

# bulletin

La rivista del Credit Suisse | [www.credit-suisse.com/bulletin](http://www.credit-suisse.com/bulletin) | Estate 2004

## SPECIALE

Intervista

**La nuova Europa vista  
da Hans-Dietrich Genscher**

Ritratti

**Opportunità e rischi in India,  
Russia, Messico e Cina**

Prodotti

**Come investire nelle  
economie emergenti**



# Investimenti

**Viaggio nei mercati emergenti**

# Jetzt im Netz



Schneller als die Post:  
[www.finanzundwirtschaft.net](http://www.finanzundwirtschaft.net)



## Perché i mercati emergenti?

I mercati emergenti sono paesi la cui economia sta vivendo una fase di trasformazione. Questi cambiamenti sono accompagnati da una serie di opportunità e rischi di natura economica, sociale e politica. Quanto prima gli investitori analizzano gli sviluppi di questi mercati, tanto maggiori sono i rendimenti potenziali. In uno scenario in cui le grandi nazioni industrializzate presentano una crescita relativamente modesta, in futuro gli investitori che mirano a rendimenti elevati non potranno evitare di rivolgersi ai mercati emergenti.

Alcuni di questi paesi sono appena entrati nell'Unione europea. Uno sguardo allo sviluppo economico di mercati emergenti del passato come l'Irlanda, la Spagna o la Grecia lascia presagire quale sia il potenziale offerto dai nuovi stati membri.

È molto probabile che nei prossimi anni vari fattori conferiranno ai neo entrati una dinamica economica superiore alla media, da cui gli investitori potranno trarre profitto. Ecco alcuni esempi:

- I costi salariali inferiori anche dell'80 per cento e la rimozione dei controlli sui movimenti di capitale stimolano gli investimenti

esteri e nel prossimo futuro sosterranno i margini di guadagno nei settori ad alta intensità di personale.

- Se i tassi di questi paesi scenderanno ulteriormente al livello dell'UE, risparmiare diventerà meno interessante e il consumo privato sarà incentivato.

- L'integrazione delle borse locali negli indici azionari internazionali genererà automaticamente flussi di capitale passivi da fondi indicizzati o investitori istituzionali.

- L'Istituto per la ricerca economica dell'Università di Monaco (IFO) stima che nei prossimi anni i paesi dell'allargamento cresceranno a velocità doppia rispetto all'UE; considerata la base di crescita storicamente bassa, questa valutazione appare senz'altro realistica.

Sempre in tale contesto, le correzioni scattate in primavera sui mercati emergenti vanno considerate positivamente alla luce del surriscaldamento dei mesi precedenti. Un motivo in più per puntare nuovamente i riflettori su tali mercati e dedicare un'edizione speciale del Bulletin a questo appassionante tema. Buona lettura.

**Burkhard Varnholt, Head of Financial Products**



Sigla editoriale

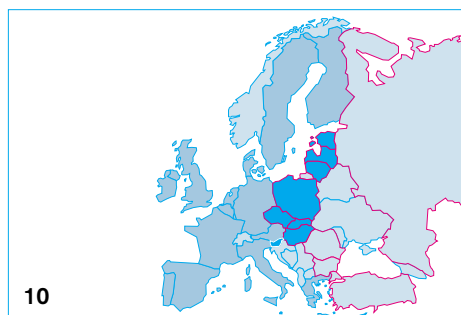
**Editore** Credit Suisse, Casella postale 2, 8070 Zurigo, telefono 01 333 11 11, fax 01 332 55 55 **Redazione** Daniel Huber (dhu) (direzione), Marcus Balogh (ba), Ruth Hafen (rh), e-mail [redaktion.bulletin@credit-suisse.com](mailto:redaktion.bulletin@credit-suisse.com), Internet [www.credit-suisse.com/emagazine](http://www.credit-suisse.com/emagazine)  
**Marketing** Veronica Zimnic, telefono 01 333 35 31 **Progetto grafico** [www.arnolddesign.ch](http://www.arnolddesign.ch): Karin Bolliger, Adrian Goepel, Urs Arnold, Alice Kälin, Michael Suter, Monika Isler (pianificazione ed esecuzione) **Traduzione** Servizio linguistico del Credit Suisse, Zurigo: Francesco Di Lena, Benedetto Baldini, Michele Bruno, Deborah Cometti, Alessandra Maiocchi, Antonella Montesi **Inserzioni** Yvonne Philipp, Strasshus, 8820 Wädenswil, telefono 01 683 15 90, fax 01 683 15 91, e-mail [yvonne.philipp@bluewin.ch](mailto:yvonne.philipp@bluewin.ch) **Stampa** NZZ Fretz AG/Zollikofer AG **Riproduzione** consentita con l'indicazione «Dal Bulletin del Credit Suisse».

Half our life is spent trying to find something  
to do with the time we have rushed through life  
trying to save.

Will Rogers

BANK **H**OFMANN

Distinctly Personal



## Bulletin Speciale «Investimenti»

### 6 Mercati emergenti

Il potenziale compensa i rischi

### 10 Europa dell'Est

L'allargamento non è ancora ultimato

### 14 Concorso

Il notebook Razor Z81 è un concentrato di tecnologia



### 16 Hans-Dietrich Genscher

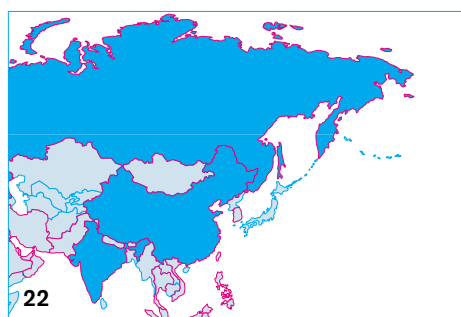
L'Europa deve contribuire al nuovo ordine mondiale

### 18 Romania

Una nazione prova ad accendere l'ottimismo

### 20 Bulgaria

L'alunno modello si trasforma in tigre



### 22 Russia, Cina, India

Tre buoni motivi per guardare a est

### 36 Carlos Slim e il Messico

Il miliardario è un patriota e auspica più riforme

### 40 America latina

La ripresa spazia dal Messico alla Terra del Fuoco



### 26 Prodotti

#### 27 Fondi: Cina

La crescita di lungo periodo offre buone prospettive

#### 28 Fondi: Russia

Le riforme spianano la strada alla crescita

#### 29 Fondi: India

Il contesto dinamico allarga la gamma delle opportunità

#### 30 Prodotti derivati

Prodotti difensivi per regioni promettenti

#### 32 Foreign Exchange

Il paniere equilibrato punta sull'intera Asia

#### 33 Equity

Chi mantiene il sangue freddo ha buone prospettive

#### 34 Fixed Income

I rischi di credito sono sempre più determinanti





# Mercati emergenti: un forte potenziale di

Negli anni Novanta numerosi investitori esposti sui mercati emergenti si sono scottati le dita. Ma la performance espressa nel passato da questi mercati non è un riferimento affidabile per il futuro. **Di Cédric Spahr**



# crescita

Mercati emergenti ■  
Paesi industrializzati ■



## Le scale di rating

I rating pronosticano la probabilità con cui in futuro un paese ottempererà puntualmente e integralmente agli impegni di pagamento che ha assunto. Di seguito sono riportati i rating e le loro definizioni assegnati dalle agenzie di rating indipendenti Moody's e Standard & Poor's.

- Aaa/AAA** Massima solvibilità e pressoché nessun rischio d'insolvenza
- Aa/AA** Elevata probabilità di pagamento, rischio d'insolvenza trascurabile
- A/A** Garanzia degli interessi e sicurezza del rimborso del capitale adeguati; vi sono fattori di rischio che in caso di variazione del contesto economico possono incidere negativamente
- Baa/BBB** Garanzia degli interessi e sicurezza del rimborso del capitale adeguati; sono presenti elementi speculativi o una protezione inadeguata in caso di mutamento delle condizioni economiche
- Ba/BB** Garanzia degli interessi e rimborso del capitale non adeguatamente assicurati; vi sono elementi speculativi
- B/B** Garanzia degli interessi e sicurezza del rimborso del capitale scarsi
- Caa/CCC** Forte rischio riguardo alla probabilità di pagamento
- Ca/CC** Già insolvente o prossimo a esserlo; non è esclusa la possibilità di pagamento interessi e rimborso
- C/C** Generalmente già insolvente con prospettive scarse di sicurezza nel pagamento interessi e rimborso
- SD/DDD** Situazione di insolvenza, in default nei pagamenti
- NR** Not Rated; non valutato
- +/-/1, 2, 3** I simboli +/- e le cifre 1, 2, 3 indicano la posizione all'interno della singola classe, dove 1 esprime il limite superiore di una classe (ad esempio Aa1) e 3 il limite inferiore (ad esempio Aa3).

➤ Per molti investitori il termine «mercati emergenti» evoca crisi finanziarie e monetarie, sistemi politici instabili e corsi azionari vacillanti. Tale immagine è effettivamente confermata dall'analisi obiettiva della performance espressa dagli investimenti: fra il 1990 e il 2002 le azioni svizzere hanno fruttato un rendimento annuo in franchi del 13 per cento a fronte di una volatilità del 23 per cento, mentre i mercati azionari dei paesi emergenti hanno fornito soltanto il sette per cento di rendimento annuo a fronte di una volatilità del 29 per cento. Gli investitori avrebbero quindi fatto meglio ad acquistare azioni elvetiche. Ma come spesso accade sui mercati finanziari, la performance realizzata nel passato non è un'indicazione affidabile per i risultati futuri. A titolo esemplificativo, dal maggio 2003 il Morgan Stanley's MSCI Emerging Markets Index è progredito di oltre il 40 per cento (MSCI Emerging Markets Standard Annualized Historical Returns, Local Currency), un'ascesa alimentata da una crescita spettacolare messa a segno soprattutto in Asia, dove a seconda della borsa e della data scelta per il raffronto gli indici di alcuni mercati emergenti sono lievitati di oltre il 100 per cento.

#### **Gli eccessi sono stati metabolizzati**

Sarebbe tuttavia un errore esporre il proprio portafoglio interamente sui mercati emergenti. Considerata l'attuale situazione economica, è consigliabile usare una certa cautela e moderazione. I periodi in cui la politica monetaria statunitense è restrittiva, come quello pronosticabile per i prossimi sei-nove mesi, sono abitualmente accompagnati da una performance inferiore alla media dei mercati azionari emergenti. In una prospettiva a lungo termine le opportunità di rendimento sono però tuttora intatte. Le crisi finanziarie ed economiche abbattutesi su questi paesi prossimi a varcare la soglia dell'industrializzazione hanno comportato profonde riforme strutturali. Il grado di collusione fra mondo politico, sistema finanziario e industria è fortemente diminuito e nel sistema bancario sono stati metabolizzati gli eccessi d'indebitamento, creando così un terreno fertile per una crescita più solida. La Corea ad esempio ha risanato e ricapitalizzato il suo sistema bancario nell'arco di quattro anni, i paesi dell'Europa centrale e orientale hanno messo in cantiere un ciclo di

## **Il continuo afflusso di investimenti diretti esteri si è rivelato sorprendentemente resistente alle crisi.**

riforme strutturali che stati dell'UE come la Germania o la Francia stanno avviando solo ora dopo lungo tergiversare.

Sia i finanziatori esteri sia le imprese e i governi delle regioni emergenti hanno tratto insegnamento dalle esperienze maturate nel passato. Grazie alla maggiore stabilità macroeconomica e ai sostanziali vantaggi di costo, i paesi emergenti beneficiano dalla metà degli anni Novanta di un flusso continuo di investimenti diretti esteri, che si sono rivelati sorprendentemente resistenti alle crisi e rappresentano oggi la parte più consistente dei flussi di capitali netti.

Un motivo apprezzabile per investire sui mercati azionari dei paesi emergenti risiede anche nella vistosa crescita economica appannaggio di questi paesi, indotta a sua volta dagli investimenti diretti esteri e soprattutto dal crescente benessere della popolazione. La componente demografica aumenta l'attrattiva dei mercati emergenti, tanto più che il rovesciamento della piramide dell'età si sta rapidamente accentuando nei paesi indu-

strializzati in generale e nell'Europa occidentale in particolare, con il rischio di compromettere il potenziale di crescita dei mercati azionari locali. Viceversa, la popolazione nelle regioni emergenti non solo è più giovane, ma evidenzia anche un profilo formativo sempre migliore. Il potenziale di crescita potrà essere messo a profitto non appena il contesto politico sarà stabilizzato e la politica economica imboccherà un corso ragionevole, un'evoluzione che propizierà anche l'ascesa di una classe media sempre più prospera che dovrebbe rappresentare un fattore di crescita tutt'altro che ininfluenza.

#### **Le ricadute sono oggi improbabili**

I prossimi dieci o quindici anni saranno caratterizzati da un'industrializzazione accelerata del «secondo mondo» tale da innescare una domanda crescente di materie prime e di fonti energetiche, che dovrebbe rinvigorire e avvantaggiare i paesi esportatori di materie prime come il Canada, la Russia, il Sud Africa e il Brasile. A ciò si aggiunge il fatto che la tendenza alla globalizzazione e l'adesione crescente di paesi come la Cina e l'India ai principi dell'economia di mercato dovrebbero precludere il ritorno delle turbolenze che hanno costellato gli anni Novanta. Crisi locali non possono essere escluse neppure oggi, ma è assai improbabile che si propaghino ad altri paesi come accaduto appunto nel decennio di fine secolo. **I**

### **Mercati emergenti: un termine dai contorni sfumati**

**Per il termine mercato emergente non esiste una definizione vincolante. In linea generale, in questa categoria rientrano i paesi che presentano un'infrastruttura sottosviluppata in varie aree finanziarie, ma che d'altra parte possiedono il potenziale per la crescita economica. Come delimitazione verso l'alto la Banca mondiale stabilisce un reddito pro capite annuo massimo di 9656 dollari USA. Altri importanti criteri di distinzione oltre al prodotto sociale lordo sono dati dalla situazione geografica e dal grado di indebitamento. Inoltre, il più delle volte ai mercati emergenti calzano una o più delle descrizioni riportate di seguito.**

- **Si è instaurata una liberalizzazione economica che può fra l'altro implicare un ruolo meno incisivo dello Stato nelle questioni economiche, la privatizzazione di talune società sinora in mano pubblica e un'apertura dei mercati finanziari agli investitori esteri.**
- **Si è già verificata una riconversione del debito pubblico o una situazione in cui lo Stato non è più riuscito a ottemperare ai suoi servizi del debito.**
- **Il sistema politico è stato democratizzato e la popolazione viene maggiormente coinvolta in processi politici.**
- **Il paese non è ancora membro dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE).**





## Packend wie ein Krimi.

Wirtschaft ist Krimi, Drama und Soap. Entdecken Sie mit der BILANZ, dem führenden Schweizer Wirtschaftsmagazin, wie spannend der Blick hinter die Kulissen der Wirtschaft ist. Monat für Monat.

☐ **Ich bestelle ein Probeabonnement der BILANZ mit 4 Ausgaben für nur Fr. 30.–.** Ersparnis im Vergleich zum Einzelverkauf Fr. 18.–.

