

Eventi Principali

Azimut Global Network

- * **Milan**
- * Abu Dhabi
- * Cairo
- * Dubai
- * Dublin
- * Hong Kong
- * Istanbul
- * Lugano
- * Luxembourg
- * Mexico City
- * Miami
- * Monaco
- * Santiago
- * São Paulo
- * Shanghai
- * Singapore
- * Sydney
- * Taipei



Tanto rumore per nulla?

Il 5 maggio scorso la Corte Costituzionale tedesca ha dato il suo tanto atteso verdetto sulla legittimità del QE della BCE intrapreso nel 2015. Il comunicato stampa rilasciato (disponibile sul sito: www.bundesverfassungsgericht.de) contiene diverse questioni. Costituzionalmente parlando, l'argomento più importante riguarda **chi ha il potere decisionale finale tra gli organi dell'UE**.

«La revisione intrapresa dal CJEU (Corte di giustizia dell'Unione europea) per stabilire se le decisioni della BCE in merito al PSPP (Public Sector Purchase Programme) soddisfano il principio di proporzionalità non è chiara; fino a questo punto, il giudizio è stato quindi reso *ultra vires*» [...] «Mentre la Corte Costituzionale Federale deve riesaminare il giudizio *ultra vires* relativo agli atti di istituzioni, organi e agenzie dell'UE, i trattati conferiscono al CJEU il mandato di interprete, esecutore e garante dell'uniformità e coerenza del diritto dell'UE» [...] «Tuttavia, se gli stati membri dovessero astenersi da intraprendere alcuna revisione *ultra vires*, concederebbero agli organi dell'UE autorità esclusiva sui trattati anche in caso in cui l'UE adotti un'interpretazione giuridica che equivarrebbe essenzialmente a una modifica del trattato o ad un'espansione delle sue competenze».

In altre parole, **il tribunale tedesco ha accettato di essere vincolato dalle sentenze del CJEU**, ma solo da quelle che si verificano nell'ambito delle competenze concordate dall'UE. Se il CJEU diventa *ultra vires* e quindi va al di là della sua autorità e/o non interpreta correttamente le leggi e/o i trattati dell'UE, allora le Corti di giustizia nazionali possono rivendicare la loro superiorità nei confronti del CJEU.

Questo lascia spazio ad una **lunga questione costituzionale**, che potrebbe impegnare l'UE per un po'. La presidente della commissione europea Ursula von der Leyen ha reagito dicendo che «l'ultima parola sul diritto dell'UE viene dal Lussemburgo. Da nessun'altra parte» e Bruxelles ha minacciato di far causa alla Germania per questa sentenza. La Lagarde ha ribadito l'indipendenza della BCE da ogni organismo nazionale.

Tanto rumore per nulla? (continua)

Il tribunale tedesco ha inoltre affermato che «il PSPP va platealmente oltre quanto è necessario per raggiungere il suo obiettivo» e che «la BCE ha ignorato platealmente il principio di proporzionalità» vale a dire che valuta a fondo i pro e i contro delle sue politiche. «Quindi le decisioni in questione [...] superano il mandato della politica monetaria della BCE».

«Perseguendo incondizionatamente l'obiettivo di politica monetaria del PSPP – per raggiungere tassi di inflazione inferiori, ma prossimi al 2% - ignorando i suoi effetti sulla politica economica, la BCE ha platealmente ignorato il principio di proporzionalità». Gli effetti del PSPP che, secondo i giudici tedeschi, non sono propriamente considerati dal CJEU sono:

1. Il QE «migliora le condizioni di rifinanziamento degli Stati membri in quanto consente di ottenere finanziamenti sui capital market a condizioni considerevolmente migliori di quando sarebbe altrimenti» potenzialmente violando il divieto di finanziamento monetario degli Stati.
2. Il QE «colpisce il settore bancario commerciale trasferendo ingenti quantità di obbligazioni governative ad alto rischio nei bilanci del Eurosystema», che è positivo per le banche ma negativo per il bilancio della BCE.
3. Il QE ha «un impatto economico e sociale su praticamente tutti i cittadini, i quali ne sono almeno indirettamente influenzati, tra cui azionisti, inquilini, proprietari immobiliari, risparmiatori o assicuranti. Ad esempio, ci sono perdite considerevoli per i risparmi privati. Inoltre, mentre il PSPP abbassa il tasso d'interesse generale, consente a società non redditizie di rimanere sul mercato».
4. «Più il programma continua e più aumenta il suo volume totale, maggiore è il rischio che l'Eurosystema diventi dipendente dalle politiche degli Stati membri in quanto non può più semplicemente terminare e annullare il programma senza compromettere la stabilità dell'Unione monetaria».

La Corte di giustizia tedesca ha dato un ultimatum di tre mesi alla BCE per presentare motivazioni dettagliate a supporto di questi 4 punti. Se la BCE assolverà a questo obbligo, allora il QE verrà considerato conforme al diritto comunitario. La BCE ha per anni risposto a critiche pubbliche sulle sue politiche investigando i suoi benefici e svantaggi (con i due punti più controversi, il 3 e il 4) e potrà facilmente rispondere. **Il problema ora è come rispondere, considerando la questione costituzionale**, poiché qualsiasi risposta diretta potrebbe accettare implicitamente la superiorità degli organi nazionali rispetto a quelli dell'Unione Europea.

Quindi tanto rumore per nulla? Non proprio. Oltre alla questione costituzionale, ce ne sono altre due che potrebbero avere un impatto sul mercato finanziario.

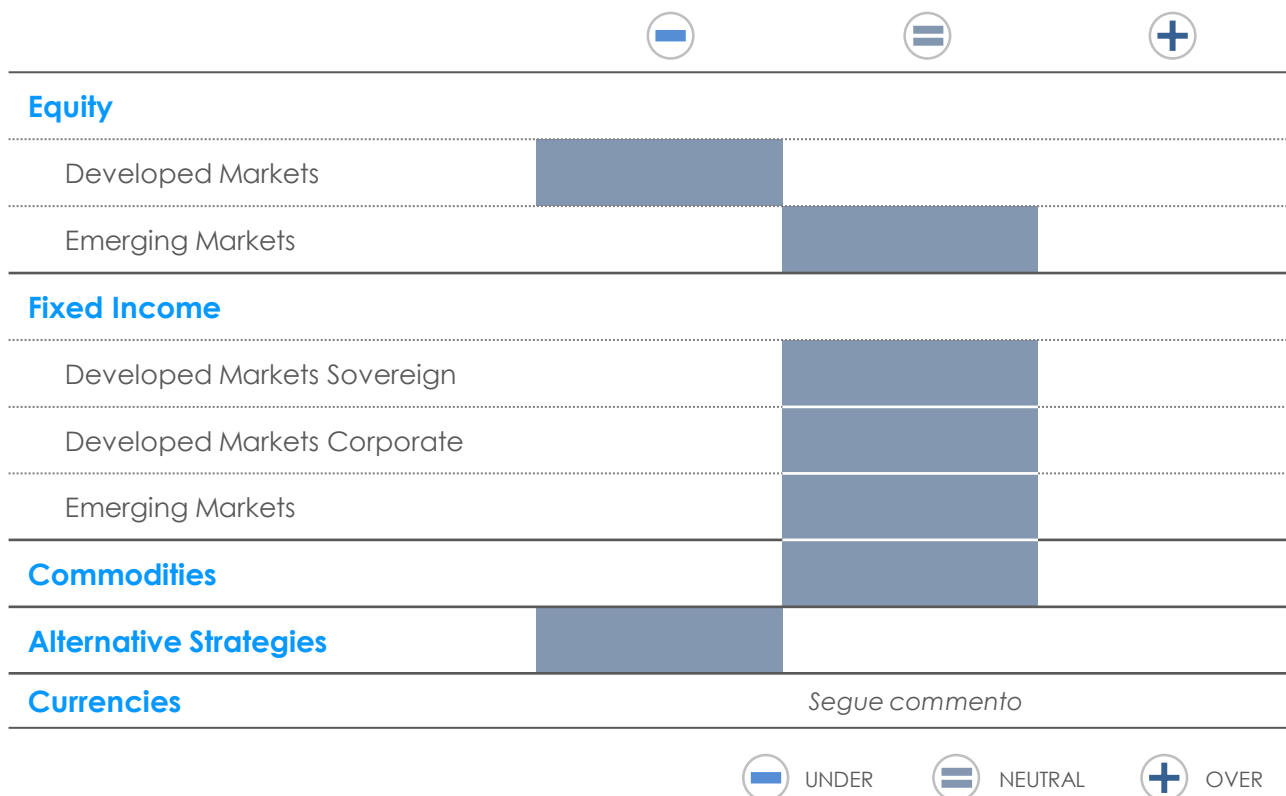
La prima è che nel caso in cui la BCE non si conformi, il tribunale tedesco può ordinare alla Bundesbank, che è soggetta alla legge tedesca, di non partecipare più al QE. In quanto la quota tedesca è la più elevata nel QE, una sentenza avversa potrebbe ridurre il QE della BCE di 20mld al mese, oltre a ulteriori 120mld di euro delle misure per combattere l'attuale recessione.

