



## Panorama globale

**Nel 2016 mercati azionari dei paesi emergenti per la prima volta da tempo di nuovo con rialzi dei corsi superiori alla media**

I mercati azionari dei paesi emergenti nel 2016 hanno fatto registrare per la prima volta da tempo una performance migliore dei mercati azionari sviluppati. Hanno beneficiato degli afflussi di capitale, del ripetuto posticipo dei rialzi dei tassi d'interesse negli USA e della ripresa dei prezzi delle materie prime. Compresi i dividendi, l'indice MSCI EM ha guadagnato l'11% circa rispetto ai mercati sviluppati che hanno registrato un rialzo dell'8% circa. In alcune fasi il vantaggio è stato ancora più grande. Comunque sia, un incremento dell'11% è naturalmente un risultato molto buono. Hanno avuto un andamento particolarmente forte il Brasile, la Russia e l'Ungheria. Tra i grandi perdenti troviamo la Grecia, il Messico e la Turchia. Tutti i settori hanno guadagnato, ad eccezione di healthcare e titoli industriali. Hanno registrato netti rialzi dei corsi soprattutto energia, materie prime e tecnologia. Nel 2016 si è guadagnato bene anche con le obbligazioni EM, mediamente hanno segnato un guadagno di quasi il 10%. Per gli investitori in euro il rendimento è stato addirittura più alto del 3% circa, e questo vale analogamente anche per le azioni.

**Anche le obbligazioni EM hanno offerto buone performance**

**Valutazioni migliori rispetto a rischi grazie ai rendimenti USA, dollaro e possibili guerre commerciali**

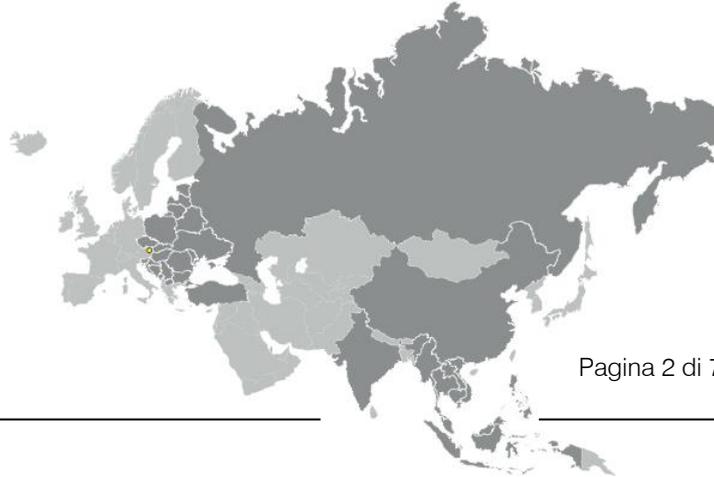
All'inizio dell'anno nuovo troviamo all'opera tutta una serie di fattori contrastanti. Sul lato positivo bisogna citare il persistente sconto elevato nelle valutazioni nei confronti dei mercati sviluppati che rende le azioni EM molto più attraenti di questi ultimi. A ciò si aggiunge la prospettiva di una nuova ripresa dell'economia globale e un "periodo di reflazione" che ha il suo inizio negli USA sotto Trump. La banca mondiale prevede un'accelerazione della crescita globale al 2,7% nel 2017 (2016: 2,3%) e ciò in primo luogo grazie ai paesi emergenti (4,2% dopo il 3,4% nel 2016). Tra i potenziali problemi troviamo ovviamente anche qualche pezzo grosso. Vi sono i rendimenti USA superiori e un ulteriore rafforzamento del dollaro, così come i rialzi dei tassi d'interesse inaspettatamente aggressivi della banca centrale USA e il rischio di misure protezionistiche maggiori. Bisognerebbe inoltre menzionare anche le sorprese negative in termini di crescita negli USA e/o in Cina. E anche se dopo l'accordo dell'OPEC di novembre il mercato del petrolio al momento sembra abbastanza solido, potrebbero anche esserci dei contraccolpi dovuti, per esempio, alle consistenti vendite delle riserve strategiche di petrolio degli USA o una violazione degli accordi dell'OPEC. A lungo termine continuano inoltre i problemi strutturali di un indebitamento troppo elevato in tutto il mondo e di un andamento demografico che ostacola sempre più la crescita. È probabile che almeno per gran parte dell'anno questi due fattori vengano messi in ombra dalle forze cicliche positive. Nel complesso, crediamo che a lungo termine continuino a esistere buone prospettive di rendimento per le azioni dei paesi emergenti. Allo stesso tempo prevediamo, però, che nel 2017 avranno un andamento ancora una volta molto diverso, poiché i potenziali rischi non colpiscono ogni regione o paese allo stesso modo. Al momento preferiamo l'Europa dell'Est rispetto all'Asia e quest'ultima rispetto all'America Latina. Nonostante la previsione di un modesto rialzo dei rendimenti USA, nei prossimi 12-18 mesi esistono, a nostro avviso, dei livelli assolutamente interessanti per l'acquisto di obbligazioni dei paesi emergenti. In questo senso, consideriamo le obbligazioni in valuta locale ancora leggermente più attraenti delle obbligazioni in valuta forte a causa dei livelli valutari abbastanza bassi.

