

Update on Greece

July 6th, 2015



Philippe Ithurbide

Global Head of Research,
Strategy and Analysis, Amundi

Referendum in Grecia: conseguenze sui mercati finanziari e sull'asset allocation

Breaking news

I greci hanno deciso di dare fiducia al governo Tsipras e per negoziare una migliore trattativa con i creditori. Con una percentuale di votanti di oltre il 61% , il " NO" alla fine ha prevalso. Questo documento è stato scritto con lo scopo di presentare le questioni emergenti, i diversi scenari e gli impatti sui mercati finanziari e sull'asset allocation.

Lezioni dal voto e dall'attuale contesto

Otto sono i temi chiave suscettibili di influenzare i mercati finanziari.

Quali sono i messaggi chiave? In primo luogo, occorre ricordare che, anche se i greci vogliono restare all'interno dell'Unione Europea e nella zona euro, hanno respinto il referendum, dando potere contrattuale aggiuntivo al governo Tsipras. Secondo è fondamentale in questa fase monitorare le posizioni tedesche e francesi. I tedeschi vogliono evitare qualsiasi rischio morale, mentre i francesi raccomandano un rapido accordo senza umiliare la Grecia (sono state fatte alcune citazioni al Trattato di Versailles). Il terzo elemento chiave è se i creditori accetteranno la negoziazione - ristrutturazione – cancellazione del debito. Questo fa una grande differenza in termini di solvibilità a lungo termine. In quarto luogo, durante il periodo di negoziazione, l'atteggiamento della BCE (banche greche , QE ...) sarà un fattore chiave per lo stress sui mercati finanziari. Ultimo ma non meno importante, senza dubbio i mercati finanziari saranno molto sensibili alla rapidità di qualsiasi accordo. Prima sarà, meglio sarà.

Riprenderanno i negoziati dopo il referendum? La risposta è sì. Pochi giorni prima del referendum, il presidente dell'Eurogruppo aveva dichiarato che non ci sarebbero potuti essere altri negoziati con la vittoria del "NO" al referendum. Merkel aveva detto di non voler gestire alcun negoziato prima del voto, mentre Hollande aveva cercato di mettere pressione per un accordo di

emergenza. Sull'altro fronte, i greci hanno ribadito di non voler uscire dall'unione europea e dall'euro ma di volersi assicurare un (buon) affare. La situazione è confusa e in stallo: né il governo greco né i creditori vogliono la responsabilità di una rottura della trattativa. Abbiamo già sottolineato che sarebbe stato rischioso considerare la vittoria del "No" come la fine dei negoziati e il "Sì" come la fine dei problemi. A seguito del referendum, le principali modifiche riguarderanno il potere contrattuale. La vittoria del "NO" è sicuramente un plus per il governo greco, mentre il "Sì" è più favorevole per i creditori. Ma alla fine, tutti gli attori chiedono un accordo. Il problema fondamentale è la tempistica, a causa della scadenza con la BCE: i greci devono pagare 3.5 miliardi di euro il 20 luglio, e in assenza del pagamento, i mercati finanziari scommetteranno sulla fine del programma dell'ELA cioè la bancarotta del sistema bancario e del paese... a meno che gli Europei non saranno in grado di promuovere un piano alternativo per evitare questo dramma.

La vittoria del "NO" è la peggiore delle ipotesi? Non necessariamente. La questione è più complessa. Naturalmente, se i creditori fermassero la negoziazione, sarebbe la peggiore delle ipotesi. I creditori potranno correre questo rischio? Probabilmente no. Gli europei rivogliono indietro i loro soldi e vogliono salvare l'unione. Ciò che è chiaro, tuttavia, è che Tsipras ha ottenuto più potere contrattuale e il governo greco vuole una ristrutturazione/taglio del debito nell'accordo, che includerebbe riforme strutturali e un piano di salvataggio. Se i creditori accettassero un simile accordo, questo scenario sarebbe alla fine positivo per i mercati finanziari, anche nel medio e lungo termine. A breve termine, la vittoria del "No" sarà mal percepita dai mercati finanziari.