Im Preis inbegriffen sind die Hör-BILANZ und der Zugriff auf das Online-Archiv der BILANZ.

SG 001 G13 004 001

☐ **Ich bestelle ein Jahresabonnement der BILANZ mit 12 Ausgaben für Fr. 132.–.** Im Preis inbegriffen sind alle BILANZ-Specials, die Hör-BILANZ sowie der kostenlose, unlimitierte Zugriff auf das Online-Archiv der BILANZ.

FG 001 G13 004 001

Vorname, Name

Strasse, Nr.

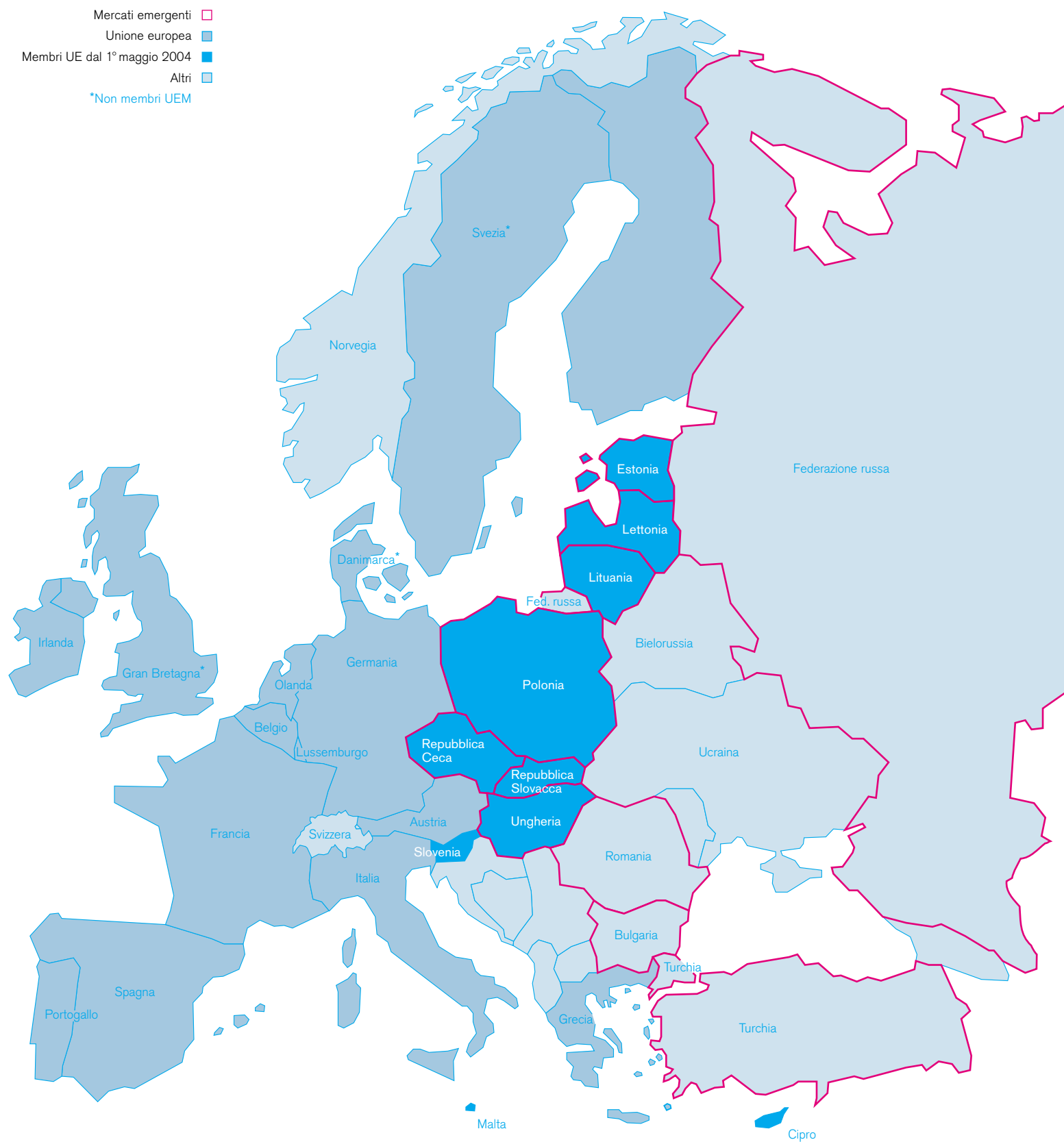
PLZ, Ort

Telefon

Angebot gültig bis 31. 12. 2004. Preis Inland (inkl. MwSt.). Auslandpreise unter [www.bilanz.ch](http://www.bilanz.ch)

Coupon einsenden oder faxen an: BILANZ, Jean Frey AG, Aboservice, Postfach, 8021 Zürich, Telefon 043 444 55 22, Fax 043 444 50 91, [aboservice@bilanz.ch](mailto:aboservice@bilanz.ch)

- Mercati emergenti □
- Unione europea ■
- Membri UE dal 1° maggio 2004 ■
- Altri ■
- \*Non membri UEM*



# L'allargamento continua

L'Unione europea ha appena compiuto la mossa più spettacolare sullo scacchiere della sua espansione, e già se ne prospettano altre: i nuovi membri dell'UE bussano alla porta della zona euro e altri candidati a quella dell'Unione. **Di Hans-Peter Wäfler, Economic & Policy Consulting**

➤ Lo scorso 1° maggio, nel giorno in cui un po' ovunque viene celebrata la Festa del Lavoro, l'Unione europea ha solennizzato l'arrivo in famiglia di dieci nuovi paesi, in gran parte ex militanti del blocco orientale comunista. I festeggiamenti ufficiali hanno segnato per l'Europa la riconciliazione tra Est e Ovest. Si è trattato di una data storica che tuttavia va intesa solo come intermezzo di un'impresa di più lungo respiro. Qualche giorno dopo, nella sua visita a Zurigo, il Ministro degli esteri tedesco Joschka Fischer ha sottolineato che «per assorbire questo processo di espansione ci vorrà del tempo». L'Unione europea rimane dunque un cantiere aperto che non concede pause. Tra i lavori previsti figura l'introduzione della moneta

unica da parte dei neo entrati: infatti, pur non facendo ancora parte dell'Unione monetaria europea (UEM), essi hanno l'obbligo di preparare il terreno per l'euro senza potersi rifugiare nella clausola di «opting out» che, ad esempio, consente a Gran Bretagna e Danimarca di tenersi stabilmente fuori da Eurolandia.

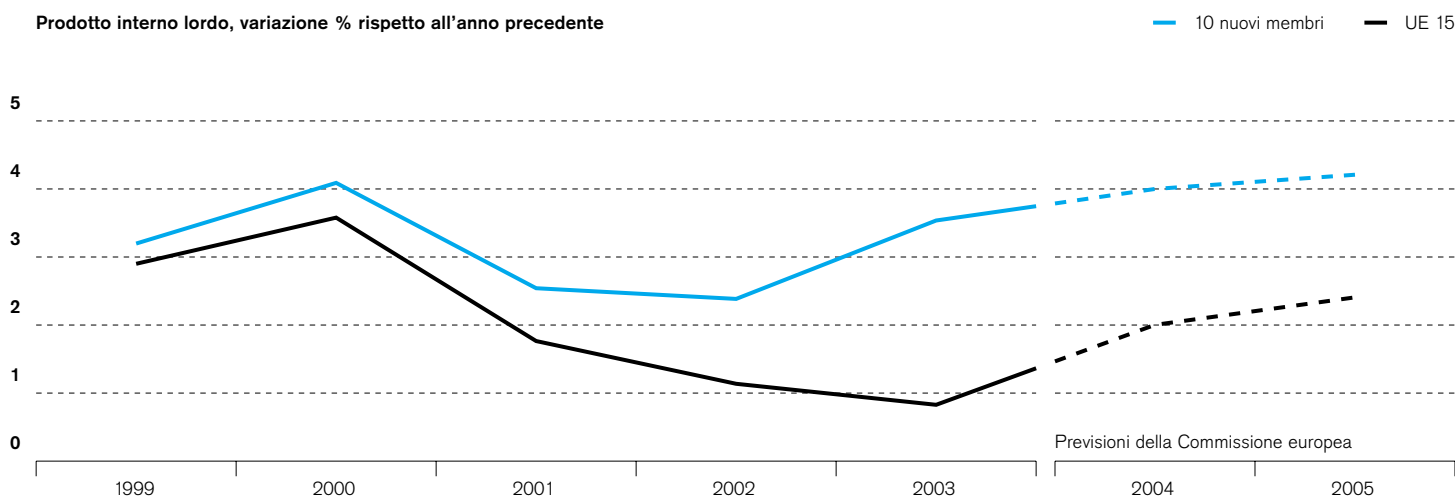
## Bando agli eccessi di velocità

I nuovi arrivati non hanno peraltro preteso questa clausola. Anzi, essi confidano che l'euro possa dare ulteriore spinta alle loro economie in rapida crescita (si veda il grafico in calce). Pur essendo entrati assieme nell'UE, i dieci debuttanti non introdurranno la moneta unica alla stessa data; infatti pro-

cedono verso l'UEM a velocità diversa e dovranno superare singolarmente il banco di prova decisivo, quello dei criteri di convergenza di Maastricht: solide finanze pubbliche, inflazione al guinzaglio, bassi interessi e, per almeno due anni, stabilità delle rispettive valute verso l'euro nel quadro del meccanismo di cambio europeo (ERM II). Quest'ultimo prevede per le oscillazioni una fascia di «normalità» del più/meno 15 per cento, eventualmente restringibile per singoli paesi. Questo criterio dei tassi di cambio impone un periodo transitorio minimo di due anni tra l'ingresso nell'UE e quello nella zona euro. Concretamente, quindi, il 2007 sembra la prima data possibile per l'espansione di Eurolandia.

## Economie dinamiche

I dieci paesi appena entrati nell'UE vantano una crescita economica più rapida rispetto a quella degli stati già membri. L'area centrale e orientale è diventata la regione economicamente più dinamica d'Europa. Fonte: Commissione europea, Eurostat



Ma non tutti i nuovi membri saranno pronti così presto. E non tutti vogliono l'euro. Scegliere la giusta velocità di avvicinamento è un punto cruciale. Perché da un lato l'ingresso nell'UEM consente di abbattere i costi di transazione nel commercio estero con i rispettivi partner; ma dall'altro impone la rinuncia a una politica monetaria autonoma e al suo strumentario, proprio in una dispendiosa fase di recupero economico nella quale il ritmo più sostenuto di crescita sollecita tendenzialmente l'inflazione e in cui il maggiore fabbisogno di investimenti rende difficile il consolidamento delle finanze pubbliche.

Tra i primi a presentarsi sulla soglia di Eurolandia saranno probabilmente i paesi più piccoli. Lituania ed Estonia appaiono già oggi ampiamente in linea con i criteri di convergenza (si veda la tabella in calce), mentre più problematico si presenta il cammino per i tre stati più grandi: Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria dovranno soprattutto faticare per comprimere il deficit pubblico e la loro entrata nella zona euro sembra possibile solo intorno alla fine del decennio; la Repubblica Ceca ha messo in programma l'adozione della moneta unica per il 2009 o il 2010. Sullo sfondo della convergenza in parte ancora insufficiente, la Banca centrale europea (BCE) ha persino invitato alla prudenza nell'ottica di un'adesione troppo frettolosa all'ERM II, l'antecamera dell'UEM, segnalando a tale proposito

## «Dobbiamo costruire un anello di paesi amici dal Marocco alla Russia.»

Romano Prodi, Presidente della Commissione europea

la necessità di «adeguamenti politici di ampia portata, come la liberalizzazione dei prezzi e il varo di piani credibili per il consolidamento delle finanze pubbliche», riprendendo le parole del presidente della BCE Jean-Claude Trichet. La pubblicazione del primo rapporto sulla convergenza dedicato ai lavori preliminari dei nuovi membri UEM in vista dell'adesione alla zona euro è prevista nel mese di ottobre 2004.

### Vecchi e nuovi aspiranti UE

Per fine anno si profilano tuttavia grandi novità non solo per i candidati a Eurolandia. La febbre sta salendo anche in stati che

da tempo attendono il semaforo verde per l'entrata nell'UE, come Bulgaria, Romania e Turchia. Nell'autunno 2004 la Commissione europea presenterà il rapporto annuale che riguarda da vicino la loro adesione: le prime due confidano di staccare il biglietto di ingresso nel 2007, mentre per la Turchia le risultanze del rapporto decideranno in merito all'avvio di trattative concrete di adesione, che sono tuttavia destinate a protrarsi per alcuni anni.

Altri paesi potrebbero quindi precedere la Turchia nel processo di espansione. Croazia e Macedonia hanno ad esempio già presentato formalmente le loro domande. Per la Croazia la Commissione ha già raccomandato l'avvio di trattative, lanciando dunque alla regione balcanica un nuovo segnale di apertura e di integrazione.

L'UE guarda però con maggiore prudenza ai territori più a oriente e a meridione. Il presidente uscente della Commissione europea, Romano Prodi, ha dichiarato nel suo discorso celebrativo del 1° maggio che «dobbiamo costruire un anello di paesi amici dal Marocco alla Russia». Ma in un certo senso si tratterebbe di «un altro progetto di allargamento – senza la partecipazione alle nostre istituzioni». Un'integrazione che non deve necessariamente sfociare in un'adesione: l'Unione sempre più grande cerca future frontiere senza creare nuove linee di confine in Europa.

## Requisiti per l'introduzione dell'euro

Come i paesi fondatori dell'Unione monetaria europea, anche i nuovi candidati devono soddisfare i criteri di convergenza di Maastricht per aderire alla zona euro. Fonte: Eurostat, Credit Suisse

			Criteri di convergenza di Maastricht				
PIL 2002 in mia. di euro	PIL pro capite in % della Ø UE 15		Finanze pubbliche Deficit/eccedenza in % del PIL	Indebitamento in % del PIL	Tasso d'inflazione* in %	Tassi d'interesse** lungo termine, in %	
			Valore di riferimento 2003	-3,0	60,0	2,7	6,34
Cipro	10,8	77	-6,3	72,2	4,0	4,75	
Estonia	6,9	40	2,6	5,8	1,4	4,75	
Lettonia	8,9	35	-1,8	15,6	2,9	5,07	
Lituania	14,7	39	-1,7	21,9	-1,1	4,81	
Malta	4,4	69	-9,7	72,0	2,5	4,71	
Polonia	202,3	41	-4,1	45,4	0,7	6,76	
Repubblica Ceca	78,2	62	-12,9	37,6	-0,1	4,80	
Repubblica Slovacca	25,7	47	-3,6	42,8	8,5	5,42	
Slovenia	23,3	69	-1,8	27,1	5,7	5,27	
Ungheria	68,9	53	-5,9	59,0	4,7	8,24	

\* Tasso d'inflazione medio annuale che non può superare di oltre l'1,5 per cento quello dei tre paesi UE con i prezzi più stabili.

\*\* Rendimento medio di titoli di Stato a lungo termine che non può superare di oltre il 2 per cento il rispettivo tasso dei tre paesi UE con i prezzi più stabili.

