



Panorama globale

Forti rialzi delle azioni e obbligazioni dei paesi emergenti (EM) a luglio

La “caccia al rendimento” domina più che mai le azioni di molti operatori di mercato

Finora manca il sostegno dei fondamentali per i recenti rialzi

Fattori di rischio per l'attuale rally dei corsi

Le quotazioni sui mercati azionari globali hanno continuato a salire a luglio – l'indice azionario MSCI World ha guadagnato il 4% circa. Nel complesso, i mercati dei paesi emergenti (EM) hanno avuto un andamento addirittura un po' più forte con un rialzo del 4,7% circa. Tra i grandi Emerging Markets si è distinto il Brasile con un guadagno a due cifre percentuali. Le obbligazioni dei paesi emergenti (sia in valuta locale sia in valuta forte) sono state altrettanto richieste e indirettamente hanno trainato anche i corsi azionari. I flussi di capitale verso questi mercati obbligazionari sono senza dubbio notevolmente aumentati nelle ultime settimane. Dopo il temporaneo nervosismo in seguito al voto sulla Brexit in Gran Bretagna, la sindrome “TINA” sembra più che mai guidare la maggior parte degli operatori finanziari. TINA significa, com'è noto, “There Is No Alternative” – non c'è nessuna alternativa. Di fronte a rendimenti obbligazionari per lo più estremamente bassi a livello globale e una crescente percentuale di obbligazioni con rendimenti nominali negativi, gli operatori di mercato puntano più che mai a quasi tutto ciò che in confronto offre ancora rendimenti un po' più alti. Gli eventuali rischi vengono sempre più ignorati. Questa dinamica spiega anche perché i titoli di Stato a lungo termine e gli indici azionari negli USA hanno toccato quasi contemporaneamente nuovi massimi di sempre e perché azioni e obbligazioni in tutto il mondo hanno fatto spesso registrare dei guadagni che da tempo non vengono più supportati dai dati fondamentali. La caccia al rendimento e le crescenti iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali spingono molti investitori a prendersi rischi sempre più grandi per ulteriori rendimenti sempre più bassi. Questo andamento, da un lato, è naturalmente molto positivo per gli investitori già investiti; dall'altro, non è comunque sano. I rialzi dei corsi alimentati soltanto dal momentum sono raramente sostenibili a lungo termine; è, tuttavia, impossibile prevedere per quanto tempo e fino a dove reggeranno. Allo stesso tempo esiste naturalmente la possibilità che la crescita economica e gli utili aziendali nei prossimi trimestri si sviluppino meglio di quanto al momento prevedibile e che, quindi, gli attuali aumenti dei corsi ricevano di nuovo una base più solida. Pertanto, è possibile che l'attuale movimento possa durare ancora per un certo periodo e si raggiungano livelli dei corsi nettamente più alti. Specialmente le obbligazioni in valuta locale corrono, però, il rischio di gravi contraccolpi in particolare sul lato delle valute, se la dinamica positiva dei corsi rallenta e l'uno o l'altro investitore si fa prendere dalla paura. In questo contesto è interessante notare che da sempre esiste un forte parallelismo tra prezzi delle materie prime e valute dei paesi emergenti, dove spesso le materie prime anticipano le svolte. Per questo, i recenti segnali di debolezza evidenziati da molte materie prime lanciano, inoltre, un invito alla prudenza.

Cosa potrebbe mettere gravemente a rischio l'attuale forte rialzo degli asset rischiosi? Siccome attualmente vengono ampiamente messi in secondo piano da “TINA” anche eventi e rischi geopolitici, gli elementi più probabili potrebbero essere le sorprese negative sull'inflazione e/o i rialzi dei tassi d'interesse negli USA. Riguardo a questi ultimi si può osservare una sempre maggiore spensieratezza da parte degli operatori di mercato. I mercati scontano una significativa probabilità di un rialzo dei tassi della banca centrale USA a dicembre. Con una probabilità del 30%, i mercati finanziari attualmente credono addirittura che non ci sarà nessun rialzo dei tassi negli USA, né nel 2016 né nel 2017. Questo sembra essere più che ottimistico, perché i dati congiunturali ultimamente sono stati nettamente più forti e nei prossimi trimestri dal fronte dei salari potrebbero comunque provenire pressioni inflazionistiche.



Approfondimento sui Paesi

Cina

C'è di nuovo una ripresa dell'economia cinese oppure no? Da un lato, le spese per infrastrutture del governo aiutano, come prevedibile, a stimolare in un certo modo gli investimenti. Dall'altro, sta già di nuovo leggermente rallentando la concessione dei crediti alle imprese e la crescita degli investimenti in impianti e attrezzature, al di là delle misure statali speciali, sono in calo. Nell'industria manifatturiera calano gli investimenti, mentre aumentano significativamente nel settore dei servizi. Questo, da un lato, è in linea con la voluta ristrutturazione dell'economia cinese. Dall'altro, significa, però, che la domanda di importazioni dalla Cina oltre ai programmi statali sulle infrastrutture rimane debole. Per il "resto del mondo" sono, tuttavia, soprattutto le importazioni cinesi che potrebbero dare un impulso positivo alla crescita. Siccome proprio nel settore manifatturiero spesso continuano a esistere delle sovracapacità enormi, per il momento sono poco probabili nuovi investimenti provenienti in particolare dalle aziende private. Ciò significa anche che nei prossimi trimestri il potenziale di sorprese negative relative alla domanda di materie prime industriali è abbastanza elevato. Tutto sommato, la congiuntura cinese si è stabilizzata, per ora non sta mostrando, tuttavia, nessuna tendenza al rialzo e l'impulso positivo alla crescita che potrebbe dare ai paesi industrializzati e agli altri paesi emergenti nella migliore delle ipotesi è modesto. Allo stesso tempo continuano a essere sotto pressione gli utili delle aziende cinesi; le società per azioni quotate sul mercato continentale (azioni A) hanno ceduto quasi il 20% rispetto all'anno precedente. Ciò considerato, esiste poco margine di azione per aumentare i salari – a meno che non si accettino ulteriori ribassi degli utili. La stagnazione dei salari pregiudica, comunque, la crescita dei consumi e dei servizi nel lungo periodo. Dopo che per anni una buona parte del settore manifatturiero è cresciuta grazie alla massiccia espansione del credito, ora potrebbe accadere qualcosa di simile nel consumo privato. Effettivamente, di recente è significativamente cresciuta proprio la concessione di credito alle famiglie. Il governo di Pechino sembra aver rinviato per ora il netto rallentamento della crescita del credito inizialmente previsto – è evidentemente prioritario, per quanto possibile, non permettere nessuna forte flessione della crescita. Le azioni cinesi hanno leggermente guadagnato a luglio, ma i rialzi dei corsi sono stati decisamente inferiori alla media globale.

India

Le piogge monsoniche, vitali per l'agricoltura indiana e quindi ancora il fattore determinante più importante per l'intera economia, dovrebbero, come previsto, essere più intense del solito. Questo potrebbe dare all'India un nuovo impulso alla crescita. Attualmente l'India sta comunque già facendo una bella figura sul piano internazionale. Il governatore uscente della banca centrale Rangarajan invita, tuttavia, a non cullarsi in false sicurezze e ha definito l'India piuttosto come "l'orbo d'un occhio tra i ciechi". In effetti, attualmente l'India sta beneficiando in prima linea dai prezzi del petrolio in calo e le difficoltà economiche di diversi concorrenti. Entrambe sono circostanze che non dipendono dall'India e sarebbe quindi meglio non farvi affidamento nel lungo periodo. La lista dei problemi irrisolti e degli ostacoli ancora esistenti continua a essere lunga, anche due anni dopo l'insediamento del governo Modi. Quest'ultimo viene tuttora visto in una luce molto positiva dagli imprenditori stranieri e locali, ma allo stesso tempo sono relativamente scarsi i progressi delle riforme realmente realizzate e quasi due terzi degli imprenditori indiani intervistati finora non riescono a vedere praticamente nessun miglioramento. Bisogna valutare infine con cautela anche l'ambizioso piano di Modi di fare dell'India un sito di

**Recenti dati
congiunturali mandano
segnali contrastanti**

**Per ora previsti pochi
impulsi positivi alla
crescita degli altri paesi
emergenti**

**Temporanea
stabilizzazione della
crescita – ma non si
intravede nessuna
nuova tendenza al rialzo**

**Piogge monsoniche
probabilmente superiori
alla media – nuovo
impulso alla crescita
per l'economia indiana**

**India: "orbo d'un occhio
tra i ciechi"?**



**Immagine del governo
Modi tuttora molto
positiva – risultati reali
della sua politica però
quasi impercettibili
finora**

produzione d'eccellenza a livello mondiale. In questo modo, l'India entrerebbe in diretta competizione con paesi come la Cina e la Corea del Sud e questo in settori che richiedono notevoli investimenti e comportano in tempi relativamente rapidi il rischio di sovracapacità globali e che, oltre all'eccellenza tecnologica, consentono margini di profitto piuttosto scarsi. Inoltre, in tempi caratterizzati da una crescente automatizzazione il numero dei posti di lavoro che è possibile creare in questo modo è molto più basso che in passato. Invece, l'India farebbe probabilmente meglio a puntare sul consumo e i servizi con tante aziende più piccole e molti circuiti economici decentrati per far valere meglio i propri punti di forza – tecnologia dell'informazione, demografia molto favorevole, classe media molto numerosa. Una tale struttura dell'economia dovrebbe essere anche meno esposta alla concorrenza straniera. Tuttavia, richiederebbe probabilmente inoltre che lo Stato prenda, a lungo termine, delle contromisure contro i processi di concentrazione troppo marcati. A luglio il mercato azionario ha guadagnato leggermente in linea con il trend globale, tuttavia, sotto la media.

**Economia
sorprendentemente
debole a maggio**

Brasile

A maggio l'economia brasiliana ha subito una contrazione più forte di quanto previsto dagli analisti. In particolare il commercio al dettaglio è stato eccessivamente debole. Anche se c'era stato un considerevole miglioramento nelle ultime settimane degli indicatori di fiducia di imprese e consumatori. I dati indicano nel complesso che la ripresa economica potrebbe richiedere più tempo di quanto finora previsto. Tuttavia, il peggio dovrebbe essere passato e l'anno prossimo dovrebbe di nuovo essere possibile una lieve crescita. Nei prossimi mesi potrebbe scendere l'inflazione e, di conseguenza, rendere più facile alla banca centrale effettuare dei tagli dei tassi d'interesse. Il presidente ad interim Temer cerca intanto di ridurre il disavanzo di bilancio attraverso la limitazione delle spese e aumenti mirati delle imposte. Per questo ha, però, in parte bisogno di una maggioranza sufficiente per una revisione della costituzione che non è facile ottenere. Le voci di bilancio molto importanti, come per esempio le pensioni, sono talmente delicate sul piano politico che è quasi impossibile prevedere delle riforme in tempi brevi. Nel frattempo entra nella fase finale la procedura di impeachment contro la presidente sospesa Rousseff. Non è, però, ancora sicuro se nel Senato ci sarà il numero di voti sufficienti per una definitiva destituzione. Intanto molti investitori puntano evidentemente ancora su una imminente svolta del Brasile. Il mercato azionario ha guadagnato oltre il 10% a luglio.

**Riduzione del
disavanzo di bilancio
attualmente è prioritario**

Russia

Nel 2016 l'economia russa dovrebbe subire una contrazione meno significativa di quanto previsto ancora qualche mese fa. Nel secondo trimestre l'output economico è calato solo dello 0,6% e nel 2017 dovrebbe di nuovo essere possibile una lieve crescita. Per il momento il peggio dovrebbe quindi essere passato. La produzione industriale, i trasporti e l'agricoltura hanno mostrato un andamento positivo, mentre il commercio al dettaglio e l'edilizia continuano a rallentare. Commenti provenienti dal Cremlino parlavano nel frattempo di un rublo troppo forte, dopo di che la valuta russa è prontamente scesa del 2-3%. Un rublo troppo forte potrebbe far aumentare il deficit di bilancio se il prezzo del petrolio dovesse rimanere invariato, uno troppo debole alimentare l'inflazione. Va osservato che il rublo e anche le azioni russe a luglio non hanno quasi reagito al netto calo delle quotazioni del petrolio – la qualità Brent del Mare del Nord ha perso oltre il 10%. A seconda del punto di vista, si potrebbe interpretare ciò come un segnale di forza di una valuta rafforzata o come un segnale d'allarme per una consapevolezza del rischio minore. Resta comunque indubbiamente il fatto che ulteriori cali del prezzo del petrolio

**Il peggio è passato –
ma nessun motivo per
festeggiare**

**Bilanciamento del
cambio tra potenziale
inflazionistico e
disavanzo di bilancio**



Senza cambiamenti strutturali si rischia periodo di stagnazione nei prossimi anni

Al tentativo di golpe segue un „colpo di Stato dall'alto“

Enormi „purghe“ all'interno dell'apparato statale e della giustizia; paralizzati altri media critici nei confronti del governo

Turismo crolla – previsioni di crescita del governo sembrano esagerate

Lira tocca nuovo minimo – reazione dei mercati dei cambi e della borsa tuttavia abbastanza contenuta

sarebbero tutt'altro che positivi per la Russia. Persino quotazioni del petrolio ferme o in leggero rialzo non sarebbero sufficienti di per sé per dare nuovamente inizio a un andamento congiunturale più solido in Russia. Se non si trovano nuove fonti di crescita, la Russia rischia uno scenario di stagnazione nei prossimi anni. Ridurre la dipendenza dalle esportazioni di materie prime è, tuttavia, un processo molto lungo e potenzialmente esplosivo a livello di politica interna, dato che in questo modo si scontrerebbero, in particolare, interessi contrastanti di forze politiche ed economiche molto influenti all'interno della Russia. A luglio il mercato azionario russo ha guadagnato quasi il 3% (MICEX); l'indice RTS in dollari è rimasto quasi invariato a causa del leggero deprezzamento del rublo.

Turchia

A metà mese la Turchia ha subito un tentativo di golpe. Le indignazioni sono originate e originano, tuttavia, non tanto dal tentato golpe – rapidamente represso – quanto dall'immediato ed evidentemente ben preparato “colpo di Stato dall'alto” che il presidente Erdoğan da allora sta portando avanti con inflessibile determinazione. Migliaia di giudici, agenti di polizia, membri dell'esercito, insegnanti e funzionari statali di tutti i settori sono stati immediatamente licenziati o arrestati. È stato dichiarato lo stato d'emergenza e discussa la reintroduzione della pena di morte. Indipendentemente dal fatto che il tentato golpe sia stato reale o solo simulato, in ogni caso serve solo da pretesto o motivo al presidente per eliminare anche l'ultimo rimasuglio di controllo democratico e trasformare il paese in un'autocrazia presidenziale, nella quale la giustizia, i media e il parlamento sono stati degradati in gran parte ad una mera “facciata democratica”. Le modifiche costituzionali che prima non era possibile far approvare democraticamente (elezioni), con le quali Erdoğan vorrebbe farsi concedere ulteriori enormi poteri, ora potrebbero essere approvate in altro modo. Tutto ciò potrebbe avere anche una serie di conseguenze negative per l'economia turca. Il turismo, una delle fonti di valuta estera più importanti, dovrebbe essere penalizzato ancora di più. Nel 2016 subirà una forte contrazione e costerà circa l'1% in termini di crescita all'economia complessiva. L'insoddisfazione di Erdoğan con la banca centrale è ben nota – è probabile che anche qui interverrà ancora di più e più direttamente. Anche senza il tentativo di golpe il settore bancario stava affrontando difficili sfide dopo anni di boom del credito quasi sfrenato – adesso queste dovrebbero diventare ancora più grandi. Le immediate reazioni al tentativo di golpe sono state relativamente modeste sui mercati dei cambi e sulla borsa turca. Il danno a lungo termine causato dall'incombente smantellamento duraturo di istituzioni e strutture democratiche essenziali potrebbe essere, tuttavia, enorme e al momento non è ancora prevedibile. La lira ha ceduto solo modestamente, è comunque scesa a un nuovo minimo rispetto al dollaro, e il mercato azionario perdeva circa il 12% nel picco. Siccome nei giorni prima del tentato golpe era salito fortemente, la perdita a livello mensile del 2% è stata modesta.

Grecia ¹

La relazione del proprio comitato di revisione indipendente ha dato un giudizio disastroso al Fondo Monetario Internazionale (FMI) relativamente al ruolo svolto finora nella tragedia greca. Dall'introduzione dell'euro in Grecia allo sviluppo della crisi fino al conseguente tracollo economico, le azioni del FMI vengono valutate in modo particolarmente negativo.

¹ Il mercato azionario greco nel frattempo fa parte dell'indice MSCI Emerging Markets, mentre il suo mercato obbligazionario continua a essere classificato come mercato sviluppato.





FMI si auto-attesta un ruolo disastroso durante l'intero episodio greco

Svolta positiva o nuova accelerazione della contrazione?

UE lancia ultimatum alla Polonia

Umore nell'economia ungherese continua a migliorare

Fondamentalmente, la relazione giunge a una conclusione che alcuni osservatori della situazione avevano già da tempo espresso e che è stato ripetutamente un tema negli *em-report*: La "medicina" del FMI ha contribuito in modo determinante all'inasprimento della crisi e tutte le misure dell'UE e del FMI erano finalizzate in primo luogo a salvare l'Unione monetaria dell'euro in quanto tale e ridurre al minimo qualsiasi impatto negativo al di fuori della Grecia. I rispettivi costi sono stati e sono addebitati in sostanza unicamente all'economia greca e alla popolazione greca – e vendute loro sempre come "misure necessarie per salvare la Grecia". Questo tardivo riconoscimento del FMI per ora serve veramente poco alla Grecia – ma è comunque notevole e almeno in futuro potrebbe aiutare a limitare il rischio di simili azioni disastrose del FMI. Il fatto che le misure di austerità imposte potevano solo rafforzare il problema era del tutto prevedibile e da allora è anche chiaramente confermato empiricamente. Tuttavia, fino ad oggi costituiscono il cuore delle condizioni poste da Eurogruppo, BCE e FMI. Tutti e tre prevedono comunque una ripresa dell'economia greca nei prossimi anni. Questo è in netto contrasto con gli analisti di Citibank – l'anno prossimo questi prevedono addirittura una nuova accelerazione della contrazione e non intravedono nessun segnale di svolta positiva in particolare riguardo al consumo interno e al settore dei servizi. In linea con il trend globale, l'indice azionario di Atene a luglio ha guadagnato poco più del 5%, dovuto, però, al generale miglioramento del sentiment di rischio degli investitori piuttosto che ai visibili miglioramenti delle previsioni fondamentali per l'economia greca.

CE3 – Polonia, Repubblica Ceca, Ungheria

La crescita economica polacca avrebbe dovuto mostrare un andamento stabile intorno al 3,2-3,6% p.a. fino al 2018 compreso, secondo quanto previsto dalla banca centrale polacca nella sua più recente stima. Nel frattempo, l'UE ha dato tre mesi di tempo alla Polonia per rivedere la legge, molto controversa anche nella stessa Polonia, con la quale verrebbe seriamente compromessa l'indipendenza della corte costituzionale polacca e infine dell'intero settore della giustizia. Se la Polonia non dovesse reagire, nella peggiore delle ipotesi rischierebbe sanzioni UE fino alla sospensione del diritto di voto polacco nell'UE. Sembra tuttavia poco probabile che ciò si avveri, poiché il premier ungherese ha già segnalato il suo no alle sanzioni UE. A proposito di Ungheria. Il sentiment economico, specialmente nell'industria, a luglio ha raggiunto il valore più alto di quest'anno, trainato soprattutto dall'aumento dei nuovi ordini e dalla crescente produzione. Nonostante la contrazione inaspettata dello 0,8% nel primo trimestre, nel 2016 l'economia dell'Ungheria potrebbe assolutamente raggiungere l'obiettivo di crescita del governo del 2,5% circa.

