

COMMENTI & ANALISI

CONTRARIAN

PERCHÉ IL 2020 SARÀ UN ANNO BRILLANTE PER LE BORSE CINESI

► Nonostante l'intensificarsi dello scontro militare tra Stati Uniti e Iran, l'azionario cinese ha goduto di un solido inizio d'anno. Il mercato sta cavalcando la forte performance del 2019 con l'Msci China (Mxcn) in crescita di circa il 20,5%. Le azioni A-share onshore hanno superato quelle offshore. Prevediamo che questa sovraperformance dovrebbe rimanere tale nel 2020 grazie alle rispettive valutazioni, ai flussi di investimento e alle direttive politiche. La riduzione dei dazi, insieme al continuo allentamento delle politiche, continuerà a sostenere le azioni cinesi. Guardiamo ancora con interesse alle A-share per il nuovo corso dell'economia cinese, i cambiamenti strutturali interni e i settori di investimento da questi direttamente influenzati, come la sanità, l'istruzione, l'intrattenimento online e la tecnologia. Ma vediamo anche l'emergere di opportunità nei settori industriali e dei materiali grazie alla ripresa ciclica dei livelli di scorte e delle spese in conto capitale, prima in calo a causa del persistere della guerra commerciale. Sul fronte macro, ci sono prove concrete di una ripresa della produzione, degli acquisti e dei nuovi ordini. La componente dei nuovi ordini di esportazioni del Pmi cinese fornisce un'indicazione sull'effettiva crescita a tre mesi delle esportazioni. L'ultimo dato indica una ripresa notevole delle esportazioni dopo una prolungata contrazione. La People's Bank of China (Pboc) ha tagliato l'indice di riserva obbligatoria delle banche (Rrr) di 50 punti base all'inizio del 2020 per liberare circa 800 miliardi di renminbi (Rmb), o 115 miliardi di dollari, dando impulso alla performance di mercato. Sebbene l'iniezione di liquidità sia in parte finalizzata a soddisfare la consueta maggiore domanda di liquidità durante il Capodanno Lunare, essa darà anche spazio alle banche per tagliare i loro tassi di prestito principali (loan prime rate, Lpr, attualmente al 4,15%) per attutire il ciclo di ribasso dell'economia. Ci aspettiamo un taglio modesto di 5 punti base degli Lpr e assisteremo ad altri due cicli di riduzioni analoghe dei tassi di interesse guidati dalla Rrr nel prossimo anno. La Fase Uno dell'accordo tra Usa e Cina, dovrebbe essere stata già equamente prezzata dal recente rally dell'azionario cinese. Ma i segnali di una maggiore cooperazione nella fase due dei negoziati o di un calo ulteriore dei dazi potrebbero portare a una modesta espansione dei multipli nel rally in corso, con il p/e dell'indice Mxcn in rialzo a circa 13,0x dall'attuale 12,3x. Per i crediti ad alto rendimento in dollari della Cina, il forte rally delle ultime settimane ha spinto al ribasso lo spread medio del credito a 610 punti base dal recente massimo di 730-740 punti di inizio dicembre 2019. Il forte afflusso di capitali su attività risk on assieme alle attese per la tregua commerciale e l'allentamento della politica di inasprimento del mercato immobiliare cinese hanno placato le preoccupazioni per un potenziale aumento del rischio di insolvenza. Ci aspettiamo che lo spread di credito della Cina rimanga contenuto e che abbia buone probabilità di restringersi ulteriormente a circa 550-570 punti base. Questo è un livello simile a quello del secondo trimestre 2019, che è stato sostenuto da un sentimento costruttivo sui negoziati commerciali Cina-Usa e da una posizione accomodante nelle politiche sul mercato immobiliare interno. (riproduzione riservata)

Anthony Chan
Chief Asia Investment Strategist
di Union Bancaire Privée (Ubp)

Brexit, quante complicazioni sui contenziosi giudiziari in materia di derivati finanziari