Il potenziale accordo terrà conto della rinegoziazione del debito? Questa domanda è molto significativa per le prospettive di medio termine. In caso affermativo, l'accordo sarà percepito come a lungo termine e sostenibile. Altrimenti, i problemi greci (insolvenza, onere del debito ...) si riproporranno presto, con la possibilità di entrare in nuova fase di stress e caos. In ogni caso, senza dubbio, nel breve termine i mercati finanziari percepirebbero positivamente qualsiasi accordo che abbia lo scopo di risolvere l'attuale crisi politica. Come promemoria, la Grecia ha debiti verso diversi paesi e organizzazioni, a seguito dei due salvataggi (2010 e 2012). I fondi di salvataggio ammontano a 220 miliardi di euro, la maggior parte dei quali non è stata ancora restituita. La Grecia deve circa 56 miliardi di euro alla Germania, 45 miliardi di euro alla Francia, 37 miliardi di euro all'Italia, 25 miliardi di euro alla Spagna, e 12 miliardi di euro all'Olanda, 6 miliardi di euro all'Austria, 7 miliardi di euro al Belgio, e 4 miliardi di euro alla Finlandia. Il governo greco deve agli investitori privati greci circa 39 miliardi di euro, e 120 miliardi di euro agli istituzionali tra cui le banche greche. La montagna del debito della Grecia è pari al 180% del PIL.

Per quanto tempo potranno rimanere chiuse le banche greche? Questo tema non è molto dibattuto, ciò potrebbe essere un errore. Secondo il governo, le banche greche dovrebbero riaprire il giorno seguente il referendum, il che sembra eccessivamente ottimista in mancanza di un accordo / salvataggio ... L'unico modo per riaprire le banche potrebbe essere quello di rafforzare i controlli sui capitali. Le banche potranno rimanere chiuse a lungo senza gravi danni e senza proteste di strada e/o ulteriori declassamenti da parte delle agenzie di rating? Ne dubitiamo. E' necessario un rapido accordo tra i creditori e la Grecia.

La BCE continuerà a sostenere le banche greche attraverso la liquidità di emergenza? E' ipotizzabile di no. In tale scenario, le banche andrebbero corte di liquidità e fallirebbero. Questo, per dire che l'economia greca affonderebbe, come accaduto all'Islanda nel 2008. I funzionari della BCE hanno recentemente dichiarato che l'istituzione non è di natura politica, e finché entrambe le parti discuteranno su una soluzione, non può assumersi la responsabilità di interrompere il piano. Ma la BCE ha un proprio statuto e missione: se la Grecia non pagasse il proprio debito alla BCE e/o se la solvibilità delle banche peggiorasse ulteriormente, la banca centrale sarebbe poi costretta a modificare l'attuale sostegno alle banche greche. La scorsa settimana, S&Poor's ha ridotto il rating delle quattro più grandi banche greche (Alpha Bank, Eurobank Ergasias, National Bank of Greece e Piraeus Bank); adesso si trovano ad una tacca sopra il "default selettivo". Tuttavia, la BCE ha deciso di mantenere immutato il suo supporto al sistema bancario greco (stesso

ammontare di liquidità, senza alcun taglio). Non c'è dubbio che alcuni membri, che hanno già votato contro l'aumento del massimale ELA per le banche greche il 28 giugno, sono saldamente in disaccordo. Tuttavia, in mancanza di un ulteriore declassamento delle banche greche, è ragionevole pensare che la BCE continuerà a sostenere le banche greche, senza tagli. Ciò dovrebbe continuare ... almeno fino al 20 luglio. Il mancato pagamento del debito con la BCE del 20 luglio sarebbe altamente critico. Ciò probabilmente congelerebbe il programma di liquidità d'emergenza della BCE per le banche greche. Da notare che il sistema bancario greco è tenuto in vita da questo denaro emergenza (quasi 89 miliardi di euro dal 28 giugno) e la BCE ha già incrementato il massimale dell'ELA per le banche greche 4 volte di fila nel 2015: 12 febbraio 60 miliardi di euro), 18 Febbraio (68 miliardi di euro), 22 aprile (75.5 miliardi di euro) e 19 giugno (84 miliardi di euro). Ogni buon affare tra i Greci e i creditori eliminerebbe questi i rischi.

