



Panorama globale

Le valutazioni e i posizionamenti seguenti rappresentano la situazione in un dato momento e possono cambiare in qualsiasi momento e senza preavviso. Non costituiscono alcuna previsione per l'andamento futuro dei mercati finanziari o dei fondi della Raiffeisen KAG.

Al momento, in termini fondamentali, molto suggerisce una continuazione del rialzo dei corsi nei paesi emergenti. I fattori di rischio, al momento, sono soprattutto esterni. Tuttavia, questi non sono da sottovalutare, così come le oscillazioni dei corsi che nel 2018 potrebbero essere superiori rispetto all'anno passato.

Forte outperformance dei paesi emergenti (EM)

Per il secondo anno consecutivo i mercati azionari dei paesi emergenti hanno ottenuto risultati migliori di quelli dei paesi industrializzati sviluppati. Se si includono anche i dividendi, l'indice MSCI EM nel 2017 ha guadagnato circa il 37% rispetto al 20% circa delle nazioni industrializzate sviluppate. La crescita economica solida, o meglio le svolte riuscite verso l'alto, i continui afflussi di capitale, i tassi d'interesse bassi o in calo, l'aumento degli utili aziendali e, in particolare, il dollaro USA molto debole hanno costituito un terreno veramente ideale per i forti rialzi dei corsi. A ciò si sono aggiunti il sentiment di rischio positivo a livello mondiale nonché tassi d'inflazione quasi ovunque bassi o in calo. Un fattore centrale per l'andamento di valore più forte degli Emerging Markets (EM) rispetto ai mercati sviluppati dovrebbe essere stato la dinamica di crescita sensibilmente maggiore degli utili aziendali nei paesi emergenti.

Titoli tecnologici e finanziari alla guida del rally dei corsi

Tra i migliori figuravano i mercati asiatici, come per esempio la Corea, l'India o le azioni cinesi H ma anche le borse dell'Europa centrale e orientale. Anche le azioni turche hanno guadagnato significativamente, ma la lira debole si è di nuovo "mangiata" una parte consistente dei rialzi degli investitori stranieri. In generale il rialzo dei corsi è stato supportato soprattutto dalle azioni tecnologiche e dai titoli finanziari. Questi due settori costituiscono nel frattempo i pesi massimi all'interno degli indici azionari dei mercati emergenti. La struttura degli indici dei paesi emergenti oggi è molto diversa rispetto a 10 o 20 anni fa.

Andamento positivo delle obbligazioni EM – il forte euro riduce tuttavia i guadagni

Anche le obbligazioni EM hanno nuovamente ottenuto dei guadagni molto considerevoli nel 2017. Per gli investitori in euro, tuttavia, questi guadagni sono stati ridotti dall'apprezzamento sorprendentemente forte della moneta unica. Un'eccezione sono stati i mercati dell'Europa centro-orientale: lo zloty, la corona ceca e il fiorino sono state tra le valute più forti dei paesi emergenti e si sono lasciate alle spalle persino l'euro.

Dopo due anni solidi si pone naturalmente la domanda: la ripresa dei corsi continuerà nel 2018? In termini fondamentali attualmente molto lo suggerisce. Una persistente crescita forte, un'inflazione perlopiù moderata, tassi molto bassi, abbondante liquidità globale, l'aumento degli utili aziendali, prezzi delle materie prime più alti e il miglioramento delle partite correnti in molti paesi emergenti costituiscono un ambiente molto favorevole.



