



## Panorama globale

**Azioni, obbligazioni e valute dei paesi emergenti (EM) a inizio anno di nuovo sotto pressione**

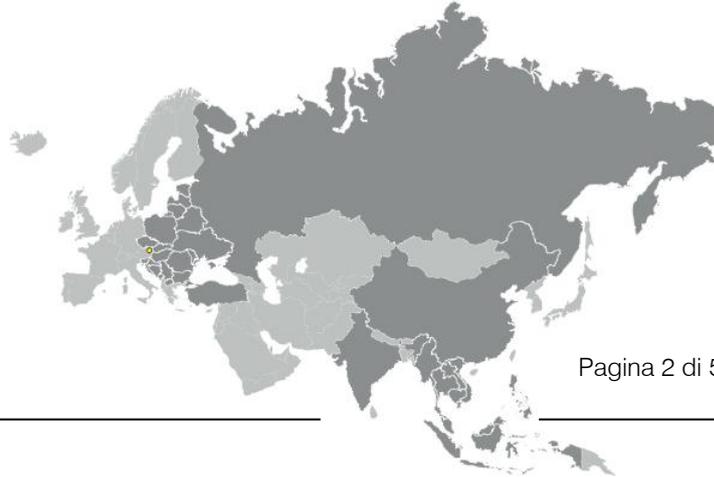
Chi aveva sperato nell'effetto gennaio generalmente positivo, quest'anno è rimasto profondamente deluso. Le prime settimane dell'anno nuovo per la maggior parte degli investitori sono state chiaramente all'insegna della riduzione del rischio. L'inizio dell'anno dell'indice Dow Jones a Wall Street è stato il più debole da quello della crisi globale nel 2009 (e a prescindere da ciò, l'inizio più debole dal 1991). I mercati azionari dei paesi emergenti sono stati colpiti ancora un po' di più – l'indice MSCI EM ha perso circa il 6%. Tuttavia, hanno resistito relativamente bene i mercati azionari dell'Europa centro-orientale. Per gli investitori stranieri si sono aggiunte, nella maggior parte dei casi, le perdite valutarie, poiché sono finite sotto pressione in pratica tutte le valute dei paesi emergenti. In questo senso, ha avuto la peggio la lira turca, il che ha costretto la banca centrale turca a una riunione d'emergenza e a un massiccio rialzo dei tassi d'interesse. In generale, il focus era rivolto ai mercati emergenti (EM). Ma anche negli USA - da anni il mercato azionario di gran lunga più importante - a fine gennaio/inizio febbraio c'è stata una riallocazione da parte degli investitori privati dai fondi azionari a quelli obbligazionari. Questo però ha anche un suo lato positivo. Il fatto che un ribasso così modesto dei corsi abbia già provocato delle reazioni simili tra la massa degli investitori al momento depone a sfavore di una bolla speculativa nell'ampio mercato azionario statunitense, anche se nei singoli settori troviamo indubbiamente delle esagerazioni speculative. Per quanto riguarda i mercati emergenti, non si può comunque parlare di surriscaldamento, al contrario. L'umore della maggioranza degli investitori è molto basso e nel frattempo molti investitori internazionali sono sottopesati nei paesi emergenti. Ciò vale in ogni caso per i mercati azionari. Qui dovremmo per ora aver lasciato alle spalle la maggior parte dei deflussi di capitali. Questo invece non lo si può ancora dire per i mercati obbligazionari EM, anche se è difficile trovare delle statistiche a questo riguardo veramente attendibili. La parte più consistente degli afflussi di capitale dovrebbe comunque essersi verificata soltanto dopo la crisi finanziaria del 2008/2009. Dopo che nel 2011, 2012 e in gran parte anche nel 2013 molti investitori puntavano alla corsa globale ai rendimenti, potrebbero esserci ancora delle posizioni in particolare in obbligazioni in valuta locale che probabilmente saranno liquidate nei prossimi mesi. Ciò potrebbe mettere sotto ulteriore pressione le valute.

**Molti investitori internazionali ora sono fortemente sottopesati in azioni EM**

**Per le obbligazioni EM ci potrebbero essere ulteriori deflussi**

**Per ora non è in vista un rapido capovolgimento della situazione per azioni e obbligazioni EM; le valutazioni di lungo termine sono però interessanti, soprattutto nel comparto azionario**

In ogni caso, per ora non sembra essere ancora in vista nessun cambiamento nella propensione al rischio degli investitori. Se guardiamo le valutazioni, nel frattempo alcuni mercati azionari dei paesi emergenti sono senza dubbio da considerare attraenti o addirittura molto attraenti e anche nell'ambito delle obbligazioni dovremmo di nuovo trovare delle valutazioni abbastanza favorevoli. In media le azioni dei paesi emergenti quotano con lo sconto più grande (quasi il 40%) da 5 anni rispetto ai mercati azionari sviluppati. Questo da solo però non basterà probabilmente per degli acquisti maggiori e, di conseguenza, per un'inversione di trend nel lungo periodo. Come abbiamo già sottolineato più volte, i motivi principali del debole andamento del valore delle azioni EM si trovano nei paesi emergenti stessi e il fattore di rischio più importante è tuttora rappresentato dalla crescita economica futura della Cina. Sarebbe però esagerato parlare di una crisi generale degli Emerging Markets o addirittura fare paragoni con gli anni 1997/98. Se però la situazione dovesse di nuovo tranquillizzarsi e stabilizzarsi nei prossimi mesi, allora i mercati



azionari dei paesi emergenti potrebbero di nuovo sorprendere positivamente nel corso dell'anno e/o nel 2015.

## Approfondimento sui Paesi

### Cina

**Continua il rallentamento della crescita in Cina**

**Il sistema bancario "ombra" e i rischi collegati diventano sempre più importanti**

La crescita economica cinese sembra ulteriormente indebolirsi e gli indicatori anticipatori segnalano una continuazione di questo trend nei prossimi mesi. Il governo è però riluttante ad attuare una politica monetaria espansiva, poiché in questo modo non sarebbe comunque possibile risolvere i problemi strutturali sottostanti. Indipendentemente da ciò, negli ultimi anni la Cina ha avuto un'espansione del credito gigantesca, le cui dimensioni sono senza paragoni nella storia. In questo senso, recentemente è esploso il volume specialmente nel "settore bancario ombra" che è poco regolamentato. Qui ci potrebbero essere notevoli problemi in futuro. I mercati finanziari hanno quindi osservato con crescente preoccupazione, in particolare davanti a eventuali reazioni a catena, il rischio di un default rilevante verso la fine di gennaio proprio in questo ambito del sistema finanziario cinese. Questo è però stato evitato – ufficialmente grazie a un investitore "anonimo". Quasi sicuramente però si dovrebbe essere trattato di una misura di salvataggio dello Stato. È da aspettarsi che Pechino cerchi di regolamentare meglio questo settore negli anni a venire e trasferire almeno una parte di esso nel sistema bancario ufficiale. Bisogna ovviamente attendere, se e come ciò possa o dovrà riuscire. Ad ogni modo è certo che la crescita spericolata del credito avvenuta finora dovrà essere ridotta in modo deciso. È quasi impossibile che questo – premesso che sia possibile controllarlo e fattibile senza grandi problemi – avvenga senza conseguenze negative per la crescita economica e il mercato immobiliare. Di fronte all'enorme importanza della Cina come mercato d'esportazione per gli altri paesi emergenti, ciò colpisce i corsi di quasi tutti gli altri mercati azionari EM. I mercati azionari cinesi hanno fatto registrare delle perdite delle quotazioni, in particolare le azioni H di Hong Kong fortemente influenzate dagli investitori stranieri (-9%). Al contrario, le azioni A di Shanghai riservate in genere ai cittadini cinesi hanno perso "solo" il 4%.

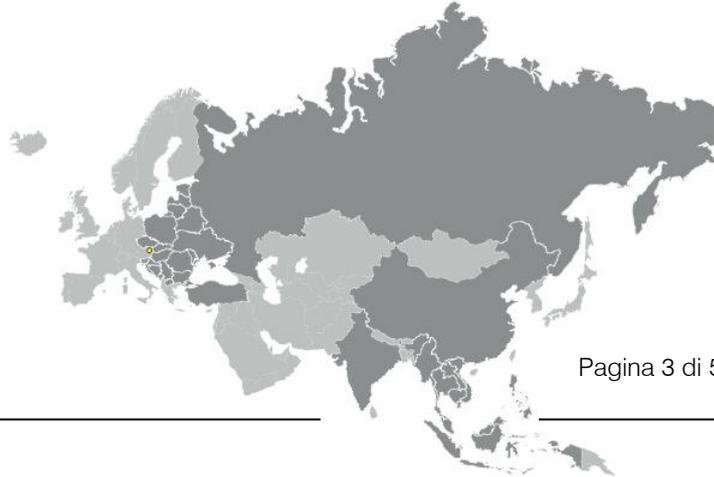
### India

A novembre è crollata a sorpresa la produzione industriale indiana, in particolare la produzione di beni di consumo durevoli. È stato invece positivo il netto calo dell'inflazione; tuttavia, con un tasso annuo del 10% circa essa è ancora troppo alta. Con grande sorpresa dei mercati, alla fine del mese la banca centrale ha alzato il tasso guida dello 0,25%. In futuro, si punterà a un obiettivo d'inflazione annuale compreso tra il 2 e il 6%. Per la prima volta da tre mesi gli investitori istituzionali stranieri sono stati "venditori netti", tuttavia in misura molto modesta. Dopo i livelli più alti di sempre raggiunti a dicembre, il mercato azionario indiano ha ceduto il 3% circa a gennaio, e, contrariamente al trend generale, i titoli IT sono riusciti addirittura a guadagnare notevolmente.

### Brasile

**Congiuntura e valuta in Brasile rimangono deboli**

Recentemente in Brasile abbiamo visto dei dati congiunturali piuttosto contraddittori. Mentre l'indice dei direttori d'acquisto (specialmente la componente dei nuovi ordini) è salito



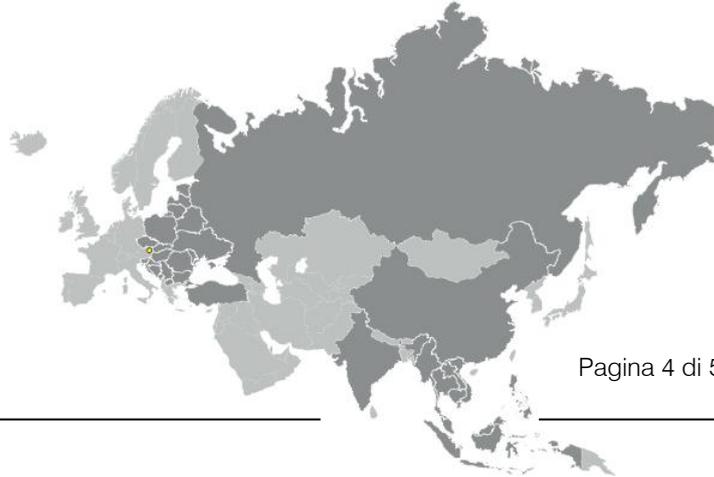
leggermente, a dicembre la produzione industriale ha fatto registrare un calo nettamente superiore alle attese di mercato. Poiché il primo è più che altro un dato “soggettivo” (dati di sondaggio), la produzione industriale rappresenta un dato “oggettivo”, e nel dubbio ci si dovrebbe orientare piuttosto a quest’ultimo. Negli anni passati, anche negli USA e nella zona euro l’economia si è ripetutamente mostrata più debole delle stime precedentemente fatte dagli indici dei direttori d’acquisto. Il real brasiliano è finito nuovamente sotto pressione come molte altre valute EM. Per far fronte a questo problema e allo stesso tempo per contenere l’inflazione, la banca centrale ha deciso un aumento improvvisamente forte dello 0,5% del tasso guida portandolo al 10,5%. Con riserve valutarie di circa 350 mrd. di dollari USA, la banca centrale ha tutti i mezzi per difendere la valuta. D’altra parte, in questo modo non riesce ovviamente a risolvere i problemi strutturali del paese (per es. disavanzi del bilancio delle partite correnti e di bilancio in aumento, dipendenza dalle esportazioni di materie prime, corruzione, problemi nelle infrastrutture). Il mercato azionario ha avuto un forte calo a inizio anno e a gennaio ha perso il 7,5% circa.

#### Russia

L’economia russa continua a perdere vigore; un trend che dura ormai da diversi trimestri. Nel 2013, l’economia crescerà probabilmente soltanto dell’1,4%. Le prospettive per i prossimi trimestri sono altrettanto modeste; nel 2014-2015 il governo prevede soltanto una crescita reale del 2,5%. L’indice russo dei direttori d’acquisto è l’unico della regione a essere sotto la soglia di espansione dei 50 punti. Nelle discussioni degli economisti si parla sempre più di stagnazione. Come da attese, la banca centrale ha lasciato invariati i più importanti tassi d’interesse anche a gennaio e nella riunione ha nuovamente evidenziato le tendenze al rallentamento dell’economia e i minori rischi d’inflazione. A inizio anno, il rublo è stato tra le valute dei mercati emergenti maggiormente colpite in senso negativo. A ciò hanno contribuito sia la generale debolezza delle valute EM sia il prezzo del petrolio in netto calo. Anche le obbligazioni russe hanno subito notevoli perdite. Il mercato azionario (MICEX) ha perso il 3,3% circa, con i titoli del consumo e delle telecomunicazioni tra i maggiori perdenti.

#### Turchia

La Turchia non trova pace dal punto di vista politico e anche per quanto riguarda l’economia si manifestano sempre più problemi. La dichiarazione fatta poche settimane fa dal nuovo ministro dell’economia - secondo il quale la Turchia sarebbe così stabile che il governo non sarebbe in grado di causare una situazione di crisi economica nemmeno se lo volesse - potrebbe ben presto essere smentita dalla realtà. Perché il rischio maggiore e il vero tallone d’Achille economico del paese rimane il finanziamento del deficit di conto corrente tuttora troppo elevato. Il paese dipende da flussi di capitale in entrata continui e ingenti. Il semplice venir meno di questi rappresenterebbe un problema, per non parlare dei deflussi netti. Di conseguenza, la lira come anche le obbligazioni turche sono finite sotto forte pressione a inizio anno e gli interventi valutari della banca centrale non sono stati sufficienti per distendere la situazione. Le riserve valutarie del resto sono molto basse rispetto al volume delle importazioni. Se una parte consistente del capitale confluito nel paese negli anni passati dovesse essere ritirato, la Turchia avrebbe relativamente poche possibilità per farvi fronte. La forte svalutazione della valuta sta



inoltre peggiorando le previsioni inflazionistiche, a causa dei prezzi delle importazioni più alti. Dopo che la banca centrale aveva lasciato invariati i tassi durante la sua seduta regolare di fine gennaio, è intervenuta una settimana più tardi in modo molto più deciso e sorprendente e in pratica ha alzato tutti i tassi d'interesse più importanti del 4,25%. Ciò ha permesso alla lira, che temporaneamente aveva fatto registrare una perdita dell'11%, di riprendersi momentaneamente. Il rialzo dei tassi d'interesse dovrebbe essere però tutt'altro che positivo per la congiuntura e le banche. Allo stesso tempo si vede il dilemma dei paesi come la Turchia: le misure a sostegno della valuta portano quasi inevitabilmente a una politica monetaria più restrittiva (a causa di tassi d'interesse più alti o di una riduzione della massa monetaria del paese come effetto secondario degli interventi sul mercato dei cambi) e di conseguenza mettono sotto pressione l'economia locale. Tutto ciò considerato, il mercato azionario turco ha ceduto un ulteriore 9%, dunque quasi come a dicembre.

#### Polonia

Ultimamente in Polonia si sono di nuovo visti prevalentemente segnali positivi. La produzione industriale e il commercio al dettaglio mostrano di nuovo un andamento migliore, i salari reali offrono supporto e i sondaggi tra i direttori d'acquisto segnalano un andamento congiunturale più positivo. Contemporaneamente, l'inflazione è tuttora molto bassa (+0,7% p.a.). Come da attese, la banca centrale ha lasciato invariato il tasso guida a inizio febbraio e ciò non dovrebbe cambiare nei prossimi mesi. A inizio anno, le obbligazioni polacche e lo zloty non sono riusciti a sottrarsi alla generale debolezza che caratterizza molti paesi emergenti e sono stati più deboli. Al contrario, dopo il crollo di dicembre, il mercato azionario è stato tra i mercati più stabili e a gennaio ha ceduto poco meno del 2%.

#### Repubblica Ceca

I dati congiunturali più recenti indicano ancora una ripresa dell'economia ceca, in particolar modo grazie a una più forte attività commerciale con l'estero. La produzione industriale dà segnali più forti, l'andamento dell'economia interna sta migliorando e anche le vendite al dettaglio offrono supporto. Dopo mesi di trattative si è insediato un nuovo governo, il quale si è posto come obiettivo il rafforzamento della domanda interna. La corona ceca è stata tra le valute più stabili della regione in questo inizio d'anno burrascoso e ha ceduto solo poco. I rendimenti delle obbligazioni ceche, d'altra parte, hanno seguito l'andamento dei titoli di Stato tedeschi e a gennaio hanno complessivamente fatto registrare un calo, in forte contrasto con il resto della regione. A gennaio, contrariamente al trend negativo globale, anche il mercato azionario è rimasto complessivamente invariato.

#### Ungheria

La domanda interna in Ungheria continua a rimanere debole; in compenso, il sostegno arriva sempre più dal commercio estero. Il governo prevede un'ulteriore riduzione dei prezzi di elettricità, gas e riscaldamento per le famiglie. Inoltre, è in programma l'ampliamento dell'energia nucleare; a questo proposito vengono portate avanti le trattative con la Russia, la quale si assumerebbe sia l'ampliamento sia la maggior parte del finanziamento tramite la concessione di un credito all'Ungheria per una somma fino a 10 mrd. di euro. A fine gennaio la banca centrale

**Ancora tendenze di ripresa dell'economia ceca: valuta, obbligazioni e azioni tengono bene rispetto al trend negativo globale**



ungherese ha tagliato il tasso guida poco oltre le attese di un altro 0,15% portandolo al 2,85%. All'inizio dell'anno, le obbligazioni ungheresi e il fiorino erano tra i più deboli della regione. Per molti operatori di mercato il livello storicamente basso dei tassi d'interesse in Ungheria rappresenta tuttora un pericolo in una fase di mercato negativa. Il mercato azionario ungherese, invece, contrariamente al trend globale in calo, ha fatto registrare un + 2% circa a gennaio.

Il presente documento è stato redatto e realizzato da Raiffeisen Kapitalanlage Gesellschaft m.b.H., Schwarzenbergplatz 3, 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.

Chiusura redazionale: 07.02.2014