Il piano anti-contagio della BCE è solido e credibile? Chiaramente la risposta è sì . Al di là della ELA (che garantisce l'accesso alla liquidità per le banche), la BCE può allargare e accelerare il programma di QE (che mantiene tassi e rendimenti a livelli bassi e la protezione del debito dei paesi periferici) e attivare l'OMT (recentemente approvato dalla Corte di giustizia della Comunità Europea). Ultimo ma non meno importante, la BCE potrebbe anche iniziare a comprare obbligazioni societarie. In altre parole, la Grecia non presenta un rischio sistemico e il piano anti-contagio è altamente credibile.

Mercati finanziari? Quale è la posta in gioco ora?

A seguito del Referendum ci sono 3 opzioni:

- Un accordo tra i creditori e la Grecia, oppure no
- Un accordo che include il debito greco, oppure no
- Un accordo veloce accordo, oppure no

Un accordo che costringesse la Grecia ad attuare nuove riforme, compreso un piano di salvataggio (con ricapitalizzazione del sistema bancario ricapitalizzazione) e ristrutturazione del debito calmerebbe di sicuro le preoccupazioni. Un accordo che escludesse la ristrutturazione del debito potrebbe anche piacere ai mercati finanziari.

Se approvato rapidamente, ogni accordo sarebbe positivo per l'incombere delle prossime scadenze:

- 8 Luglio: emissioni di obbligazioni governative a 26-settimane
- 10 Luglio: la Grecia deve rifinanziare 2 miliardi di euro di obbligazioni a breve termine
- 13 Luglio: scadenza del prestito del FMI (circa 450 milioni di euro). Riunione dell' Eurogruppo.
- 14 Luglio: la Grecia deve ripagare 11,7 mld di JPY del prestito in Yen
- 16 Luglio: Riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE
- 17 Luglio: la Grecia deve pagare 71 milioni di euro di interessi su obbligazioni a tre anni vendute nel 2014
- 20 Luglio: Rimborso di 3,5 miliardi di euro di obbligazioni detenute dalla BCE
- 31 Luglio: Revisione del debito sovrano di Moody's
- 1 Agosto: Interessi sui prestiti del FMI (pagamento dovuto del 5 agosto), per un totale di circa 175 milioni di euro
- 5 Agosto: Riunione del Consiglio direttivo della BCE non legato a temi di politica monetaria. Emissione di obbligazioni governative a 26-settimane.
- 7 Agosto: la Grecia ha bisogno di rifinanziare 1 miliardo di euro in obbligazioni
- 14 Agosto: la Grecia ha bisogno di rifinanziare 1,4 miliardi di euro in obbligazioni
- 20 Agosto: la Grecia deve rimborsare 3,2 miliardi di euro di obbligazioni detenute dalla BCE

Scenari, probabilità e impatti

È possibile identificare 4 possibili scenari. Le probabilità di tali scenari sono naturalmente soggettive e dipendono esclusivamente dagli sviluppi politici.

Scenario #1: creditori e greci non sono in grado di raggiungere nessun accordo. Questo potrebbe essere lo scenario. In questo caso la Grecia non sarebbe in grado di ripagare il proprio debito, e la BCE potrebbe essere costretta a bloccare il programma di emergenza di liquidità per le banche, il che significherebbe andare in bancarotta. L'economia potrebbe collassare del tutto (si pensi all'Islanda nel 2008). La Grecia potrebbe trovarsi costretta a stampare una moneta parallela (all'euro) per pagare i dipendenti pubblici e le pensioni ... questa moneta parallela non avrebbe alcuna credibilità internazionale (si veda Cuba). La Grecia, sarebbe dunque ancora parte dell'Unione Europea Monetaria (Euro) *de jure*, ma sarebbe *de facto* fuori dalla stessa. La Grecia e i suoi creditori sarebbero ancora interessati da conflitti duraturi (si pensi all'Argentina dopo la fine del conflitto monetario e del *default* nel 2001). Prima o poi, la Grecia potrebbe essere incline a chiedere una uscita ufficiale (si veda inserto sotto).