Azioni EM ancora con premi di valutazione rispetto ai mercati azionari sviluppati

Gli eventuali rischi al momento provengono soprattutto da fonti esterne

A causa degli utili aziendali in crescita, le valutazioni azionarie sono salite solo modestamente nonostante i rialzi dei corsi. Di conseguenza, i mercati emergenti quotano, nel complesso, ancora con uno sconto nelle valutazioni abbastanza alto rispetto ai mercati sviluppati. Tra le insicurezze e i rischi per ulteriori rialzi dei corsi ci sono in prima linea i fattori esterni. Di questi fanno parte, ad esempio, un aumento molto forte dell'inflazione negli USA o nella zona euro, rendimenti nettamente più alti delle obbligazioni USA o un apprezzamento sorprendentemente forte del dollaro USA. Il contesto geopolitico è così teso come non lo era da tanto tempo (Medio Oriente, Corea del Nord, Russia-USA, possibili guerre commerciali). Gli operatori di mercato finora ignorano ampiamente tutto ciò. Anche la Cina con la sua importanza fondamentale per molti paesi emergenti rimane un fattore di insicurezza. A seconda di quali riforme attuerà il governo di Pechino, nei prossimi trimestri potrebbero esserci ripercussioni sull'economia mondiale sia sotto forma di ulteriori impulsi alla crescita o di un rallentamento della Cina.

Tutto sommato, secondo noi continuano a esistere buone prospettive di rendimento per le azioni dei mercati emergenti nel lungo periodo. La tendenza degli utili aziendali invece si stabilizzerà e quest'anno potrebbero esserci oscillazioni dei corsi più forti dell'anno passato.

Sebbene prevediamo rendimenti USA in rialzo, per noi continuano ad avere delle buone prospettive anche le obbligazioni dei paesi emergenti. Preferiamo comunque leggermente le obbligazioni in valuta locale rispetto alle obbligazioni in valuta forte.



Approfondimento sui Paesi



2018: Anno fondamentale per il futuro andamento della Cina?

Azioni IT cinesi con enormi guadagni



Cina

La Cina si trova probabilmente di fronte a un anno fondamentale per il proprio sviluppo futuro. Dopo che nel 2017 era ancora la massima stabilità ad avere assoluta priorità per la leadership di Stato e di Partito, ora le priorità cambieranno. Il presidente Xi Jinping si è creato una posizione di potere estremamente forte e il contesto economico globale è così favorevole come non lo era stato da tempo. La crescita della Cina nel 2017 ha addirittura registrato un'accelerazione grazie al boom dell'export, anche se, in generale, era stato previsto un lieve rallentamento. Un simile momento favorevole per affrontare le difficili riforme non si presenterà così facilmente. Specialmente nel settore finanziario c'è ancora molto da fare. Tra l'altro, si vuole frenare la crescita troppo elevata del credito e le banche ombra. Il differenziale dei redditi sempre più grande all'interno della società rappresenta un argomento molto esplosivo sul piano sociale e sociopolitico. Nonostante l'andamento impressionante che la Cina ha avuto negli ultimi decenni, circa il 40% della popolazione continua a vivere in estrema povertà. Allo stesso tempo cresce il numero dei milionari e miliardari. Il Partito comunista cinese (PCC) nel lungo periodo rischia la perdita della propria legittimità, se non dovesse fermare questi trend. Contemporaneamente cresce il ceto medio nelle città e le esperienze storiche dimostrano che questo, a partire da un certo livello di reddito potrebbe non fare soltanto più richieste economiche, ma sempre di più anche sociali. Alcune di queste potrebbero minacciare direttamente il potere finora assoluto del PCC, per esempio la libertà d'informazione, di opinione e di stampa. La stabilità economica e interna della Cina nei prossimi anni potrebbe, quindi, essere soggetta a dure prove su diversi fronti.

Le "stelle" sui mercati azionari cinesi nel 2017 sono stati i titoli tecnologici. Sono stati loro in prima linea a far salire del 25% circa l'indice HSCEI di Hong Kong. Le azioni A quotate sul continente, al contrario, hanno guadagnato relativamente poco (circa il 7%).

India

Il mercato azionario indiano da qualche anno è tra i preferiti fra gli investitori internazionali. Contrariamente all'anno precedente, nel 2017 ha guadagnato nettamente oltre il 30%. Le notizie economiche sono state però tutt'al più "miste". La crescita economica è sensibilmente rallentata dopo che la riforma valutaria e la grande riforma fiscale avevano sconvolto l'economia. L'inflazione è aumentata e ultimamente è stata superiore alle attese, cosa che al momento lega le mani alla banca centrale per quanto riguarda eventuali altri tagli dei tassi. Il governo ha nettamente mancato il suo obiettivo di bilancio e, a dicembre, ha dovuto raccogliere ulteriori fondi sui mercati dei capitali.