La seconda questione è relativa al nuovo Programma di Acquisti per l'Emergenza Pandemia (PEPP), che è stato annunciato dalla BCE per contrastare la recente recessione causata dal Covid-19. Il tribunale tedesco nella sua sentenza ha riconosciuto che ci sono alcuni punti a favore ad accettare che il QE del 2015 non elude il divieto di finanziamento monetario. Tra questi ci sono: «il volume degli acquisti è limitato fin dall'inizio; [...] si rispetta il limite dell'acquisto del 33% per ISIN; gli acquisti vengono effettuati secondo gli schemi di sottoscrizione del capitale della BCE; le obbligazioni di autorità pubbliche possono essere acquistate solo se l'emittente ha almeno un merito creditizio che consente l'accesso ai mercati obbligazionari [...]».

Non è certo che i suddetti criteri siano rispettati dal PEPP. Anche se la Corte Costituzionale tedesca ha esplicitamente escluso il PEPP dalla decisione della scorsa settimana, potrebbe benissimo essere che dopo questa sentenza altri potrebbero sollevare qualche questione in merito. Dato che l'intervento per il Covid-19 è arrivato come al solito dalla BCE, qualsiasi preoccupazione circa la fattibilità del PEPP potrebbe compromettere gli sforzi fatti finora dalla BCE per combattere l'effetto del coronavirus.

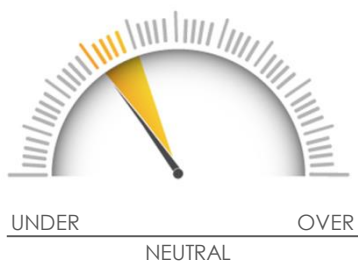
Anche se la speranza non è la migliore strategia d'investimento, speriamo che le istituzioni dell'UE trovino il modo di risolvere questa situazione di stallo **lavorando insieme, evitando il nazionalismo e la radicalizzazione.**

Asset Allocation View



Equity

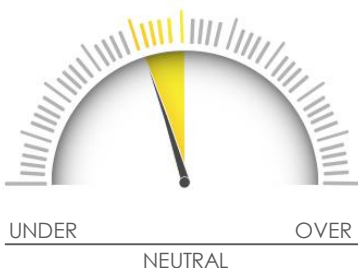
Developed Markets



Si mantiene la raccomandazione di sottopeso; la dicotomia interna tra economia reale e mercati finanziari è sempre più evidente. Il Comitato vede i livelli di scambio attuali come il più vicino possibile al limite massimo dove i mercati potrebbero bloccarsi per un po' di tempo. La «earning season» non è stata in grado di fornire alcun indizio sui profitti futuri, dato che in questo trimestre è stato registrato il maggior numero di aziende che hanno ritirato le «earnings guidance» e questo non è un segnale incoraggiante. Anche se presenta i multipli più alti, la preferenza rimane sull'America, in quanto è il paese in cui sono state implementati gli stimoli fiscali e monetari più ingenti.