# La tortuosa strada verso l'euro

Il destino delle valute dei nuovi paesi membri dell'UE è legato alla stabilità del quadro macroeconomico e politico, nonché a una politica monetaria affidabile. Non bisogna perciò farsi tentare solo dagli alti rendimenti nominali offerti da queste valute. **Di Marcus Hettinger, Forex Analysis & Strategy**

➤ Negli scorsi anni le aspettative di un rapido ingresso nell'UE hanno condotto a una convergenza dei tassi locali, anche nella prospettiva di un loro fisiologico avvicinamento a quelli del blocco UE 12 in caso di successiva entrata nella zona euro e quindi di introduzione della moneta unica. Di riflesso, i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato nelle rispettive valute nazionali e quelli tedeschi si sono andati riducendo. Il livello più elevato dei tassi accresce il richiamo dei mercati obbligazionari locali, ma le oscillazioni valutarie sono un fattore tutt'altro che trascurabile per il rendimento reale degli impegni in questa regione. I due ultimi anni hanno dimostrato che le monete dell'Est europeo denunciano una volatilità considerevole che può persino azzerare il differenziale di rendimento dei bond.

Su un orizzonte esteso a cinque anni, lo zloty polacco (PLN) e il fiorino ungherese (HUF) hanno ceduto all'euro rispettivamente il 15 e il 5 per cento circa del loro valore (grafico), mentre la corona ceca (CZK) e slovacca (SKK) hanno guadagnato il 7 e il 5 per cento. Su periodi più brevi queste monete denotano tuttavia oscillazioni assai più marcate, che trovano evidenza nelle perdite anche vistose accusate da zloty, fiorino e corona ceca nei confronti dell'euro da inizio 2002. La forza della moneta unica europea in questo arco di tempo ha certamente avuto il suo peso, ma altrettanto importante è stata la complicità di taluni fattori interni che gli investitori non dovrebbero trascurare.

## Deficit di bilancio e di parte corrente

Negli ultimi anni la situazione del bilancio pubblico si è deteriorata: l'espansione dei deficit conduce a una maggiore offerta di obbligazioni statali e quindi a un tendenziale aumento degli interessi. Tale aumento può avere anche effetti positivi sulla moneta, ma non se viene determinato dalla lievitazione dei premi di rischio. I fattori politici, come l'orientamento del governo al consolida-

mento delle finanze pubbliche, svolgono un ruolo altrettanto rilevante. La dilatazione in parte massiccia del disavanzo della bilancia delle partite correnti negli scorsi anni è strettamente correlata al problema del deficit di bilancio, poiché è causata dalla mancanza di sufficienti risparmi pubblici e privati per il finanziamento degli investimenti: una lacuna che deve essere colmata con capitali esteri, in particolare attraverso investimenti diretti oppure di portafoglio sotto forma di azioni e obbligazioni. Questi ultimi reagiscono più rapidamente ai mutamenti dello scenario macroeconomico o politico e hanno perciò maggiore influenza sulla moneta. L'entità del disavanzo di parte corrente e la struttura del finanziamento di tale passivo svolgono quindi un ruolo decisivo per l'evoluzione del tasso di cambio.

Altro elemento chiave, accanto alla politica fiscale, è la credibilità della politica monetaria.

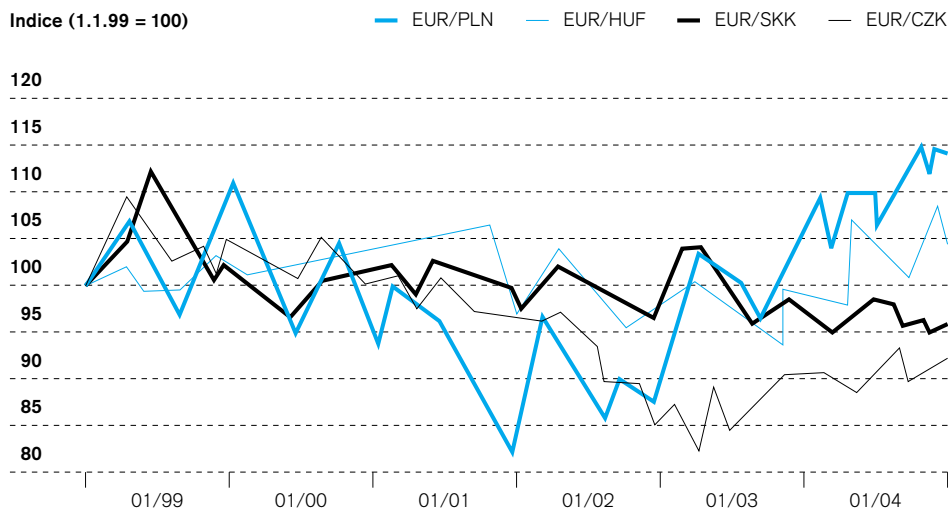
Alcuni paesi – come la Polonia – puntano a un obiettivo di inflazione e mettono in preventivo le oscillazioni valutarie. Con l'ingresso nel meccanismo di cambio europeo (ERM II), la politica monetaria dovrà puntare prioritariamente alla stabilizzazione del tasso di cambio entro le previste fasce di tolleranza.

## Precedenza alla politica del tasso di cambio

Le crisi che hanno scosso il Sistema monetario europeo nel 1992 (Italia, Gran Bretagna, Svezia) ci ricordano che, con l'ingresso nell'ERM II, gli obiettivi di politica economica interna (fiscalità, occupazione, ecc.) devono essere subordinati alla politica del tasso di cambio per scongiurare il rischio di rovinosi crack sui mercati finanziari. Ma l'investitore deve prevenire che le monete dei nuovi paesi membri dell'UE restano comunque esposte a oscillazioni notevoli anche nel corridoio dell'ERM II.

## Elevate oscillazioni dei tassi di cambio

**Mentre negli ultimi anni fiorino e zloty hanno ceduto terreno nei confronti dell'euro, le corone ceca e slovacca si sono apprezzate rispetto al 1999.** Fonte: Bloomberg, Credit Suisse





## La borsa a domicilio

Direct Net è un importante canale di distribuzione online del Credit Suisse che, tramite Internet, permette di accedere in tutta semplicità a numerosi servizi in ambito bancario e borsistico. **Di Daniel Huber**

Le moderne tecnologie informatiche e di comunicazione hanno contribuito a ridurre le distanze anche nel mondo della finanza. Per utilizzare Direct Net, un'applicazione basata sul browser (versione HTML), basta disporre di un accesso a Internet mediante collegamento fisso alla rete e PC o tramite connessione hotspot senza cavo e laptop. Direct Net non richiede complicate procedure di download né l'installazione di programmi ausiliari.

I clienti online del Credit Suisse accedono al loro sportello bancario personale da tutto il mondo, 24 ore su 24. Mediante Direct Net possono consultare tutti i dati importanti sui loro conti e conferire ordini di pagamento.

Possono inoltre visualizzare la situazione attuale del deposito titoli con le singole posizioni che lo compongono. Un semplice clic del mouse sul titolo è sufficiente per ottenere informazioni dettagliate sull'andamento della quotazione.

Il servizio online permette anche di accedere alle maggiori borse del mondo a tutte le ore del giorno. L'allestimento di pratiche maschere di registrazione semplifica notevolmente la negoziazione titoli.

Mediante Direct Net l'acquisto e la vendita di azioni, obbligazioni o parti di fondi possono essere eseguiti in modo completamente autonomo servendosi di un computer portatile. La piattaforma di negoziazione per-

sonale offre un'ampia gamma di informazioni finanziarie e borsistiche, corredate da rapporti circostanziati e valutazioni degli analisti. Svariate funzioni di ricerca permettono anche di fruire in modo mirato di informazioni sui singoli titoli.

Oltre a essere rapido e flessibile, Direct Net non è legato a nessun orario d'apertura. Gli utenti Direct Net risparmiano inoltre sulle spese per l'esecuzione di pagamenti e transazioni di borsa rispetto agli ordini di banca convenzionali.

Tutte le informazioni importanti sui servizi online di Direct Net (inclusi i link ai moduli di domanda) sono reperibili al sito [www.credit-suisse.com/directnet](http://www.credit-suisse.com/directnet).



## Concorso

Affinché possiate partecipare online alle attività dei mercati borsistici, in collaborazione con Littlebit Technology AG di Hünenberg sorteggiamo un notebook Razor Z81. Le componenti del Razor Z81 (processore, scheda grafica, scheda di rete e modulo wireless LAN) rispecchiano la più avanzata tecnica informatica mobile. Grazie a un'autonomia dalla rete elettrica di fino a cinque ore, nonché al peso contenuto (2,45 kg), il notebook si addice ottimamente a chi è spesso in viaggio.

### Domande del concorso

**Domanda 1** A quale indirizzo Internet ottenete maggiori informazioni su Direct Net?

**Domanda 2** Quanto pesa il notebook Razor Z81 di Littlebit?


Scrivete le soluzioni nei campi preposti del modulo allegato. Termine d'invio: 30 settembre 2004!

### Premio in palio

#### Notebook Razor Z81 di Littlebit

- Tecnologia mobile Intel Centrino
- Processore Intel Pentium M
- Display TFT 15" SXGA
- Scheda grafica ATI Mobility Radeon 9600
- Wireless LAN con 54 Mbps GigaLAN
- Windows XP Professional e MS Office
- Borsa PORT






emagazine

Il nostro know-how a portata di clic:  
[www.credit-suisse.com/emagazine](http://www.credit-suisse.com/emagazine)



**CREDIT  
SUISSE**



Approfittate delle conoscenze e dell'esperienza dei nostri specialisti. emagazine offre ogni settimana rapporti circostanziati, video e interviste relative a temi del mondo dell'economia, della cultura e dello sport. Abbonatevi ora alla newsletter gratuita di emagazine e sarete sempre aggiornati.

# «Anche dopo l'allargamento l'UE deve andare avanti con coraggio»

L'allargamento a est è una pietra miliare storica, tuttavia non è un punto d'approdo finale. Questa la convinzione dell'ex Ministro degli esteri tedesco Hans-Dietrich Genscher. **Intervista a cura di Marcus Balogh**

**Marcus Balogh** L'allargamento dell'UE verso la parte centrale e orientale del Continente consente all'Europa di ricucire le divisioni del passato. Con quali pensieri assiste a questa riunificazione?

**Hans-Dietrich Genscher** Questo passo rappresenta una pietra miliare storica, e non solo perché dal 1° maggio l'UE conta 450 milioni di abitanti. Se c'è qualcosa che possa definirsi un miracolo europeo, allora per me è il fatto che dopo la Seconda guerra mondiale, partendo dai sei stati fondatori, i popoli del Continente si siano riuniti con lo scopo di prendere in mano congiuntamente le redini del loro destino.

**L'allargamento a est graverà sulla situazione economica dell'UE nei prossimi anni?**

L'espansione non è stata pianificata soltanto ieri, e gli aspetti economici essenziali sono già stati anticipati. Ciò vale in particolare per la Polonia, la Slovacchia, la Repubblica Ceca e l'Ungheria. Intravedo grandi opportunità sia per i vecchi sia per i nuovi membri.

**L'UE ha creato il suo mercato interno e ha introdotto l'euro. A suo parere, in futuro l'Unione dovrà consolidare quanto raggiunto o piuttosto sviluppare nuove iniziative?**

L'UE non può accontentarsi di vivere sugli allori. Al contrario: dovrebbe andare avanti con coraggio. Sono fiducioso e ritengo che questa seconda opzione prevarrà.

**Quali compiti deve assumersi l'UE?** In primo luogo deve impegnarsi affinché l'Europa porti a termine la propria unificazione. Un primo passo importante in questa direzione è stato compiuto il 1° maggio. Il secondo compito consiste nel fornire un significativo contributo alla costituzione del nuovo ordine mondiale.

**«Non dobbiamo permettere che ai confini dell'UE si crei un ampio fossato politico, ecologico o anche economico.»**

Hans-Dietrich Genscher

**Cosa intende con «nuovo ordine mondiale»?**

Il mondo presenta un livello di integrazione sempre più alto. Questa circostanza fa sì che diventiamo viepiù dipendenti gli uni dagli altri. Non esistono più sviluppi nazionali senza ripercussioni sul resto del pianeta. Di conseguenza non possiamo restare indifferenti se in qualche angolo del mondo succedono fatti che disturbano il corso delle cose e provocano squilibri da un punto di vista economico, ecologico, politico, o peggio ancora militare. La domanda è: come può contribuire l'Europa a questo nuovo ordine mondiale?

**E qual è la sua risposta?** L'Unione europea poggia su una collaborazione in cui tutti gli stati, piccoli e grandi, hanno gli stessi diritti, su valori comuni come pure sull'assunzione congiunta delle responsabilità: con questa struttura l'UE può fungere da esempio. Un altro importante fattore è il comportamento degli Stati Uniti quale pri-

ma potenza mondiale. Anche la Cina, con i suoi 1,3 miliardi di abitanti, diventerà un attore economico con un peso sempre maggiore. Non solo come esportatrice di beni di consumo, ma anche come importatrice di posti di lavoro. Una nazione come la Cina non può essere esclusa dagli organi decisionali in cui si discute sul futuro del mondo. Prendiamo il vertice del G8: vi partecipano Francia e Inghilterra, Italia e Germania, Canada e Stati Uniti, Giappone e Russia. Ma dove rimane la Cina? Dove rimane l'India, che con un miliardo di abitanti è la più grande democrazia del mondo?

**L'Europa deve impegnarsi in favore di questi paesi?**

Nel lungo termine staremo bene solo se staranno bene anche i nostri vicini. Pertanto non dobbiamo permettere che ai confini dell'Unione europea si crei un ampio fossato politico, ecologico o anche economico. Dobbiamo impegnarci per un ordine mondiale che ci consenta di vivere bene anche se non saremo più al centro del mondo e se il peso di altre regioni sarà aumentato. Inoltre dobbiamo fare in modo che in questo ordine mondiale prevalga la cooperazione anziché l'antagonismo. La collaborazione, infatti, offre più opportunità rispetto all'opposizione.

**E come valuta il ruolo della Svizzera?**

Se fossi svizzero mi chiederei se preferire la partecipazione ai processi decisionali o essere messo di fronte alle decisioni prese. Ho sempre detto che l'UE senza la Svizzera non è completa. Se la Svizzera possa vivere senza l'UE, tuttavia, è una decisione che essa deve prendere autonomamente. La Confederazione non ha bisogno di nessuno che le impartisca consigli dall'esterno.



# La Romania punta sulla reputazione

La recente storia della Romania è costellata di capitoli bui. La corruzione, la tratta dei bambini e le vestigia dell'economia pianificata sono regolarmente finite nel mirino della stampa. Oggi, per la prima volta dal 1989, si fa strada un timido ottimismo. **Di Phelim McAleer, giornalista economico in Romania**

➤ Se vi capita di entrare in uno dei tanti ristoranti internazionali di Bucarest avrete buone possibilità di imbattervi in una celebrità. Come le star hollywoodiane Andy Garcia, Liz Hurley e Dennis Hopper, di recente in città per girare un film. O, ancora, Nicole Kidman e Jude Law, i due protagonisti dell'epopea sulla guerra civile «Cold Mountain», girato quasi interamente in Romania. All'estero spesso etichettata in modo negativo, la Romania offre requisiti di tutto

rispetto per i produttori cinematografici di Hollywood, grazie ai suoi paesaggi mozzafiato nonché alla manodopera che vanta una buona scolarità ma che è comunque disponibile a basso costo.