**Luci e ombre nell'economia indiana, ma forte rialzo dei corsi azionari****Governo Modi davanti a rielezione nel 2019?**

Finora non è riuscito a rispettare le sue promesse relative alla crescita economica e alla creazione di posti di lavoro. Tra i successi ottenuti troviamo però le riforme economiche (non solo nel sistema fiscale) che dovrebbero avere un impatto positivo a lungo termine sull'economia indiana e che hanno anche contribuito al recente upgrade del rating dell'India. Il governo adesso sta affrontando anche il risanamento del sistema bancario in crisi. Sul fronte della politica interna il premier Modi al momento è saldamente al potere e tutto suggerisce che nelle elezioni previste per il 2019 sarà riconfermato. Per gli investitori queste sono prospettive favorevoli perché la politica di liberalizzazione e di riforma dovrebbe pertanto continuare. Esistono, tuttavia, anche dei lati negativi. Il governo di Modi finora ha fatto poco per fermare la continua erosione delle istituzioni democratiche in India che sta andando avanti da decenni. Al contrario, con la sua retorica e politica fortemente indù nazionalista promuove la polarizzazione e radicalizzazione della società. L'orientamento secolare del paese previsto dalla Costituzione rischia di essere pregiudicato e nei confronti del Pakistan finora si punta piuttosto sull'escalation che sulla comprensione. Siccome tutto ciò non ha ripercussioni immediate sulla crescita economica e gli utili aziendali, al momento non ha nessuna importanza per la maggior parte degli investitori. A lungo periodo nasce però il potenziale per un aumento dei rischi di politica interna ed estera. Tuttavia, siamo ancora positivi sull'India e continuiamo a inserire il paese tra i paesi emergenti più promettenti nel lungo periodo nonostante le valutazioni azionarie più elevate.

Brasile

Il Brasile si è lasciato alle spalle la più profonda recessione dalla crisi economica mondiale degli anni 30. La ripresa accelererà molto probabilmente nel 2018. L'aumento dei salari reali, la crescita dell'occupazione e altri tagli dei tassi d'interesse daranno impulsi all'economia locale. L'economia brasiliana è ancora relativamente chiusa in se stessa. Di conseguenza, da un lato è meno suscettibile agli shock esterni. Dall'altro è però riuscita ad approfittare solo in modo limitato della ripresa economica globale degli ultimi 18 mesi. Un aspetto positivo della grave recessione è che molte imprese sono diventate più efficienti e competitive e hanno risanato i propri bilanci. Questo è anche evidente dal forte aumento degli utili aziendali. L'indice Bovespa ha di nuovo registrato forti guadagni nel 2017 proprio grazie a questo. I corsi azionari in Brasile sono saliti del 27% circa.

Il tema dominante in Brasile quest'anno saranno le elezioni presidenziali e parlamentari di ottobre. Tenuto conto delle enormi sfide (indebitamento, disavanzi di bilancio, infrastruttura insufficiente, corruzione dilagante) esse sono un evento chiave per il futuro del paese. Il risultato elettorale attualmente è del tutto incerto. Chiunque diventerà presidente avrà inoltre bisogno di relative maggioranze nel nuovo parlamento per passare eventuali riforme, il che nasconde ulteriori difficoltà di fronte alla forte frammentazione nel panorama dei partiti. L'ex presidente di sinistra Lula da Silva è in testa alla maggior parte dei sondaggi attuali, ma non è nemmeno ancora stato chiarito, se si possa presentare alle elezioni.