**Debiti, crescita del credito troppo forte e crescenti problemi demografici rimangono sfide di lungo periodo**

**A lungo termine continuano le buone prospettive di rendimento delle azioni EM**

**Obbligazioni in valuta locale leggermente più interessanti dei titoli in valuta forte**

Contemporaneamente, queste riflessioni generiche relative alle valutazioni di mercato hanno ovviamente valore puramente indicativo. E per quanto possano essere importanti e utili le



considerazioni economiche, nei nostri fondi Emerging Markets anche in futuro riveste naturalmente sempre un'importanza fondamentale la valutazione individuale a livello di società.

## Approfondimento sui Paesi

**Anche nel 2016  
economia cinese in  
linea con gli obiettivi**

**Restano le enormi sfide  
strutturali**

**Nessuna fine in vista  
per la crescita (troppo)  
alta del credito**

**Continuano i deflussi di  
capitale – il governo  
innalza ulteriori barriere**

**Azioni A più deboli delle  
azioni scambiate a  
Hong Kong**

**Valutazioni comunque  
molto attraenti**

**Nel 2016 le azioni  
indiane hanno ceduto  
contrariamente al trend  
dei paesi emergenti**

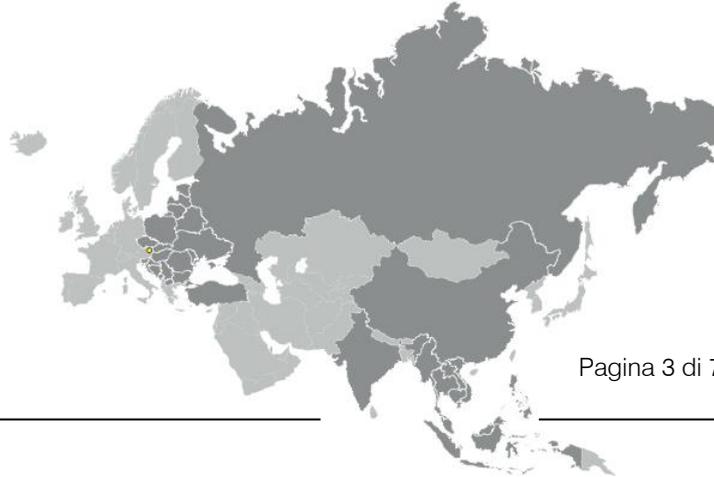
### Cina

Nel 2016 la Cina ha di nuovo raggiunto quasi esattamente il suo obiettivo di crescita, almeno secondo le statistiche ufficiali. La fine della fase deflazionistica dei prezzi alla produzione dovrebbe notevolmente migliorare la situazione di molte aziende in termini di utili e liquidità, in particolare delle ditte molto indebitate, ad alta intensità di capitale. Di questo dovrebbero infine approfittare anche le banche. Queste forze reflazionistiche, tuttavia, saranno in grado di camuffare i problemi strutturali di fondo solo per un certo periodo. La crescita del credito è ancora molto superiore alla crescita dell'economia. Il rovescio della medaglia del avere risparmi ancora elevati è una domanda complessiva che è più bassa delle capacità produttive dell'economia cinese. Considerato il peso maggiore per l'economia mondiale che la Cina ha acquisito nel frattempo, questi risparmi non possono più essere esportati all'estero nella stessa misura come in passato attraverso gli avanzi delle partite correnti. Inoltre, ci sono molti paesi che intanto hanno interesse a mantenere basse le proprie valute. I tentativi del governo di pilotare i risparmi