Probabilità: 20%

Impatti sul mercato. In un primo momento, i mercati finanziari europei sarebbero guidati al ribasso: cadute delle azioni, e in particolare dei paesi periferici, con ampliamento degli spread per obbligazioni governative e societarie, calo dei rendimenti obbligazionari europei *core* e dei rendimenti obbligazionari statunitensi, incremento degli indici di volatilità, aumento dei prezzi dell'oro... di conseguenza, la BCE sicuramente accelererebbe il programma di QE (e probabilmente le OMT - *outright monetary transactions*), che potrebbe calmare le tensioni nei Paesi Periferici. L'euro sarebbe certamente più debole.

Come uscire dall'Unione europea? L'articolo #50 del Trattato di Lisbona afferma che "ogni Stato membro può decidere di recedere dall'Unione conformemente alle proprie norme costituzionali. Lo Stato membro che decide di recedere dovrà notificare il proprio intento al Consiglio Europeo. Alla luce degli orientamenti formulati dal Consiglio europeo, l'Unione negozia e conclude un accordo con lo Stato, stabilendo le modalità della sua fuoriuscita, tenendo conto del quadro dei futuri rapporti con l'Unione". Tale accordo "è concluso a nome dell'Unione dal Consiglio, il quale delibera a maggioranza qualificata, previa approvazione da parte del Parlamento europeo".

"I trattati cessano di essere applicabili allo Stato interessato a decorrere dalla data di entrata in vigore dell'accordo di fuoriuscita o, in mancanza di tale accordo, due anni dopo la notifica, a meno che il Consiglio europeo, d'intesa con lo Stato membro interessato, decida all'unanimità di estendere tale periodo". Se la Grecia dovesse decidere di fuoriuscire dall'Unione, il primo passo da compiere sarebbe, dunque quello di notificare tale volontà. Se così fosse, l'Europa sta già lavorando per implementare un specifico *set-up* che consenta alla Grecia di creare una nuova moneta, istituzioni adeguate... in altre parole per fare il *reverse engineering* di quanto costruito negli ultimi anni/decenni.

Come uscire dall'Euro? Un'uscita dall'Unione Europea è contemplata dal Trattato di Lisbona, mentre un'uscita dall'Euro non è prevista. Il tasso di cambio al quale le valute sono sostituite dall'euro è irrevocabile (articolo 140, comma 3, Trattato di Lisbona). In altre parole, adottare come moneta l'Euro è una scelta irreversibile. Inoltre, a meno che non esista uno specifico trattamento o una deroga specifica (come per il Regno Unito e la Danimarca), ogni paese membro dell'UE dovrebbe accettare l'adesione all'Euro non appena rispetta i criteri.

Come possono i paesi membri dell'Euro abbandonare la moneta unica e rimanere comunque membri dell'UE? Dovremmo far riferimento a dichiarazioni ufficiali per anni, l'esistenza dell'UE significa esistenza dell'Unione Monetaria Europea. Legalmente, a causa della mancanza di un quadro normativo, un paese può chiedere l'uscita dall'Euro e chiedere di rimanere all'interno dell'UE. Tuttavia, tecnicamente, per quanto riguarda le istituzioni questo sembra impossibile. Un'uscita dall'Euro equivale ad un'uscita dall'UE, almeno per il momento.

I Paesi europei non possono far uscire uno dei paesi membri né dall'Euro né dall'Unione Europea. Naturalmente, l'Unione europea può, indirettamente, far uscire un paese, attraverso pressioni o forzando un paese ad adottare determinate misure. Questo scenario è emerso nel 2011-2012, nei confronti della Grecia. Alcuni osservatori hanno pensato che l'Europa e la BCE potrebbero smettere di sostenere la Grecia, costringendo il paese ad adottare lo scenario *Grexit*.