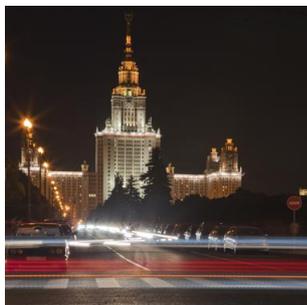
**Le elezioni presidenziali e parlamentari domineranno il 2018 - risultato elettorale del tutto incerto**

**Ritorno al potere dell'ex presidente Lula?****Il governo futuro si trova davanti a sfide enormi**

Se dovesse essere condannato in definitiva per corruzione ancora prima della data delle elezioni, verrebbe eliminato dalla corsa. La maggior parte degli investitori stranieri probabilmente preferirebbe quasi ogni altro candidato invece del ritorno di Lula come presidente. A seconda di come si presenterà la situazione di politica interna, quest'anno potrebbero verificarsi delle corrispondenti oscillazioni dei corsi sul mercato azionario. Tuttavia, gli investitori non dovrebbero lasciarsi troppo influenzare dal tema delle elezioni. Perché chiunque assumerà la carica non potrà evitare di dover trovare una soluzione all'imminente collasso finanziario dello Stato e si dovrà misurare con l'immane compito del necessario ammodernamento delle infrastrutture. Anche Lula non potrebbe dunque semplicemente continuare la politica dei suoi primi due mandati. Il trend positivo degli utili aziendali e la persistente ripresa congiunturale offrono supporto ai mercati azionari. Nonostante i forti rialzi degli ultimi due anni, le valutazioni spesso non sono ancora esagerate e sostenute abbastanza bene dalla crescita attesa degli utili aziendali. Gli investitori stranieri dovrebbero tenere d'occhio la valuta del paese. Il real brasiliano sembra caro in termini fondamentali e a lungo termine potrebbe svalutarsi.

Russia

La crescita economica della Russia nel 2017 è stata migliore di quanto atteso dagli analisti, nonostante una politica fiscale e monetaria relativamente restrittiva. La dinamica economica è, tuttavia, calata nella seconda metà dell'anno. Il forte rialzo del prezzo del petrolio a fine anno è stato dunque opportuno. Favorevole per la ripresa congiunturale sono inoltre stati i tagli dei tassi d'interesse della banca centrale russa. Dato che l'inflazione è però nel contempo scesa ulteriormente (a un minimo record post-sovietico), i tassi reali in fin dei conti sono comunque aumentati. Hanno dunque ancora notevole margine verso il basso nei prossimi mesi, il che - oltre alla congiuntura (consumo, investimenti) - dovrebbe sostenere anche le obbligazioni e le azioni. Queste ultime nel 2017 hanno fatto parte dei fanalini di coda nel confronto internazionale, dopo che nel 2016 erano ancora tra i grandi vincitori. L'indice azionario della Borsa di Mosca ha ceduto circa il 5%; l'indice RTS in dollari è riuscito, tuttavia, a segnare un leggero segno più. Bisogna, tuttavia, far notare che, diversamente dalla Cina, i titoli IT russi in forte aumento sono poco rappresentati negli indici azionari e che i corsi azionari erano nettamente saliti già nelle ultime settimane del 2016. Allora nascevano grandi speranze circa una normalizzazione dei rapporti russo-americani e la fine delle sanzioni occidentali. Finora non si sono, tuttavia, avverate, anzi. I democratici dell'opposizione sfruttano il tema della Russia per bloccare Trump il più possibile sul piano della politica interna e hanno avviato addirittura un'indagine speciale contro di lui in merito a una presunta collusione con la Russia. Se e quando Trump potrà o vorrà implementare il miglioramento del rapporto con la Russia menzionato ripetutamente da lui nella campagna elettorale, al momento resta da vedere.

**L'altalena del prezzo del petrolio e le speranze deluse circa la fine delle sanzioni hanno creato problemi sul mercato azionario russo**



La rielezione di Putin è sicura, ma quale agenda di riforme attuerà in seguito?

