



Raiffeisen Obbligazionario Europa dell'Est: il punto con il gestore

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 del Raiffeisen Obbligazionario Europa dell'Est.



Ronald Schneider lavora dal 2002 come gestore specializzato nell'Europa emergente presso Raiffeisen Capital Management. Dal 2012 guida inoltre il team "Bonds, CEE & Global Emerging Markets". Ronald Schneider gestisce obbligazioni locali e in valuta forte, nonché le valute dell'Europa orientale. In precedenza, aveva lavorato per più di cinque anni come analista dei mercati economici e finanziari per i mercati dell'Europa centro-orientale presso Raiffeisen Zentralbank. Ronald Schneider si è laureato presso l'Università di Economia e Commercio di Vienna, specializzandosi in financing e mercati finanziari. Dal 2001 è analista finanziario certificato CFA.

1. Qual è attualmente la vostra view sui mercati dell'Europa emergente?

Dall'inizio dell'anno, quando avevamo prospettive piuttosto ottimistiche per i mercati dell'Europa centro-orientale (CEE), sono emersi due principali "venti contrari" che hanno in parte attenuato le nostre stime iniziali:

- a) in primo luogo, il **forte aumento dei rendimenti statunitensi** dovuto alle preoccupazioni di un aumento dei dati sull'inflazione a seguito dei pacchetti di sostegno economico sempre più elevati da parte del nuovo presidente degli Stati Uniti e alle preoccupazioni che la Fed avrebbe iniziato a ridurre i suoi acquisti di asset prima del previsto;
- b) in secondo luogo, **un dollaro USA più forte** a causa della ripresa economica più rapida, non solo a causa degli stimoli economici, ma anche a causa della prevista riapertura anticipata

dell'economia statunitense, resa possibile da una campagna vaccinale di successo, soprattutto rispetto ai timidi progressi nell'UE, per non parlare della maggior parte dei paesi emergenti, dove la vaccinazione in alcune regioni deve ancora iniziare.

2. Gli sviluppi dell'economia USA e la pandemia continuano dunque ad avere un forte impatto sui mercati emergenti?

Naturalmente. Il diverso percorso della ripresa economica dovuto al ritmo più lento delle vaccinazioni in molte regioni rispetto a Stati Uniti e Regno Unito ha portato ad un **rafforzamento del dollaro USA non solo rispetto all'euro ma anche rispetto alle valute dei mercati emergenti in generale**. Nell'Europa centro-orientale l'aumento dei nuovi casi di Covid-19 e i nuovi "lockdown", nonché le interruzioni delle forniture nell'industria automobilistica, fanno prevedere ulteriori ritardi nella ripresa

economica. Il rapido aumento dei rendimenti USA ha provocato inoltre un **ritiro di capitali dai mercati locali e un "irripidimento" (in gergo, uno "steepening") delle curve dei rendimenti locali.**

Raiffeisen Obbligazionario Europa dell'Est:
composizione geografica al 31.03.2021

Paese	Ponderazione
Russia	19,53%
Polonia	14,84%
Romania	12,06%
Repubblica Ceca	11,04%
Turchia	9,13%
Ungheria	9,09%
Cash	7,68%
Kazakhstan	5,34%
Regno Unito	4,56%
Altri	6,74%
Totale	100,00%

Fonte: Raiffeisen KAG, Calcoli interni, dati al 31.03.21

3. I timori inflazionistici hanno un impatto anche per le economie dell'Europa emergente?

Gli effetti di base e l'aumento dei prezzi dell'energia hanno temporaneamente spinto verso l'alto la "PCI inflation", ovvero l'indice dei prezzi al consumo, che, insieme all'ambiente avverso dei rendimenti globali, ha portato a forti aumenti dei rendimenti locali. Tuttavia, ci aspettiamo che le Banche Centrali dell'Europa emergente guardino oltre **questo aumento dell'inflazione CPI**, che in gran parte ha una **natura "una tantum"**, soprattutto perché le prospettive di ripresa economica rimangono incerte anche in questa regione. Inoltre, recentemente ci sono state **azioni delle Banche Centrali, sia in Ungheria che in Romania, dirette al mercato obbligazionario per prevenire un ulteriore irripidimento delle curve dei rendimenti.** Anche la Banca Centrale polacca ha espresso alcuni commenti contro l'eccessivo "pricing" degli aumenti dei tassi. Tuttavia, dopo i precedenti commenti volti a indebolire il tasso di cambio, finché la ripresa non si

concretizzerà, il comportamento del mercato rimarrà eterogeneo anche per quanto riguarda l'imminente sentenza relativa ai prestiti in franchi svizzeri aperti da alcune banche polacche alla fine di marzo. Riteniamo tuttavia che gli effetti di tale sentenza sul mercato dei cambi non dovrebbero essere così negativi come attualmente temuto.

