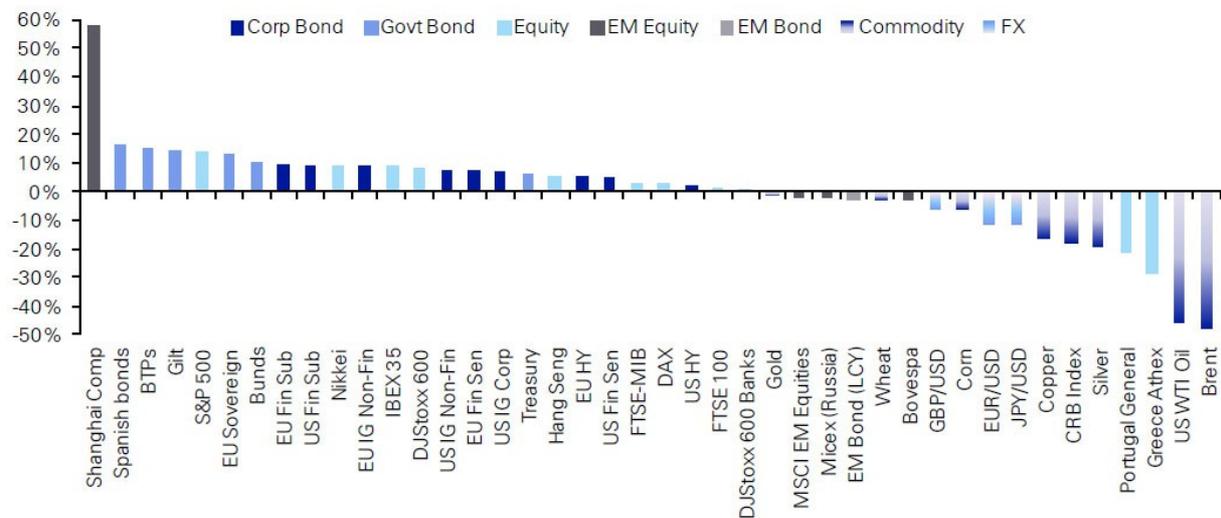
BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

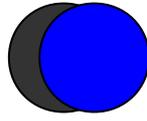


Da ultimo mostriamo quali sono state le performance 2014 nelle varie categorie d'investimento.

Figure 1: Total Return Performance of Major Global Financial Assets – 2014 (local currency)



Source: Deutsche Bank, Markit, Bloomberg Finance LP



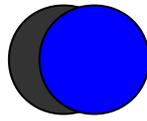
BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Notate che le azioni si sono comportate bene ma anche le obbligazioni di Paesi come Spagna ed Italia hanno dato ottimi risultati. A livello di settori sono state favorite le compagnie di pubblica utilità e quelle farmaceutiche – un'ovvia combinazione di società difensive con redditi stabili e che pagano interessanti dividendi. Bene si è anche comportata la tecnologia mentre perdenti sono stati i settori dell'energia fortemente penalizzati nella seconda parte dell'anno dal calo del prezzo del petrolio. In Europa le differenze geografiche sono state relativamente contenute. Forti perdite si sono registrate solo in Russia, Grecia e Portogallo mentre le altre borse si sono mosse insieme all'Eurostoxx50. Per assurdo le borse di alcuni Paesi in forte crisi come Argentina (+57%) o Ucraina (+28%) hanno avuto una performance strepitosa – questo serve però solo a compensare la svalutazione della moneta ed è la logica reazione di investitori che si liberano della carta per comperare beni reali.

Il comportamento dei politici e delle Banche Centrali resteranno anche nel 2015 determinanti. All'inizio del 2014 abbiamo scritto a questo proposito: *“La nostra paura è che non siano più in grado di valutare le conseguenze dei loro interventi, persistano nell'errore rifiutando il fatto che gli obiettivi non vengono raggiunti e perdano in una maniera o nell'altra il controllo della situazione. In Giappone è probabile che ci sia un eccesso con uno stimolo monetario dall'effetto incontrollato. Gli investitori cercheranno di fare di tutto per disfarsi di moneta cartacea evidentemente con sempre meno valore intrinseco. Disperati potrebbero comprare qualsiasi bene reale senza badare al prezzo. **Questo significa che il rialzo delle borse potrebbe continuare incurante dei valori fondamentali e delle prospettive economiche.**”* Non siamo a livello di disperazione ma di cieca fiducia. Ormai anche noi non vediamo come le Banche Centrali possano perdere il ferreo controllo che esercitano sui mercati finanziari. D'altra parte non vediamo una via d'uscita ad un uso continuo della droga monetaria. Ormai i mercati si sono assuefatti e qualsiasi tentativo di disintossicazione sfocia inevitabilmente in un ribasso che obbliga le banche Centrali a fare marcia indietro.