DI MARCO DI TORO*

Fin d'ora un impatto sulla regolamentazione contrattuale dei prodotti finanziari derivati da Brexit lo ha già prodotto e probabilmente ne produrrà ulteriori nelle settimane a venire. Come è noto, gli strumenti finanziari derivati sono, nella maggioranza dei casi, regolati dal punto di vista contrattuale dal cosiddetto Master Agreement, predisposto dall'Isda (International Swaps & Derivates Association) strumento contrattuale generalmente utilizzato nelle transazioni finanziarie Otc (Over the Counter). Il Master Agreement contiene clausole e condizioni pensate per stabilizzare e uniformare le transazioni finanziarie in derivati Otc, usualmente in coerenza con la legge processuale e sostanziale inglese o americana (vi è anche, a onor del vero, una versione giapponese di tale modello contrattuale).

Nell'esperienza contrattuale (e giudiziaria) italiana di norma il contratto Isda Master Agreement, stipulato con banche (e/o istituzioni finanziarie) e controparti, tecnicamente definite come «non finanziarie» prevede, di norma, che la transazione Otc sia regolata dal diritto inglese e il giudice competente a giudicare in qualunque controversia, direttamente o indirettamente connessa al derivato in quella materia, sia quello inglese. La tradizione giudiziaria di questo Paese ha infatti ripetutamente, favorevolmente considerato l'Isda Master Agreement, difendendo la stabilità, validità e l'efficacia nei rapporti tra le parti contraenti. Tale approccio giudiziario, volto a garantire la certezza del quadro contrattuale scolpito dall'Isda Master Agreement, è ovviamente teso a sterilizzare nella sostanza (nell'ambito dell'Unione europea) eventuali interventi di legislatori nazionali e/o tendenze giurisprudenziali nazionali di maggior tutela delle parti «non finanziarie». Sono storicamente note le esperienze giudiziarie di soggetti giuridici italiani di superare il quadro con-

trattuale Isda Master Agreement, tentativi di norma respinti dai giudici inglesi. Sul piano processuale la difesa delle banche e dunque del regolamento Isda Master Agreement trovava supporto processuale (e dunque sostanziale) dal regolamento Ue1215/2012 che istituisce uno spazio giurisdizionale europeo, con ampio riconoscimento della validità (all'interno dell'Unione) di clausole di proroga della giurisdizione a favore di qualsiasi giudice dell'Unione europea. Inoltre, le clausole di proroga della giurisdizione inglese, stabilite dall'Isda Master Agreement consentivano (fino alla Brexit) alle banche e alle istituzioni finanziarie di radicare le controversie legate ai singoli contratti derivati, regolati dal Master Agreement Isda, presso i giudici inglesi essendo ragionevolmente certi che il quadro contrattuale Isda Master Agreement poteva reggere, nonostante alcune sue clausole potessero essere eventualmente in contrasto con normative o principi di emanazione giurisprudenziale nazionale di protezione dei mercati finanziari, pur fondati sulla legge e/o sui principi giuridici del luogo in cui il contratto derivato è negoziato. La cronaca degli anni scorsi ha testimoniato più volte il tentativo, di controparti «non finanziarie» (esiste un'ampia casistica relativa agli enti pubblici) di avanzare ragioni giuridiche, di solito tendenti a inficiare la validità dei contratti Otc stipulati e/o delle dichiarazioni e/o garanzie declinate nel Master Agreement Isda: ma tali sforzi si sono infranti contro il muro costituito dalla combinazione delle clausole di scelta della legge inglese, di proroga della giurisdizione inglese e della tutela dello spazio giurisdizionale dell'Unione europea rispetto alla giurisdizione dei giudici inglesi. Riguardo alla Brexit, l'Isda ha già cercato di anticipare gli eventi e, sin dal luglio 2018, ha predisposto due nuovi standard di