verso le imprese statali, affinché li investano di nuovo nel paese è, nella migliore delle ipotesi, una soluzione temporanea che a lungo andare crea, però, nuovi problemi. Perché molti di questi investimenti non sono economicamente redditizi o creano capacità che non servono. Allo stesso tempo sta uscendo altro capitale dalla Cina, cosa che Pechino cerca di limitare con sempre nuovi controlli sui movimenti dei capitali. A lungo termine, l'invecchiamento della popolazione dovrebbe fare sì che ci sia una riduzione dei risparmi in eccesso. Ma per i prossimi anni il governo cinese probabilmente non potrà fare altro che accettare un ulteriore forte crescita del credito. Finora l'andamento economico dà ancora ragione a tutti quelli che, nel complesso, guardano alla Cina in maniera positiva malgrado tutti i problemi e che hanno fiducia nella capacità di Pechino di poter affrontare alla fine con successo tutte le numerose sfide. La contrazione dell'economia prevista da molti da anni finora non c'è stata e probabilmente sarà così anche nel 2017. Tuttavia, durante l'anno potrebbe di nuovo rallentare la crescita, quando diminuiscono gli stimoli fiscali e monetari dell'anno scorso.

Nel 2016 le azioni A quotate sul continente hanno perso in media circa l'11% (indice CSI 300); per gli investitori in euro c'è stata un'ulteriore perdita del 4% circa dovuta allo yen più debole. Le azioni H di Hong Kong, invece, hanno perso solo il 3% circa, il che in prospettiva euro significa un risultato di pareggio dovuto al dollaro di Hong Kong più forte. Rispetto al proprio storico, le azioni cinesi hanno una valutazione in linea con la media; nel confronto internazionale, invece, sono abbastanza convenienti. All'interno dei mercati azionari cinesi esistono naturalmente, come quasi dappertutto, grandi differenze. I titoli tecnologici e del consumo in rapida crescita hanno quindi valutazioni molto più ambiziose dei grandi, "vecchi" titoli industriali e bancari.

### India

Nel 2016 il mercato azionario indiano non è riuscito ancora una volta a soddisfare le aspettative di molti investitori. Il Sensex BSE ha segnato una perdita del 4% circa. L'India dovrebbe aver superato la Cina in termini di crescita economica, ma gli investitori azionari non ne hanno beneficiato poi molto. Da un lato, ciò è forse dovuto al fatto che il paese da tempo