Il più importante indice azionario al mondo, l'S&P500, ha iniziato il 2014 a 1848 punti e lo ha terminato il 2059 punti. Un anno fa, su base fondamentale, avevamo previsto un valore a fine 2014 di 1800 punti. Eravamo partiti da una stima degli analisti di un incremento dei guadagni delle società dell'indice da 96.72 a 103.30 USD (+6.8%). Avevano ridotto queste stime, che per varie ragioni ci risultavano troppo ottimistiche, a 100 USD. Capitalizzando questi utili a 18 (P/E del momento) eravamo arrivati a 1800 punti di obiettivo. Abbiamo sottostimato il potenziale di rialzo della borsa americana. Vediamo dove abbiamo sbagliato.



BERNASCONI
CONSULT

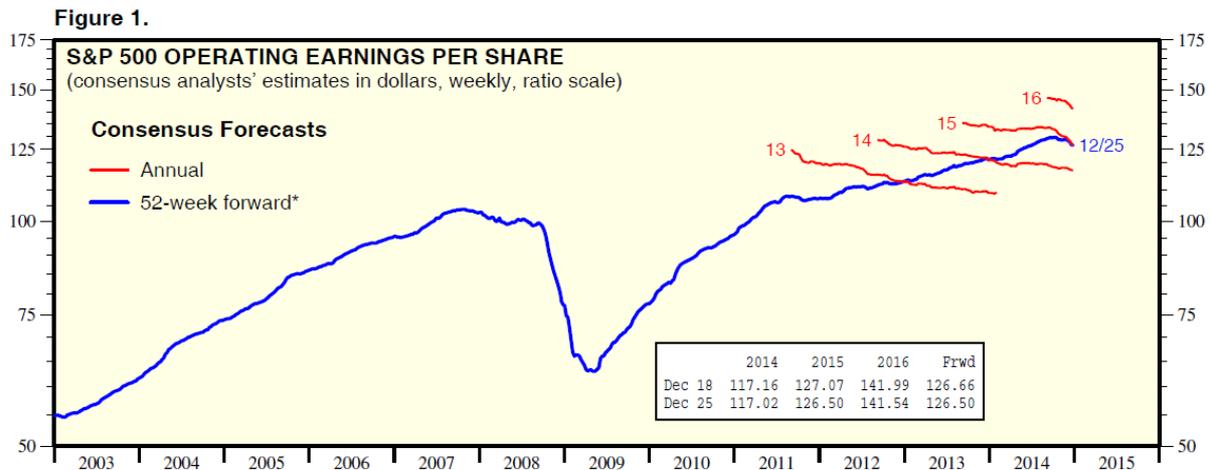
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Consigli d'investimento

Completata l'analisi macroeconomica e del comportamento dei mercati finanziari nel 2014 ci rendiamo conto che siamo ancora confrontati con mercati anomali, manipolati e su livelli insostenibili. I deficit statali e la politica dei bassi tassi d'interesse hanno creato una ripresa artificiale nella quale le imprese hanno trovato il modo di muoversi agilmente difendendo la loro redditività. Fino a quando politici e Banche Centrali saranno in grado di mantenere questo instabile equilibrio è probabile che i mercati azionari, in mancanza di alternative, rimarranno ad alti livelli.

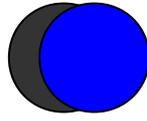
La borsa americana è valutata correttamente se prendiamo come validi gli earnings comunicati dalle imprese dell'S&P500 (117 USD) e accettiamo un P/E di circa 18 come adeguato. In fondo con un calcolo molto semplificato un P/E di 18 corrisponde ad un reddito del 5.55% - calcolando che il reddito del USTB decennale è intorno al 2% un 3.55% di premio per il rischio delle azioni sembra giustificato. Il calcolo è a prima vista attraente ma purtroppo è sbagliato – ne riparlamo più in avanti. In ogni caso 117 USD capitalizzati con 18 danno un valore teorico di 2106 punti contro i 2059 punti raggiunti dall'indice il 31 dicembre 2014. L'errore che abbiamo fatto sembra essere quindi quello di aver sottovalutato la redditività delle Corporation americane.

S&P Earnings



Fonte: Yardeni Research

Le stime degli analisti prevedono per il 2015 un ulteriore aumento degli utili di circa il +7% a 126.50 USD. Noi riteniamo queste stime troppo ottimistiche. Nel mese di dicembre gli analisti hanno già cominciato a ridurre le previsioni prendendo in considerazione la forte diminuzione del prezzo del petrolio. Siamo oltre tutto convinti che i margini di guadagno, attualmente su un massimo di lungo periodo del 10.1%, debbano ridursi. Di conseguenza partiamo crediamo che un valore più realistico si aggiri sui 121 USD rispecchiando il tasso di crescita dell'economia e non di più. **Questo significa che a fine 2015, mantenendo il livello di valutazione attuale, l'S&P500 dovrebbe valere 2178 punti.** I moltiplicatori però dovrebbero scendere – ne riparlamo in seguito. Questo significa che vediamo, anche tecnicamente, poco potenziale di rialzo sopra i 2100 punti e riteniamo i 2200-2250 punti un limite massimo sul quale si presenterà l'occasione di short della nostra vita. Pensiamo però che le Banche Centrali terranno ancora la situazione sotto controllo e quindi stimiamo che **l'S&P500 dovrebbe terminare l'anno senza sostanziali variazioni.**



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

I rischi che qualcosa vada male sono però molteplici. Le probabilità che nel 2015 ci sia una o più crisi é alta.

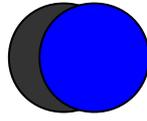
Riteniamo che il 2015 sarà un anno sostanzialmente di instabilità con lunghi periodi di calma relativa ed improvvise crisi che provocheranno forti correzioni sui mercati azionari. Alle crisi si opporranno la politica e le Banche Centrali con decisioni sempre più imprevedibili e poco ortodosse. Siamo convinti che la volatilità debba notevolmente aumentare.

Le borse europee dovrebbero continuare a sottoperformare America e Asia. Questa é una logica conseguenza di un ritmo di crescita dell'economia inferiore. Condividiamo l'opinione della maggioranza degli analisti che la BCE tra gennaio e marzo annuncerà un piano di acquisto di titoli di Stato europei per un controvalore indicativo di 1 Mia. Di EUR. Questo dovrebbe dare una spinta alle borse europee. Questa spinta verrà accentuata da valutazioni fondamentali modeste e da dati congiunturali temporaneamente in miglioramento dopo anni di crisi, ristagno o recessione. **Di conseguenza a cavallo del primo e secondo trimestre dell'anno ci deve essere una fase di rialzo delle borse europee della durata di alcuni mesi. Ci immaginiamo in questa fase guadagni dell'ordine del +15%/+20%.** Buon parte se non tutti questi guadagni dovrebbero sparire nella seconda parte dell'anno.

Nel 2014 l'oro ha deluso i suoi investitori. Noi restiamo però positivi sia tecnicamente che fondamentalmente. **L'oro é in un trend rialzista e guadagnerà di valore.**

Sui cambi esistono poche certezze. Condividiamo l'opinione generale che lo Yen giapponese (JPY) deve continuare a perdere di valore. Siamo invece scettici nei riguardi della previsione di un sostanziale rafforzamento dell'USD. La FED e la BCE manterranno durante l'anno tassi d'interesse praticamente invariati. La FED potrebbe decidere un leggero aumento ma poi si fermerà. Di conseguenza ci aspettiamo una ripetizione del 2013 con forte volatilità ma sostanziale stabilità. **Dagli 1.21 di inizio anno ci aspettiamo di vedere il cambio a fine 2015 a 1.20. Ci possono essere delle fasi di debolezza in concomitanza del varo del QE o nel caso in cui la Grecia volesse abbandonare l'UE. Non crediamo però che il cambio possa scendere, anche in caso di crisi, sotto gli 1.10-1.15.**

Tutti Paesi tentano di rilanciare l'economia e le esportazioni attraverso delle svalutazioni competitive. Le operazioni delle Banche Centrali avranno un influsso importante sui cambi e li renderanno volatili ed imprevedibili. Inutile diversificare fuori dell'Euro o dal CHF. Avventurarsi in investimenti in Lire turche o Rubli russi é una avventura dall'esito imprevedibile. Ricordatevi che il differenziale di tassi d'interesse sul lungo termine viene sempre compensato da un adattamento sui cambi. Quando si verifica una crisi é praticamente impossibile prevedere quando la speculazione si fermerà. Gli eccessi riscontrati sul [Rublo russo](#) e sul petrolio a fine 2014 sono la migliore dimostrazione.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Ritorno alla media / ritorno alla normalità

La reazione dei politici e delle Banche Centrali al crollo dei mercati del 2000-2009 ha creato una situazione di eccesso dove molte componenti e valutazioni si trovano ben lontane dalla normalità e da un valore sostenibile sul lungo periodo. Abbiamo già affrontato questo tema l'anno scorso e quest'anno siamo costretti ad insistere e aggiornare la situazione.