Raiffeisen Obbligazionario Europa dell'Est:
composizione valutaria al 31.03.2021

Valuta	Ponderazione
Dollaro USA (USD)	21,21%
Zloty polacco (PLN)	18,09%
Rublo russo (RUB)	15,45%
Corona ceca (CZK)	11,04%
Euro	10,40%
Leu rumeno (RON)	9,39%
Fiorino ungherese (HUF)	7,96%
Lira turca (TRY)	4,61%
Dinaro serbo (RSD)	1,21%
Hryvnia ucraina (UAH)	0,63%
Totale	100,00%

Fonte: Raiffeisen KAG, Calcoli interni, dati al 31.03.21

4. Come sta andando l'economia russa al momento?

In Russia il recente **sviluppo economico ha superato leggermente le aspettative** e, nonostante progressi molto lenti nelle vaccinazioni, le prospettive rimangono positive, soprattutto grazie all'aumento dei prezzi delle materie prime. Tuttavia, dopo essere salito bruscamente nell'ultimo trimestre del 2020, l'inflazione CPI ha continuato a sorprendere con **ulteriori aumenti dei prezzi**, soprattutto per quanto riguarda i prodotti alimentari, ma anche relativamente ai prezzi "core". Ciò implica il rischio che l'inflazione superi l'estremità superiore dell'obiettivo di inflazione della Banca Centrale Russa e, insieme alle elevate aspettative di inflazione, aumenta la probabilità di rialzi dei tassi con un irripidimento della curva dei rendimenti. Poiché l'inflazione dovrebbe



ridimensionarsi nella seconda metà dell'anno, pensiamo che questa fase rappresenterà solo un breve ciclo di rialzo dei tassi, che è, secondo noi, già ampiamente scontato dal mercato.

5. Nessun rischio per l'economia russa, quindi?

Non proprio. **I maggiori rischi per lo scenario appena descritto relativamente alla Russia sono rappresentati da ulteriori sanzioni mirate al debito sovrano russo.** Queste sono state messe all'ordine del giorno in veste di "sanzioni mirate" a causa delle accuse dell'Occidente alla Russia in relazione all'avvelenamento di Alexey Navalny. Le ulteriori accuse di coinvolgimento russo in vari incidenti di "hacking" non hanno aumentato ulteriormente questo rischio che però, bisogna dirlo, continuerà a pesare sul mercato. Tuttavia, dobbiamo anche sottolineare, da un lato, che le partecipazioni estere ancora sostanziali nel debito russo soffrirebbero a causa di nuove e più pesanti sanzioni e, dall'altro, che la nuova amministrazione statunitense sembra più orientata a effettuare solo azioni coordinate con l'UE in tal senso.

Un altro argomento contro l'inasprimento delle sanzioni è rappresentato dal fatto che la minaccia di un'azione potrebbe essere più efficace per cambiare il comportamento della Russia rispetto all'azione stessa, dato che il Paese dovrebbe poi adattarsi alle nuove circostanze (permettendo allo stesso tempo all'Occidente di "tenere alcune frecce nella propria faretra"). Tuttavia - visto che la Russia si è finora adattata bene alle sanzioni esistenti, ha mantenuto la sua forza fondamentale e non ha indicato alcuna volontà di cambiamento - quest'ultimo argomento si è alquanto indebolito, anche alla luce dell'ultimo **pesante scambio di accuse** fra il presidente americano Biden - che ha accusato il presidente russo Putin di "non avere un'anima" e lo ha addirittura definito un "assassino" che "pagherà un prezzo" per la sua (presunta) interferenza nelle elezioni americane del 2020 - e il presidente russo Putin - che ha

commentato le dichiarazioni di Biden affermando che il presidente americano non dovrebbe dedurre che gli altri agiscano come lui. Gli insulti di Biden dovrebbero incoraggiare il presidente russo nei suoi sforzi per rendere il paese il più indipendente possibile da Paesi, investitori e istituzioni finanziarie occidentali.

