

E Adesso ? Cosa succede dopo BREXIT

Le valutazioni a caldo dell'esito del Referendum UK

24 Giugno 2016



Matteo Germano
Global Head of Multi Asset Investments



Kenneth J. Taubes
Head of Investment Management, U.S.



Tanguy Le Saout
Head of European Fixed Income



Diego Franzin
Head of European Equities

Dopo l'esito inatteso del referendum nel Regno Unito a favore della BREXIT, crediamo che prevarranno le condizioni per uno scenario di 'risk-off' nel breve periodo. La reazione dei mercati finanziari è stata già molto accentuata, con la Sterlina che è scesa ai minimi dal 1985 ed i mercati asiatici che hanno registrato perdite significative. Le incertezze sul futuro dell'Europa e la reazione delle Banche Centrali domineranno i mercati finanziari. Crediamo che questa situazione continuerà a gravare sulle classi di attività rischiose nel medio termine. Infine, la risposta delle istituzioni politiche e monetarie rappresenteranno la variabile più incerta per capire come potrà essere gestita la BREXIT in maniera ordinata. La BREXIT si è realizzata sullo sfondo di un contesto di mercato già difficile; i rendimenti attesi di tutte le classi di attività sono destinati ad un'ulteriore riduzione e i rischi di eventi estremi saranno più alti. In questo scenario, continuiamo ad essere focalizzati sulla preservazione dei portafogli dei nostri clienti ed sul mantenimento di un dialogo continuo con loro per supportarli in questo momento.

Quali sono le implicazioni del voto del Regno Unito per lo scenario macroeconomico e per i rischi geopolitici?

Matteo Germano: Il voto nel Regno Unito ha un impatto significativo sugli equilibri geopolitici, poiché crea un precedente nell'Unione Europea. L'uscita del Regno Unito può infatti innescare altre iniziative simili al referendum UK in altri paesi. Le prossime elezioni in Spagna ed il referendum costituzionale in Italia saranno i prossimi appuntamenti politici per valutare il livello di malcontento all'interno dell'Europa. Da un punto di vista macroeconomico, il successo del fronte 'LEAVE' potrebbe aumentare la probabilità che si resti intrappolati in uno scenario di bassa crescita / bassa inflazione per un periodo prolungato. La paura, e la prolungata incertezza in Europa, a seguito di questo risultato, mineranno, infatti, la fiducia del mercato e peseranno sull'attività economica. Una gestione disciplinata della transizione – che comunque richiederà tempi lunghi per realizzarsi – sarà un fattore chiave per evitare una crisi più profonda che potrà colpire l'economia globale.

Da una prospettiva U.S. quale sarà l'impatto del voto?

Ken Taubes: Crediamo che l'impatto di breve termine del voto sarà rappresentato, con ogni probabilità, da un incremento della volatilità ed un'ulteriore enfasi della tendenza al 'flight to quality'. Il crollo della Sterlina è stato il primo effetto ed ci aspettiamo anche un rialzo del Dollaro Usa. Potrebbe esserci un impatto favorevole sulle classi di attività US, in particolare i Treasury, mentre potrebbe esserci un impatto negativo sul mercato dei titoli High Yield americani e su quello dei titoli dei Paesi Emergenti, in parte dovuto alla percezione che le previsioni per la domanda di petrolio peggiorerà in uno scenario 'risk-off'. Da una prospettiva macroeconomica, l'impatto economico negativo della BREXIT sull'economia americana dovrebbe essere limitato in termini relativi rispetto a quello sull'Europa ed ovviamente sul Regno Unito. Tuttavia, ci aspettiamo una domanda globale più ridotta a causa di un maggiore livello di incertezza ed una propensione al rischio minore. In questa fase c'è ancora incertezza sulle possibili ripercussioni in America ed è possibile che nel

caso di un impatto particolarmente negativo la Federal Reserve possa considerare altre opzioni di politica monetaria.

Quali sono le principali implicazioni del voto a favore dell'uscita sul mercato del reddito fisso europeo?

Tanguy Le Saout: Ci aspettiamo che la *BREXIT* determini un forte movimento al rialzo dei titoli di Stato tedeschi, associato a una sotto-performance di altri mercati, in particolare i periferici europei, come Italia e Spagna.

Il materializzarsi di un brusco contesto di 'risk-off', associato ad un allargamento dei differenziali di interesse nei mercati governativi periferici e nel mercato del credito potrebbe indurre le banche centrali ad intervenire. L'attenzione delle banche centrali sarà focalizzata sulla stabilizzazione dei mercati, pronte a fornire liquidità. Riteniamo che un ruolo rilevante verrà riservato alle misure di allentamento delle condizioni del credito e all'ampliamento del programma di acquisto delle attività finanziarie.

Sul fronte valutario, crediamo che le valute che dovrebbero beneficiare del contesto di 'risk-off' includono il Dollaro Usa e lo Yen giapponese.

Quali sono le principali implicazioni del voto per il mercato azionario europeo?

Diego Franzin: Ci aspettiamo che il mercato azionario europeo evidenzi un andamento di 'risk-off' dopo l'allentamento delle tensioni nella prima parte della settimana. Il mercato azionario UK è probabile che attraversi un periodo di estrema volatilità, man mano che gli investitori metabolizzeranno il potenziale impatto del voto. La Sterlina si è già indebolita e la pressione in questo senso continuerà, ed è probabile che produca effetti positivi sulle prospettive degli utili di società del Regno Unito con esposizione predominante ai mercati internazionali.

Con riferimento allargato all'Europa, ci aspettiamo l'estensione del contesto di 'risk-off' con le società caratterizzate da un modello di business focalizzato sull'area Euro (ad esempio i finanziari) maggiormente impattate essendo sensibili all'incertezza dell'impatto della decisione sull'economia dell'area Euro. Alla luce di queste considerazioni, manteniamo un orientamento di investimento cauto sul mercato, focalizzandoci su società con modelli di business forti e mantenendo un atteggiamento cauto sulle società con business focalizzati sul Regno Unito.

Quali sono le implicazioni più rilevanti del voto per il multi-asset?

Matteo Germano: Crediamo che, alla luce dell'esito del referendum, l'economia europea fronteggi un crescente rischio di rimanere in uno scenario di bassa crescita/bassa inflazione. Alla luce di tale considerazione, preferiamo mantenere un orientamento di investimento 'risk-off', con preferenza per le attività finanziarie percepite come bene rifugio come i titoli di Stato statunitensi.

Riteniamo altresì che l'investimento in oro possa rappresentare una normale strategia di copertura rispetto ad un possibile incremento della probabilità che si manifesti un contesto economico di "stagnazione secolare".

Nel mercato delle valute, riteniamo che il franco svizzero possa apprezzarsi verso la sterlina inglese essendo percepito come valuta rifugio. Riteniamo altresì che il Dollaro Usa possa rafforzarsi verso Euro, beneficiando dell'incremento dell'avversione al rischio e del permanere dell'orientamento estremamente accomodante della BCE.