Emerging Markets

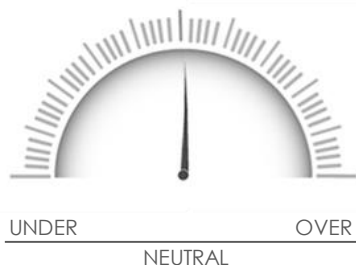


La raccomandazione rimane leggermente negativa dopo il recente rimbalzo. Si mantiene la preferenza sui mercati emergenti rispetto a quelli sviluppati, in quanto i multipli sono inferiori. In termini geografici si rimane positivi sull'Asia, il primo paese che ha riaperto dopo il coronavirus ed il maggior importatore di materie prime, il cui prezzo è sceso drasticamente. Per le stesse ragioni si mantiene il sottopeso in America Latina e in Europa emergente, in quanto sono i principali esportatori di materie prime e quindi sono stati fortemente impattati dalla situazione attuale.



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



Si mantiene una view neutrale in quanto i QE messi in atto dalle maggiori banche centrali dovrebbero mantenere i tassi nell'intorno dei livelli attuali, nonostante le aspettative di forte aumento del rapporto debito/PIL, a causa delle misure fiscali appena approvate da molti governi. Tra i bond sovrani i Treasury americani sono stati declassati dal Comitato da favoriti a neutrali, poiché il recente annuncio di emissioni di obbligazioni molto più elevate del previsto potrebbe compromettere la domanda a breve termine. Mantenuta la raccomandazione neutrale sulle obbligazioni dell'Europa periferica poiché al momento non vi è alcun rischio di ulteriori declassamenti.

EU Core



EU Periphery



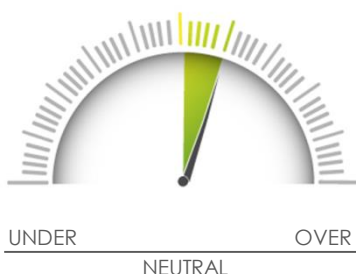
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



Si mantiene la view di leggero sovrappeso. Anche se gli spread hanno continuato a restringersi, il QE delle banche centrali continuerà per molto tempo favorendo un'ulteriore riduzione degli spread. Inoltre, molte banche non sono in grado di pagare i dividendi come indicato da alcune banche centrali, cosa che ci si potrà aspettare anche da società del settore petrolifero e delle materie prime. Anche i riacquisti saranno molto più bassi rispetto al passato. Questa perdita nel flusso di dividendi e nei riacquisti porterà ad un aumento della domanda di obbligazioni societarie per i loro coupon. La preferenza rimane per le obbligazioni IG, mentre c'è ancora poco valore nel settore high yield.

IG Europe



IG US



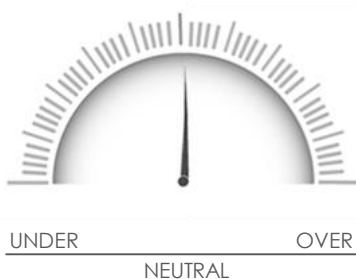
HY Europe



HY US



Emerging Markets



Si mantiene una view neutrale. L'asset class ha sofferto di forti deflussi nel primo trimestre 2020 e gli spread sono a livelli più attraenti rispetto alle medie storiche. La liquidità iniettata da molte banche centrali dei mercati sviluppati dovrebbe aiutare a ridurre la carenza di liquidità e il contesto di bassi rendimenti dovrebbe gradualmente portare a una nuova «caccia» al rendimento. L'unica avvertenza è che le banche centrali dei mercati emergenti non stanno attuando QE per proteggere il prezzo e la liquidità dei loro bond e quindi il segmento è più vulnerabile alla volatilità di breve termine.