Il costo del denaro troppo basso e l'eccesso di liquidità hanno creato una situazione di artificiale sopravvalutazione delle azioni che presto o tardi è destinata ad essere corretta con evidenti drammatiche conseguenze. Chiamiamo questa tema "return to the mean" (ritorno alla media) o "back to normality" (ritorno alla normalità). Seguendo questo filone la borsa presto o tardi deve scendere indipendentemente da una eventuale crisi economica e finanziaria. Il valore delle azioni deve calare perché è salito troppo a causa di una somma di effetti straordinari ed irripetibili. Siamo in una situazione eccezionale ed estrema che necessita una correzione. Vediamo tre effetti in particolare che hanno creato una sopravvalutazione fondamentale delle azioni. Gli esempi si riferiscono all'America e all'USD. Valgono però in maniera più o meno ampia per tutti i mercati mondiali.

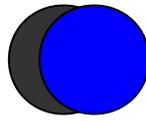
1. Profitti delle imprese

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

La crescita degli earnings delle Corporation americane dal 2009 ad oggi è semplicemente eccessiva e insostenibile. Il ragionamento è semplice. I guadagni non possono crescere più del PIL se i margini rimangono costanti. Se i margini di guadagno invece aumentano la sana concorrenza deve intervenire riportando sul mercato una situazione di redditività normale. La crisi ha permesso alle società di forzare misure di razionalizzazione. I bassi tassi d'interesse hanno ridotto il costo del capitale a prestito.

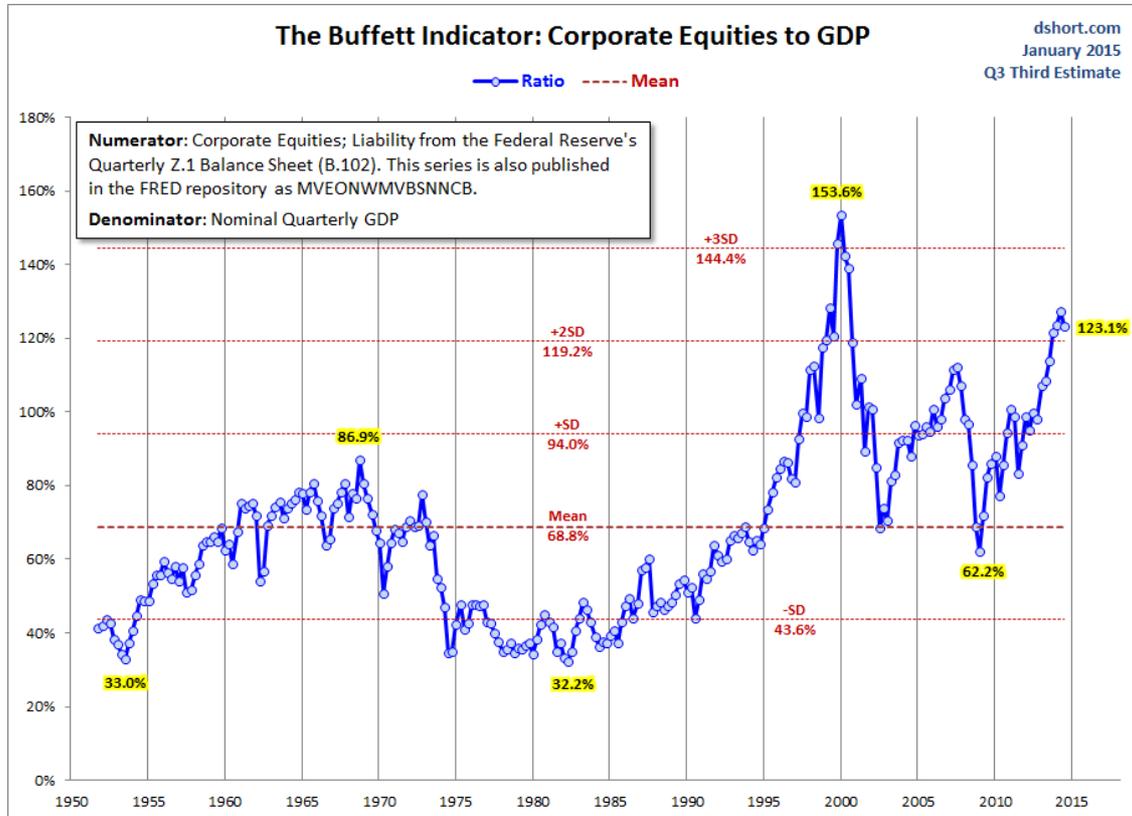
Rispetto alla media di lungo periodo i margini sono circa il 60% sopra il normale. Analisti ed investitori calcolano e valutano le azione usando utili sul lungo termine insostenibili e circa il 60% troppo alti. La somma degli utili dell'S&P500 è ora di circa 120 USD – un valore normale, realistico e sostenibile sul lungo termine sarebbe di 75 USD. Calcoli più sofisticati (li riportiamo al punto 3.), che prendono in considerazioni earnings normalizzati sul lungo termine eliminando gli eccessi di corto termine arrivano all'ovvia conclusione che le azioni americane sono nettamente sopravvalutate.

