

BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Esuberanza

Previsioni per il 2021 e scenario per i mercati finanziari

Premessa – il valore della previsione

All'inizio del nuovo anno tutte le istituzioni finanziarie pubblicano le loro previsioni. Anche noi per anni ci siamo dedicati a questo esercizio. Mano a mano sono aumentati lo scetticismo e l'autocritica – spesso avvenimenti imprevisi sono venuti a rivoluzionare i nostri scenari. Talvolta abbiamo indovinato – non sappiamo se è stato un caso o un colpo di fortuna. Nel 2020 abbiamo previsto correttamente e contro l'opinione della maggior parte degli analisti un apprezzamento dell'EUR sul USD (target a 1.18 contro gli effettivi 1.2215) – abbiamo basato però questa stima su dei movimenti legati ai tassi d'interesse che non si sono verificati. Di conseguenza evitiamo di assumerci il merito di avere previsto correttamente lo sviluppo dei cambi. Secondo noi le borse avrebbero marciato sul posto e l'S&P500 doveva terminare il 2020 a 3200 punti – in effetti è salito a 3756 punti. Abbiamo giustamente intuito che se ci fosse stato un problema gli Stati e le Banche Centrali sarebbero intervenute a sostegno dei mercati – nessuno si era però immaginato che potesse esserci una pandemia, un crash a marzo e un successivo straordinario rialzo provocato dalla liquidità e dall'ottimismo.

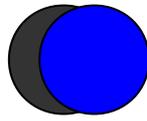
In fondo fare delle previsioni è un esercizio contro produttivo. Prima di tutto non sono che dei tentativi di indovinare il futuro. Lo pensiamo veramente – l'analisi fondamentale fornisce dei parametri di riferimento – l'analisi tecnica è precisa sul corto termine ma entra sempre di più nel campo del calcolo delle probabilità mano a mano che il periodo preso in considerazione si allunga. Non c'è una scienza valida per stimare con precisione lo sviluppo dei prezzi delle azioni, dei tassi d'interesse, dell'inflazione, dei redditi delle obbligazioni, il valore dell'oro o del bitcoin o qualsiasi altra cosa tra 12 mesi.

Diciamo la verità – quanti analisti avevano previsto nel loro scenario per il 2020 una pandemia mondiale con un milione di decessi, un crash delle borse del 30-40% e contemporaneamente la straordinaria performance dei big della tecnologia e un rialzo del +16% dell'S&P500 a 3760 punti? Nessuno.

Il futuro è sconosciuto e imprevedibile. Non diamo la colpa al Covid 19. Guerre, pandemie, disastri naturali o altri rischi sono una realtà – non un evento casuale e raro. Degli avvenimenti imprevisi si verificano con regolarità. Per questo chi si cimenta a fare previsioni che coprono uno spazio temporale relativamente lungo ha poche probabilità di indovinare – l'errore non è nella qualità delle previsioni ma nel pensare di avere una concreta possibilità di prevedere tutto con precisione – anche l'imponderabile.

Il problema nel fare delle previsioni è che queste tendono a influenzare il comportamento degli investitori che spesso gestiscono il loro portafoglio per cercare di confermare le loro aspettative. Credere nelle proprie previsioni impedisce di agire con flessibilità e senza pregiudizi. Spesso l'errore è di insistere nel seguire delle previsioni anche quando il mercato si muove diversamente di come ci si aspettava. D'altra parte chi investe lo deve fare sulla base di determinate premesse – si devono fare delle riflessioni riguardanti il futuro. Se si compra un'azione è perché si pensa che debba aumentare di valore nel tempo – è però sbagliato pensare di poter fissare un target a 12 mesi e credere di avere ragione. Il mercato va seguito e non pilotato.

Insomma – le previsioni pubblicate all'inizio dell'anno e valide per i prossimi 12 mesi sono



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

soprattutto uno strumento di marketing e non una solida base sui cui prendere delle decisioni d'investimento. Servono a chi le legge per capire la metodica e la filosofia d'investimento di chi le ha scritte.

Vi stupite perché spesso le previsioni delle grandi banche e delle società d'investimento sono tutte uguali? Per ridurre il rischio di errori la maggior parte degli oracoli partono dai valori attuali e fanno semplicemente delle estrapolazioni basate sul passato. Poiché in generale l'economia cresce e il valore delle azioni sale tutti predicono che gli indici azionari durante l'anno devono salire di un 5%-8% e fissano i loro obiettivi intorno a questi valori.

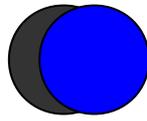
Le previsioni non sono importanti – quello che bisogna considerare sono i ragionamenti che stanno dietro la previsione – questi scenari di massima devono essere regolarmente rivisti e adattati a seconda dell'imprevedibile sviluppo della situazione.