Scenario #2: raggiungimento di un accordo prima del 20 luglio, con menzione speciale per la ristrutturazione del debito. Per raggiungere tale obiettivo e per giungere ad un "accordo perfetto", sarebbero necessari dei creditori più tolleranti e/o un potere contrattuale più forte per la Grecia: un piano di salvataggio + riforme strutturali + piano di ricapitalizzazione per le banche + ristrutturazione del debito (riduzione). In tal caso, le attività bancarie si riprenderebbero, la Grecia sarebbe in grado di rimborsare tutti i suoi debiti e non rappresenterebbe più un rischio per gli anni a venire. Il paese potrebbe anche essere in grado di prendere in prestito denaro dai mercati dei capitali. Politicamente, questo scenario potrebbe essere un importante passo e aprire la strada al federalismo. Questo scenario è di gran lunga la migliore delle ipotesi.

Probabilità: 35%

Impatti sul mercato. La messa a punto dell'anti-contagio e il raggiungimento dell'"accordo perfetto" garantirebbero condizioni migliori e di maggiore stabilità per i mercati finanziari europei. Per quanto riguarda l'accordo, il prima possibile sarebbe meglio. Le azioni salirebbero significativamente, gli *spread* (obbligazionari sovrane e societarie) si restringerebbero, e l'Euro si apprezzerrebbe.

Scenario #3: raggiungimento di un accordo prima del 20 luglio, senza alcuna ristrutturazione del debito. In un tale scenario, i greci continuerebbero a portarsi avanti l'intero debito. Il piano di salvataggio li costringerebbe, tuttavia, ad attuare riforme strutturali, ad implementare un maggiore rigore fiscale, avanzi primari ... tutto ciò rappresenterebbe una buona notizia per i mercati finanziari, ma i problemi a lungo termine continuerebbero ad esistere. La Grecia non è solvibile nel lungo periodo, e con questo accordo, non diventerebbe solvibile... a meno che non sperimenti una forte crescita economica ed enormi avanzi di bilancio e a meno che non sia in grado di emettere obbligazioni... Una 'Configurazione di mercato perfetto' per la Grecia sembra difficile da ottenere senza il raggiungimento di un "accordo perfetto".

Probabilità: 25%

Impatti sul mercato. In sostanza, Non sarebbe molto diverso dallo scenario #2, ma l'entità e la durata dovrebbe essere più deboli.

Scenario #4: raggiungimento di un accordo tra Grecia e creditori dopo il 20 luglio. Qualunque sia la data, un accordo tra le due parti sarebbe una buona notizia per i mercati finanziari, ma in questo caso, tensione e volatilità potrebbe guadagnare terreno, come per quanto riguarda le numerose scadenze che la Grecia deve affrontare (si veda *timetable* sopra). La Grecia

non sarebbe in grado di onorare il suo debito nei confronti della BCE, e entreremmo in nuovi territori.

Probabilità: 20%

Impatti sul mercato. Senza soluzioni temporanee o artefatti legali, tutti gli osservatori e gli investitori scommetterebbero sulla fine del programma ELA (programma di liquidità di emergenza) alle banche greche e, almeno temporaneamente, questo scenario sarebbe simile allo scenario #1. Una volta che l'accordo è raggiunto, ci ritroveremmo in una situazione simile allo scenario #2 o scenario #3.

Conclusione

Gli scenari #1 e #4 rappresentano gli scenari di rischio estremo, il primo definitivo e irreversibile (nessun accordo), il secondo temporaneo (accordo dopo il 20 luglio). Anche se le probabilità non sono altissime, l'impatto sul mercato potrebbe essere drammatico, e proteggere i portafogli avrebbe senso.