Il miliardario Warren Buffet usa come metodo di valutazione una variante di questo concetto. Il rapporto tra Corporate Equity (patrimonio aziendale) e PIL. Il risultato dei suoi calcoli è evidente – segnala una pericolosa sopravvalutazione - non necessita di ulteriori commenti.



BERNASCONI
CONSULT

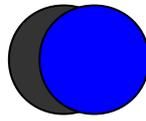
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING



2. Margin Debt

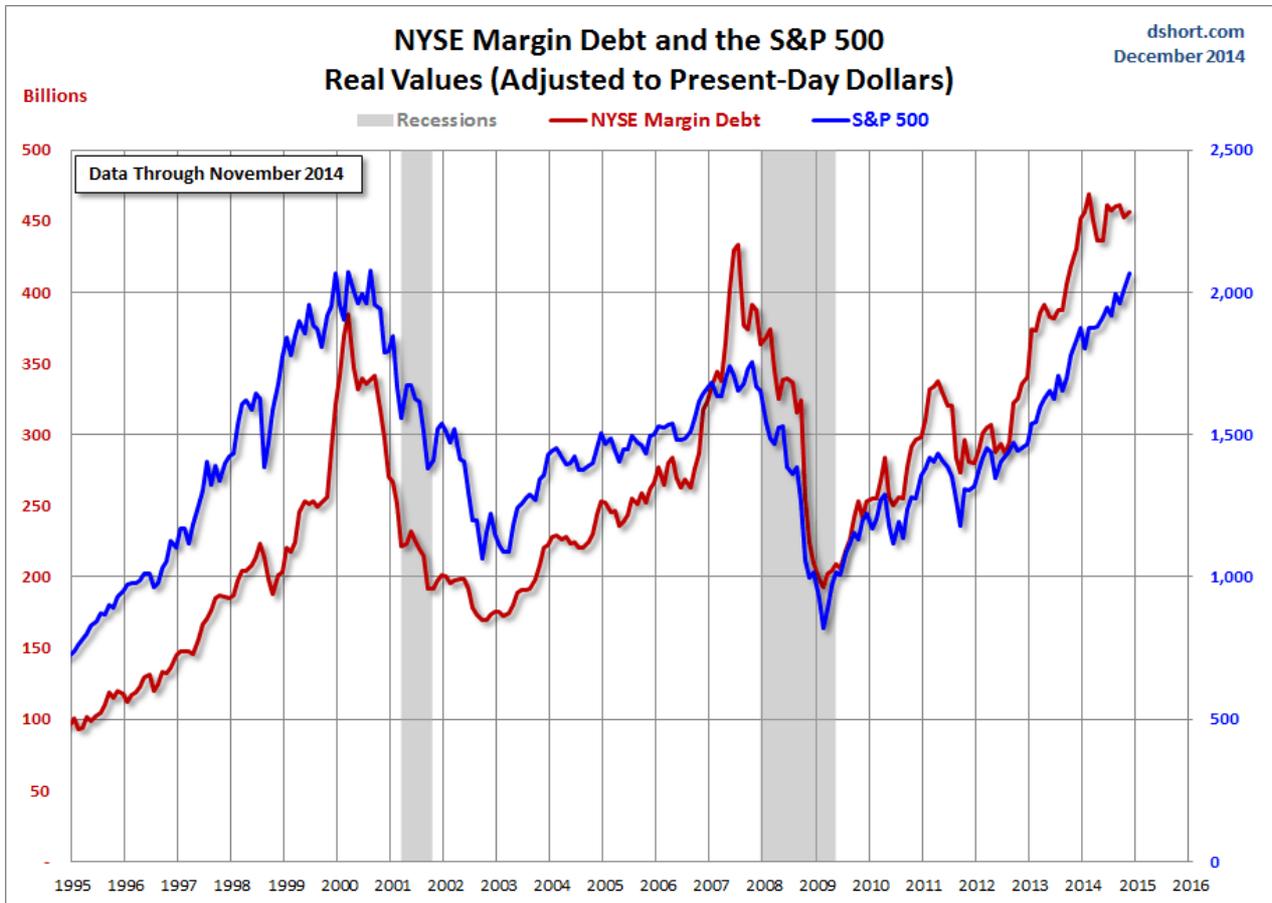
Sotto la denominazione margin debt sono raggruppate tutte quelle operazioni effettuate usando la leva del debito. Titoli ed azioni sono dati in garanzia per comperare ancora più azioni. Il margin debt dà un'idea abbastanza precisa del livello di speculazione nel mercato. Un eccesso di mercato è sempre accompagnato da un forte aumento del margin debt – rispettivamente quando questi capitali speculativi cominciano a defluire inizia una correzione o un ribasso. Tutti bear market sono iniziati con un livello eccessivo di speculazione. Guardate ora i grafici sottostanti. Vedete che il margin debt è al livello più alto della storia – sopra i livelli che in precedenti occasioni hanno provocato un crash e una recessione. I grafici si commentano da sé – ogni bolla speculativa ha i suoi limiti. Più la bolla è grande e più devastanti saranno le conseguenze dello scoppio. Naturalmente la responsabilità di questa situazione assurda è della FED che fornisce agli speculatori liquidità illimitata e a costo zero. Al più tardi quando il costo del denaro comincerà a salire e l'S&P500 si sarà bloccato si staccherà la valanga. Forse anche prima visto l'accumulo di "neve sui pendii".