Noi abbiamo solo una visione sicura riguardante il 2021. Saremo tutti annoiati e depressi dal lock down e dal distanziamento sociale. Saremo stufi di lavorare da casa e trascorrere giornate grigie e noiose tutte uguali una all'altra. La stanchezza e la fatica provocate dalla pandemia non sono uno scherzo – sono reali, pericolose e frustranti. Per fortuna c'è della luce alla fine del tunnel grazie all'avvento dei vaccini. Speriamo solo che una parte consistente della popolazione accetti di farsi vaccinare. Con un po' di fortuna e collaborazione da parte di tutti dovremmo tornare alla normalità entro l'estate del 2021.

Lo scenario di base

Mai come oggi, l'anno che sta arrivando appare ricco di ottimistiche promesse legate alla fine della pandemia. A giudizio pressoché plebiscitario la reazione dei Governi e delle Banche Centrali dovrebbe dare una forte spinta all'economia reale e ai mercati finanziari malgrado che questi ultimi si trovino già a quotazioni molto elevate. Le borse nel 2020 sono riuscite ad evitare il collasso grazie all'azione delle Banche Centrali che con le loro operazioni di acquisto di obbligazioni (QE) sono ormai diventate delle macchine che stampano denaro dal nulla per agevolare direttamente e indirettamente il collocamento di imponenti quantità di debito, pubblico e privato. Sembra evidente che l'obiettivo principale delle Banche Centrali non è quello di stimolare l'economia ma di evitare il collasso delle finanze pubbliche di molti paesi che hanno ormai un rapporto debito / PIL notevolmente superiore al 100%. In questo folto gruppo si trovano anche gli Stati Uniti e l'Italia. Per questa ragione per decenni non sarà possibile alzare i tassi d'interesse di mercato sui titoli di Stato. Ciò non significa che non ci sarà inflazione – solo che i tassi d'interesse reali sono destinati a restare per un lungo periodo di tempo negativi. Questa non una previsione ma una certezza – l'alternativa è solo il caos per lo meno sui mercati finanziari.

Il 2020 è stato l'anno in cui il debito globale è letteralmente esploso partendo peraltro da livelli già storicamente elevati. Durante ogni crisi la risposta dei governanti è sempre la stessa. Immettere liquidità sui mercati, abbassare i tassi d'interesse, usare gli ammortizzatori sociali per evitare fallimenti e disoccupazione. Le Banche Centrali sono da molto tempo condannate a tenere bassi i tassi d'interesse per evitare un distruttivo panico sui mercati. Il circolo vizioso si autoalimenta. La previsione di consenso da parte delle maggiori banche e istituzioni finanziarie internazionali è che il 2021 vedrà le Banche Centrali impegnate a sopprimere i rendimenti, tenendoli bassi per agevolare la ripresa e il riassorbimento del debito. L'obiettivo è di raggiungere una moderata ripresa dell'inflazione che in presenza di rendimenti nominali tenuti stabili, produrrebbe tassi reali in diminuzione, spingendoli in campo ancor più negativo. Ciò alimenterebbe quindi gli investimenti ma anche i consumi – tutto questo dovrebbe avere l'effetto finale e positivo di ridurre gradualmente il debito.