Raiffeisen Obbligazionario Europa dell'Est:
composizione in base al rating al 31.03.2021

Rating dei sottostanti	Ponderazione
aaa	3,18%
aa	11,04%
a	14,84%
bbb	43,30%
bb	12,67%
b	13,03%
d	0,00%
n.v.	1,94%
Totale	100,00%

Fonte: Raiffeisen KAG, Calcoli interni, dati al 31.03.21

6. Anche la Turchia è presente nel fondo. Come sta andando l'economia turca al momento?

Dobbiamo osservare come l'economia turca non sia esente da **pesanti interferenze da parte della politica**. Con una mossa sorprendente, il presidente Erdogan ha licenziato - forse in relazione ad un aumento dei tassi di interesse di ben 200 punti base avvenuto giovedì scorso - il governatore della banca centrale turca, che nei soli 4 mesi in cui è stato in carica aveva personificato il ritorno all'ortodossia del mercato. Il nuovo governatore è un ex parlamentare appartenente all'AKP, il partito del presidente, e, sebbene sia un economista, manca di esperienza nella gestione della politica monetaria. Recentemente ha scritto commenti critici sull'efficacia dei tassi più elevati per combattere l'inflazione.

Questa nuova svolta a 180 gradi nella politica monetaria ha colto i mercati in contropiede (le aspettative della continuazione di una politica di alti tassi d'interesse reali positivi avevano



attirato afflussi di capitale nei mercati in lira turca negli ultimi mesi) e ha quindi portato ad un forte "sell-off" della lira e delle obbligazioni turche.

La perdita di credibilità, che la banca centrale ha ora subito, esacerba la già precaria situazione del finanziamento esterno del paese (alto livello di debito estero in valuta straniera, soprattutto nel settore aziendale, che deve essere rifinanziato in aggiunta all'alto deficit delle partite correnti, livello molto basso delle riserve in valuta estera) in una difficile fase di mercato (rischi derivanti dall'aumento dei rendimenti USA). Mentre le autorità cercano di assicurare ai mercati che nessun cambiamento di politica è imminente e cercheranno di stabilizzare la situazione, i loro mezzi si riveleranno probabilmente limitati. Questo porta a discussioni sul mercato riguardo al rischio di un ritorno a misure non ortodosse o addirittura "amministrative" come i controlli sui capitali (tuttavia, ciò è molto improbabile secondo noi ed è stato inoltre da poco smentito dal Ministero delle Finanze).

Poiché riteniamo che l'eccesso di posizioni in valuta estera non sia ancora stato liquidato, abbiamo chiuso parti delle nostre posizioni nella mattina del 23 Marzo, **riducendo l'esposizione verso la Turchia in valuta estera del 2%** nel nostro Raiffeisen Obbligazionario Europa dell'Est. Per il momento manteniamo le nostre posizioni in obbligazioni turche denominate in USD e in EUR, poiché percepiamo la reazione del mercato in questo segmento come eccessiva. A causa del livello relativamente basso del debito pubblico, non pensiamo che questi sviluppi abbiano immediatamente aumentato il rischio di solvibilità del Paese.

7. Si può parlare di uno sviluppo economico omogeneo dell'Europa centro-orientale?

Ogni Paese ha la propria specificità. **Nel complesso, i dati economici nei cosiddetti paesi "CE3" (Polonia, Ungheria, Repubblica Ceca) di**

recente hanno sorpreso positivamente, nonostante le nuove restrizioni dovute alla pandemia da Covid-19. L'Ungheria ha fatto parlare di sé sul piano politico in quanto il partito Fidesz del primo ministro Orban ha lasciato il gruppo del Partito Popolare Europeo nel Parlamento Europeo, evitando così un'imminente espulsione che prima o poi sarebbe comunque arrivata. A prescindere da ciò, i paesi CE3 rimangono sotto pressione a causa della pandemia da Covid-19. Sia la Repubblica Ceca che l'Ungheria registrano un elevato numero e un incremento dei nuovi contagi. I mercati azionari dei tre Paesi si stanno sviluppando in modo disomogeneo di recente. A Praga l'indice azionario è salito nettamente a febbraio (+3,9%), mentre a Budapest ci sono stati solo leggeri guadagni (+0,6%) e a Varsavia sono stati invece registrati ribassi dei corsi (-2,1%). A febbraio il mercato azionario di Mosca è salito, sostenuto dall'aumento del prezzo del petrolio. In valuta locale, il guadagno è stato del 2% circa, in dollari USA addirittura intorno al 3% circa.

