

30 giugno 2015

Acque inesplorate

di Salman Ahmed, Global strategist di Lombard Odier Investment Managers

L'improvvisa svolta negli eventi di questo fine settimana ha portato il futuro della Grecia (politico, finanziario e sociale) e quello (della credibilità politica) dell'Eurozona in territorio inesplorato. Dopo che il Primo Ministro greco Tsipras ha annunciato venerdì scorso che il 5 luglio si terrà un referendum sull'accordo di salvataggio (che dovrà essere successivamente approvato dal parlamento), l'Eurogruppo ha respinto la richiesta di estensione del programma di aiuti da parte del governo Greco (che scadrà il 30 giugno). Oltre all'annuncio della scadenza del programma, è arrivata anche la notizia che la BCE non fornirà più la liquidità di emergenza (ELA - Emergency Liquidity Assistance), che aveva tenuto a galla le banche greche negli ultimi mesi. La combinazione di questi due elementi significa che la Grecia andrà molto probabilmente incontro al default in occasione della prossima scadenza sul debito ottenuto Fondo Monetario Internazionale, sempre il 30 giugno.

Da un punto di vista pratico, con il blocco dell'ELA difficilmente il settore bancario greco potrà funzionare e le notizie relative alla chiusura delle banche almeno fino al referendum non sorprendono affatto. Vogliamo però porre l'attenzione sulle implicazioni per i mercati finanziari, in particolare quelli obbligazionari, data l'elevata incertezza a cui assisteremo con tutta probabilità nei prossimi giorni.

Questo non è il 2011/12

Il principale elemento da tenere a mente quando si valuta la situazione attuale è che non è paragonabile a dicembre 2011. Rispetto ad allora, l'Eurozona si è mossa in maniera significativa adottando diverse contromisure, in atto ancora oggi. In secondo luogo, oggi i legami finanziari diretti della Grecia sono molto più concentrati. Ad esempio, circa l'80% dei debiti esteri nei confronti dell'economia greca sono in mano a Istituzioni Ufficiali, limitando così l'impatto diretto sul sistema finanziario globale. In sostanza, la situazione attuale riguarda la credibilità politica dell'Eurozona, piuttosto che le implicazioni finanziarie dirette di un default greco. Da ultimo, e forse più importante, la BCE è già impegnata in un programma di Quantitative Easing oltre ad avere a disposizione il meccanismo di acquisto di titoli OMT (Outright Monetary Transaction), che ha di recente avuto il nullaosta della Corte di Giustizia Europea e che è stato predisposto proprio per questo tipo di situazione.

Bce – l'ultimo baluardo

E' importante notare che il Quantitative Easing non è solamente uno strumento di politica monetaria, ma rappresenta anche un meccanismo di rafforzamento per l'Eurozona visto il modo in cui opera fra le emissioni dei vari paesi della regione.

Guardando avanti, è chiaro che il credito dei periferici (sia sovrano sia corporate) sarà sottoposto a reazioni d'impulso (dinamiche già visibili peraltro nei prezzi di mercato di lunedì mattina) alla luce degli sviluppi a cui abbiamo assistito nel weekend. La prosecuzione del programma QE, comunque, pone un freno all'allargamento degli spread che probabilmente vedremo. Ci attendiamo, inoltre, che la BCE possa essere piuttosto aggressiva nella comunicazione e nell'operato (se necessario) per mitigare qualsiasi effetto contagio. Visto quindi il quadro di riferimento ora disponibile rispetto al 2011/2012, ci aspettiamo che questa volta la Banca Centrale entri in campo più rapidamente e in maniera inequivocabile, visto anche quanto la ripresa economica nella zona euro sia attualmente fragile.

Un "Sì" al voto può ancora salvare la situazione

Tornando alla Grecia, le notizie lasciano intendere che il referendum sarà basato sulla proposta di accordo di salvataggio del 25 giugno e chiederà agli elettori una scelta tra Sì/Approvato e No/Non approvato. Secondo le indicazioni da parte dell'Eurogruppo, con lo scadere del programma di aiuti al 30 giugno, anche ogni proposta sul tavolo perderà di efficacia. Questo implica teoricamente che la Grecia sarà chiamata a votare una proposta non più valida.

Tuttavia, il dibattito generale che emerge insieme al referendum riguarda la futura appartenenza all'Euro piuttosto che l'accordo in quanto tale, e il fatto che un "Sì" al voto potrebbe significare la riconfigurazione politica in Grecia, portando a una soluzione più duratura al problema. In ogni caso, ci sono ancora troppi "se" e troppi "ma" a questo proposito, è comunque difficile ignorare i recenti trend elettorali che mostrano come circa due terzi di greci vogliono restare nell'Eurozona.

Ci aspettiamo un'ampia ricaduta risk-off, ma le potenziali azioni della BCE rappresentano una rete di sicurezza

A livello di implicazioni di mercato, ci aspettiamo una generale tendenza al risk-off, con periferici e high yield sotto pressione mentre Bund e Treasuries beneficeranno di una generalizzata tendenza a ricercare safe haven. Passati i prossimi giorni, le implicazioni per il credito (sovrani periferici e corporate) sono complesse e siamo molto propensi a vedere la BCE entrare in azione. In ambito azionario, ci aspettiamo una correlazione elevata con il prezzo dei titoli azionari periferici, anche se continuiamo a pensare che l'impatto sostanziale sui titoli azionari europei sarà limitato, nonostante un significativo aumento di volatilità nel breve termine (ancora una volta dovuto alle contromisure della BCE).

In ambito valutario, ci aspettiamo una pressione sull'euro, utilizzato come strumento di copertura alla stregua del 2011/12, e un'influenza negativa di una qualsiasi azione attesa della BCE (che sia un QE rimodellato o l'OMT).

In conclusione, come abbiamo scritto recentemente, saranno i fondamentali a decidere il destino del premio per il rischio e la Grecia ci ricorda puntualmente il forte valore aggiunto nell'utilizzo di fattori fondamentali per la costruzione di portafogli nel reddito fisso.

Contatti

Giangiuseppe Bianchi
Lob media relations
E gbianchi@lobcom.it
T +39 02 92870 200
M +39 335 6765 624

Emanuela Scerna
Lob media relations
E escerna@lobcom.it
T +39 02 92870 200
M + 39 335 139 6020

[@LOIMnews](http://www.loim.com)