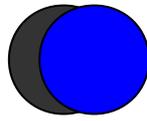


BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Tutto molto lineare ma questo è lo scenario che riappare regolarmente da anni e che non si concretizza mai visto che nuove crisi o eventi inattesi si susseguono con regolarità. Cosa potrebbe andare storto quest'anno? Ad esempio, la pandemia potrebbe non scomparire rapidamente causando la necessità di nuove emissioni di debito "di sussistenza". Ma il rischio maggiore è che la domanda repressa durante il lock down del 2020 si liberi con violenza causando pressioni inflazionistiche incontrollabili e ben al di sopra di quanto auspicato dalle Banche Centrali. L'inflazione è puro veleno per i creditori e sollievo per i debitori insegnano i libri di testo. Mediante essa il valore reale del debito si riduce. In pratica una sorta di default silenzioso che consente all'economia di tornare all'equilibrio. Il problema è che oggi il debito in circolazione è su livelli molto elevati e che i mercati finanziari hanno una reattività senza precedenti. La liquidità in circolazione e il debito sono talmente grandi da minacciare l'azione e l'autonomia delle Banche Centrali. Che accadrebbe in presenza di pressioni inflazionistiche anche moderate se tutti gli investitori in obbligazioni cercassero di vendere? La risposta è semplice - una fuga disordinata verso l'uscita che travolgerebbe l'ordine e l'equilibrio monetario e finanziario globale. In tale scenario le Banche Centrali sarebbero costrette a intervenire nuovamente per evitare fallimenti a catena, privati e pubblici. E sarebbero costrette a farlo acquistando tutto il debito messo in vendita sui mercati. L'alternativa sarebbe semplicemente il panico e il violento aumento dei costi di finanziamento per governi e privati. Dubitiamo che questo sia fattibile. I mercati finanziari si trovano quindi in una situazione di instabile equilibrio con poco margine di manovra. L'aumento delle aspettative inflazionistiche deve essere lieve quanto basta per non indurre i creditori a sbarazzarsi del debito con vendite incontrollate. Ciò è tanto più vero in quanto oggi i titoli obbligazionari hanno perso la loro funzione di diversificazione dei portafogli in caso di ribassi dei corsi azionari. I rendimenti nulli o negativi hanno reso superflue o indesiderate le obbligazioni come veicolo d'investimento e eliminato la loro funzione di riferimento – semplicemente il denaro non ha più prezzo e questo falsa la maggior parte delle decisioni d'investimento. C'è poi il problema supplementare della gestione dello straordinario stock aggiuntivo di debito privato emesso, spesso con garanzia pubblica, al solo scopo di sostituire fatturati evaporati causa pandemia. Le grandi imprese globali potranno gestire questo debito aggiuntivo, che in alcuni casi giace come liquidità nei bilanci e che potrà quindi essere rimborsato in modo quasi indolore. A patto di non indulgere nella solita ingegneria finanziaria del riacquisto di azioni proprie che tende a distruggere valore anziché crearne. Per le piccole medie imprese (PMI), che sono la stragrande maggioranza, occorreranno interventi di ristrutturazione del debito o ulteriori sostegni finanziari per evitare che il suo onere distrugga anche gestioni industriali sane. Ancora una volta a regolatori e banche sarà chiesta una notevole capacità analitica per separare le aziende sane e meritevoli di sopravvivere ad una crisi passeggera da quelle destinate a fallire anche senza la pandemia. Una stretta alle condizioni di erogazione del credito allo scopo di creare munizioni per reggere lo tsunami di insolvenze potrebbe essere fatale alle economie. Il 2021 segnerà forse un ritorno alla normalità per quel che riguarda la nostra vita ma sicuramente questo non sarà il caso per i mercati finanziari. I problemi segnalati nelle previsioni degli scorsi anni e legati alla massa eccessiva di debiti e all'aumento sproporzionato della somma di bilancio delle Banche Centrali si sono nel 2020 solamente ingigantiti assumendo dimensioni mostruose e minacciose. Vi invitiamo espressamente a rileggere almeno le nostre previsioni 2020 che per quel che riguarda l'analisi macroeconomica rimangono di estrema attualità.

Rivediamo ora con un occhio critico le previsioni 2020 – sappiamo che la pandemia ha sconvolto tutti gli scenari economici e finanziari ma è ugualmente interessante paragonare quello che ci eravamo immaginati con quello che è successo effettivamente.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Come premessa indichiamo alcuni valori di riferimento che mostrano come si sono sviluppate le borse, i cambi e i prezzi delle più importanti materie prime – tutto quello che normalmente è oggetto delle nostre previsioni.

Le performance **annuali** (2020 – in moneta locale) degli indici azionari sono state le seguenti:

Eurostoxx50	-4.72% a 3571.59 punti
SX7E	-23.26% a 74.21 punti
DAX	+3.54% a 13718 punti
SMI	+0.82% a 10703 punti
FTSE MIB	-5.41% a 22233 punti
S&P500	+16.16% a 3756.07 punti
Nasdaq100	+47.58% a 12888 punti
Nikkei	+16.01%
Shanghai	+12.57%

Sui cambi abbiamo avuto le seguenti variazioni:

EUR/USD a 1.2215	+8.89%
EUR/CHF a 1.0815	-0.40%

Il prezzo dell'oro è salito a causa della crisi – quello del petrolio è sceso per la recessione:

Oro a 1898 USD/oncia	- 1554 EUR/oncia
Petrolio (WTI) a 48.52 USD/barile	

Infine i tassi d'interesse sono ulteriormente scesi a causa degli interventi delle Banche Centrali:

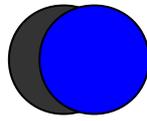
Reddito USTBond decennale (USD)	a 0.93%
Reddito Bund decennale (EUR)	a -0.572%

Questa era la previsione riguardante le **Borse**

Passiamo ora alla nostra previsione per i mercati azionari. Concordiamo con le stime degli utili per le società dell'S&P500 formulate dalle maggiori istituzioni finanziarie mondiali. 174 USD riflettono correttamente la redditività delle imprese e lo sviluppo economico. Questo dato significa che gli earnings nel 2020 saranno uguali o in leggero calo rispetto al 2019. Il mercato azionario americano è valutato sulla base di un P/E di 19 (3300 / 174). Secondo questi valori la borsa americana è cara – secondo altre stime (Shiller P/E a 31) questo valore è ancora superiore e in questo caso la borsa è oscenamente cara. Molti analisti concordano nell'affermare che nei prossimi 10 anni sulla base dei dati storici il guadagno totale di un investimento effettuato ora sull'S&P500 dovrebbe essere del 0% o inferiore.