Local Currency



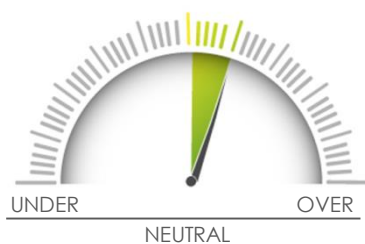
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



La view è neutrale con una leggera tendenza positiva. Si continuano a preferire i metalli preziosi, non solo per il contesto di bassi rendimenti, ma anche e soprattutto come copertura contro tensioni geopolitiche e turbolenze inaspettate. Come ampiamente discusso, l'eccesso di offerta di petrolio potrebbe continuare a mantenere i prezzi del greggio a livelli depressi inferiori a 30 \$. Si mantiene la raccomandazione di sottopeso sulle materie prime industriali.

Precious



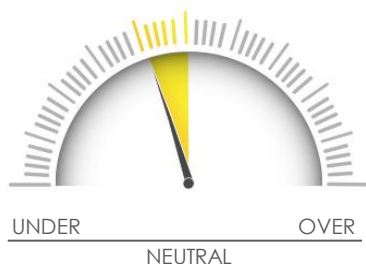
Energy



Industrial



Alternative Strategies



È stata ridotta la raccomandazione a sottopeso sulle strategie alternative liquide, poiché l'attesa normalizzazione della volatilità nelle prossime settimane potrebbe consentirne il recupero.

Low Volatility



Medium Volatility



High Volatility



Currencies

Euro: view neutrale. La regione sembra essere più lenta nel riaprire le sue economie e gli stimoli monetari e fiscali sono stati più limitati che in altri paesi. Questo significa che gli asset europei risulteranno meno attraenti di altri, ma questa situazione implica anche che l'emissione di euro aumenterà in misura minore rispetto ad altre valute.

Dollaro americano: view neutrale con una leggera tendenza positiva a causa del suo status di «safe haven».

Yen giapponese: view fortemente negativa. L'unico lato positivo dello Yen è la sua forza durante fasi di avversione al rischio. Durante la recente correzione, lo Yen giapponese non ha sovraperformato le altre valute perdendo la sua funzione principale in portafoglio.

Valute emergenti: view neutrale. Alcune valute emergenti sembrerebbero sottovalutate e il crescente numero di asset a rendimento negativo sono di supporto a questa asset class, ma l'aspettativa di una recessione globale a causa del coronavirus ne riduce l'attrattività.

Euro



USD



Yen



Emerging



Il presente documento è stato redatto da Azimut sotto la propria esclusiva responsabilità ed è destinato esclusivamente alla rete di consulenti finanziari a scopo informativo.

Ne è quindi vietata la consegna in ogni sua forma (copia fotostatica, email ecc.) a soggetti terzi. Azimut, pertanto, non potrà essere ritenuta responsabile per danni derivanti dall'utilizzo, da parte di terzi cui il presente documento dovesse essere messo a disposizione, dei dati, delle informazioni e delle opinioni contenuti nel presente documento o di danni comunque asseriti come ad essi connessi.

I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari di qualsivoglia potenziale destinatario del documento stesso.

E' necessario che l'investitore concluda un'operazione solo dopo averne compreso la natura e il grado di esposizione ai rischi che esso comporta tramite un'attenta lettura della documentazione di offerta alla quale si rimanda. Per valutare le soluzioni più adatte alle proprie esigenze personali, si consiglia di rivolgersi al proprio consulente finanziario.

Si precisa che le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente Azimut è sollevata da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni.

Il documento è di proprietà di Azimut, la quale si riserva il diritto di apportare ogni modifica del contenuto del documento in ogni momento senza preavviso, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente.