



Alessia

BERARDI

Senior Economist -
Deputy Head of
Macroeconomic Research



Yerlan

SYZDYKOV

Global Head of
Emerging Markets

- **I risultati:** Come ci si aspettava, le elezioni in Brasile hanno visto la vittoria del candidato di destra Jair Bolsonaro (PSL) sul candidato di sinistra Fernando Haddad (PT). Dopo il primo turno, Bolsonaro sembrava essere il favorito, visto il malcontento verso la politica. Tuttavia, è improbabile che il percorso politico del Brasile sarà semplice: una solida coalizione è necessaria per avviare importanti riforme, ma questo non sembra essere probabile.
- **Implicazioni per i mercati finanziari:** A nostro parere, questo risultato potrebbe ancora tradursi in errori di politica economica che potrebbero avere un impatto significativo sulla fiducia delle imprese e dei consumatori, nonché sul sentiment degli investitori. In questo momento, considerando che il mercato azionario aveva già registrato un rally e le valutazioni azionarie non sono complessivamente basse, manteniamo una posizione neutrale sulle azioni. Tuttavia, passeremo ad una posizione più positiva non appena emergeranno segnali di supporto. Per quanto riguarda il reddito fisso, siamo positivi sul mercato del credito che dovrebbe rimanere relativamente stabile nei prossimi mesi e dove le valutazioni sembrano ancora ragionevoli. In merito al mercato valutario, siamo positivi sul real brasiliano rispetto alle altre valute dei mercati emergenti.
- **Impatto sulla situazione macro:** La vulnerabilità del Brasile è principalmente legata alla situazione interna; quindi, l'impatto di un nuovo governo a livello macro dipenderà principalmente da come saranno implementate le riforme. Se il nuovo governo non darà segnali positivi a breve termine (una riforma pensionistica graduale sarebbe positiva), l'impatto potrebbe arrivare dalle decisioni di investimento derivanti dalla fiducia di imprese / consumatori. Nel caso in cui la riforma fiscale (c'è molto più da fare a tale riguardo) non venisse attuata, è probabile che vedremo impatti nel medio / lungo termine. In attesa di segnali sull'operato del nuovo governo, restiamo cauti rispetto alle previsioni di consenso, con una crescita del PIL che dovrebbe accelerare al 2,0% l'anno prossimo e all'1,8% nel 2020.

Con il contributo di:
Patrice Lemonnier
Head of EM Equity

“Al momento preferiamo mantenere una view neutrale sull'azionario. Siamo positivi sul mercato del credito perché ci aspettiamo rimanga relativamente stabile”.

Come questo risultato potrebbe influenzare i mercati finanziari del Brasile?

YS: La maggior parte dell'ottimismo legato alla vittoria di Bolsonaro è già stato prezzato dalla borsa brasiliana, che è salita dopo i risultati del primo turno, sulla base delle aspettative che le riforme favorevoli al mercato avviate dal precedente governo continueranno con il governo di Bolsonaro.

A nostro avviso, questo risultato potrebbe ancora dare origine a errori di politica economica che potrebbero avere un impatto significativo sulla fiducia di consumatori e imprese così come sull'opinione degli investitori.

Ad oggi, le valutazioni azionarie non sembrano nel complesso convenienti e ci aspettiamo un passo indietro del mercato con possibili prese di profitto nel breve termine. Successivamente, potremmo vedere ulteriori rialzi nel caso di segnali di riforme (in particolare sul fronte fiscale e delle pensioni), ma preferiamo mantenere un atteggiamento neutrale sulle azioni poiché il dibattito politico è ancora molto fluido e le posizioni del governo potrebbero cambiare velocemente. Tuttavia, assumeremmo un atteggiamento più positivo qualora dovessero emergere segnali di supporto. Abbiamo una view positiva verso le aziende statali (ad esempio Petrobras) dove le prospettive di cambiamento potrebbero contribuire a un continuo miglioramento della gestione aziendale.

Siamo anche focalizzati sulle aziende esportatrici competitive con valutazioni ancora interessanti e società appartenenti a settori ciclici che potrebbero beneficiare di un'ulteriore ripresa economica.

Nel settore del reddito fisso, siamo positivi sul segmento del credito, che dovrebbe essere relativamente stabile nei prossimi mesi e dove le valutazioni appaiono ancora ragionevoli. Siamo più focalizzati sulle singole imprese di elevata qualità e con prospettive di lungo termine e fondamentali solidi.

Con riferimento alle valute, il real brasiliano ha recuperato parte del terreno perso verso il dollaro americano dall'inizio del mese, ma resta ancora una delle valute più deboli nell'universo dei mercati emergenti e non ci aspettiamo resti a questi livelli a lungo. Poiché crediamo che il dollaro rimarrà forte nei prossimi mesi, preferiamo mantenere un approccio cauto nei confronti del cambio USD/BRL pur mantenendo una view positiva sul real rispetto alle valute degli altri mercati emergenti.

Quali sembrano essere le principali sfide per il nuovo governo nei prossimi mesi?

AB: Al ballottaggio, Jair Bolsonaro (PSL) ha ottenuto una maggioranza significativa su Fernando Haddad (PT). Tuttavia, il Presidente eletto Bolsonaro sta iniziando con un livello di consenso minore rispetto ai suoi predecessori (Dilma Rouseff e Lula). Il nuovo presidente non ha abbastanza sostegno nelle due camere per facilitare l'adozione di importanti riforme che richiedono modifiche costituzionali (che necessitano almeno del 60% dei voti). Pertanto, dovrà costruire una solida coalizione.

Nel breve termine, due questioni dovrebbero essere monitorate per valutare la capacità del nuovo governo di far approvare le riforme / progetti di legge rilevanti: formazione del nuovo gabinetto e l'approccio all'allargamento della coalizione nel Congresso. I pochi nomi circolati finora fanno ben sperare in termini di capacità e volontà a procedere in una direzione favorevole al mercato: un rappresentante del partito democratico come possibile capo gabinetto (Onyx Lorenzoni) e un economista formatosi all'Università di Chicago come Ministro dell'economia (Paulo Guedes).

L'agenda economica comunicata da Guedes subito dopo i risultati del primo turno ha creato un clima positivo molto utile: 1) riforma delle pensioni; 2) riduzione dei pagamenti degli interessi; e 3) riforma dello stato verso una direzione più liberale ed efficiente. Un ulteriore punto è stato aggiunto in merito all'accelerazione del processo di privatizzazione.

Detto questo, il percorso che ci aspetta non sarà facile. In merito alla riforma pensionistica, il risultato più probabile è quello di modesti cambiamenti (sia la legislazione già approvata da Temer nella camera bassa o una nuova legislazione che prevede almeno un graduale aumento dell'età minima pensionabile). Questo potrebbe portare ad alcuni risultati in un periodo relativamente breve; tuttavia vale la pena notare che qualunque riforma adottata in forma diluita probabilmente mancherà l'obiettivo di mettere il paese su un percorso di sostenibilità fiscale.

Coinvolgere il Congresso in una ambiziosa riforma pensionistica sarebbe probabilmente più impegnativo e oneroso in termini di tempistica del processo di approvazione (e esito finale incerto). Costruire e mantenere una solida coalizione non è la sola questione aperta; l'altra è testare l'effettiva autonomia del Ministero dell'economia. Velocizzare il piano di privatizzazione, come ha indicato Guedes, metterà alla prova l'approccio nazionalista di Bolsonaro riguardo al mantenimento dei cosiddetti asset strategici come Eletrobras e Petrobras (o almeno le parti più rilevanti di queste entità).

“La capacità del nuovo governo di costruire una coalizione solida e implementare riforme importanti sarà un fattore chiave per valutare la situazione del Brasile nel breve termine”.

“L’implementazione delle riforme è necessario per stabilizzare la situazione del Paese nel medio / lungo termine”

Quali ritenete saranno gli impatti di questi risultati elettorali sulla valutazione generale a livello macroeconomico?

AB: Nel breve termine, riteniamo che l’impatto dovrebbe riguardare la fiducia delle imprese / dei consumatori che incide sulle decisioni di investimento nel caso in cui il nuovo governo non proponesse alcuna riforma. La riforma pensionistica diluita rappresenterebbe un grande risultato nel breve termine. Tuttavia, a fine di avere un maggior impatto nel medio / lungo termine il governo dovrebbe adottare una riforma più ambiziosa per poter avviare il paese su un percorso fiscale più sostenibile. Rimaniamo cauti rispetto alle previsioni di consensus e stimiamo che la crescita del PIL raggiungerà l’1,2% nel 2018, salendo al 2,0% l’anno prossimo e calando leggermente all’1,8% nel 2020.

Le prospettive macroeconomiche per il Brasile sono peggiorate significativamente nel 1° semestre 2018. Lo sciopero di maggio ha avuto un impatto sull’attività economica del Paese, ma si è rivelato uno shock temporaneo. I driver fondamentali puntano ancora a una buona ripresa. La crescita della produzione industriale e dei beni strumentali si sta stabilizzando intorno ai picchi dell’anno e i salari reali sono in crescita, sebbene a tassi inferiori rispetto al passato, a causa di un aumento dell’inflazione. Il tasso di disoccupazione sta diminuendo leggermente rispetto ai picchi recessivi e l’utilizzo della capacità produttiva ha mostrato lievi aumenti.

L’inflazione è a livelli storicamente bassi, ma si prevede che aumenterà in media del 5% nel 2019. Si osserva che è ancora all’interno dell’intervallo target della Banca centrale del Brasile (CBC). Un’inflazione più elevata eroderebbe il potere d’acquisto delle famiglie, limitando la forza della ripresa.

La CBC ha recentemente completato il suo ciclo di allentamento e le aspettative per un orientamento più aggressivo sono aumentate durante l’estate sulla scia del deprezzamento del real e del suo impatto sulle aspettative di inflazione. Non ci aspettiamo che la CBC aumenti i tassi nel breve termine.

La vulnerabilità dell’economia brasiliana percepita durante l’estate non si riferiva alle posizioni esterne del Paese: il suo limitato deficit di conto capitale è associato ad un solido saldo degli investimenti esteri diretti, il debito esterno è basso e per lo più detenuto da investitori domestici. Infine, i coefficienti di adeguatezza delle riserve sono abbastanza solidi.

La vulnerabilità del Brasile è associata a dinamiche fiscali insostenibili (il debito pubblico dovrebbe attestarsi al 90% del PIL nel 2019, secondo il Fondo Monetario Internazionale), amplificate da un periodo di scarsi risultati economici e dall’incertezza sull’esito delle elezioni (in merito alla volontà e alla capacità della nuova legislatura di approvare le necessarie riforme).

Cosa pensate della dinamica dei mercati emergenti in questo fine 2018 e nel 2019?

YS: Dopo un anno sfidante per le attività dei mercati emergenti, ci aspettiamo ancora di vedere un po’ di pressione sia sul segmento obbligazionario che su quello azionario da qui a fine anno e nel 2019 quando la Fed continuerà a normalizzare il livello del suo bilancio e ad aumentare i tassi, il dollaro americano resterà forte e le questioni commerciali saranno ancora al centro dell’attenzione.

Crediamo che le condizioni miglioreranno progressivamente nel secondo semestre del 2019, quando inizieranno a materializzarsi alcuni punti di ingresso interessanti.

Per il prossimo anno, preferiamo il debito in dollari USA, in quanto le valutazioni per il debito in valuta locale non appaiono particolarmente allettanti.

Ci aspettiamo che la volatilità dei mercati azionari rimanga elevata, ma alcuni rialzi potrebbero concretizzarsi dopo la recente correzione, anche in presenza del rallentamento del ciclo globale. Ci concentriamo su paesi sostenuti dai fondamentali, con buone valutazioni e solide condizioni macroeconomiche.

“Nei prossimi mesi, il contesto per gli investimenti nei Mercati Emergenti resterà sfidante ma ci aspettiamo che migliori nel secondo semestre del 2019”.

Un approccio molto selettivo rimarrà la chiave per affrontare le sfide in corso; in particolare, gli investitori dovranno monitorare attentamente le vulnerabilità esterne dei paesi nei prossimi mesi per determinare i vincitori e i perdenti tra paesi emergenti.

Avvertenze

La diversificazione non è garanzia di guadagno né protegge dalle perdite.

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenuti, sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento.

Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data di primo utilizzo: [29 ottobre 2018](#).