*Politici e Banche Centrali si sono alleati con una comunanza di interessi per continuare a sostenere i mercati finanziari ed azionari – sulla base dell'esperienza degli anni scorsi fatichiamo quindi ad immaginarci uno scenario nel quale forze opposte siano in grado di provocare un ribasso. Tutto parla in favore di una stabilità ad alto livello. Gli investitori pagano però ora l'S&P500 3300 punti scontando già tutti questi fattori positivi. Non vediamo nessuna ragione possibile ed immaginabile per un ulteriore apprezzamento se non una inspiegabile ed irrazionale isteria di massa e quindi **prevediamo che l'S&P500 chiuda il 2020 a 3200 punti**. L'S&P500 a fine 2019 era a 3230 punti – ci aspettiamo quindi un anno neutro.*

Questa previsione corrisponde anche all'andamento abituale del mercato nell'anno di elezioni. L'analisi ciclica prevede un 2020 praticamente in pari. A gennaio deve ancora esserci una fase di rialzo. Poi deve verificarsi una sostanziale correzione (-10%/-12%) fino a fine febbraio che dovrebbe sfociare nel minimo annuale. Da qui dovrebbero esserci mercati volatili fino a luglio con



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

un forte rimbalzo (+6%/+8%) a marzo-aprile seguito da due test del minimo annuale a giugno e luglio. Da luglio la borsa dovrebbe recuperare e tendenzialmente salire fino a fine anno con obiettivo a 3200 punti di S&P500. Solo ad ottobre ci dovrebbe essere un vuoto d'aria. La prevista rielezione di Donald Trump non dovrebbe entusiasmare i mercati ma neanche provocare sostanziali vendite (metà novembre fino a metà dicembre flat o in leggero calo).

Lo sviluppo che abbiamo descritto corrisponde ad una simulazione matematica fatta usando i dati del passato e dando particolare peso agli anni di elezioni presidenziali e a quelli a numero pieno (2000-2010-2020) che stranamente hanno caratteristiche particolari. Tempi ed ampiezza delle oscillazioni possono variare notevolmente rispetto a questo modello. È già evidente che la correzione di gennaio partirà in ritardo rispetto alla tabella di marcia.

Cosa faranno le borse europee?

L'Eurostoxx50 a fine dicembre (3748 punti) aveva un P/E di 18.9 con un reddito da dividendo di 4.3%. L'Europa è meno cara e offre dividendi interessanti specialmente se paragonati all'America o al reddito delle obbligazioni. La politica monetaria della BCE resta decisamente espansiva e la moneta è stabile. Non si intravedono all'orizzonte focolai di crisi – fino a quando la BCE è disposta a rifinanziare i debiti pubblici e i tassi d'interesse restano bassi è poco probabile che l'alto indebitamento di Paesi come la Grecia, l'Italia o Portogallo (per citare i 3 con il più alto rapporto debito / PIL) sfoci in una crisi.

Crediamo quindi che le borse europee si comporteranno in generale come quella americana. Sarà un anno di transizione con performance vicine allo 0%.

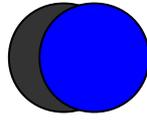
Vediamo delle possibilità solo nel settore bancario (SX7E, 2019 +11.47%) che nel 2019 ha sottoperformato e che viene ancora visto da molti investitori con scetticismo. Se i tassi d'interesse nell'area EUR saliranno, anche di poco, è probabile che le azioni delle banche possano riservare sorprese positive.

Commento: Non abbiamo previsto la pandemia – nessuno lo ha fatto. Su un punto abbiamo avuto ragione – Governi e Banche Centrali hanno fatto di tutto per sostenere l'economia ed i mercati finanziari. Grazie alla coordinazione tra una politica monetaria estremamente espansiva (QE) e un aumento della spesa pubblica con aiuti fiscali, ammortizzatori sociali, prestiti a società in difficoltà e sussidi a imprese e privati la recessione è stata rapidamente superata e il crash delle borse si è rivelato un episodio di breve durata e senza gravi conseguenze. Avevamo previsto per il 2020 borse in pari – c'è invece stato un incredibile e sostanziale rialzo. Noi a marzo avevamo previsto correttamente il minimo e il successivo rimbalzo. Non ci eravamo però immaginati che il rimbalzo sarebbe sfociato in un altro anno con performance decisamente positive per le azioni. La recessione e il calo dei tassi d'interesse ci hanno fatto sbagliare completamente le stime riguardanti il settore bancario.

Questa era la previsione riguardante i **Tassi d'interesse**

Crediamo che ormai nessuno osi più parlare di inflazione – è evidente che il problema è la deflazione e che le Banche Centrali continueranno nel prossimo futuro e seguire una politica monetaria espansiva. Soprattutto perché temono un rallentamento della crescita economica che possa far scoppiare la crisi dell'indebitamento. Siamo convinti che nel 2020 le Banche Centrali continueranno a rifornire i mercati finanziari di ampia liquidità e che i tassi d'interesse resteranno bassi.