Raiffeisen Obbligazionario Europa dell'Est: composizione per tipologia di emittente al 31.03.2021

Emittente	Ponderazione
Corporates: Finanziario	1,32%
Corporates: Non-Finanziario	6,40%
Governativo	84,60%
Cash	7,68%
Totale	100,00%

Fonte: Raiffeisen KAG, Calcoli interni, dati al 31.03.21

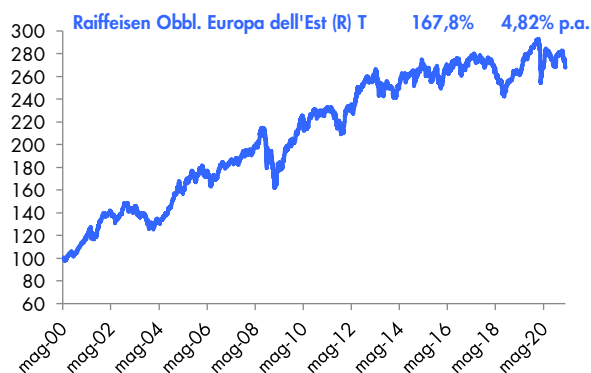
8. Vista la situazione dei mercati dell'Europa emergente, quali aggiustamenti al portafoglio del fondo sono stati effettuati di recente?

A metà febbraio abbiamo spostato il posizionamento da un "beta" più elevato a uno più difensivo, prendendo profitti in Russia e in Turchia e aumentando le nostre disponibilità liquide, pur mantenendo una posizione di breve



termine nei mercati locali dell'Europa centro-orientale e negli Eurobond. Anche se pensiamo che i rendimenti obbligazionari di fine anno saranno probabilmente più alti, vediamo una possibilità di consolidamento nel breve termine e stiamo quindi pensando di aumentare nuovamente il rischio di duration da un punto di vista tattico. La BCE e la FED, ma anche le decisioni sui tassi in Russia e Turchia delle prossime settimane ci daranno ulteriori indicazioni in merito. Per il mercato russo consideriamo la debolezza legata alle sanzioni come una possibilità di aumentare il nostro posizionamento in quel mercato, a causa della forte situazione fondamentale che persiste comunque nel Paese.

Raiffeisen Obbligazionario Europa dell'Est: performance dal lancio (03.05.00 – 31.03.2021)



Anno	Performance
2020	-3,06 %
2019	12,30 %
2018	-6,58 %
2017	2,19 %
2016	3,36 %

Fonte: Raiffeisen KAG, calcoli interni dal 03.05.00 al 31.03.21. Performance netta della classe con il track-record più esteso (AT0000740659). La performance viene calcolata dalla Raiffeisen KAG sulla base dei prezzi dei fondi calcolati secondo il metodo OeKB. Nel calcolo della performance non vengono presi in considerazione i costi individuali, come le commissioni di transazione, le commissioni di sottoscrizione (max. 0%), le commissioni di rimborso (max. 0%), le commissioni per il deposito dell'investitore, così come le imposte. Se questi costi fossero presi in considerazione, avrebbero come effetto una diminuzione della performance. I risultati ottenuti in passato non sono un indicatore affidabile degli sviluppi futuri. Rendimento al lordo degli oneri fiscali.

Informazioni principali

- Data di lancio: 3 Maggio 2000
- Volume: 112,14 Mil. di euro (dato al 31.03.21)
- ISIN:
AT0000740667 | Retail | Accumulazione
AT0000A0EYA2 | Istituzionale | Accumulazione
- Commissione di gestione:
Retail: 0,96 % p.a. | Istituzionale: 0,48 % p.a.
- Durata di investimento minima consigliata: 8 anni

Gli investimenti in fondi sono esposti a rischi elevati che possono andare fino alla perdita del capitale investito.

Il prospetto informativo e il documento contenente le informazioni per gli investitori (KIID) del Raiffeisen Obbligazionario Europa dell'Est sono disponibili in lingua inglese o, nel caso del KID, in italiano sul sito www.rcm-international.com.

Il Regolamento del Raiffeisen Obbligazionario Europa dell'Est è stato approvato dalla FMA. Il Raiffeisen Obbligazionario Europa dell'Est può investire oltre il 35 % del patrimonio del Fondo in titoli/strumenti del mercato monetario dei seguenti emittenti: Polonia, Turchia, Ungheria.



Documento ad uso interno del consulente

Questo è un documento ad uso del consulente. In questo documento di consulenza si può talvolta giungere anche a una rappresentazione vantaggiosa delle caratteristiche del prodotto. In questo contesto, desideriamo sottolineare che il cliente deve essere informato in modo equilibrato sul rispettivo prodotto. Il profilo di rischio/rendimento dei fondi non è paragonabile a quello di un classico libretto di risparmio. Gli investimenti in fondi sono associati a rischi più elevati, comprese le perdite del capitale investito.

Il presente documento è stato redatto e realizzato da Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H., Vienna, Austria ("Raiffeisen Capital Management" ovvero "Raiffeisen KAG"). Le informazioni in esso riportate, nonostante la cura posta nelle ricerche, sono destinate esclusivamente a scopi di informazione senza alcun impegno. Esse 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. È esclusa qualsiasi responsabilità di Raiffeisen KAG in relazione al presente documento ed 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, nonché 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 non costituiscono un indicatore affidabile per gli andamenti futuri. Si ricorda inoltre che, nel caso di prodotti espressi in valute straniere, il rendimento può aumentare o diminuire anche in seguito alle oscillazioni del cambio.

Il contenuto del presente documento non rappresenta 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 lei sia interessato ad un prodotto specifico, unitamente al suo consulente, anche noi saremmo lieti di fornirle per questo prodotto, prima di qualsiasi sottoscrizione, il prospetto completo o le informazioni per l'investitore previste in base alla sezione 21 della legge austriaca sui fondi d'investimento (AIFMG). Investimenti concreti non dovrebbero venir effettuati prima di un incontro con il suo consulente e senza una discussione e analisi del prospetto completo o delle informazioni per l'investitore previste in base alla sezione 21 della legge austriaca sui fondi d'investimento (AIFMG). Si ricorda espressamente che le operazioni di investimento in titoli possono essere accompagnate da rischi elevati e che il loro trattamento fiscale dipende dalla situazione personale dell'investitore, oltre ad essere soggetto a modificazioni future.

Raiffeisen KAG - o, per i fondi immobiliari, Raiffeisen Immobilien Kapitalanlage GmbH - calcola la performance sulla base del prezzo del fondo d'investimento pubblicato, utilizzando la metodologia OeKB. Nel calcolo della performance non vengono presi in considerazione i costi individuali, come la commissione di sottoscrizione o di rimborso, le commissioni del conto titoli dell'investitore, nonché le imposte. Tali costi ridurrebbero la performance se fossero inclusi. Per la commissione di sottoscrizione massima o l'eventuale commissione di rimborso si rimanda alle informazioni chiave per la clientela (KID) o al prospetto semplificato (per i fondi immobiliari). Raiffeisen KAG calcola la performance del portafoglio con il metodo del rendimento ponderato nel tempo ("time-weighted return", TWR) o del rendimento ponderato in denaro ("money-weighted return", MWR) [si prega di fare riferimento ai dettagli specifici nella relativa sezione della presentazione] sulla base delle più recenti quotazioni di borsa, dei tassi di cambio e dei prezzi di mercato, nonché dei sistemi informativi sui titoli. I risultati ottenuti in passato non consentono di trarre conclusioni sulla performance futura di un fondo d'investimento o di un portafoglio. La performance viene indicata in percentuale (spese escluse), tenendo conto del reinvestimento dei dividendi.

I prospetti completi pubblicati e le informazioni per gli investitori previste in base alla sezione 21 della legge austriaca sui fondi d'investimento (AIFMG), così come le Informazioni Chiave per gli Investitori (KIID) dei fondi della Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H. sono disponibili in lingua tedesca sul sito www.rcm.at (per alcuni fondi le informazioni per l'investitore inoltre anche in lingua inglese) e se le quote dei fondi sono distribuiti all'estero sul sito www.rcm-international.com in lingua inglese (eventualmente in lingua tedesca) o nella sua lingua nazionale sul sito www.rcm-international.com.

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

Data di aggiornamento: 01.04.2021

Per favore pensa all'ambiente
prima di stampare.