Tuttavia, le relazioni tra i due paesi non possono peggiorare molto di più. Dopo che l'anno passato l'euforia si è rivelata infondata, al contrario sarebbe pienamente possibile che questo valga anche per l'umore attuale molto pessimista e che i mercati vengano sorpresi positivamente su questo fronte nei prossimi trimestri. Indipendentemente da ciò, consideriamo la Russia ancora un mercato molto promettente a lungo termine. Le valutazioni favorevoli e i rendimenti dei dividendi molto alti continuano a suggerirlo.

L'avvenimento di politica interna più importante saranno senza dubbio le elezioni presidenziali in primavera. È praticamente sicura la rielezione del presidente in carica Vladimir Putin. Bisogna aspettare però quanto capitale politico avrà in seguito e per cosa lo utilizzerà. C'è grande necessità di riforme a intervento, per esempio, nel sistema finanziario, nella giustizia o nelle spesso inadeguate infrastrutture. La Russia sta facendo progressi nella diversificazione della sua economia e dipende nettamente meno dalle esportazioni di materie prime rispetto a 10 o 20 anni fa. Ma in questo senso ha ancora molta strada da compiere. Questo può essere naturalmente visto anche in chiave positiva, perché un tale processo di trasformazione apre anche numerose nuove opportunità per le imprese e gli investitori.

Crescita solida, ma l'economia turca rimane molto vulnerabile



Turchia

L'evento politico più importante del 2017 in Turchia è stato senza dubbio il referendum costituzionale sull'introduzione di un sistema presidenziale. Secondo i dati ufficiali, a favore ha votato una lieve maggioranza degli elettori e ha così regalato al presidente Erdogan un enorme potere. Sul piano economico la Turchia ha sorpreso con una crescita economica inaspettatamente solida che tuttavia è stata accompagnata da un'elevata inflazione e dal calo della lira. È stata supportata, da un lato, dalla buona congiuntura in Europa, la regione d'esportazione più importante per la Turchia. Dall'altro, il governo ha sostenuto l'economia con ulteriori misure, per esempio tagli fiscali, un aumento della spesa pubblica e ulteriori garanzie sui crediti. La banca centrale è stata nel frattempo confrontata con un aumento dell'inflazione a due cifre e una moneta debole. Ciò considerato, non poteva assolutamente attuare i tagli dei tassi richiesti ripetutamente dal presidente Erdogan. Ha dovuto invece alzare più volte i tassi. La robusta crescita economica continuerà per il momento, rallenterà, tuttavia, più avanti, quando diminuirà l'effetto delle misure fiscali. I talloni d'Achille dell'economia turca - dipendenza estremamente alta dal capitale estero, crescita del credito troppo forte, inflazione elevata - non possono comunque essere risolti con misure temporanee del genere, al contrario. La Borsa azionaria di Istanbul era in vena di festa grazie al forte aumento degli utili aziendali: l'indice ISE-100 è salito del 50% circa nell'arco dell'anno. I mercati obbligazionari invece hanno sofferto l'aumento dei tassi, la lira debole e gli alti tassi d'inflazione.



Fine del "regime di Bailout" in estate?

Grecia

Dopo quasi un decennio di grave recessione e depressione, l'economia della Grecia è finalmente cresciuta di nuovo leggermente nel 2017. Per il 2018 si prevede una continuazione e lieve accelerazione della ripresa economica. In particolare il turismo è stato ed rimane un barlume di speranza. Il premier Tsipras auspica che ad agosto il paese possa lasciarsi alle spalle il regime dei "pacchetti di salvataggio" e riesca di nuovo a stare in piedi da solo. Questo è ambizioso, ma non impossibile. La bilancia dei conti correnti attualmente è in equilibrio e dopo le innumerevoli tornate di tagli il paese è in grado di presentare un leggero surplus di bilancio prima dei pagamenti degli interessi. Il peso degli oneri fiscali a sua volta per ora è molto basso. Molti problemi strutturali, per esempio l'amministrazione pubblica gonfiata e inefficiente, non sono, tuttavia, ancora stati risolti. Anche il problema dell'enorme indebitamento (circa il 180% della performance economica annuale) è ancora irrisolto. Le differenze d'opinione tra il FMI e l'Eurogruppo sulla necessità e la dimensione di un taglio del debito continuano a persistere. Indipendentemente da ciò, i titoli di Stato greci hanno avuto un andamento solido nel 2017. Il rendimento dei titoli di debito decennali è sceso sotto il 4%, il livello più basso dal 2006. I guadagni dei titoli di Stato hanno addirittura superato quelli del mercato azionario di Atene. Questo ha registrato un guadagno del 25% circa nell'arco dell'anno nonostante le forti oscillazioni. Gli imminenti nuovi stress test delle banche greche e gli eventuali ulteriori requisiti patrimoniali potrebbero di conseguenza causare oscillazioni dei corsi anche nei prossimi mesi.