A metà del 2017 la banca centrale ceca potrebbe eliminare il limite massimo della valuta con il quale da tempo evita una rivalutazione della corona. Consumo interno, salari e quindi anche inflazione stanno andando in una direzione che permetterebbe nuovamente di rinunciare, a medio termine, a queste ulteriori misure di politica monetaria.

I mercati azionari dei CE3 a luglio hanno avuto un andamento quasi speculare rispetto al mese precedente. La borsa ceca ha praticamente recuperato il calo dell'8%, la Polonia le sue lievi perdite, mentre la borsa ungherese, con un rialzo del 5%, è riuscita a guadagnare molto più di quanto aveva perso a giugno (-1%).



I

Informazioni legali

Titolare Media: Zentrale Raiffeisenwerbung, 1030 Vienna, Am Stadtpark 9

Editore: redatto da Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H., Mooslackengasse 12 1190 Vienna

Per ulteriori informazioni: www.rcm.at

Il presente documento è stato redatto e realizzato da Raiffeisen Kapitalanlage Gesellschaft m.b.H., Mooslackengasse 12, A-1190, Vienna, Austria ("Raiffeisen Capital Management" ovvero "Raiffeisen KAG"). Le informazioni in essa riportate, nonostante la cura posta nelle ricerche, sono destinate esclusivamente a scopi di informazione senza alcun impegno, si basano sullo stato della conoscenza delle persone incaricate della stesura al momento della loro elaborazione e possono essere in qualsiasi momento e senza ulteriore preavviso modificate da Raiffeisen KAG. E' esclusa qualsiasi responsabilità di Raiffeisen KAG in relazione al presente documento o alla presentazione verbale basata sullo stesso, in particolar modo per quanto riguarda l'attualità, la veridicità o la completezza delle informazioni messe a disposizione ovvero delle fonti d'informazione oppure per quanto riguarda l'avverarsi delle previsioni in esso espresse. Allo stesso modo, eventuali previsioni ovvero simulazioni riportate sulla base di andamenti registrati in passato contenute in questo documento non costituiscono un indicatore affidabile per gli andamenti futuri.

Il contenuto del presente documento non rappresenta né un'offerta, né una proposta di acquisto o di vendita, né un'analisi degli investimenti. In particolare, esso non può sostituire la consulenza di investimento personalizzata né qualsiasi altro tipo di consulenza. Nel caso fosse interessato a un prodotto ben preciso, saremo a sua disposizione accanto al suo consulente bancario e saremo lieti di trasmetterle, prima di un eventuale acquisto, il prospetto informativo. Ogni investimento concreto dovrebbe essere eseguito solamente dopo un colloquio di consulenza e dopo aver discusso o esaminato a fondo il prospetto. Si ricorda espressamente che le operazioni di investimento in titoli sono in parte accompagnati da rischi elevati e che il loro trattamento fiscale dipende dalla situazione personale e può essere soggetto a modifiche future.

La presente pubblicazione è destinata esclusivamente ad investitori qualificati ed è rivolta ad un utilizzo esclusivamente interno del soggetto destinatario. È vietata la diffusione, in qualsiasi forma, del presente documento e dei suoi contenuti. La Raiffeisen KAG non potrà in nessun caso essere ritenuta responsabile per l'eventuale diffusione al pubblico e/o a clienti al dettaglio del presente documento né per eventuali scelte di investimento effettuate sulla base delle informazioni in esso contenute. La riproduzione di informazioni o di dati ed in particolare l'utilizzazione di testi, parti di testi o di immagini contenuti nel presente documento è ammessa soltanto previo consenso di Raiffeisen KAG. Informazioni fornite in accordo con l'articolo § 25 della legge sui mezzi d'informazione austriaca, scaricabile dal sito www.rcm.at/Impressum.

Data di aggiornamento: 01.08.2016