Il reddito dell'US Treasury Bond decennale a fine 2019 era al 1.92%. Crediamo che nel 2020 si muoverà tra il 1.5% ed il 2%. Questo significa che probabilmente il total return di questo investimento sicuro e difensivo dovrebbe essere positivo. A fine anno il reddito dovrebbe situarsi nella parte inferiore del range.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

*A novembre Christine Lagarde ha preso il posto di Mario Draghi alla testa della BCE. Sembra una soluzione di continuità. Non pensiamo però che la BCE possa spingere i tassi d'interesse di riferimento sotto il livello attuale anche perché molti Paesi del Nord dell'Europa sono contrari. **Pensiamo quindi che il reddito del Bund tedesco decennale (-0.188% a fine 2019) possa salire in pari o addirittura di poco in positivo.** Non c'è nulla di particolare – questo sarebbe solamente un lieve movimento in direzione della normalità considerando che i tassi d'interesse di riferimento sono sullo 0%.*

Il future sul Bund (che è inversamente correlato al reddito) ha toccato un massimo storico ad agosto 2019. Da allora scende costantemente e a dicembre c'è stato un segnale di vendita di lungo periodo. L'analisi tecnica di conseguenza favorisce un moderato rialzo dei tassi d'interesse sull'EUR. Questo dovrebbe anche aiutare l'EUR stesso.

Commento: La crisi economica e la recessione provocati dal Covid 19 hanno obbligato le Banche Centrali a premere ulteriormente sull'acceleratore. Sono state immesse quantità enormi di liquidità sui mercati finanziari che hanno abbassato ulteriormente i tassi d'interesse a corto termine. Con un ampliamento dei programmi di Quantitative Easing anche i tassi d'interesse a medio e lungo termine sono diminuiti. La BCE ha ridotto anche gli spreads sui titoli di Stato eliminando il rischio legato alla qualità del debitore. In pratica anche Paesi europei fortemente indebitati possono finanziare il loro debito pubblico a tassi d'interesse molto bassi vicini a quelli della Germania (Bund) che servono come mercato di riferimento. In effetti la BCE non persegue una politica congiunturale e di stabilità dei prezzi come da statuti ma si preoccupa che i deficit dei Paesi dell'UE possano essere rifinanziati senza che si verifichi una crisi e un collasso come nel caso della Grecia. Vedremo fino a quando i mercati finanziari accetteranno questa finzione. Per il 2020 ci aspettavamo un leggero aumento dei tassi d'interesse – invece la pandemia ha avuto la logica conseguenza che i tassi d'interesse sono scesi. Il total return (performance + reddito) di un investimento in obbligazioni è stato positivo e decisamente interessante.

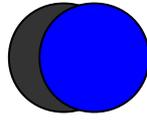
Questa era la previsione riguardante le **Divise**

Per fine 2020 prevediamo un cambio EUR/USD sugli 1.18. Crediamo che una riduzione del differenziale dei tassi d'interesse dovrebbe favorire la moneta europea. Riteniamo possibile che gli americani, per sostenere la crescita economica e favorire le esportazioni, proveranno ad indebolire l'USD – almeno la retorica degli ultimi mesi sembra sostenere questa ipotesi.

Da anni gli Stati Uniti hanno un forte deficit della bilancia commerciale e della bilancia dei pagamenti – il debito pubblico aumenta a dismisura anche perché Donald Trump non ha la spesa pubblica sotto controllo. Normalmente questa combinazione di fattori deve provocare sul lungo termine una svalutazione della moneta. Il cambio EUR/USD a febbraio 2018 era a 1.25 – è seguito un lungo ribasso fino a settembre 2019 (minimo a 1.0880). Da circa un anno il ritmo del ribasso è in calo e il cambio sembra aver formato base intorno agli 1.10. Il grafico è costruttivo e per fine 2019 il cambio è risalito a 1.1215. Si sta delineando un'inversione di tendenza con la MM a 50 giorni in timida ascesa che si avvicina dal basso e quella a 200 ancora in calo.

Attenzione a quelle che sono le possibili conseguenze di un rafforzamento, anche modesto, dell'EUR. Significa che investimenti in valuta straniera perderanno di valore se non vengono effettuate delle assicurazioni sui cambi. Chi ha come moneta di riferimento l'EUR dovrebbe nel 2020 investire maggiormente e con un peso preponderante in questa moneta.

Commento: Previsione giusta anche se in parte fortunata. I tassi d'interesse non sono saliti ma scesi – il differenziale dei tassi d'interesse si è però in effetti mosso in favore dell'EUR. Molti analisti all'inizio del 2020 si aspettavano che il cambio scendesse sulla parità. Grazie all'analisi tecnica abbiamo giustamente visto che si stava preparando un'inversione di tendenza. Prevedere



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

l'ampiezza del movimento é praticamente impossibile – quanto un trend inizia é difficile stimarne la forza e l'estensione. I cambi calcolati sulla base di formule economiche come la parità del potere d'acquisto sono sempre sbagliati visto che mai il cambio si stabilizza su questo valore teorico.