La presenza della fabbrica dei sogni a stelle e strisce testimonia i cambiamenti, perlopiù passati in sordina, avvenuti negli ultimi anni in questo paese. Dopo il crollo del comunismo sulla scia della sanguinosa rivoluzione del 1989, la fama all'estero della

Romania è stata tristemente macchiata da fatti come l'immigrazione clandestina, l'infanzia abbandonata e l'estrema povertà degli abitanti. Una nomea che, già all'epoca, non le rendeva certo giustizia. Oggi, invece, il suo volto è cambiato radicalmente.

## Timori di surriscaldamento

Grazie alla stabilità politica e a un'economia in piena espansione, il paese gode per la prima volta dalla fine del comunismo di una crescita duratura che in tempi recenti ha raggiunto in media il cinque per cento circa all'anno, annoverandosi tra le più elevate d'Europa. La politica economica, a lungo fonte di crucci a livello internazionale, ha finalmente incontrato l'approvazione del Fondo monetario internazionale (FMI). Lo scorso anno la Romania ha portato a termine, dopo cinque sconcertanti insuccessi dal 1989, il suo primo programma dell'FMI. Questo risultato rappresenta un passo decisivo, oltre all'adesione alla NATO, sulla strada per l'auspicato ingresso nell'Unione europea nel 2007.

Inutile dire che una simile crescita ha comportato notevoli cambiamenti nella vita dei rumeni. Negli ultimi anni l'inflazione, ritirata dai precedenti livelli a tre cifre, si situava ancora attorno al 50 per cento ma, grazie al controllo delle uscite del settore pubblico, quest'anno dovrebbe scendere al di sotto del 10 per cento per la prima volta dal 1989. La Romania sta inoltre vivendo un boom dei consumi, alimentato dai salari in aumento e dall'allentamento delle normative creditizie. Ciò ha portato a un aumento esponenziale di ristoranti, nuovi cantieri e ristrutturazioni, nonché a un incremento nella vendita di beni di consumo durevoli come frigoriferi, lavatrici e televisori.



## «Siamo molto soddisfatti dei collaboratori e della qualità del lavoro.»

Ueli Forster, CEO della Forster Rohner AG

### Da quando la Forster Rohner AG è presente anche in Romania?

Dal 1996 la ditta Inter-Spitzen AG, una società di partecipazione della Forster Rohner AG, ha un'affiliata a Lugoj, una città di circa 70 000 abitanti nella Romania occidentale. La ditta confeziona ricami e occupa all'incirca 550 persone. In linea generale siamo molto soddisfatti della qualità e del lavoro dei collaboratori in Romania. Attualmente stiamo per portare a termine un'ulteriore tappa di ampliamento.

### Come si svolge la collaborazione con le autorità rumene?

Non abbiamo avuto nessun grosso problema. Al contrario, le autorità ci aiutano e reagiscono rapidamente, anche se talvolta in modo un po' burocratico.

### A cosa devono fare attenzione le imprese estere insediate in Romania?

È importante avere un buon contatto con le autorità, che sono comunque interessate alla creazione di posti di lavoro. Gli investimenti è meglio effettuarli nell'ovest della Romania, vegliando sempre al corretto svolgimento di tutte le operazioni.

### Quali saranno i prossimi ostacoli che la Romania dovrà superare?

L'inflazione, cronicamente alta, viene lentamente domata. È fondamentale che proseguano le riforme in vista dell'adesione all'Unione europea e che venga ridotto il debito estero. Accordiamo grande importanza a un ingresso in tempi brevi nell'UE. Inoltre auspichiamo anche una più energica lotta alla corruzione. (ba)



Questo trend ha indotto la Banca centrale, per la prima volta dall'epoca della rivoluzione, a esprimere timori nei confronti dell'incessante espansione, a mettere in guardia sui pericoli di un'economia surriscaldata e ad aumentare i tassi d'interesse per frenare la domanda. Con scarsi risultati.

### Progressi nella tutela dell'infanzia

Negli anni Novanta le sconvolgenti pratiche di assistenza ai bambini rumeni hanno fatto il giro del mondo. Anche su questo fronte le cose sono nel frattempo cambiate. L'assistenza dispensata ai minori con una cerchia familiare problematica è di stampo occidentale e comprende il sostegno sociale alle famiglie in condizioni precarie, il collocamento nella famiglia estesa o presso genitori affiliati o, ancora, l'adozione all'interno del paese. Con l'aiuto dell'UE, la Romania ha inoltre sospeso le adozioni internazionali e predisposto severi controlli.

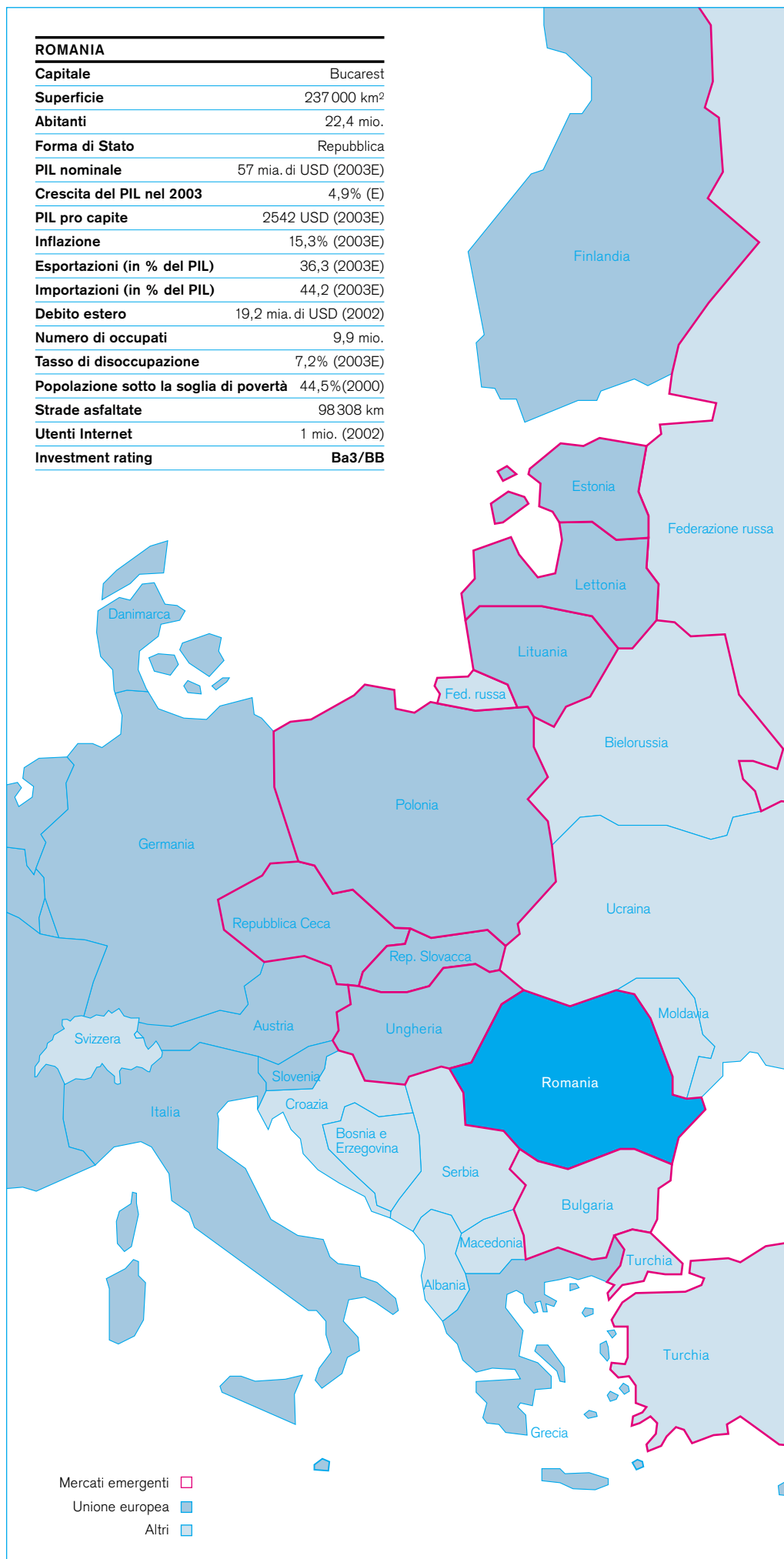
I provvedimenti del governo rumeno non hanno tuttavia incontrato il consenso unanime. Gli Stati Uniti e altri paesi occidentali in cui risiedono molti potenziali genitori adottivi stanno lottando per la reintroduzione delle adozioni internazionali. La maggior parte dei rumeni, però, si oppone fermamente ribadendo che il loro non è più un paese che deve esportare i propri bambini.

### Sconforto e ottimismo

Molti rumeni che hanno vissuto in prima persona i dolorosi cambiamenti degli ultimi anni sono sconfortati dal perdurare della cattiva fama del loro paese all'estero. Naturalmente sono consapevoli che sussistono problemi come la corruzione e la dilagante povertà nelle periferie delle principali città. Dure a morire sono anche alcune imprese di Stato, produttrici di beni che nessuno vuole comprare. E, pur mantenendo posti di lavoro in luoghi in cui altrimenti vi sarebbero scarse possibilità d'impiego, questi dinosauri industriali gravano in modo considerevole sulle casse dello Stato.

Ciononostante torna a diffondersi l'ottimismo, uno stato d'animo di cui la Romania era digiuna dal 1989. I rumeni vogliono che l'economia del paese goda di buona salute e sono tuttora disposti a sostenere le necessarie riforme. Molti di loro, infatti, sono convinti che per la prima volta dal 1989 vi siano buone possibilità di successo.

ROMANIA	
Capitale	Bucarest
Superficie	237 000 km <sup>2</sup>
Abitanti	22,4 mio.
Forma di Stato	Repubblica
PIL nominale	57 mia. di USD (2003E)
Crescita del PIL nel 2003	4,9% (E)
PIL pro capite	2542 USD (2003E)
Inflazione	15,3% (2003E)
Esportazioni (in % del PIL)	36,3 (2003E)
Importazioni (in % del PIL)	44,2 (2003E)
Debito estero	19,2 mia. di USD (2002)
Numero di occupati	9,9 mio.
Tasso di disoccupazione	7,2% (2003E)
Popolazione sotto la soglia di povertà	44,5% (2000)
Strade asfaltate	98 308 km
Utenti Internet	1 mio. (2002)
Investment rating	Ba3/BB





BULGARIA	
Capitale	Sofia
Superficie	111 000 km²
Abitanti	7,7 mio.
Forma di Stato	Repubblica
PIL nominale	20,3 mia. di USD (2003E)
Crescita del PIL nel 2003	4,5% (E)
PIL pro capite	2633 USD
Inflazione	2,3% (2003E)
Esportazioni (in % del PIL)	52,0 (2003E)
Importazioni (in % del PIL)	61,4 (2003E)
Debito estero	13,1 mia. di USD (2003E)
Numero di occupati	3,8 mio.
Tasso di disoccupazione	13,5% (2003E)
Popolazione sotto la soglia di povertà	12,6% (2001E)
Strade asfaltate	35 049 km
Utenti Internet	585 000 (2001)
Investment rating	Ba2/BB+

- Mercati emergenti
- Unione europea
- Altri



# Ruggiti di tigre nel Sud-Est europeo?

La Bulgaria è spesso considerata la «tigre del Sud-Est europeo». Sul fronte della politica estera ed economica è un alunno modello delle istituzioni internazionali. Ma a beneficiare del progresso economico è solo una minoranza della popolazione. **Di Urs Fitze, libero giornalista**

► Bansko, località turistica nel Sud-Ovest della Bulgaria: all'ombra di un gruppo di alberi alcune donne appendono a un filo di canapa le foglie di tabacco appena raccolte, preparandole all'essiccazione. Sono alle dipendenze di Ivan Kehajov, ex direttore di un kolchoz – azienda agraria collettiva sovietica – riconvertito alla coltivazione del tabacco. L'imprenditore impreca contro la holding statale del tabacco Bulgartabak e l'invasante burocrazia, che gli hanno compromesso gli affari. Alle donne versa un salario equivalente a cinque franchi per una giornata di dodici ore. L'impianto di essiccazione automatico, acquistato a caro prezzo in occidente, non è mai entrato in esercizio in quanto una commissione statale ha deciso di punto in bianco di ridurre i volumi di produzione. Potendo coltivare solo dieci dei complessivi cinquanta ettari disponibili, l'impianto non è redditizio. Per questo motivo Kehajov ricorre al lavoro manuale delle donne, che dal canto loro sono ben liete di poter guadagnare qualche soldo. In molti casi i loro mariti sono senza lavoro, e le famiglie tirano avanti accontentandosi del raccolto dei loro piccoli campi. I soldi provenienti dal tabacco sono un introito aggiuntivo che consente di procurarsi gli altri beni di prima necessità: farina, riso e altri alimenti non coltivabili. Difficile che avanzi qualcosa. Circa 40 000 degli 80 000 franchi annui provenienti dalla coltivazione del tabacco rimangono nelle tasche di Kehajov. Le cinquanta lavoratrici stagionali al suo servizio si suddividono l'altra metà.

## Dopo 13 anni, il disincanto

L'esempio è sintomatico delle difficoltà che ingabbiano la Bulgaria a tredici anni dal crollo

del regime comunista. All'euforia è subentrato il disincanto. Finora nessun governo è stato in grado di ammortizzare il duro impatto che la ristrutturazione economica del paese ha avuto su ampie fasce di popolazione. Dopo aver perso gran parte dei tradizionali partner economici a est, la Bulgaria si rivolge ora a ovest. Nemmeno il Movimento Nazionale, subentrato al potere tre anni or sono e capeggiato dall'ex zar Simeone II (che era stato cacciato dai comunisti nel 1946 quando era ancora bambino), è riuscito a portare sollievo, in particolare alla popolazione rurale. Il prodotto nazionale lordo della Bulgaria langue tuttora sotto il livello dei primi anni Ottanta. Secondo i dati della Banca mondiale, un ottavo della popolazione vive sotto la soglia di povertà, e negli ultimi anni il divario fra ricchi e poveri si è ulteriormente allargato. La Bulgaria è stata teatro di una forte emigrazione all'estero. Tuttavia, a dispetto delle emergenze sociali, l'economia vanta notevoli progressi suffragati tra l'altro da tassi di crescita annui che dal volgere del millennio si aggirano attorno al quattro-cinque per cento. Non per nulla la Bulgaria si è guadagnata l'appellativo di «tigre del Sud-Est europeo». La disoccupazione, in costante flessione, a tutt'oggi si attesta al 13,5 per cento. Ma il rilancio premia essenzialmente i grandi poli economici Sofia, Varna, Plovdiv, Burgas e Sandanski, mentre intere regioni del Nord e del Sud-Ovest lamentano un implacabile impoverimento.