CE3 – Polonia, Repubblica Ceca, Ungheria

I paesi della regione centro-orientale nel 2017 hanno brillato con una crescita economica molto solida. Una buona congiuntura interna, un portafoglio ordini pieno nel settore manifatturiero e un boom delle esportazioni verso altri paesi UE sono state le forze trainanti principali. Mentre la banca centrale polacca mantiene stabile il tasso guida da due anni, la banca centrale ungherese ha ulteriormente tagliato i tassi d'interesse delle scadenze brevi e lunghe. Al contrario, le autorità monetarie a Praga hanno lievemente alzato i tassi e prospettano altri rialzi dei tassi nel 2018. In primavera è stato interessante il fatto che la banca centrale abbia eliminato la soglia superiore, difesa per anni, del tasso di cambio della corona ceca contro l'euro. Il rialzo della corona da allora è stato, tuttavia, limitato. Per il 2018 si prevede ancora una forte crescita dell'economia dei paesi CE3, ma comunque in calo rispetto al 2017. Questo dovrebbe continuare a dare un impulso anche agli utili aziendali.

I mercati azionari della regione si sono mostrati fortissimi. Soprattutto i titoli bancari hanno registrato un forte incremento. Con un guadagno pari al 26% circa le azioni polacche erano in testa alla classifica. Subito dopo è seguita la Borsa ungherese con un guadagno del 23% circa. A Praga l'indice di Borsa ha guadagnato circa il 17%. Siamo ancora positivi sui mercati azionari della regione; il ripetersi di questi forti rialzi dovrebbe però essere difficile nel 2018.

Boom delle economie, boom dei mercati azionari, valute forti



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

Fonte: MSCI. Le informazioni di MSCI sono destinate esclusivamente ad uso interno.

Non è consentita la loro riproduzione o diffusione in alcuna forma né possono essere utilizzate come base o componente di strumenti o prodotti o indici finanziari di qualunque tipo. Nessuna informazione della MSCI costituisce consulenza all'investimento o raccomandazione a prendere (o evitare di prendere) decisioni di investimento né può essere considerata tale. I dati storici e le relative analisi non devono essere considerati indicazione o garanzia di analisi, previsione o pronostico futuro del rendimento. Le informazioni di MSCI sono fornite "così come sono" e l'utilizzatore di dette informazioni si assume l'intero rischio di un loro qualsiasi uso. MSCI, i suoi affiliati e ogni altra persona coinvolta nella oppure collegata alla compilazione, al calcolo o alla creazione di informazioni di MSCI (collettivamente, le "Parti MSCI") declinano esplicitamente ogni garanzia riguardante la presente informazione (in particolare qualunque garanzia di originalità, accuratezza, completezza, attualità, nonviolazione del diritto di salvaguardia di terzi, commerciabilità e idoneità a un determinato scopo). Senza limitazione di quanto sopra, una qualunque Parte MSCI non sarà responsabile in alcun caso per danni diretti, indiretti, speciali, incidentali, punitivi, consequenziali (in particolare il lucro cessante) o di qualunque altro tipo. (www.msci.com)

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 scopo di informazione e 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 particolare 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: 18.01.2018