viene preferito dagli investitori e questi erano, di conseguenza, già fortemente investiti. Dall'altro, l'India è uno dei mercati più cari sia tra i paesi emergenti sia nei confronti dei mercati sviluppati. A ciò si aggiungono, e questo rimarrà un argomento ancora per qualche tempo, i problemi fatti in casa. In questo senso, il governo del premier Modi di punto in bianco ha messo fuori corso legale le banconote con il valore più alto (controvalore rispettivamente di circa 7 e 14 euro). Era stato giustificato con la lotta alla corruzione e all'evasione fiscale nonché come prima tappa verso un futuro senza contanti. L'azione è rischiosa in termini economici e in parte assurda. Centinaia di milioni di indiani al momento non possiedono né un cellulare, né un conto in banca né hanno accesso a internet. Il contante in circolazione è stato improvvisamente ridotto dell'85% (!) e a tutt'oggi esiste ancora un'enorme scarsità delle nuove banconote. Considerato che nell'economia indiana quasi il 90% circa delle transazioni avviene in contanti, sorprende poco che l'attività economica ha subito una forte contrazione in tutto il paese; le stime vanno dal 20% al 50%. A lungo termine, tuttavia, in questa maniera vengono aumentate le entrate fiscali e ridotta l'economia sommersa. Ma nel breve periodo l'economia è stata spinta in una situazione in parte caotica che addirittura minaccia la sopravvivenza di molte delle persone più povere e delle piccole imprese. Grazie al suo carisma e di fronte a una corruzione quotidiana estremamente alta la maggior parte della popolazione sembra (ancora) credere al premier che si tratti di misure efficaci per combattere la corruzione. Bisogna tuttavia vedere, se in questo modo si potrà davvero combattere efficacemente la corruzione. Per farlo saranno almeno necessarie ulteriori misure accompagnatorie. Secondo Bloomberg e i media indiani, gli indiani hanno consegnato alle banche oltre il 97% del contante messo fuori circolazione, il governo aveva pensato di recuperare molto meno. Probabilmente il vero obiettivo è comunque la creazione del "cittadino trasparente", ed essere la prima tra tutte le grandi economie. È senz'altro possibile che in questo esercizio la crescita dell'India sarà, tuttavia, poco inferiore alla Cina. Le prospettive per gli anni prossimi sono comunque invariabilmente buone, poiché vengono implementate anche delle riforme positive, per esempio, l'armonizzazione delle imposte sui beni e servizi che partirà ad aprile. Questa rappresenta una delle riforme fiscali più importanti degli ultimi decenni e potrebbe generare un'ulteriore crescita dell'1-2% per l'India. Nel complesso, continuiamo dunque a essere ancora positivi sull'India indipendentemente dai problemi attuali e nonostante le valutazioni più alte riteniamo il paese uno dei mercati all'interno dei paesi emergenti più promettenti a lungo termine.

**Riforma valutaria inaspettata getta nel panico l'economia**

**Esperimento rischioso con esito incerto**

**Governo indiano vuole creare il „cittadino trasparente“**

**Riforma fiscale vincente potrebbe generare maggiore crescita dal 2017**

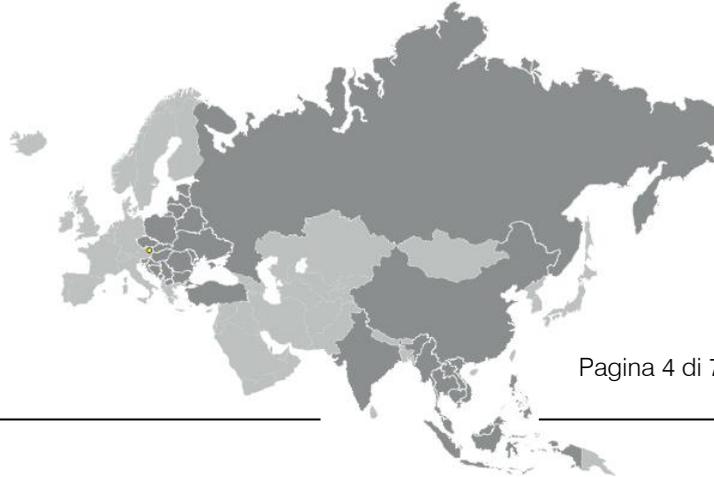
**Dopo due anni di recessione il Brasile spera in una lieve crescita nel 2017**

**Inflazione sembra sotto controllo – banca centrale taglia tassi più del previsto**

**Mercato azionario brasiliano nel 2016 molto forte, ma tanti „elogi prematuri“**

## Brasile

Nel 2016 la performance economica del Brasile dovrebbe essere scesa del 3,5%. Per il 2017 la banca centrale prevede per la prima volta dal 2014 una lieve crescita di appena 0,5%. Le misure recentemente approvate per contenere le spese, nel lungo periodo dovrebbero allentare leggermente la pressione sulla dinamica dell'indebitamento, nei prossimi trimestri, tuttavia, peseranno sull'economia. Il deficit primario previsto del 2% circa del PIL difficilmente verrà raggiunto nel 2017, poiché il preventivo delle entrate fiscali ancora una volta è stato irrealisticamente elevato. Potrebbe, tuttavia, essere di sostegno una crescita maggiore negli USA. La banca mondiale stima che una crescita ulteriore pari all'1% negli USA potrebbe significare una crescita superiore dello 0,6% circa nei paesi emergenti. Per fortuna sembra ulteriormente diminuire il lungo periodo di inflazione eccessiva e la banca centrale lo ha sfruttato subito all'inizio del 2017 per effettuare un forte taglio a sorpresa del tasso d'interesse dello 0,75% portandoli al 13%. Oltre all'economia nazionale ciò aiuta anche le finanze dello Stato. Perché ogni anno lo Stato circa l'8% dell'output economico viene pagato solo di interessi.



La ripresa dei prezzi delle materie prime e le speranze di una svolta dell'economia nel 2016 hanno portato a un forte rialzo delle quotazioni azionarie in Brasile. L'indice Bovespa è salito del 40% circa e per gli investitori stranieri si è aggiunto un guadagno pari al 20% sui cambi grazie all'apprezzamento del real. In termini di rischio-rendimento attualmente non preferiamo il Brasile e riteniamo più promettenti altri paesi emergenti.

## Russia

Con un -0,6% nel 2016 l'economia russa ha subito una contrazione meno forte di quanto temuto, soprattutto grazie alla ripresa del prezzo del petrolio e del supporto della politica fiscale. Nel 2017 si prevede una crescita dell'1,5%, naturalmente a condizione che, contro ogni aspettativa, non ci sia un crollo del prezzo del petrolio. L'indice MICEX è aumentato del 26% nel 2016 e grazie all'apprezzamento del rublo per gli investitori stranieri si è aggiunto un ulteriore 25%, quindi un guadagno di oltre il 50%.

L'agricoltura nel 2016 ha registrato addirittura una forte espansione. Nel 2014, com'è noto, la Russia ha reagito alle sanzioni dei paesi occidentali con controsanzioni, soprattutto nel settore alimentare. Allo stesso tempo il presidente Putin aveva comunicato l'obiettivo della Russia di diventare ampiamente indipendente dalle importazioni di prodotti alimentari entro il 2020. Ciò significa sostituire il 40% circa di tutte le vendite di prodotti alimentari con prodotti propri. Nel frattempo, la Russia sembra procedere in modo sorprendentemente veloce su questa strada, in particolare grazie al tempo relativamente favorevole, ma anche grazie a una migliore gestione delle terre. I terreni agricoli ultimamente sono persino diventati uno degli investimenti preferiti di molti oligarchi russi. La Russia, comunque il secondo esportatore al mondo di armamenti con una quota di mercato del 25%, nel frattempo esporta molti più prodotti agricoli di armi. Con le sue controsanzioni ha eliminato i concorrenti esteri da parti del suo mercato alimentare e così spianato la strada a produttori locali, in maggioranza privati. Nel 2014 gli osservatori stranieri erano ancora convinti che Mosca si sarebbe data la zappa sui piedi con il suo embargo sulle importazioni di generi alimentari dall'UE. Nel frattempo è piuttosto l'UE che deve temere di aver perso per sempre un mercato in precedenza importante. Considerato i suoi enormi terreni molto fertili, a lungo termine la Russia potrebbe persino diventare un importante concorrente per quanto riguarda la verdura e addirittura alcuni tipi di frutta, anche nel segmento in crescita dei prodotti biologici. Il rovescio della medaglia di questa strategia rischiosa in termini economici, ma strategicamente efficace del governo russo è l'aumento massiccio dei prezzi dei prodotti alimentari. Nel 2015 e 2016 hanno anche fortemente alimentato l'inflazione e hanno causato un forte calo del consumo di prodotti alimentari soprattutto tra la popolazione più povera.

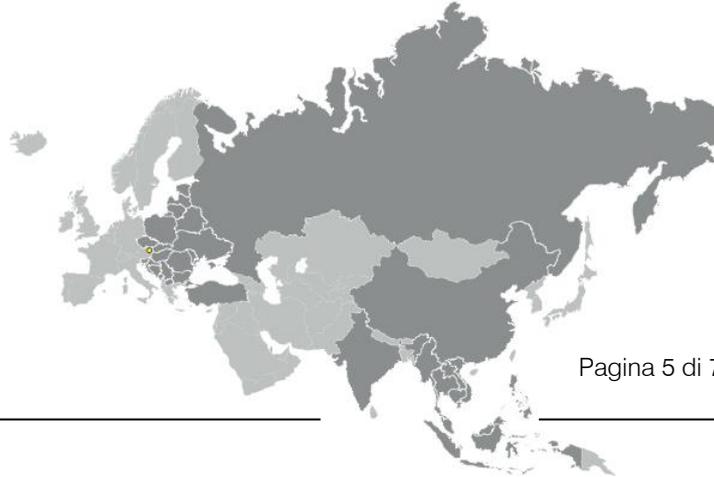
Dopo che il presidente uscente Obama nelle ultime settimane aveva ancora una volta rafforzato la posizione ostile nei confronti della Russia, molti operatori di mercato sperano più che mai che con il cambio della guardia nella Casa Bianca possa esserci anche una normalizzazione delle relazioni bilaterali. Indubbiamente ciò dovrebbe dare un impulso anche a quelle voci nell'UE che esigono la fine della politica delle sanzioni dell'UE. Bisogna vedere, se e a che velocità verranno fatti dei progressi in questo campo. Un alleggerimento e infine una revoca delle sanzioni sarebbe indubbiamente molto positivo per l'economia russa e i suoi mercati finanziari. Non è soltanto per questo che siamo ancora positivi sul mercato azionario russo. Nonostante il rialzo dei corsi è valutato in modo conveniente non solo rispetto al proprio storico, ma anche nel confronto internazionale.

**Economia potrebbe crescere di nuovo nel 2017**

**Corsi azionari e rublo hanno guadagnato notevolmente nel 2016**

**Agricoltura in crescita - la Russia fa di necessità virtù**

**I mercati sperano in una normalizzazione delle relazioni tra Occidente e Russia**



**Inasprimento della politica interna e terrore – Erdogan mira al potere illimitato**

**Boom economico finanziato dai prestiti ha reso la Turchia estremamente dipendente dal capitale estero**

**Nel 2016 lira debole, crollo accelera nei primi giorni dell'anno nuovo**

**Nel 2016 ha tenuto particolarmente bene il mercato azionario**

**Speranza di crescita anche nel 2017 e 2018 – conflitti con UE, BCE e FMI continuano**

**Andamento economico disastroso dal 2009 – anche a causa di „programmi di aiuti“ assurdi**

## Turchia

La Turchia si è lasciata alle spalle un anno movimentato in particolare a livello politico con crescenti sviluppi allarmanti che lasceranno segni negativi anche nell'economia. Il presidente Erdogan cerca di rafforzare e consolidare la sua posizione di potere già molto estrema con l'arresto di decine di migliaia di potenziali critici nonché modifiche della costituzione. La nuova costituzione darebbe al presidente turco poteri molto più ampi rispetto, ad esempio, ai suoi omologhi americani, russi e persino siriani o egiziani. Di conseguenza, Erdogan potrebbe regnare da solo fino al 2034 senza particolare controllo democratico o giuridico. L'argomento di poter garantire solo così la stabilità della politica interna è assurdo. L'AKP è al governo ininterrottamente da 14 anni e nonostante ciò non si può parlare di stabilità. Parallelamente al crescente dispotismo di Erdogan, l'interruzione da parte sua del processo di pace con i curdi sono fortemente aumentati gli attacchi terroristici.