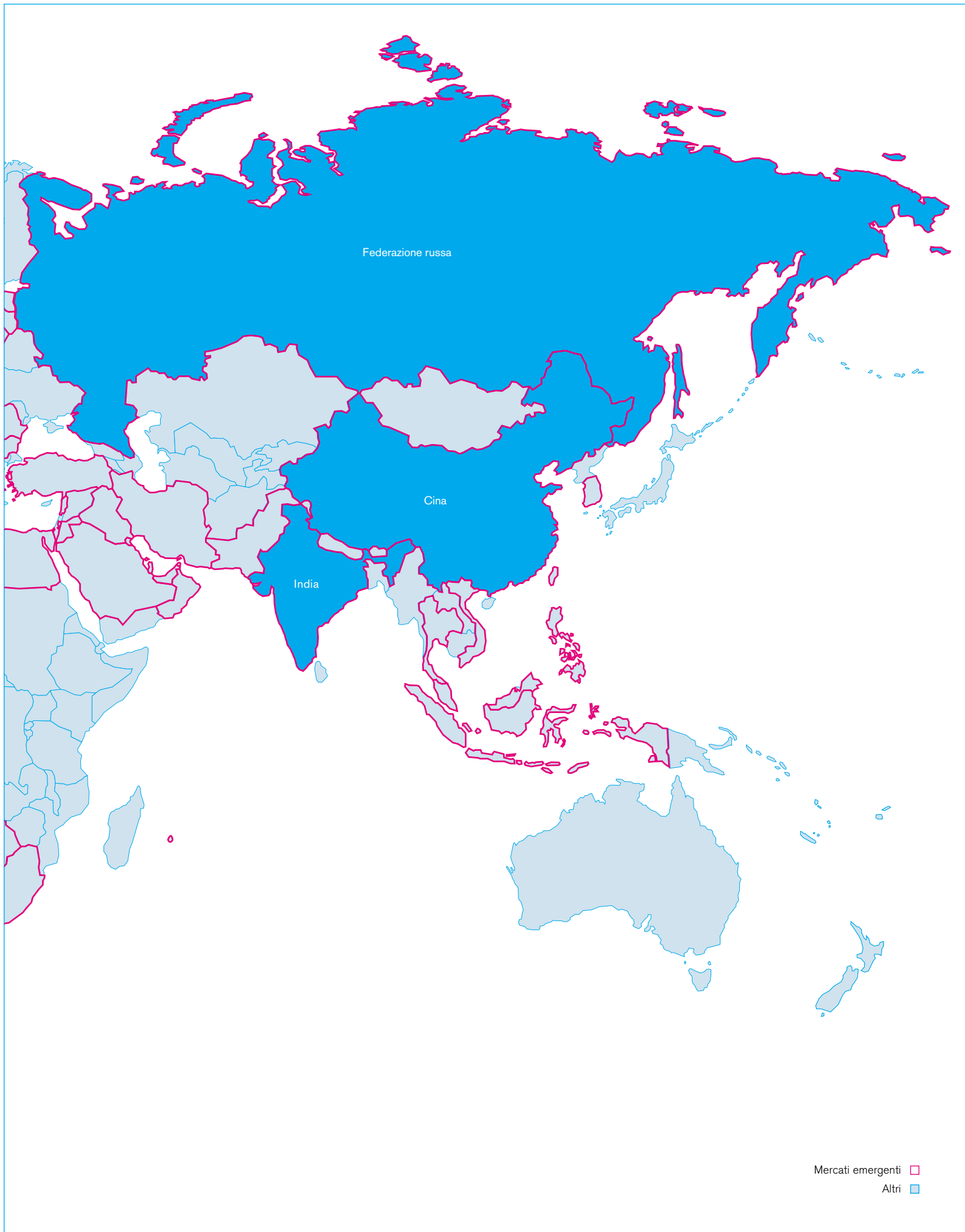
## Il governo si propone quale alunno modello

Le trattative di adesione intavolate con l'Unione europea, che attesta alla Bulgaria un'«economia di mercato completamente

funzionante», sono a buon punto, e nessuno dubita che nel 2007 lo Stato balcanico sarà accolto quale nuovo membro. 25 dei 30 capitoli previsti dall'acquis communautaire sono stati conclusi. La prospettiva di una rapida adesione all'Unione è diventata un atout politico che il governo non intende lasciarsi sfuggire. Sofia si propone quale alunno modello in materia di politica economica e riceve grandi lodi dalle istituzioni internazionali. La corruzione, pur non essendo scomparsa dalla vita di tutti i giorni, negli scorsi anni è stata emarginata: nell'apposito indice elaborato da Transparency International, la Bulgaria condivide il 54° posto con la Repubblica Ceca e si colloca pertanto nella prima metà dei 133 paesi presi in esame.

## In rotta verso l'UE

Nonostante il contesto finora esposto, la probabilità che il governo venga confermato nelle elezioni del prossimo anno è ridotta al lumicino. Tradite nelle aspettative, le fasce di popolazione che vivono tra gli stenti hanno ormai voltato le spalle a Simeone II. Nei sondaggi il Movimento Nazionale è precipitato a livello di partito minore. Ma nemmeno questi capitomboli politici faranno deragliare il treno bulgaro in corsa verso l'UE. Il prossimo governo – verosimilmente sotto l'egida socialista – porterà avanti l'avvicinamento all'Unione europea, mentre sul piano interno domineranno i patteggiamenti per accaparrarsi le migliori posizioni: la normalizzazione in salsa bulgara. E chi starà al gioco avrà le carte in regola per ben figurare. È quanto offre l'odierna Bulgaria, che in un Sud-Est europeo attanagliato dalla crisi è assunta a baluardo della speranza. **I**



# Botta e risposta sui mercati emergenti

Con un totale di 2,4 miliardi di abitanti, le grandi economie emergenti di Russia, Cina e India racchiudono in sé enormi potenzialità, tanto da potersi candidare al ruolo di principali locomotive dell'economia mondiale. A che punto si trovano oggi e dove saranno domani?

Di Svetlana Le Gall, gestore del fondo Clariden Russia Equity Fund, Andrea Schulzke e Jiannan Wang, Fund Selection Credit Suisse

## Che cosa rende attrattive la Russia, la Cina e l'India rispetto ad altri mercati emergenti?

### Russia

Nel 1998, dopo essersi lasciata alle spalle una crisi economica devastante che per tre anni l'aveva stretta in una morsa soffocante, la Russia espresse con forza il desiderio di essere accolta come partner paritetico nella cerchia dei paesi industrializzati. Per conseguire questo ambizioso obiettivo e accrescere il tenore di vita generale, la politica economica ha dovuto impegnarsi a imboccare un percorso di crescita duraturo. Il disegno era imprescindibile da un clima politico stabile. Punto d'avvio di questa politica sono stati da un lato le enormi ricchezze

del sottosuolo e dall'altro l'avanzo commerciale nella maggior parte dei settori merceologici.

La rinascita di rami industriali cruciali come il settore bancario, dei servizi e dei beni di consumo ha offerto agli investitori esteri straordinarie opportunità. La politica economica si è dedicata in misura crescente alle piccole e medie imprese, spinta dall'intento di consolidare quanto più ampiamente possibile la crescita economica. Una volta di più, l'economia russa ha tratto e trae tuttora beneficio dalla sua popolazione adeguatamente formata e preparata. Proprio il comparto delle PMI, sino ad allora sostanzialmente trascurato, ha aperto immense possibilità d'investimento che hanno preluso alla radicale inversione di tendenza avviatasi appunto nel 1998.

### Cina

Dal 1978 il Celeste Impero sta percorrendo un cammino di riforme economiche e modernizzazioni che non ha eguali. Il PIL pro capite della Cina è triplicato, salendo dai 352 dollari USA del 1991 ai 1091 dollari del 2003. I suoi 1,3 miliardi di abitanti costituiscono circa un quarto dell'intera popolazione mondiale. Il livello d'istruzione è in costante aumento. Il paese non è soltanto assunto a piattaforma produttiva del globo, ma è anche divenuto un importante mercato di sbocco per merci provenienti da tutto il mondo.

### India

L'India evidenzia un potenziale di consumo in forte crescita, in particolare del nuovo ceto medio, a cui si aggiunge una giovane generazione di laureati che lo Stato sta incenti-

	FEDERAZIONE RUSSA	CINA	INDIA
Capitale	Mosca	Pechino	Nuova Delhi
Superficie	17 075 200 km <sup>2</sup>	9 596 960 km <sup>2</sup>	3 287 590 km <sup>2</sup>
Abitanti	142,8 mio.	1,3 mia.	1,0 mia.
Forma di Stato	Repubblica presidenziale	Repubblica popolare socialista	Repubblica federale
PIL nominale	441 mia. di USD (2003E)	1 564,9 mia. di USD (2003E)	542,4 mia. di USD (2003E)
Crescita del PIL nel 2003	7,3% (2003E)	9,1% (2003E)	4,3% (2003E)
PIL pro capite	3 007 USD (2003E)	1 091 USD (2003E)	559,70 USD (2003E)
Inflazione	13,7% (2003E)	1,2% (2003E)	4,5% (2003E)
Esportazioni	139,7 mia. di USD (2003E)	548,0 mia. di USD (2003E)	59,0 mia. di USD (2003E)
Importazioni	95,9 mia. di USD (2003E)	527,6 mia. di USD (2003E)	76,9 mia. di USD (2003E)
Debito estero	123,5 mia. di USD (2003E)	200,0 mia. di USD (2003E)	100,0 mia. di USD (2003E)
Numero di occupati	71,8 mio.	744,0 mio.	406,0 mio.
Tasso di disoccupazione	8,6% (2003E)	10% (2002)	8,8% (2002)
Popolazione sotto la soglia di povertà	25%	10% (2001)	25% (2002)
Strade asfaltate	358 833 km	314 204 km	1 517 077 km
Utenti Internet	18,0 mio. (2002)	45,8 mio. (2002)	7,0 mio. (2002)
Investment rating	Baa3/BB+	A2/BBB+	Baa3/BB

vando con generosi investimenti. Il patrimonio di conoscenze acquisito nella ricerca farmaceutica, nello sviluppo di software, nell'engineering nonché nella matematica e nell'analisi finanziaria rispecchia lo standard internazionale. Il consumo alimentato dal mercato nazionale e le esportazioni sono le motrici di una crescita economica a ritmi esponenziali. Laddove l'infrastruttura difetta ancora di idoneità, funzionalità e qualità si stanno apportando le migliorie più opportune. Infine, il paese ha compiuto progressi apprezzabili anche nelle relazioni con la Cina e il Pakistan.

### Quali sono i cambiamenti più significativi e profondi degli ultimi anni?

#### Russia

Nel corso dell'ultimo triennio l'economia russa ha espresso una crescita costante pari al 6,5 per cento. Sempre negli ultimi anni, anche il contesto politico ed economico si è notevolmente consolidato: dopo una riforma tributaria riuscita, la disciplina fiscale è stata sensibilmente rafforzata e il gettito fiscale è aumentato. Le condizioni di vita sono decisamente migliorate e la Russia sta vivendo un autentico boom consumistico. Le capacità del management sono state affinate, mentre contestualmente si è ridimensionata la fuga di capitali e l'economia investe in tecnologie e impianti aziendali moderni.

#### Cina

Dall'apertura del paese, la Cina sta guadagnando sempre più in appetibilità per gli investimenti diretti esteri, tanto da capeggiare – con 500 miliardi di dollari – la classifica mondiale dei paesi che calamitano i maggiori investimenti di questa tipologia. L'economia privata cinese genera ormai oltre la metà dell'intero PIL, senza peraltro sottrarre che si è ormai giunti a una netta separazione fra Stato ed economia.

#### India

Sul piano aziendale si è assistito a una massiccia riduzione dell'indebitamento e a una maggiore enfasi sulla redditività operativa, sulla redditività del capitale proprio e sul free cash flow. Nei settori servizi e produzione

sono stati messi a segno significativi miglioramenti in termini di qualità e ora sempre più aziende stanno focalizzando forze e risorse sull'incremento degli utili societari attraverso l'export e l'outsourcing. Sotto il profilo statale è proseguita la privatizzazione di imprese di Stato, il settore privato ha dovuto accontentarsi di sovvenzioni minori, rivelandosi al tempo stesso e sempre più nitidamente il vero motore della crescita economica. Infine, il governo si sta adoperando per abbattere gli ostacoli burocratici che si frappongono agli investitori esteri.

### Quanto è sostenuta la crescita economica?

#### Russia

Negli ultimi tre anni la crescita si è aggirata attorno al 6,5 per cento, un dato che stando alle previsioni dovrebbe confermarsi anche quest'anno, ancorché il governo propenda per una stima più prudente del 4,5 per cento. Nel primo trimestre 2004 la progressione ha raggiunto l'8 per cento.

#### Cina

Nel 2001 l'espansione economica raggiungeva il 7,5 per cento, nel 2002 l'8 e lo scorso anno il 9,1 per cento. Nel primo trimestre 2004 l'economia ha sfoggiato un incremento del 9,8 per cento. Il tasso di crescita atteso per il prossimo triennio si aggira attorno all'8 per cento l'anno.

#### India

Nel 2001 l'economia indiana è progredita del 4,4 per cento, nel 2002 del 5,6 per cento e nel 2003 del 4,3 per cento. Per l'anno in corso prevediamo uno sviluppo di circa il 7,5 per cento – un pronostico che confermiamo anche per il 2005 e il 2006.

### A quali settori va accreditata la crescita?

#### Russia

La crescita è da ascrivere soprattutto agli investimenti indigeni, all'attività edilizia e al consumo interno. Materie prime e petrolio costituiscono buona parte del prodotto inter-

no lordo; il greggio e il gas naturale da soli ne generano un terzo. Ma altri settori come i servizi, il comparto bancario e dei beni di consumo sono in rapido sviluppo e occuperanno nel prossimo futuro una posizione sempre più significativa.

#### Cina

Gli ingenti investimenti diretti dall'estero hanno creato posti di lavoro e fornito un contributo prezioso allo sviluppo economico (42 per cento del PIL); per questo tramite viene elevato in netta misura il livello dei redditi, ciò che sua volta si riverbera positivamente sul consumo interno. Settore automobilistico, greggio e gas, materie prime ed energia elettrica sono stati sinora i rami industriali di maggior spicco e rilevanza e, considerata la costante crescita in atto in Cina, conserveranno la loro importanza anche in avvenire.

#### India

Il consumo interno è il principale propulsore dello sviluppo economico dell'India e genera all'incirca il 77 per cento dell'intero PIL. Al rimanente 23 per cento concorrono gli investimenti diretti provenienti dall'estero. Nel 2003 è stato registrato un flusso di investimenti diretti esteri pari a 5 miliardi di dollari a fronte dei 54 miliardi d'investimenti convogliati verso la Cina. I tre maggiori settori rappresentati nell'indice MSCI India sono l'energia (23 per cento), la finanza (17 per cento) e l'IT (16 per cento). A seguito dell'ultimo risultato elettorale ottenuto in India, negli anni a venire il settore energetico, che ha tratto ampi benefici dalle misure di privatizzazione varate, potrebbe vedere ridimensionata la sua importanza a beneficio di settori politicamente meno condizionati come l'IT e la farmaceutica.