Il pericolo non sembra imminente se le nostre ipotesi di una FED a perseguire una politica monetaria espansiva per tutto il 2015 e tassi d'interesse sugli US Treasury Bonds in calo sono corrette.

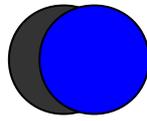


BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

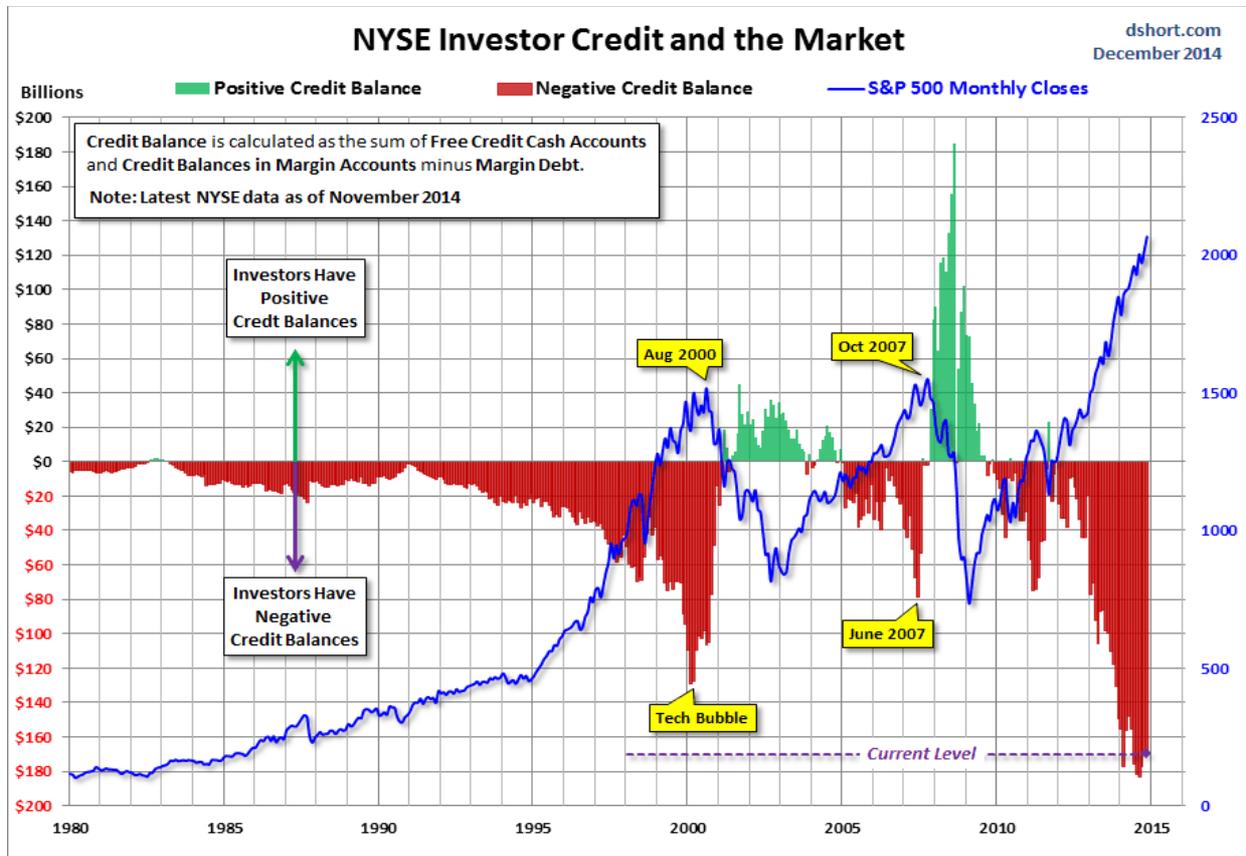


Il secondo grafico é ancora più preoccupante. Mostra la situazione creditizia o debitoria degli investitori al NYSE. Le posizioni a margine vengono sottratte agli averi in conto per sapere se gli investitori hanno un saldo positivo o negativo. Vedete che mai nella storia gli investitori si sono indebitati come adesso per operare in borsa. Il livello della speculazione ha superato qualsiasi esempio nella storia – gli eccessivi rischi che stanno prendendo gli investitori corrispondono ad una sopravvalutazione delle azioni.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING



3. Price/Earnings

Nel 2014 l'S&P500 ha guadagnato terreno grazie ad un aumento temporaneo degli utili delle imprese. La sopravvalutazione constatata già l'anno scorso è rimasta. Le azioni sono aumentate parecchio di valore sulla