Questa era la previsione riguardante l'**Oro**

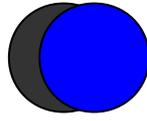
*Riteniamo che anche nel 2020 il prezzo dell'oro (1517 USD/oncia) debba salire. È difficile fissare un target. L'oro ha toccato un massimo storico a settembre del 2011 a 1921 USD. Nei successivi periodi di crisi il prezzo dell'oro non ha più avvicinato questi livelli poiché gli investitori, che avevano bisogno liquidità, lo hanno venduto. Pur essendo positivi sull'oro non gli attribuiamo molto potenziale di rialzo. **Pensiamo che il prezzo a fine 2020 si situerà tra i 1600 ed i 1750 USD/oncia.** Fino a 1790 USD ci sono massicce resistenze difficilmente superabili. Non vediamo ragioni particolari per un nuovo massimo storico dell'oro quest'anno. Consigliamo caldamente di tenere una posizione di questo bene solido e difensivo nel portafoglio.*

Commento: Il consiglio di tenere assolutamente dell'oro nel portafoglio é rivelato azzeccato. Nella crisi gli investitori hanno nuovamente comperato beni rifugio. La politica monetaria ultra espansiva delle banche Centrali insieme all'aumento esponenziale dei debiti pubblici fa temere agli investitori una disgregazione del valore delle monete. Come alternativa alla liquidità si comprano beni reali come l'oro che nel 2020 ha toccato un nuovo record storico a 2075 USD/oncia. Secondo l'analisi tecnica l'oro si trova in un bull market di lungo periodo.

Seguivano queste **considerazioni finali**

Riassumendo il 2020 dovrebbe essere un anno volatile – difficilmente si potranno ripetere le ottime performances delle borse del 2019. Non siamo negativi poiché non abbiamo più validi motivi per esserlo. I politici e le Banche Centrali sembrano avere la situazione sotto controllo. Malgrado i nostri timori l'indebitamento e il più grande esperimento monetario della storia non provocano un crollo dei sistemi finanziari. Non sappiamo perché ma ne prendiamo nota. Molte forze spingono la liquidità verso un investimento in azioni. Le obbligazioni rendono troppo poco e molti investitori a queste condizioni sono obbligati a comperare azioni. Comperano gli investitori privati di ogni età perché partono dal principio che il capitale deve rendere e non possono permettersi di lasciare dormire i soldi in un conto corrente vedendoli diminuire a causa di tassi d'interessi negativi o delle spese bancarie o della (poca) inflazione. Comprano le casse pensioni che hanno obiettivi di rendimento del capitale del 2.5% (tasso d'interesse tecnico in Svizzera) fino all'8% (sistemi previdenziali americani) e quindi matematicamente per raggiungerli devono possedere azioni. Comperano le Banche Centrali come la Banca Nazionale Svizzera o la Bank of Japan. La prima perché per evitare un'eccessiva rivalutazione del CHF ha accumulato 800 Mia di CHF in divise estere che per diversificazione devono essere investite in parte in azioni (ca. 20% = ca. 160 Mia di CHF). La seconda perché per evitare il tracollo della borsa, delle finanze pubbliche e dello YEN ha deciso di comperare qualsiasi cosa. Da ultimo comprano le società stesse (shares buy back) poiché con gli utili accumulati in bilancio non trovano validi investimenti. Comprano allora le azioni proprie per aumentare artificialmente il guadagno per azione e per far salire l'azione in borsa rendendo felici managers e azionisti.

Insomma – la più grande bolla speculativa della storia può continuare a gonfiarsi. Al momento non appare nulla all'orizzonte in grado di farla scoppiare. L'anno scorso però le borse hanno corso troppo. Ci aspetta un anno volatile e incerto con poco o nessun potenziale di guadagno.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Commento: C'è bisogno un commento? Questo riassunto spiega con attualità e lucidità il rialzo delle borse. È la corretta descrizione delle forze che hanno spinto l'S&P500 a chiudere il 2020 su un nuovo massimo storico. Questa favola può continuare all'infinito? È possibile ma è poco probabile.

Previsioni 2021

Le economie mondiali sono vicine ad un momento decisivo. Tutti si rendono conto che non si può continuare a fare debiti pensando che presto o tardi non ci siano delle conseguenze negative. Non si può vivere su un benessere creato dal nulla. Che senso ha pagare le imposte quando si vede che lo Stato può spendere all'infinito soldi che prende in prestito dalla Banca Centrale la quale semplicemente li stampa?

Come può interrompersi questo moto apparentemente virtuoso e perpetuo?

I debiti possono essere cancellati ma non bisogna dimenticare che ad un debitore corrisponde un creditore. La conseguenza sarebbe la traumatica e improvvisa sparizione di una incredibile massa di ricchezza finanziaria. Verrebbero duramente puniti i risparmiatori e in generale chi ha un credito. Verrebbero distrutti i sistemi pensionistici. Ci sarebbe una depressione mondiale.

Le Banche Centrali si sono buttate in un vicolo cieco ma i responsabili non sono dei pazzi. Hanno un piano per tentare di risolvere il problema. Devono creare inflazione e contemporaneamente tenere i tassi d'interesse vicini allo 0% per impedire un collasso delle finanze statali. Con tassi reali negativi per un lungo periodo di tempo tentano di riassorbire lentamente il debito. Il problema è che in questa maniera tengono in piedi strutture destinate da tempo a fallire e obbligano l'economia a crescere a ritmi moderati e al di sotto del loro potenziale. Il Giappone serve purtroppo da esempio.