Insomma, nonostante il voto, i problemi della Grecia non sono risolti: l'incertezza non è ancora scomparsa, importanti riforme dovranno essere formulate e implementate, il deficit pubblico e il debito dovranno essere ulteriormente contenuti... in tali condizioni, non sono da escludere periodi di tensione. Alcuni punti chiave devono essere tenuti bene a mente, anche se:

- **Obbligazioni governative:** il QE mantiene i rendimenti dei titoli dei Paesi *core* a livelli bassi e qualsiasi rischio di crisi e di contagio darà stimolo alla BCE ad accelerare o ampliare questo programma. Possiamo dire che gli scenari di rischio invocano rendimenti più bassi.
- **Spread delle obbligazioni dei Paesi Periferici:** il contagio sarà limitato a causa di diversi fattori: i) la Grecia non è un rischio sistemico, ii) l'esposizione delle banche europee verso la Grecia è al momento limitata (non è il caso del 2010-2011), iii) la BCE può accelerare il suo programma di QE e, iv) se necessario, attivare OMT - *outright monetary transactions*.
- **Spread delle obbligazioni societarie:** finora, il mercato delle obbligazioni societarie non fa parte del QE europeo, ma le cose potrebbero cambiare, se necessario, come alcuni funzionari della BCE hanno recentemente ricordato. Si noti che la debole liquidità in questo segmento ha dato incentivi per ridurre il rischio, essenzialmente attraverso azioni (vendita di *future*).
- **Euro:** la messa a punto delle misure anti-contagio della BCE spinge verso il basso la moneta europea.
- **Azioni:** tutti i fattori che determinano i tassi di interesse, i rendimenti dei titoli e la svalutazione dell'euro, incentivano l'investimento in azioni europee. Fare attenzione ai periodi di tensione, in cui le azioni fungono da macro-copertura (attraenti in termini di beta e di liquidità).

Tutto sommato, nessun cambiamento radicale nella nostra *asset allocation*, già a favore di *asset* europei, azioni e posizioni di *carry*, e posizioni *short* sull'euro. Alcune particolari situazioni devono però essere menzionate:

- La situazione greca e le future trattative potrebbero provocare nuovi periodi di *stress*. Fino a quando un accordo non sarà raggiunto, le tensioni non scompariranno.
- I vincoli di liquidità non devono essere sottovalutati: il calo delle rimanenze delle banche di investimento, le conseguenze della regolamentazione (Basilea 3 e Solvency 2), che costringono gli investitori a comprare elevate quantità di titoli di Stato (come una strategia *buy&hold*), la riduzione delle attività di market-making, il ruolo predominante delle banche centrali attraverso il QE ... sono tutti fattori che hanno ridotto la liquidità sui mercati obbligazionari. Di conseguenza, per chiudere le posizioni o i portafogli richiede più tempo e pazienza. Questo vincolo è un nuovo fattore determinante per la costruzione del portafoglio.
- La Grecia rimane una delle principali preoccupazioni, questo è un dato di fatto, tuttavia è essenziale considerare anche altri fattori. Per esempio, ogni prospettiva di inasprimento da parte della Fed ha un impatto sui mercati finanziari. Non vi è motivo di ritenere che la Fed possa "normalizzare" la propria politica monetaria, ma i tassi sono ad oggi pienamente scontati. Il QE europeo andrà avanti per un po'; tale politica mira chiaramente ad un ampliamento degli *spread* tra Stati Uniti e Area Euro, e ad un Euro più debole, due fattori a favore di *asset* europei rischiosi.
- Continuiamo a considerare che essere lunghi sull'oro e sugli US Treasuries siano le migliori coperture negli scenari peggiori. Le azioni rappresentano una sufficiente macro-copertura sui mercati delle obbligazioni societarie, per coloro che vogliono ridurre il rischio in quest'ultimo segmento. Si noti che la copertura non è una questione di probabilità di scenari: anche quando la peggiore delle ipotesi ha una bassa probabilità di verificarsi, l'esito di un tale scenario potrebbe essere sufficientemente drammatico per ridurre i rischi e adottare alcune strategie di copertura.



