



# Settembre 2016

## Punto mensile – Settembre 2016

Mi è capitato di recente di vedere "Inside Out", un film animato che ha avuto parecchio successo quando uscì un anno fa, nel quale si presuppone che nella nostra mente ci siano cinque emozioni a dettare le modalità dei nostri comportamenti. Durante la visione, mi è venuto naturale pensare a cosa accade nei cervelli degli operatori finanziari (tra cui anche quello del sottoscritto) quando vengono pubblicati i dati, oppure quando ascoltiamo i governatori delle banche centrali (anche loro ovviamente guidati dalle emozioni) o ancora quando accadono fattori esogeni non prevedibili. Gioia, tristezza, disgusto, rabbia e paura interagiscono nelle nostre teste e ci danno gli input su cosa fare e cosa non fare. Se poi l'azzecheremo, questo è tutto da vedere. Ma andiamo con ordine... Ad inizio agosto ci eravamo lasciati con l'auspicio che non accadesse nulla di particolare durante le nostre vacanze ed in effetti, il mese è stato molto tranquillo, con la volatilità che si è abbassata notevolmente (soprattutto sull'indice S&P 500) consentendoci di riposarci dalle fatiche accumulate nel corso dell'anno. I mercati azionari sono saliti senza eccessi, così come quelli obbligazionari. Poi siamo tornati ai nostri desk e sono cominciate le pubblicazioni dei dati e tutti i grattacapi stagionali. Gli Stati Uniti hanno visto sicuramente un peggioramento, soprattutto nell'ISM servizi, il Regno Unito sembra non aver risentito della Brexit, mentre la Germania appare in rallentamento. Insomma una gran confusione. E tutti a chiedersi se la Fed ora alzerà finalmente i tassi. Forse sì, però solo una volta e

poi si ferma. Di nuovo, gioia, tristezza, rabbia, disgusto e paura. Fino a quando entra in scena Mario Draghi (che tutti immaginavano tirasse fuori chissà quale coniglio dal cilindro) e dice chiaramente che le politiche monetarie, senza l'aiuto dei governi attraverso le politiche fiscali, non possono fare miracoli, ed invita la Germania ad aumentare la sua spesa. A questo punto non vi nascondo che le mie aspettative sulla fine dell'*austerità* cominciano a crescere, pur essendo consapevole che i rischi politici rimangono peraltro elevati. Se si verificasse questo scenario infatti, le previsioni di un'inflazione in risalita si impennerebbero ed a quel punto continuare a detenere posizioni su governativi lunghi potrebbe essere deleterio. Per evitare che il settore del credito soffra eccessivamente, le banche centrali farebbero in modo di fare acquisti soprattutto sulla parte breve della curva (i cui rendimenti resterebbero su livelli minimi), lasciando invece che il mercato faccia il proprio lavoro sulla parte lunga, riprezzando i titoli (con un conseguente rialzo dei rendimenti). Certo, detto da me che non ho mai consigliato di detenere obbligazioni governative decennali (e quindi non ho beneficiato del rally che li ha accompagnati verso tassi negativi), potrebbe sembrare il commento della volpe che non arriva all'uva; eppure non mi sarei mai aspettato di vedere qualcuno pagare interessi allo Stato italiano per prestargli i soldi a due anni. Si potrà obiettare che nessuno compra più CTZ in banca, eppure tenendo soldi sui fondi obbligazionari alla fine è come se si stessero

---

acquistando indirettamente. In questo eventuale nuovo contesto quel che occorre fare è proteggere i propri risparmi dall'erosione del valore reale che crea l'inflazione ed i TIPS svolgono egregiamente questo ruolo. Basti vedere cosa è successo di recente ai TIPS inglesi (specialmente quelli a lunga scadenza), nostro storico cavallo di battaglia. Anche l'oro può continuare a svolgere un'importante funzione all'interno dei nostri portafogli, sempre senza eccedere nel peso (massimo 10 %) e con approccio attivo (ridurre la posizione quando strappa al rialzo e aumentarla quando corregge). Inoltre in caso di impennata dell'inflazione, potrebbe esserci un crash dei mercati azionari, che costituirebbe un ottimo *entry point* soprattutto per quanto riguarda le azioni di quelle società che dispongono di un buon *pricing power* e non sono particolarmente indebitate. Ovviamente sono tutte considerazioni che lasciano il tempo che trovano se dovessimo continuare a rimanere impantanati nelle sabbie mobili dell'austerità. Pur tuttavia, anche dovesse avverarsi questo secondo scenario, i valori attuali sia delle azioni che delle obbligazioni (tutte quelle che scambiano di gran lunga sopra la pari pur non pagando cedole) mi sembrano difficilmente sostenibili. Nei prossimi mesi ci attendono situazioni interessanti: FED e BOJ, elezioni americane e spagnole, referendum italiano, le negoziazioni UK ed EU ma anche rischi geopolitici di varia natura. Di nuovo... gioia, paura, rabbia, disgusto e tristezza a lavorare nelle nostre teste, cercando un equilibrio. Speriamo in un lieto fine come nel film.

**Michele de Michelis**

CIO, FRAME Asset Management