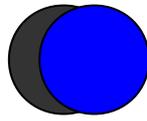
Il sentiero sul quale ci muoviamo è stretto, in salita e lungo una cresta – è possibile che questo esercizio di equilibrio continui ancora per anni e che ogni incidente possa essere superato con i soliti sistemi. Ad un certo momento succederà qualcosa di inatteso che farà tracollare il sistema finanziario come lo conosciamo finora. Il problema è che nessuno sa quando questo potrebbe accadere. Più i debiti aumentano e il valore delle azioni si stacca dalla realtà e più la correzione di questi eccessi sarà dolorosa.

Ovviamente a questo punto bisogna domandarsi se ha senso e vale la pena fare ancora delle previsioni per i mercati finanziari nel 2021. Siamo nelle mani dei governi dei Paesi con le più importanti economie mondiali e delle relative Banche Centrali. Questi tenteranno con tutte le loro forze e gli imponenti mezzi che hanno a disposizione di:

- Impedire una recessione
- Evitare il fallimento di Paesi o strutture troppo grandi e in grado di mettere in pericolo il sistema finanziario mondiale
- Combattere un crollo delle borse – non possono impedire dei mini crash poiché i loro tempi di reazione sono più lunghi di quelli delle istituzioni e persone che operano in borsa.

A questo scopo sono obbligati a tenere i tassi d'interesse vicini allo 0% o più in basso. Per il momento i debiti pubblici e la somma di bilancio delle Banche Centrali continueranno ad aumentare. I politici non hanno il minimo interesse a contenere la spesa pubblica specialmente adesso che si sono resi conto che possono farlo senza apparenti conseguenze.

Mai però nella storia c'è stato un tale aumento di debiti e di massa monetaria senza che ci siano state delle massicce conseguenze negative. Finora l'inflazione è stata evitata unicamente dalla diminuzione della velocità di circolazione della moneta. Concretamente la liquidità creata dalle Banche Centrali non è circolata ma si è fermata nel sistema bancario, nei bilanci delle grandi imprese e tra i risparmi della popolazione attualmente pensionata. Ogni trend è destinato a finire –



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

quando questa liquidità comincerà a circolare l'inflazione potrebbe diventare un problema incontrollabile. Il primo passo lo hanno fatto nel 2020 gli Stati che hanno versato soldi direttamente ad imprese e cittadini per compensare le perdite causate dalla pandemia. Distruggere le obbligazioni detenute dalle Banche Centrali e fare così sparire il debito pubblico, come propone la MMT (Modern Monetary Theory), provocherebbe unicamente una caduta di fiducia e di valore delle monete fiat e una mostruosa inflazione. Di moderno questa teoria ha ben poco visto che nella storia di esempi di Stati che hanno finanziato i deficit con promesse mai mantenute stampando carta straccia ce ne sono tanti. La domanda è solo quanto dura la pazienza e la fiducia dei creditori prima che prendano il forcone e cerchino di riavere quanto è dovuto. I titoli di Stato sono dappertutto e non solo nei bilanci delle Banche Centrali – guai se sorgesse il dubbio che non valgono niente.

Borse

Vogliamo lo stesso dare un'idea di quanto vale la borsa? A questo riguardo abbiamo alcune cifre - le stime degli analisti per gli utili delle società dell'S&P500 sono a 170 USD per il 2021 e a 200 USD per il 2022. Se capitalizziamo questi utili con un P/E di 20, storicamente uno dei livelli più alti mai raggiunti dal mercato, significa che l'S&P500 vale 3400 punti e potrebbe salire nel 2022 a 4000 punti. Se i tassi d'interesse nominali e reali scendessero ulteriormente ci sarebbero ancora più investitori disposti a pagare un P/E superiore. Con questo gioco matematico si può prevedere che per fine anno l'S&P500 può valere sui 3800-4000 punti. Questo corrisponde a quanto si aspettano come al solito le maggiori società d'investimento di Wall Street – da un mercato in pari fino ad un guadagno di circa il +6%.

Esistono due correnti di pensiero – una classica basata sui fondamentali alla quale noi ci sentiamo maggiormente legati e una progressista rappresentata dai molti giovani che non hanno mai vissuto un bear market.

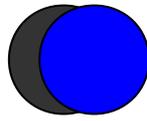
Per i primi la borsa è oscenamente cara, pericolosa, instabile e vicina al collasso. Jeremy Grantham di GMO afferma che un crollo della borsa è solo una questione di mesi. John Hussmann ha calcolato che sulla base dei valori attuali nei prossimi 10 anni la performance dell'S&P500 dovrebbe essere negativa.