Romain Boscher
Global Head of Equities, Amundi

Portafogli azionari

“Non ti senti più ricco sulla luna, ma sicuramente più leggero”. Questa è la situazione per i mercati azionari. Durante questo duro periodo di crisi Greca, il forte o percepito sostegno della BCE può aiutarci a sfidare la gravità e territori inesplorati.

Sì la situazione greca è drammatica e peserà molto sulla crescita del paese e, in misura minore, su quella della zona euro a causa dell'incertezza; pertanto, ci aspettiamo una normalizzare della volatilità dei mercati azionari che dopo due anni di livelli anormalmente bassi, dovrebbe tornare definitivamente a stabilizzarsi su livelli più alti.

Non cambieremo sostanzialmente il nostro scenario costruttivo sulle azioni europee, della zona euro in particolare, e neppure la prospettiva di un aumento sostenuto degli utili societari che lasciano un purgatorio durato quasi 7 anni. Perché, anche dopo una crisi è l'allineamento politico dei pianeti citati così spesso quest'anno (abbondante liquidità, ribasso dell'euro e tassi sostenibili) al centro della dinamica degli utili; questa congiunzione di fattori favorevoli è ancora attuale. Questo contesto non può che rendere più sostenuta, più duratura e visibile l'azione della BCE sulla liquidità, con conseguente pressione al ribasso dell'euro. Ciò si accompagna ad un proseguimento di tassi a lungo termine molto inferiori ai livelli di 4 anni fa dell'area dell'euro, inclusa la periferia. Manteniamo questa view, finché parliamo di decelerazione più che di una nuova recessione e il lungo dibattito sulla penisola ellenica rimane un dibattito sulla Grecia e non su nessun altro paese europeo.

Per concludere, poiché ci aspettiamo agitazione sui negoziati complicati prima di arrivare ad un accordo duraturo, abbiamo modificato le nostre opinioni a favore di un probabile più alto livello della volatilità. Abbiamo quindi, prudenzialmente, deciso di accantonare liquidità nei nostri portafogli, nel corso della scorsa settimana, pronti a cogliere opportunità nel caso si prospettassero, nei prossimi giorni, reazioni troppo estreme sui mercati. Alcune pressioni al ribasso non sono da escludere, tenendo presente che la forza delle azioni è la liquidità, essendo al contrario penalizzate dal loro ruolo di variabile di adeguamento dell'esposizione al rischio da parte degli investitori, soprattutto quando questi cominciano a perdere la pazienza. Ma continuiamo a pensare che il vantaggio di un contesto a tassi zero sia duplice: permette di guadagnare tempo, e noi ne abbiamo bisogno, e in secondo luogo, evidenza come sia interessante detenere azioni europee solo quando esse forniscono un *dividend yield* superiore al 3%.



Eric Brad

Global Fixed Income, Amundi

Portafogli Obbligazionari

Un modo per riassumere la situazione Greca è che tra un oceano di incertezze, è presente almeno una certezza, come affermato questa settimana dal FMI: “il livello del debito greco è insostenibile”. Questo implica che, in un modo o nell’altro, il costo dovrà essere pagato dall’Eurozona e dalla comunità di detentori del debito greco. Come conseguenza, il vero problema è altrove. Spetterà all’abilità dell’Eurozona porre fine a questa crisi in modo ordinato, al fine di garantire la credibilità e l’integrità. In altre parole, al fine di evitare di “gonfiare” il conto finale.

Ci aspettiamo che la risoluzione della crisi richiederà ancora tempo, e quindi ci aspettiamo che il mercato si dimostri ancora volatile nel breve periodo. Abbiamo apportato gli aggiustamenti necessari ai nostri portafogli poche settimane fa riducendo leggermente, ma senza tagliare la nostra esposizione verso i mercati periferici dell’Eurozona. Abbiamo aumentato la duration sui mercati principali (Stati Uniti e Germania) come copertura verso ulteriori stress dei mercati. Faremo ulteriori aggiustamenti non appena li riterremo necessari. Abbiamo anche rafforzato la posizione in liquidità. La liquidità è divenuto un fattore chiave di rischio, completamente integrato nella costruzione del portafoglio e nella politica di investimento.