base di eccesso di domanda, liquidità e mancanza di alternative d'investimento e ottimismo. Sono stati ignorati due fattori fondamentali – gli utili delle imprese sono eccessivamente alti e nel tempo insostenibili ed i tassi d'interesse non possono restare all'infinito vicini allo 0%. Ci sono metodi di calcolo che prendono in considerazione questi fattori. Il più famoso è il P/E calcolato secondo Shiller. L'8 gennaio con l'S&P500 a 2062 punti il P/E era a 27.2. Può questo effetto continuare? Certo – lo dimostrano i due periodi storici nei quali la valutazione è salita più in alto. Un ritorno alla media è però inevitabile. Più le borse si apprezzano nei prossimi mesi e più il rischio di caduta aumenta e la correzione sarà pesante. Secondo il modello di Shiller l'S&P500 dovrebbe nei prossimi 10 anni apprezzarsi in media del +0.3% all'anno.

S&P 500: **2062 punti** (08.01.2015)

Shiller P/E: 27.2

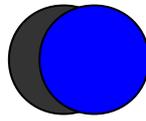
Shiller P/E è il **63.9%** sopra la media storica a 16.5

Minimo storico: **4.8**

Massimo storico: **44.2**

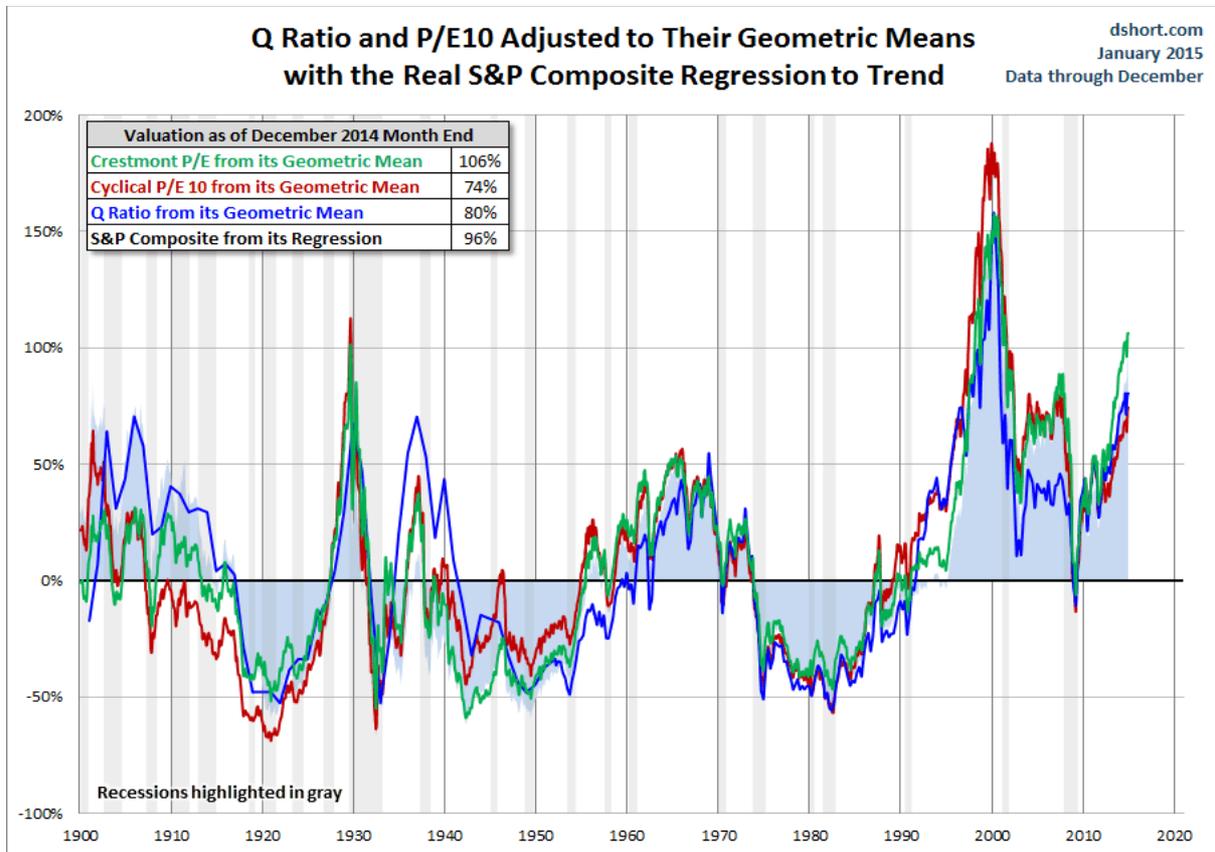
Il guadagno futuro annualizzato implicito è di: **0.3%**

Fonte: <http://www.gurufocus.com>



BERNASCONI
CONSULT

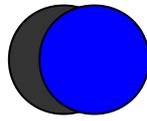
VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING



Su questo grafico sono rappresentati altri metodi di calcolo che prendono in considerazione, come il sistema di Shiller, valori normalizzati sul lungo periodo. Tutti arrivano allo stesso risultato e mostrano che l'S&P500 a fine 2014 è sopravvalutato da un +74% fino ad un +106%.

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

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



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Scenario 2014 - S&P500

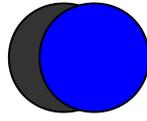
Utilizzando l'analisi tecnica, esempi del passato ed i possibili scenari descritti precedentemente abbiamo tentato gli anni scorsi di prevedere l'andamento dell'S&P500 durante l'anno. Abbiamo utilizzato soprattutto l'analisi tecnica ciclica. Negli ultimi due anni i risultati sono stati deludenti. Evidentemente siamo confrontati con mercati che si muovono secondo altre forze che non il ciclo congiunturale. Quest'anno abbiamo deciso di rinunciare all'esercizio poiché in fondo, per prendere delle decisioni d'investimento, l'importante è stimare il valore degli indici a fine anno. Gli interventi delle Banche Centrali rendono una pianificazione con mesi d'anticipo praticamente impossibile.

Vediamo però cosa abbiamo previsto l'anno scorso e con quale risultato.

Nel 2014 abbiamo correttamente previsto come variante più probabile che le borse europee sarebbero oscillante senza andare da nessuna. Nel dettaglio avevamo usato questa espressione: **“Ci vuole però una crisi per scatenare un possibile ribasso. In mancanza di un elemento scatenante è probabile che le borse si limitino ad oscillare in laterale trasformando il 2014 in un'annata deludente per tutti con performances vicine allo 0%.”**



Passiamo all'S&P500. Sul grafico vedete le frecce con le quali indicavamo le nostre previsioni insieme a quello che è effettivamente successo.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

A prima vista sembra che abbiamo previsto correttamente i cicli tra rialzi e ribassi rispettivamente correzioni. Abbiamo però sbagliato nel fissare l'obiettivo a fine anno. Tra i 1800 punti (rispettivamente 2000 punti citati nella premessa) ed i 2058 raggiunti effettivamente dall'S&P500 il 31 dicembre 2015 la differenza é sostanziale.

I mercati finanziari e le borse mondiali sono in una bolla speculativa. Presto o tardi ci deve essere un tracollo. Molto nel 2015 potrebbe andare male e scatenare l'atteso bear market ed un ritorno alla realtà. I nostri indicatori tecnici di lungo termine segnalano la vicinanza di un top. Abbiamo l'impressione che la volatilità osservata negli ultimi mesi del 2014 sia distribuzione. Vediamo per il 2015 un limitato potenziale di rialzo a fronte di notevoli rischi verso il basso. Solo se tutto va bene le borse europee ed americana termineranno il 2015 in pari o con modesti guadagni. Dopo 6 anni consecutivi di bull market le borse sembrano mature sotto tutti i punti di vista per un movimento nella direzione opposta. Se questa sarà correzione, ribasso, bear market o crash non possiamo prevederlo con forte anticipo. Speriamo di poterlo fare nell'ambito delle nostre analisi giornaliere. Consigliamo un abbonamento al nostro sito www.bernasconiconsult.com – é un buon investimento.

Michele Bernasconi

Zollikon, 9 gennaio 2015