I secondi hanno visto da decenni che la borsa sale continuamente – qualsiasi forte correzione è sempre stata un'occasione d'acquisto. Ritengono che gli Stati e le Banche Centrali controllano la situazione e non lasceranno mai cadere la borsa. Parlano di nuovi paradigmi e tecnologie distruttive – giustificano gli alti P/E con i tassi d'interesse molto bassi. Finora hanno avuto ragione ed è possibile che anche nel 2022 la spuntino. Dobbiamo piegarci al consenso e alla logica e prevedere anche noi un anno di borsa moderatamente positivo. Al momento non esistono alternative all'investimento in azioni.

Attenzione però che presto o tardi saranno i classicisti ad aver ragione. Il 2021 è un anno con forti rischi e bisogna tenere gli occhi aperti – un'altra crisi come quella provocata dal Covid 19 non potrà più essere gestita e assorbita con i metodi attuali e potrebbe provocare una catastrofe finanziaria. Consigliamo a tutti di avere un piano di salvataggio in caso di crash.

Speriamo solo di essere in grado di notare le abituali scosse telluriche che precedono il terremoto vero e proprio.

Pensiamo che le borse europee si limiteranno a seguire la borsa americana. In Europa i P/E sono inferiori e i redditi da dividendo sono superiori all'America. Purtroppo anche le prospettive di crescita economica e degli utili sono minori e quindi non pensiamo che le borse europee possano di base comportarsi meglio della borsa americana. L'unica differenza la può fare il cambio EUR/USD. Abbiamo notato che le variazioni sul cambio hanno tendenza a compensare parte delle differenze di performance. Poiché riteniamo che il cambio EUR/USD debba scendere a 1.18 è possibile che le borse europee nel 2021 si comportino meglio dell'S&P500 americano.



BERNASCONI
CONSULT

VERMÖGENSVERWALTUNG ◊ FINANZBERATUNG ◊ TRADING

Tassi d'interesse

Siamo convinti che i tassi d'interesse nominali su USD e EUR resteranno bassi e vicini allo 0%. La curva dei tassi resterà piatta. Un investimento in USD renderà di più che uno in EUR. I tassi d'interesse in EUR potranno essere negativi – quelli sull'USD no per una scelta dichiarata della FED. Gli spread sui titoli di Stato europei resteranno bassi.

Il mercato del reddito fisso viene controllato su tutta la curva dalle Banche Centrali che non hanno il minimo interesse a cambiare qualcosa. Questo significa che un investimento in obbligazioni nel 2021 non renderà praticamente nulla – può solo servire come alternativa alla liquidità sui CC che rischia di essere colpita dai tassi d'interesse negativi.

A qualsiasi crisi le Banche Centrali reagiranno con miglioramento delle condizioni monetarie – se possibile abbasseranno ulteriormente i tassi d'interesse ma bisogna rendersi conto che il margine di manovra è praticamente nullo.

Divise

Il cambio EUR/USD ha terminato il 2021 a 1.2215. La situazione è l'opposto di un anno fa. Ora tutti sono negativi sull'USD, si aspettano un ulteriore deprezzamento della moneta americana, la maggior parte dei traders è short.

Crediamo che questo eccesso di pessimismo debba essere corretto. L'analisi tecnica ci mostra che l'USD Index sta facendo base e sta preparando un rialzo dell'USD. Di conseguenza dopo un anno di apprezzamento dell'EUR ci aspettiamo un movimento nella direzione opposta. Pensiamo che il cambio EUR/USD per fine 2021 debba essere sugli 1.18.

Oro

L'oro è in un rialzo di lungo termine – è in un bull market secolare. Non abbiamo un'idea precisa di come potrebbe muoversi durante il 2021. Dopo il massimo storico di agosto 2020 a 2075 USD l'oro ha semplicemente consolidato sui 1850-1950 USD. Crediamo che debba esserci ancora una spinta di rialzo di circa 300 USD che dovrebbe far salire l'oro su un nuovo massimo storico sui 2200 USD/oncia. Pensiamo che l'oro deve appartenere a qualsiasi portafoglio come bene rifugio e difensivo. Si apprezzerà nel tempo – dovrebbe comportarsi bene in caso di inflazione. Non apparteniamo però a quel gruppo di investitori che prevede un crollo dei sistemi finanziari mondiali e punta tutto sull'oro come solo veicolo d'investimento in grado di salvare i risparmi dalla distruzione.

Riassumendo il 2021 è nelle mani degli Stati e della Banche Centrali. Queste istituzioni stanno agendo per sostenere un moderato rialzo delle borse – in caso normale dovrebbero riuscirci. Ogni anno però succede qualcosa in grado di cambiare questa situazione di instabile equilibrio e creare dei rischi per l'economia ed i mercati finanziari. Bisogna quindi navigare a vista ed essere pronti a qualsiasi eventualità. Abbiamo sviluppato diversi scenari e sappiamo come dovrebbero reagire i mercati alle possibili minacce e contromisure delle autorità politiche e monetarie. Speriamo bene poiché dei mercati azionari oscenamente cari possono solo salire poco o crollare.

Michele Bernasconi

Hausen am Albis, 8 gennaio 2021