Master Agreement, recanti clausole di proroga della giurisdizione a favore dei giudici irlandesi e francesi e ha armonizzato le clausole e condizioni di tali nuovi Master Agreement rendendoli conformi rispettivamente alla legge irlandese e francese, in modo da mantenere tali standard contrattuali nell'ambito dell'Unione europea e del relativo spazio giurisdizionale. Un primo effetto della Brexit perciò già lo constatiamo. Ma ovviamente tale regolamentazione varrà per i nuovi, futuri contratti derivati Otc. Quale sarà invece la sorte dei contratti in corso al 31 ottobre 2019, se dovesse verificarsi, post Brexit, un'ipotesi di contenzioso? E quale sarà la sorte dei contenziosi in corso presso i giudici inglesi e/o i giudici italiani in relazione all'Isda Master Agreement? Post Brexit dunque sarà importante verificare se il Regolamento Ue 1215/2012 continuerà o non ad essere applicabile a tali processi.

L'ipotesi più probabile a cui viene di pensare per il caso di hard Brexit potrebbe essere l'applicabilità alle controversie in corso o da iniziare della Convenzione dell'Aia 30.06.2005 e, in tale ambito, si desidera evidenziare che qualsiasi scelta operata dalle parti sulla proroga di giurisdizione a favore di uno Stato terzo (cioè non Ue) potrebbe essere disapplicata (cfr. art. 6 della Convenzione dell'Aia) dal giudice italiano sulla base delle proprie norme interne. Tale convenzione comporta esclusioni (quali ad esempio la domanda di risarcimento del danno extracontrattuale) che potrebbero però svuotare di contenuto la rete di «protezione» eurolunitaria fino a oggi assicurata agli operatori finanziari dall'Isda Master Agreement e dalla legge inglese. In altri termini senza un accordo che accompagni la Brexit, anche in questo settore, l'incertezza post Brexit sarà protagonista della scena. (riproduzione riservata)

* equity partner
Weigmann Studio Legale

Wall Street non teme le presidenziali Usa

DI NADIA GRANT*

Nonostante la persistenza dei timori di recessione, l'economia statunitense si conferma robusta e ravvisiamo prospettive generalmente positive per le azioni Usa nel 2020. Gli effetti ritardati dell'allentamento monetario delle banche centrali di tutto il mondo inizieranno a trasmettersi all'economia, fornendo sostegno all'attività. Le elezioni presidenziali di novembre sono destinate a catalizzare l'attenzione. Su tali premesse, prevediamo un allentamento delle tensioni commerciali con la Cina, anche se una soluzione sostanziale a lungo termine appare improbabile viste le complesse divergenze geopolitiche. A marzo i Democratici sceglieranno il loro candidato alla presidenza. Anche se vincessero le primarie e venisse eletta,

Elizabeth Warren, una scelta più radicale, dovrebbe probabilmente fare i conti con un Congresso diviso e non sarebbe in grado di attuare politiche fortemente controverse come «Medicare for All». Una stretta normativa su finanza e grandi società tecnologiche rimane comunque possibile.

Pur avendo guadagnato il 23% in 12 mesi (al momento della redazione), l'S&P 500 quota a valutazioni ragionevoli e nel 2020 ci attendiamo una crescita degli utili del 5-7%, molto vicina al tasso tendenziale di lungo periodo. La crescita del pil continua a rallentare rispetto ai livelli elevati indotti dalla riforma fiscale, ma siamo co-

munque dell'avviso che nel 2020 raggiungerà il suo tasso tendenziale pari a circa l'1,8%. A livello settoriale, prevediamo una ripresa dell'attività manifatturiera dal basso livello raggiunto quest'anno nel ciclo delle scorte (il terzo dalla crisi finanziaria) e una potenziale e considerevole rivalutazione del settore della salute non appena sarà evidente l'impossibilità di attuare il programma «Medicare for All». Anticipiamo fondamentali robusti e una solida crescita degli utili per le grandi società tecnologiche, come Facebook e Google, man mano che i grandi investimenti effettuati nel 2019 inizieranno a dare i loro frutti. (riproduzione riservata)

* responsabile azionario Usa,
Emea di Columbia
Threadneedle Investments