Nell’ambito del reddito fisso, abbiamo beneficiato dell’azione della Banca Centrale Europea. Il recente annuncio dell’estensione del QE ad alcuni titoli corporate, mostra che la BCE continuerà ad inviare segnali positivi. Questo non può essere ignorato nella nostra politica di investimento. Inoltre rappresenta uno degli elementi che ci consente di rimanere ragionevolmente ottimisti sulle prospettive dei prossimi mesi per i mercati del reddito fisso. I tassi di interesse dovrebbero rimanere a livelli molto ragionevoli per un periodo di tempo significativo.



Loic Bécue

Global Head of Multi-
Asset portfolios, Retail
Clients, Amundi



Raphaël Sobotka

Global Head of Multi-
Asset portfolios,
Institutional Clients,

Portafogli Multi Asset

L'esito del referendum greco ci sta lasciando con una significativa incertezza, in particolare fino al 20 luglio, termine ultimo di un importante pagamento dovuto alla BCE. Ci aspettiamo che i mercati finanziari nella zona euro rimarranno sotto pressione con una notevole volatilità.

Detto questo, dobbiamo tenere a mente che il ciclo macro dell'Eurozona è nella fase della ripresa sostenuta da una massiccia piano di QE da parte della BCE. Inoltre, ci aspettiamo che la banca centrale faccia tutto il necessario, in particolare nel breve termine, per evitare un potenziale contagio dalla questione greca ai paesi periferici.

Ciò significa che è probabile che la BCE di continui a contrastare l'aumento dei rendimenti obbligazionari dei paesi periferici, lasciando ai mercati azionari della zona euro il ruolo di valvola di scarico del senso di stabilità monetaria nell'area.

Di conseguenza, anche se rimaniamo costruttivi sulle azioni dell'Eurozona, la cui dinamica degli utili rimane forte, abbiamo deciso alla fine della scorsa settimana di ridurre o coprire il rischio della zona euro (obbligazioni periferiche e azioni) nei nostro portafogli. Stiamo aspettando che le acque intorno alla Grecia si calmino prima di acquistare di nuovo attività rischiose dell'eurozona, che crediamo ancora possano contribuire positivamente alla performance dei nostri portafogli nel medio termine.

Disclaimer

Il presente documento è destinato a investitori professionali, prestatori di servizi finanziari e altri professionisti del settore

Il presente documento è distribuito unicamente a scopo informativo. Le informazioni in esso riportate non costituiscono un'offerta ad acquistare o una sollecitazione a vendere nessuna azione o quota di qualsiasi fondo cui si fa riferimento né nessun servizio, da parte o per qualunque soggetto in tutte le giurisdizioni in cui tale offerta, sollecitazione o distribuzione sia illegale, o in cui la persona che presenta tale offerta o sollecitazione non sia qualificata per farlo, o nelle giurisdizioni in cui sia illegale rivolgere tale offerta o sollecitazione al destinatario. Se non è diversamente indicato, tutte le opinioni espresse sono in ogni momento soggette a cambiamento, in base al mercato e ad altre condizioni, e non è possibile assicurare che i Paesi, i mercati o i settori registrino le performance attese. Il valore dell'investimento e il suo rendimento potrebbero perciò diminuire così come aumentare e gli investitori potrebbero perdere tutto l'importo investito. Per ulteriori informazioni siete invitati a richiedere un prospetto gratuito. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di effettuare un investimento. Il rendimento passato non è garanzia di analoghi rendimenti futuri. La Società formula per iscritto, applica e mantiene una politica di gestione dei conflitti di interesse che tiene conto delle circostanze connesse con la struttura e le attività dei soggetti appartenenti al medesimo Gruppo. Quanto fin qui presentato non deve in alcun modo essere copiato e/o distribuito a terzi, né per nessun motivo può essere utilizzato nei confronti della clientela.