Tutto ciò ha estremamente danneggiato soprattutto l'importante settore del turismo. A ciò si erano aggiunte le sanzioni della Russia, nel frattempo revocate, dopo l'abbattimento di un caccia russo. In questo modo è stata indebolita un'importante fonte di valute estere. Il disavanzo delle partite correnti della Turchia negli ultimi 24 mesi è calato sensibilmente, in particolare grazie all'andamento del prezzo del petrolio. Ma ciò non cambia assolutamente la situazione dell'economia estera a lungo termine generalmente precaria. Gran parte del boom sotto il governo dell'AKP/Erdogan è finanziato col debito estero. L'indebitamento estero ammonta a circa 420 miliardi di dollari USA, la metà è dovuta da società al di fuori del settore finanziario. Ciò rende la Turchia estremamente vulnerabile a una svalutazione della propria moneta. Esattamente questo era successo già nel 2016, la lira perse circa il 16% del suo valore esterno. All'inizio del 2017 c'è stata un'accelerazione del crollo. Anche la popolazione si fida sempre meno della lira, il 40% dei risparmi nel frattempo sono denominati in valuta estera. La situazione non diventa più semplice, se si considera che Erdogan vuole tassi d'interesse più bassi da parte della banca centrale, ma sono probabilmente necessari tassi più alti per sostenere la lira. Allo stesso tempo Erdogan finora non è disposto a consolidare le finanze dello Stato e l'economia con misure potenzialmente impopolari. Teme evidentemente che in quel modo rischia il consenso popolare nel referendum costituzionale in primavera. Tutto ciò considerato, il mercato azionario ha tenuto particolarmente bene con un rialzo del 12%. Gli investitori stranieri hanno subito una lieve perdita dovuta soltanto alla debolezza della lira. Attualmente continuiamo a essere cauti nei confronti della Turchia, possiamo, tuttavia, immaginare di nuovo una valutazione più positiva nel corso dell'anno.

## Grecia <sup>1</sup>

La Grecia si è messa alle spalle un altro anno difficile, in particolare in termini economici e sociali. La relazione con l'Eurogruppo e il FMI non è migliorata. Ultimamente UE e FMI si sono molto arrabbiati perché Atene aveva deciso "senza permesso" un pagamento speciale un tantum per una parte dei pensionati. Il premier Tsipras, finora un esecutore piuttosto obbediente dei tecnocrati dell'UE, ha perso la pazienza. Le condizioni sono state soddisfatte e non si chiederà il permesso a nessuno se si vogliono distribuire i surplus ai più poveri dei poveri. Ha sottolineato che la Grecia ha raggiunto o superato i propri obiettivi per il terzo anno consecutivo e nel 2016 ha realizzato un avanzo di bilancio pari all'1,75%. Nel 2017 sarà ancora più alto, dato che l'economia greca per la prima volta da tempo farà di nuovo registrare una crescita. Al più

<sup>1</sup> 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.



tardi in primavera si terranno nuove elezioni in Grecia, in caso di nuovi programmi di risparmio queste potrebbero rendersi necessarie ancora prima e il partito di Tsipras è in netto svantaggio. Contemporaneamente nel 2017 si voterà anche in altri paesi importanti dell'UE e un'ulteriore sostegno della Grecia non porta certamente voti degli elettori.

Dall'inizio della crisi l'economia greca ha subito un incredibile contrazione del 30%, la disoccupazione è superiore al 25%, quella dei giovani addirittura al 50%. Nel frattempo, un terzo della popolazione vive al di sotto della soglia di povertà. Nonostante innumerevoli giri di vite e tagli alle pensioni e un temporaneo taglio del debito, il debito pubblico è pari al 175% circa del PIL. Inoltre, si sta pagando il prezzo per il fatto che finora si è risparmiato e privatizzato soprattutto a favore degli interessati stranieri, ma non è stata fatta quasi nessuna riforma seria. Dopo che UE e BCE continuano a rifiutare la cancellazione del debito richiesta dal FMI, Bruxelles ora ha tirato in ballo una proposta minima. In tal caso l'indebitamento sarebbe comunque ancora pari a un insostenibile 155% - nel 2060! La Grecia intanto spera molto nella conclusione positiva della seconda tornata di verifica dell'attuale "programma di aiuti". In questo caso la BCE potrebbe di nuovo acquistare i titoli di Stato della Grecia in futuro. Ciò farebbe scendere di molto i rendimenti delle obbligazioni greche. Il mercato azionario greco ha di nuovo subito forti oscillazioni nel 2016, infine ha chiuso l'anno quasi senza variazioni.

### CE3 – Polonia, Repubblica Ceca, Ungheria

I paesi della regione centro-europea hanno fatto registrare un sensibile rallentamento della crescita nel terzo trimestre del 2016. Nel 2017 prevediamo, tuttavia, di nuovo dei rialzi significativi intorno al 3%. A ciò contribuirà in particolare la domanda interna, se consideriamo mercati di lavoro più solidi e aumenti dei salari abbastanza consistenti. A ciò si aggiunge di nuovo ulteriore denaro fresco dall'UE. I redditi reali nel 2017 non cresceranno più così rapidamente come l'anno scorso, perché l'andamento dei prezzi subirà un'inversione di tendenza. Dopo oltre due anni di tassi di inflazione in calo dovrebbero già di nuovo aumentare significativamente nel primo trimestre del 2017. Comunque questo non si rispecchierà ancora in una politica monetaria più restrittiva, poiché anche la BCE per il momento mantiene la sua politica estremamente espansiva. Ciò considerato, anche le valute si muoveranno poco nei confronti dell'euro. La banca centrale ceca sgancerà la corona ceca dall'euro nel corso dell'anno. Tuttavia, in questo senso dovrebbe agire in modo prudente e analizzare prima molto bene i trend di crescita e inflazione.

Nel 2016 i mercati azionari della regione si sono presentati in modo molto disomogeneo. Mentre la borsa azionaria ungherese ha avuto un altro anno molto forte (+35%) dopo la solida performance dell'anno passato, le azioni polacche hanno registrato un rialzo decisamente più modesto (+8%). Il mercato azionario ceco ha conseguito addirittura una lieve perdita. Continuiamo a essere positivi sui mercati azionari CE3 e in una prospettiva odierna sono, secondo noi, tra i mercati dei paesi emergenti da preferire nel 2017. Ulteriori impulsi positivi potrebbero arrivare naturalmente da un'eventuale distensione del rapporto tra la Russia e l'UE, anche se per arrivare a ciò bisognerà ancora fare tanta strada. Dopo i rialzi dei rendimenti degli ultimi mesi, per il momento riteniamo possibile un consolidamento delle obbligazioni, nel corso dell'anno prevediamo, però, dei rendimenti leggermente più alti soprattutto in Polonia e nella Repubblica Ceca.

**Dopo temporaneo  
rallentamento prevista  
di nuovo crescita solida  
nel 2017**

**Mercati azionari CEE  
nel 2016 di nuovo  
disomogenei; buone  
prospettive di  
rendimento nel 2017**



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](http://www.rcm.at/Impressum). Data di aggiornamento: 12.01.2017

#### 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](http://www.rcm.at)