### Quale quadro delinea l'indebitamento del paese e le sue riserve monetarie?

#### Russia

Fra il 1999 e il 2003 il rapporto fra indebitamento e PIL si è ridotto dal 90 al 30 per cento. La banca centrale russa continua ad accumulare riserve in valuta estera che oggi assommano a 84 miliardi di dollari. Lo scorso anno il governo ha inoltre creato un

fondo di stabilizzazione nel quale vanno a confluire gli introiti derivanti dalle imposte sul petrolio. Con questo fondo, che ammonta a circa 12 miliardi di dollari, il governo si prefigge di saldare i debiti in caso di un sostanzioso calo delle quotazioni del greggio.

#### **Cina**

Il disavanzo pubblico della Cina ammonta attualmente a 40 miliardi di dollari, pari al 6,8 per cento della totalità delle entrate erariali. L'intero indebitamento dello Stato equivale al 12,6 per cento del PIL. La Cina è il secondo paese al mondo dopo il Giappone per riserve valutarie, con attualmente oltre 440 miliardi di dollari.

#### **India**

Il debito pubblico dell'India ascende al 76 per cento del PIL e rimane una spina nel fianco per il suo sviluppo economico. Buona parte dell'indebitamento è imputabile agli apparati statali. Le riserve valutarie ammontano attualmente a 118 miliardi di dollari.

### **Quanto è stabile la situazione politica ed economica?**

#### **Russia**

Quando nel 2000 venne eletto Presidente della Russia, Vladimir Putin per prima cosa ristrutturò la base del potere al Cremlino. Alle elezioni parlamentari del dicembre 2003 i partiti di governo ottennero poi la maggioranza assoluta. Entrambi gli eventi furono necessari per consolidare il contesto politico. Il governo sta ora promuovendo un ciclo di riforme strutturali, anche in settori socialmente delicati. Il vertice governativo è formato da economisti e personalità politiche note che si sentono in dovere di attuare e condurre a buon fine queste riforme, ma l'appoggio del Parlamento al processo di riforme è una condizione irrinunciabile per garantire un'attuazione puntuale del programma a prescindere da ambienti economicamente influenti o da gruppi politici extraparlamentari.

#### **Cina**

Dopo il passaggio indolore di poteri da Jiang Zeming a Hu Jintao, avvenuto all'inizio del 2003, la base politica della Cina è rimasta

stabile. Le relazioni politiche e diplomatiche con Taiwan continuano a essere tese e l'incertezza che aleggia sull'evoluzione futura non è scemata. Tuttavia, dall'adesione della Cina all'Organizzazione mondiale del commercio i tempi di attuazione degli interventi di riforma e di liberalizzazione stanno accelerando e il mercato azionario nonché le autorità normative acquistano sempre più trasparenza.

#### **India**

Lo sviluppo economico è solido, ma l'evoluzione politica non è ancora chiara e rimane avvolta in un alone d'incertezza. Bisognerà peraltro anche vedere quali saranno le conseguenze politiche di un'eventuale coalizione del partito di governo con i comunisti.

### **Quali sono i prossimi ostacoli da superare?**

#### **Russia**

La crescita economica dipende chiaramente dalla capacità del governo di portare avanti il processo di riforme preannunciato. I settori improduttivi dell'economia, come l'elettricità, il gas e i trasporti, devono essere ristrutturati. E sul cammino verso una maggiore stabilità è indispensabile che il governo tuteli i diritti di proprietà e crei condizioni quadro suscettibili di attrarre capitali esteri.

#### **Cina**

Sono previsti i seguenti quattro interventi.

- Riforme nel sistema bancario e finanziario nonché soluzioni per i crediti irrecuperabili.
- Un ulteriore incremento dell'efficienza operativa delle imprese statali.
- Il miglioramento dello strumentario per il controllo macroeconomico.
- La creazione di un equilibrio fra le regioni più ricche e quelle meno favorite.

#### **India**

L'India dovrà proseguire nel suo percorso di sviluppo politico e attuare ulteriori interventi di riforme nell'economia. A tutt'oggi molte aziende indiane non sono competitive sullo scacchiere internazionale. Un fattore importante è dato dalla lotta contro la povertà, che comporta automaticamente altri ingenti investimenti infrastrutturali e inibisce la crescita economica.

## **In Focus**

Total Return

Core-Plus

Inflation-Protected

Energy

**Fondi Clariden.**  
Chi se ne intende,  
li conosce.

**Clariden Bank.**

a CREDIT SUISSE GROUP company

[www.clariden.com](http://www.clariden.com)

# Investimenti **Prodotti**

## Sommario della parte sui prodotti

- |    |   |
|----|---|
| 27 | <b>Fondi: Cina</b><br>La Cina si aggancia al mercato globale        |
| 28 | <b>Fondi: Russia</b><br>La Russia attende l'onda della crescita     |
| 29 | <b>Fondi: India</b><br>L'India si mantiene su una rotta dinamica    |
| 30 | <b>Prodotti derivati</b><br>Opportunità allettanti nell'Est europeo |
| 32 | <b>Foreign Exchange</b><br>Un paniere di monete e opportunità       |
| 33 | <b>Equity</b><br>È tempo di riprendere fiato                        |
| 34 | <b>Fixed Income</b><br>Bando ai pregiudizi                          |



HSBC GIF Chinese Equity Fund

# La Cina si aggancia al mercato globale

Con il trascorrere del tempo la Cina si delinea sempre più distintamente come superpotenza economica. Esibendo tassi di crescita senza uguali al mondo, l'economia cinese offre incomparabili opportunità per gli investitori stranieri. **Di Jiannan Wang, Fund Selection**

«Nell'arco di venti anni i cinesi hanno raggiunto ciò che molti altri paesi avrebbero ottenuto in due secoli», osservava in un'intervista il presidente della Banca mondiale James Wolfensohn. Il dato seguente non gli dà certo torto: dall'ingresso della Cina nell'Organizzazione mondiale del commercio, avvenuto nel 2001, gli investimenti diretti esteri sono aumentati a ritmi vertiginosi. A beneficiare maggiormente di questo sviluppo è stato il settore privato, che vanta un tasso di crescita ben superiore a quello delle imprese statali. Dal canto suo anche il mercato dei capitali si espande a velocità sostenuta. Nonostante il controllo statale, il mercato azionario cinese si è agganciato ai mercati mondiali: tramite le cosiddette azioni B, concepite per gli investitori stranieri ma che da tre anni sono accessibili anche ai risparmiatori indigeni, nonché mediante le azioni H, quotate alla borsa di Hong Kong. Anche le porte dei listini azionari indigeni, comprendenti le azioni A, sono state aperte agli stranieri, seppure in misura limitata e graduale. Le azioni cinesi presentano un interessante profilo rischio-rendimento e una bassa correlazione con altri mercati. Soprattutto le azioni H offrono agli investitori opportunità di crescita con uno standard di informazione occidentale.

Gli attuali interventi del governo cinese volti a raffreddare l'economia sono diretti soprattutto alle industrie surriscaldate e ad alta intensità di capitale come quella automobilistica, immobiliare, dell'alluminio, dell'acciaio e del cemento. Sebbene nel breve termine il mercato azionario possa subire reazioni smisurate, è difficile che l'economia cinese accusi una brusca frenata. Il mercato azionario cinese è ben posizionato per ulteriori rimbalzi.

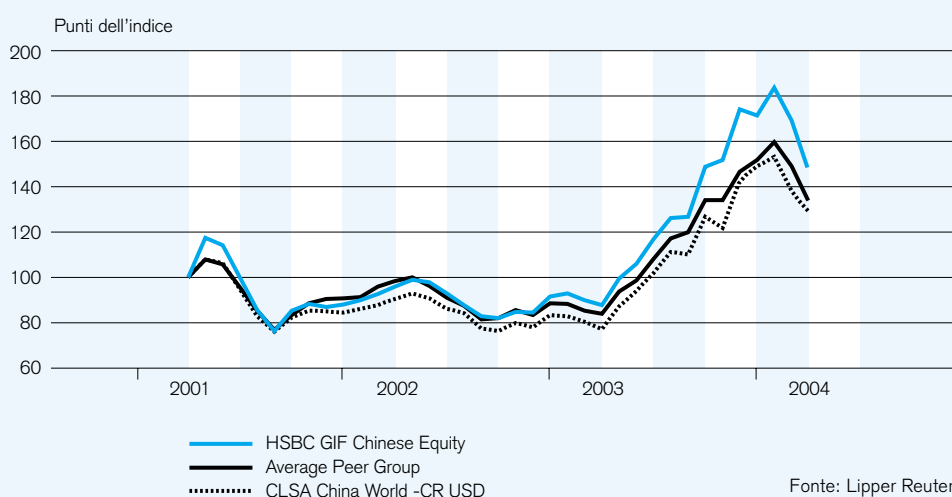
## Il ciclo e il settore sono determinanti

HSBC Group (Hong Kong and Shanghai Banking Corporation Ltd) è da tempo radicato

Performance del fondo su tre anni

## Opportunità di crescita intatte anche dopo il raffreddamento

Il governo cinese cerca di prevenire il surriscaldamento di singoli settori. Una brusca frenata è tuttavia poco probabile. Il mercato è ben posizionato per ulteriori rimbalzi e i gestori dell'HSBC GIF Chinese Equity Fund prevedono per la Cina una crescita di lungo periodo.



nella realtà cinese e punta sulla crescita di lungo periodo del gigante asiatico. L'HSBC GIF Chinese Equity Fund investe prevalentemente in azioni H e in cosiddette «red chip», ossia imprese con sede a Hong Kong le cui azioni sono detenute in ampia misura da organizzazioni della Cina continentale e i cui guadagni provengono in gran parte dalla stessa area.

Il gestore del fondo utilizza un'analisi top-down di HSBC Global Investment Strategy Group e l'abbina a un'analisi di tipo bottom-up a Hong Kong. Il raggruppamento locale delle risorse di HSBC, che va a formare un team d'investimento di provata esperienza, è rafforzato dal sostegno proveniente da altre unità di questo gigante finanziario. Secondo HSBC, in una certa fase del ciclo congiunturale la performance di determinati settori e industrie supera quella di altri comparti.

La selezione dei titoli tiene essenzialmente conto dei seguenti aspetti: capitalizzazione di mercato, dinamica/qualità della crescita degli utili, qualità del management, sensibilità ai tassi nonché liquidità e volatilità dei titoli. Il gruppo di gestione segue costantemente i cambiamenti del mercato dei capitali cinese come pure i nuovi sviluppi normativi provenienti da Pechino e gli influssi che ne derivano per le borse di Cina e Hong Kong.

<b>Valore</b>	<b>238957</b>
<b>Valuta del fondo</b>	<b>USD</b>
<b>Rendimento medio annuo (3 a)</b>	<b>14,8% (in USD)</b>
<b>Volatilità annua (3 a)</b>	<b>33%</b>
<b>Volume del fondo</b>	<b>1509 mio. di USD</b>
<b>Gestore del fondo</b>	<b>Richard Wong</b>

# La Russia attende l'onda della crescita

La stabilità dello scenario politico dopo la conferma del presidente Putin, il miglioramento delle condizioni quadro economiche e soprattutto l'accelerazione del consumo sono gli ingredienti vincenti della cosiddetta «Russian growth story», una storia ancora tutta da scrivere. **Di Jiannan Wang, Fund Selection**

Le recenti disavventure del gigante del petrolio Yukos hanno lasciato il segno anche sulla borsa di Mosca. Le correzioni dei corsi, infatti, oltre che dipendere dalla maggiore volatilità dei mercati globali sono riconducibili anche alla situazione finanziaria della citata compagnia petrolifera, in quanto l'economia russa, pur presentando una diversificazione molto più ampia rispetto a un paio di anni or sono, ha un mercato azionario ancora fortemente esposto verso l'industria dell'oro nero. Ne è una conferma il fatto che alle società petrolifere va ascritto oltre il 75 per cento della capitalizzazione di borsa. Per questo motivo, nel breve termine la performance generale del mercato dipende soprattutto da fattori che hanno un notevole impatto sui prezzi del settore petrolifero e del gas. Inoltre, il mercato azionario russo dispone di una liquidità inferiore alla media e subisce pertanto l'intonazione delle borse mondiali. Ciononostante siamo convinti che la forte crescita economica, trainata dai consumi e dagli investimenti nell'edilizia, ridarà ossigeno al mercato azionario. Da anni la Russia figura tra i paesi di nuova industrializzazione con il migliore andamento di mercato. Anche dopo questi notevoli rialzi, il mercato azionario russo dispone ancora di potenziale per futuri rimbalzi delle quotazioni. La maggior parte delle riforme in corso, principalmente quelle riguardanti il settore bancario, la proprietà terriera e l'amministrazione, come pure i processi di ristrutturazione in campo energetico, si ripercuoteranno favorevolmente sulle strutture economiche e sulla borsa.

## La posizione dominante è indispensabile

Il Clariden Russia Equity Fund investe in un portafoglio composto essenzialmente da titoli liquidi di grandi aziende dei comparti energia, telecomunicazione, utility e metalli. Attualmente la quota nel settore del greggio e del gas occupa attorno al 55 per cento del portafoglio.

Performance del fondo su tre anni

## Sostegno da fattori nazionali e internazionali

Le riforme del settore bancario, della proprietà terriera e dell'amministrazione, unitamente ai processi di ristrutturazione nel settore energetico, avranno un impatto favorevole sull'economia e sulle borse. A fornire impulsi positivi concorrono pure il consumo e gli investimenti nell'edilizia. Il fondo punta inoltre su imprese ben posizionate anche sul mercato mondiale.



foglio. Secondo il gestore del fondo, Svetlana Le Gall-Voronova, l'industria petrolifera russa è tuttora ben posizionata malgrado le drastiche correzioni e la forte volatilità nel breve periodo.

La gestione del fondo persegue una strategia d'investimento attiva basata sulle proprie conoscenze ed esperienze riguardo al mercato azionario russo. Conosce i principali settori inseriti in portafoglio e cerca di identificarne i protagonisti di maggior spicco. Gli investimenti puntano sui comparti le cui imprese vantano una posizione predominante sui mercati mondiali, ad esempio i metalli, le attività estrattive e il gas. Mentre il gestore del fondo adotta una strategia top-down specifica ai settori, nella selezione dei titoli viene

applicato un approccio bottom-up. La scelta cade di preferenza su imprese ben posizionate con un forte potenziale di crescita in regioni promettenti. Il gestore del fondo riserva particolare attenzione ai seguenti fattori: orientamento allo shareholder value da parte del management, dimensioni e dinamismo del mercato di sbocco, concorrenzialità dei prodotti, solidità dei dati finanziari e convenienza della valutazione.

<b>Valore</b>	<b>603364</b>
<b>Valuta del fondo</b>	<b>USD</b>
<b>Rendimento annuo medio (3 a)</b>	<b>45,6% (in USD)</b>
<b>Volatilità annua (3 a)</b>	<b>31,9%</b>
<b>Volume del fondo</b>	<b>223 mio. di USD</b>
<b>Gestore del fondo</b>	<b>Svetlana Le Gall-Voronova</b>

JF India Fund e HSBC GIF Indian Equity Fund

# L'India si mantiene su una rotta dinamica

L'economia dell'ex colonia britannica mostra una grande vitalità. Con circa 6000 titoli quotati e una storia lunga ben 128 anni, la borsa indiana offre ai gestori di fondi un'ampia scelta di possibilità d'investimento in imprese competitive a livello internazionale. **Di Jiannan Wang, Fund Selection**

Dopo un 2003 a vele spiegate, il mercato azionario indiano ha rallentato la velocità di crociera. L'attuale clima, caratterizzato dalla volatilità, è riconducibile alle incertezze derivanti dai risultati elettorali di maggio e all'ondata di emissioni di titoli azionari. A frenare l'entusiasmo degli operatori contribuisce anche il rischio di possibili delusioni nell'ambito degli utili societari. A elezioni concluse prevale un generale scetticismo sul fatto che il nuovo governo alleato alla sinistra prosegua gli attuali programmi di riforma, in particolare riguardo alle privatizzazioni, all'agricoltura e ai sussidi nel mercato del lavoro. Ciononostante tutti concordano sul fatto che l'India, accanto alla Cina, è la seconda economia del mondo per vitalità e che la sua dinamica di crescita rimarrà intatta. Degna di attenzione è l'intenzione del Partito del Congresso di conseguire un tasso di crescita del PIL del dieci per cento annuo. Non va infatti dimenticato che l'India è il «centro di competenza» asiatico per quanto riguarda il software ed è una delle regioni più importanti per le attività decentrate di Help Desk di numerose imprese internazionali.

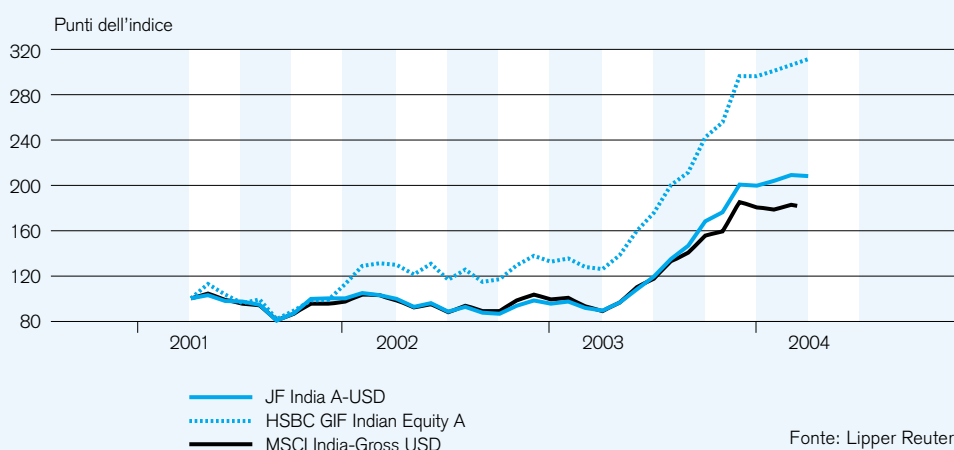
## JF India Fund

La gestione del JF India Fund si basa sul know-how degli esperti di JPMF in India. Siccome la selezione dei titoli non è correlata al benchmark, il portafoglio del fondo può evidenziare scarti notevoli rispetto all'indice di riferimento. Il portafoglio attuale, ad esempio, è fortemente sovrapponderato nei settori industriale e delle materie prime e sottopesato nei comparti finanziario e dei beni di consumo a carattere non ciclico. Alla luce dei fattori di rischio inerenti al mercato azionario indiano, la strategia del fondo mira a minimizzare questi rischi, sforzandosi nel contempo di individuare nuove opportunità d'investimento. Il rialzo del mercato ha au-

Performance dei fondi su tre anni

## Le momentanee incertezze non frenano l'ottimismo

I due fondi d'investimento JF India Fund e HSBC GIF Indian Equity Fund presentano orientamenti diversi: mentre il primo attualmente fa perno sui settori industriale e delle materie prime, il secondo punta sui comparti software, farmaceutico e automobilistico.



mentato la sensibilità del gestore del fondo nei confronti dei problemi relativi alle valutazioni. A dispetto della crescente avversione ai rischi, la strategia del fondo riflette nel complesso un atteggiamento positivo. Il patrimonio del fondo rimane interamente investito e non comprende titoli a carattere particolarmente difensivo.

## HSBC GIF Indian Equity Fund

Il processo d'investimento dell'HSBC GIF Indian Equity Fund si basa sul principio dei cicli congiunturali, i quali svolgono, secondo questa filosofia, un ruolo determinante per la ge-

nerazione di valore. Secondo il gestore del fondo, l'India è un'economia relativamente chiusa che si confronta tuttavia in misura crescente con lo sviluppo dei mercati globali. Altrettanto importanti sono anche i processi di riforma, che fungono spesso da catalizzatori per quanto riguarda l'andamento del mercato azionario. Il gestore del fondo punta sulle imprese leader del settore industriale competitive a livello internazionale, sia per quanto riguarda il basso costo del lavoro, sia per quanto concerne il livello tecnologico. Il fondo punta soprattutto sui settori farmaceutico, automobilistico e del software.

Fondo	JF India Fund	HSBC GIF Indian Equity Fund
Valore	401 213	417 871
Valuta del fondo	USD	USD
Rendimento annuo medio (3 a)	27,5% (in USD)	45,8% (in USD)
Volatilità annua (3 a)	23,6%	28,5%
Volume del fondo	513 mio. di USD	1 489 mio. di USD
Gestore del fondo	Rukhshad Shroff	Sanjiv Duggal

# I nuovi membri in corsia di sorpasso

Per i paesi candidati la decisione di aderire all'UE ha sempre implicato sviluppi di grande portata; questa regola dovrebbe trovare conferma anche per i nuovi membri. I prodotti qui descritti rappresentano due esempi del ricco ventaglio di strutture che consentono di partecipare a tali sviluppi. **Di Lars Kalbreier, Trading Strategy, Florence Schnydrig e Daniel Shashoua, Structured Derivatives Team**

L'andamento osservato dagli indici dei precedenti candidati all'Unione europea evidenzia una outperformance regolare del 76 per cento sull'arco di due anni dopo la decisione d'ingresso, ossia nel periodo compreso tra la conferma di adesione da parte dei rispettivi paesi e l'integrazione ufficiale nell'UE. Ad esempio, in questo arco di tempo di quasi due anni l'indice spagnolo IBEX ha espresso una performance del 40 per cento superiore rispetto al tedesco DAX. Ci-

fre analoghe risultano anche per Portogallo, Grecia, Svezia e Finlandia.

## Spinta per l'attività d'investimento

Agli occhi degli investitori i nuovi membri orientali dell'Unione sono ancora paesi in via di sviluppo. Con ogni probabilità saranno però presto equiparati ai mercati occidentali e, sul piano dell'allocazione settoriale, le loro azioni entreranno a far parte della zona euro, come negli anni Novanta è già accaduto con

Spagna, Portogallo e Grecia. Inoltre, per questi neo entrati nella famiglia UE possiamo prevedere una crescita del prodotto interno lordo pro capite, un incremento della liquidità degli indici azionari a seguito dei maggiori investimenti esteri nonché la futura abolizione di numerose leggi e restrizioni locali che hanno colpito questi ultimi.

Per questo motivo riteniamo che nei prossimi anni le azioni dei nuovi membri dell'UE passeranno dall'indice MSCI EM East Europe

## Certificato Plus: Centro ed Est Europa

Chi progetta di investire nei nuovi paesi dell'UE è confrontato con mercati relativamente illiquidi. Un'ottima alternativa agli investimenti diretti negli indici dei singoli paesi è offerta dal CECE, un indice per l'Europa centrale e orientale ponderato su base di capitalizzazione e introdotto già nel 1999. È denominato in euro e comprende tutte le azioni contenute nel Czech Traded Index, nell'Hungarian Traded Index e nel Polish Traded Index.

Il neoemesso Certificato Plus in euro sull'indice CECE abbina la piena partecipazione al futuro sviluppo di questi mercati a una protezione «condizionata» del capitale. Con questo certificato a cinque anni l'investitore partecipa indicativamente al 100 per cento all'evoluzione positiva dell'indice alla scadenza, mentre il rimborso massimo è limitato al 185 per cento. In più, il rimborso ammonta al minimo al 100 per cento anche se l'indice non denota un andamento positivo. Invero questa protezione del capitale è condizionata in quanto viene a cadere se nel corso della durata del certificato l'indice di base lascia sul terreno il 40 per cento del suo valore iniziale. In questo caso, il prodotto è

Andamento dell'indice CECE dal suo lancio nel 1999

## Protezione del capitale condizionata

Il rimborso massimo è calcolato al 185 per cento, il livello di knock-out è fissato al 60 per cento. Anche se l'indice raggiunge tale livello, la partecipazione alla performance positiva rimane al 100 per cento.



Fonte: Credit Suisse

esposto interamente a un'evoluzione negativa dell'indice. La partecipazione all'andamento positivo rimane tuttavia al 100 per cento, anche se l'indice raggiunge il suo valore knock-out.

Come derivato strutturato dal carattere innovativo, il Certificato Plus è davvero sem-

plice. Si rivela particolarmente invitante per gli investitori che prevedono corsi azionari in rialzo nei nuovi membri dell'UE Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria. Le condizioni di knock-out sono conformate alle buone prospettive per la crescita economica e alla performance attesa di questi mercati.

all'indice MSCI EMU e che le maggiori agenzie di rating – come Moody's, S&P e Fitch – rivedranno verso l'alto le classificazioni degli «esordienti». Questi ultimi, infatti, risaneranno le finanze pubbliche per adempiere ai criteri di Maastricht, ristruttureranno la loro economia mediante l'abolizione di restrizioni agli investimenti e assumeranno le più liberali normative commerciali europee. Grazie all'appoggio della BCE diminuiranno anche i rischi valutari.

### Migliori prospettive di crescita

Per tutti questi motivi, le economie dei paesi di nuova adesione dovrebbero crescere a ritmo pressoché doppio rispetto a quelle degli stati già membri. Stiamo seguendo gli indici dei neo entrati già dal 1° ottobre 2002, quando la Commissione europea ha pubblicato il loro elenco ufficiale in vista della prossima espansione. A decorrere da questa data, l'in-

dice Europe Stoxx 50 è stato superato del 75 per cento dal mercato polacco, del 98 per cento da quello ceco e del 69 per cento da quello ungherese. E crediamo che questi paesi abbiano il potenziale per esprimere performance ancora migliori di questi valori medi.

Gli stati dell'Est europeo, grazie alla loro preparazione all'ingresso nell'UE, dovrebbero quindi surclassare la concorrenza occidentale. Raccomandiamo pertanto l'investimento nelle loro azioni, anche se al momento – a causa di problemi di liquidità – esistono purtroppo solo tre indici negoziabili: il WIG 20 Index (Polonia), il Budapest Index (Ungheria) e il Prague PX 50 Index (Repubblica Ceca).

### Opportunità per i neo entrati

**Grazie a diversi fattori, i nuovi membri dell'UE offrono agli investitori vantaggi decisivi:**

- **Tassi d'interesse più bassi assicurano maggiori investimenti internazionali e nazionali in azioni.**
- **L'attività economica degli attuali paesi dell'UE si sta spostando nei nuovi stati membri, in quanto nell'Europa orientale i costi della manodopera sono di due terzi più bassi.**
- **L'UE presta aiuto finanziario ai nuovi membri.**
- **I paesi di nuova adesione devono soddisfare i criteri di Maastricht, un requisito che impone l'adozione di numerose misure intese al miglioramento dell'attuale situazione.**
- **Le imposte societarie riscosse mediamente in Ungheria, Polonia e nella Repubblica Ceca sono di circa il 50 per cento inferiori a quelle prelevate in Germania.**

### CPU Multi Plus: la Grande Cina

Il CPU Multi Plus (Capital Protected Unit) sul paniere di indici della Grande Cina è un'alternativa difensiva a un investimento diretto sul mercato azionario asiatico. È indicato soprattutto per gli investitori che nei prossimi quattro anni si attendono un'evoluzione positiva di questi mercati.

Il paniere di indici della Grande Cina è ponderato equamente e si compone degli indici FTSE Xinhua China 25, MSCI Taiwan e Hang Seng. Il CPU Multi Plus ha una durata di quattro anni ed è denominato in dollari statunitensi.

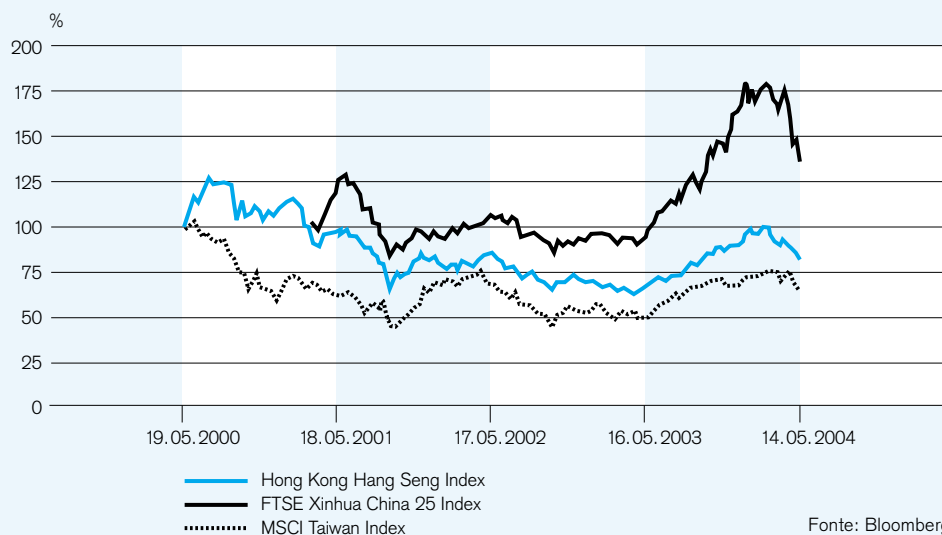
Con questo derivato strutturato dal carattere innovativo il capitale alla scadenza è protetto al 106 per cento; ciò significa che l'emittente assicura sull'arco dell'intera durata un rendimento minimo del sei per cento. Inoltre, l'investitore partecipa come descritto di seguito alla performance realizzata da questo paniere di indici.

La durata di quattro anni è suddivisa in 16 trimestri; il paniere viene ponderato ex novo in ognuno di essi. L'investitore partecipa pienamente alla performance del paniere, fuorché nei trimestri in cui tutti gli indici esprimono una performance positiva. Per i trimestri in cui tutti e tre gli indici evidenziano

Andamento dei tre indici contenuti nel CPU Multi Plus

### Rendimento minimo garantito alla scadenza

Il paniere di indici della Grande Cina si compone degli indici descritti in calce. Il rimborso del capitale alla scadenza è garantito al 106 per cento persino nell'ipotesi dell'andamento degli indici più sfavorevole per l'investitore: il rendimento minimo annuo ammonta così all'1,46 per cento.



un'evoluzione di valore positiva la performance del paniere è sostituita con un valore del sei per cento, anche quando l'intera performance dei tre indici è inferiore a questa percentuale.

La performance complessiva del CPU Multi Plus si ottiene moltiplicando i rendimenti tri-

mestrali tenendo conto dell'effetto degli interessi composti.

Il CPU Multi Plus non è al riparo da rischi: nel corso della durata il derivato può scendere nettamente al di sotto del prezzo di emissione. Alla scadenza il rimborso minimo ammonta comunque sempre al 106 per cento.

# Un paniere di monete e opportunità

L'Asia ha le carte in regola per mettere pienamente a frutto il proprio forte potenziale di crescita. L'USD Timer Note on Asian Currency Basket offre l'opportunità di partecipare al favorevole andamento previsto. **Di Anke Haux, FX Products & Cash Management Solutions**

L'economia dell'Estremo Oriente continua a navigare con il vento in poppa, come conferma ad esempio l'accelerazione di sette punti percentuali del prodotto interno lordo (PIL) registrata lo scorso anno malgrado le insidie della SARS, cifra che equivale a circa il 50 per cento della crescita mondiale. Considerate le previsioni congiunturali generalmente serene e la spinta della domanda interna asiatica, si prevede che la crescita continuerà su questa rotta favorevole anche nel 2004. A fungere da traino sarà principalmente la Cina, che dispone sia di un enorme mercato interno sia di un export vieppiù vigoroso. Tenuto conto dei notevoli progressi strutturali e della creazione di una piazza economica in grado di offrire anche agli investitori stranieri un'infrastruttura e una sicurezza sempre migliori, riteniamo che oggi i presupposti per una crescita duratura siano più promettenti rispetto agli ultimi cinque anni.

## Basi di partenza diverse

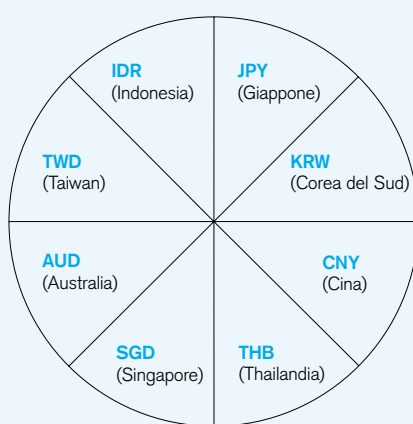
La progressione oltre la media dell'economia cinese mostra con sempre maggiore evidenza che, a lungo andare, l'ancoraggio del renminbi yuan al dollaro non sarà vantaggioso per il gigante asiatico e potrebbe addirittura determinare un pericoloso surriscaldamento dell'economia. Se si considera la parità dei poteri di acquisto, secondo gli esperti la moneta cinese è attualmente sottovalutata in misura del 10-25 per cento rispetto al biglietto verde. In uno scenario di crescita stabile e bassa inflazione è necessario che la Cina imbocchi la strada di un regime di cambio più flessibile e consenta un apprezzamento della propria valuta.

Gli stati vicini presentano una situazione simile: in Thailandia l'economia continua a crescere mantenendo bassa l'inflazione, la Malaysia ha rialzato la testa e nel contempo è riuscita a comprimere l'inflazione e la di-

USD Timer Note on Asian Currency Basket

## La struttura equilibrata crea buone opportunità di rendimento

Le otto monete dell'USD Timer Note on Asian Currency Basket sono rappresentate in misura uguale. Sulla durata di cinque anni si vogliono così creare opportunità di rendimento ideali.



Fonte: Credit Suisse

soccupazione. In Indonesia il consumo privato sostiene una crescita moderata, l'inflazione è scesa e il consolidamento politico-fiscale mostra effetti positivi. Anche per questi paesi è auspicabile un allentamento del rigido regime di cambio con riforme in ambito bancario, giuridico e della giustizia e con una politica monetaria stabile da parte delle banche nazionali. Singapore, il modello per i paesi ASEAN, ha indicato la strada da seguire: un'elevata sicurezza abbinata a una rigida politica monetaria creano un contesto ottimale per investimenti esteri e incentivano la crescita interna di lungo periodo.

Diversa è invece la situazione in Giappone e in Corea del Sud: nonostante abbiano alle spalle anni difficili, entrambi i paesi approfittano del trend positivo alimentato dalla Cina, come confermano anche i dati più recenti: nel primo trimestre 2004 il PIL del Giappone è salito del 5,6 per cento manifestando una netta accelerazione rispetto al 2003. Un progresso che lascia presagire uno sviluppo positivo dell'economia nipponica.

## USD Timer Note offre uno scudo protettivo

Dato che gli investimenti nei mercati azionari asiatici non sono esenti da problemi e che gli indici non sono sufficientemente significativi, l'USD Timer Note on Asian Currency Basket offre la possibilità di partecipare alla crescita dell'intera area economica grazie all'apprezzamento delle monete asiatiche. Con una durata di cinque anni, questo strumento offre una protezione del capitale del 103,25 per cento. Oltre che beneficiare al 100 per cento dell'apprezzamento delle valute asiatiche, su richiesta l'investitore ha anche la possibilità di realizzare il guadagno anticipatamente.

Investimento		USD
Valore di base	Paniere di monete asiatiche (in USD)	
Durata	5 anni	
Strike	Equivale al corso a contanti al fixing iniziale	
Partecipazione	100%	
Protezione del capitale	103,25%	
Taglio	USD 1000 (investimento minimo USD 10 000)	



Equity

# È tempo di riprendere fiato

In una fase rialzista i mercati emergenti prevalgono sugli altri listini. Una volta superato l'apice, tuttavia, i paesi industrializzati tornano a fare corsa di testa. **Di Cédric Spahr, Equity Strategy**

Da inizio anno i mercati azionari emergenti hanno scalato la marcia rispetto ai paesi industrializzati. L'MSCI Emerging Markets ha infatti ceduto il 3,9 per cento in franchi svizzeri, mentre l'SMI (3,8 per cento) e l'S&P 500 (4,0 per cento) hanno conseguito un rendimento modesto ma pur sempre di segno positivo. L'MSCI Emerging Markets è tuttavia in buona salute: tra inizio 2003 e fine aprile 2004, con una performance cumulativa del 37,9 per cento in franchi svizzeri, l'indice ha lasciato chiaramente alle spalle l'SMI (23 per cento) e l'S&P 500 (15,2 per cento). Questo andamento conferma due rilevamenti empirici: in una fase rialzista i mercati emergenti corrono più velocemente dei paesi industrializzati, mentre rimangono al di sotto della media non appena il risveglio congiunturale ha raggiunto l'apice. Ed è proprio quanto sta succedendo da aprile, come confermano in tutta evidenza l'indice dell'attività manifatturiera negli Stati Uniti e gli indicatori previsionali per i paesi del G7.

Accanto a questo tipico modello ciclico sono intervenuti anche importanti fattori strutturali. La Cina è diventata per la prima volta un bastione dell'economia mondiale, circostanza che ha provocato un'impennata dei prezzi di molte materie prime. Tale tendenza è stata alimentata anche da investitori-speculatori che ricorrono a strumenti d'investimento quali gli hedge fund. Siccome negli Stati Uniti si andava delineando una stretta monetaria e in Cina si stava profilando una frenata della crescita, in marzo/aprile tali investitori hanno iniziato a liquidare le posizioni con atteggiamento aggressivo.

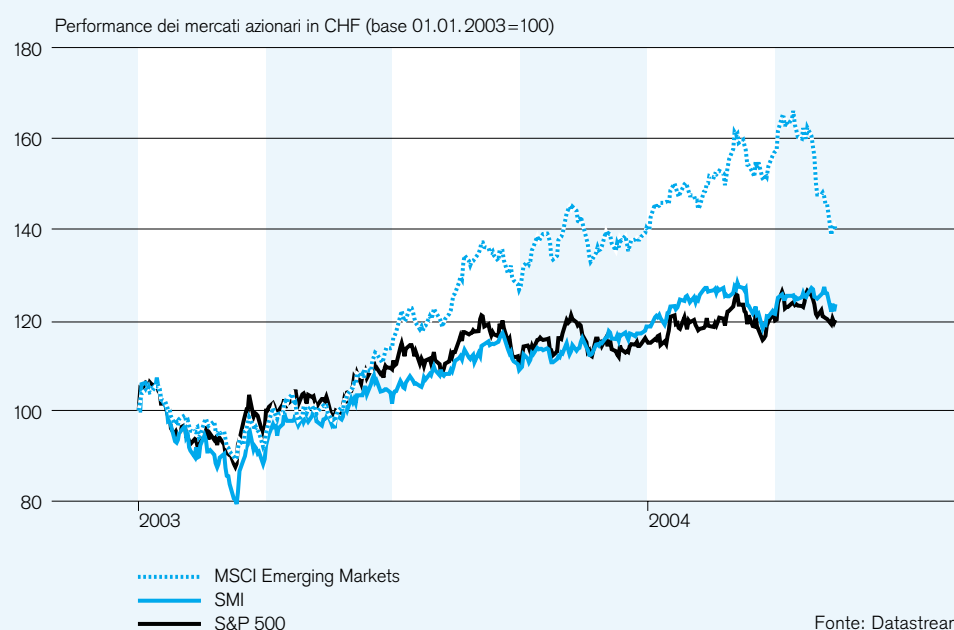
## I rischi politici sono inevitabili

Nei paesi emergenti la stabilità politica e la prevedibilità degli eventi non sono proprio di casa, come dimostrano i seguenti due esempi: in Russia il governo ha aumentato la pressione sulla società petrolifera Yukos, in-

Confronto tra gli indici azionari MSCI, SMI e S&P

## I mercati emergenti attraversano una fase correttiva

Durante l'ultima fase rialzista l'MSCI Emerging Markets ha notevolmente staccato gli indici dei paesi industrializzati. In risalita, da aprile sta cedendo in misura nettamente più marcata.



nescando una correzione sul mercato russo. È tuttavia improbabile che i principi del capitalismo siano minacciati: i recenti sviluppi vanno piuttosto inseriti nel gioco di potere fra il Cremlino e gli oligarchi nati alla corte di Eltsin. In Corea, una procedura di destituzione contro il presidente Roh è stata sospesa dopo che il suo partito aveva ottenuto una netta vittoria nelle elezioni parlamentari. Nei paesi emergenti i rischi politici di questo genere sono inevitabili. A medio termine, tuttavia, in un portafoglio ben diversificato non dovrebbero incidere in misura eccessiva.

## Correzione nel quadro di un trend rialzista

Malgrado le brillanti plusvalenze i mercati azionari emergenti mantengono una valuta-

zione favorevole, circostanza che contribuisce a contenere i rischi di cedimenti. A nostro avviso sussistono buoni motivi (demografia, crescita, sistemi finanziari più stabili) per una tendenza rialzista a lungo termine. Attualmente privilegiamo i listini asiatici, dove da metà anno riteniamo nuovamente opportuno aumentare le posizioni; l'America latina sarà colpita dal calo dei prezzi delle materie prime più fortemente dell'Asia e dovrebbe rientrare in linea di conto solo dal 2005. Sul fronte dell'Europa centrale si è realizzata un'ampia convergenza con la parte occidentale del continente, motivo per cui propendiamo a ridurre la nostra esposizione.

# Bando ai pregiudizi

Le obbligazioni dei paesi emergenti rappresentano un mercato piccolo ma molto apprezzato nel mondo del reddito fisso. In termini di utili e volatilità si posizionano fra le azioni e i tradizionali prestiti di prim'ordine. **Di Walter Mitchell, Credit Research**

I prestiti dei paesi emergenti costituiscono il sette per cento circa dell'intero mercato obbligazionario mondiale. Comprendono obbligazioni sia nazionali sia estere di governi o imprese in paesi non industrializzati o in via di sviluppo. La maggior parte dei prestiti esteri è denominata in dollari o euro, ma esistono anche mercati di nicchia in sterline, franchi svizzeri o yen.

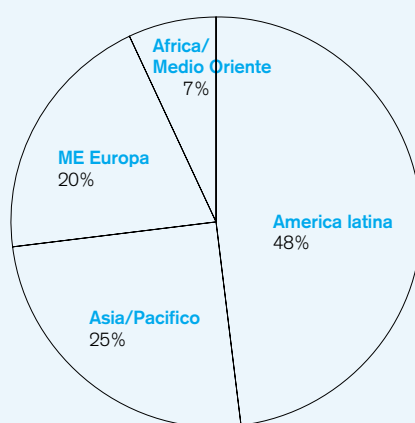
## Mercato in crescita

Negli ultimi dieci anni il mercato obbligazionario dei paesi emergenti è cresciuto in modo costante, beneficiando del continuo calo dei tassi d'interesse del G7 – Stati Uniti, Canada, Regno Unito, Francia, Italia, Giappone e Germania – e del conseguente aumento della domanda di investimenti più redditizi. I debitori latino-americani rappresentano quasi il 50 per cento dei prestiti esteri in essere nei paesi emergenti, mentre l'Asia contribuisce con il 25 per cento circa e i paesi in via di sviluppo europei con il 20 per cento. In linea generale la maggior parte di queste obbliga-

Quote regionali nel mercato dei prestiti ME

## Ripartizione disuguale

Nel grafico sono riassunti gli indebitamenti esteri in essere di governi e privati (banche e imprese).



Fonte: Merrill Lynch

zioni è stata valutata con rating al di sotto dell'investment grade, dunque inferiori a BB+ secondo il sistema di Standard & Poor's. Negli ultimi anni, tuttavia, il merito di credito

medio di questi debitori è migliorato, e gran parte dei prestiti in essere presenta ora una valutazione BBB o superiore.

## Rendimenti soddisfacenti

Lo scorso decennio le obbligazioni dei paesi emergenti denominate in dollari hanno fruttato mediamente rendimenti annui dell'undici per cento. Cifre simili sono allettanti, ma comportano anche rischi elevati. Data la maggiore volatilità e possibilità di guadagno, i prestiti dei paesi emergenti rappresentano una categoria d'investimento che si posiziona fra le azioni e i tradizionali titoli a reddito fisso di prim'ordine. Sulla scorta degli indici di Sharpe (si veda il riquadro a pagina 35) quale base per il raffronto, negli ultimi dieci anni le obbligazioni dei mercati emergenti si sono sviluppate meglio rispetto alle azioni degli Stati Uniti, situandosi tuttavia leggermente al di sotto dei prestiti societari di prim'ordine e ad alto rendimento.

## Minori guadagni, profilo di rischio migliore

Attualmente le obbligazioni dei paesi emergenti presentano prospettive di rendimento disomogenee. Da un lato, i fondamentali del credito sono migliorati, implicando meno rischi e volatilità rispetto al passato. Dall'altro, questi prestiti sono ora più cari sia in termini di rendimento assoluto sia in termini di differenziale di rendimento (spread). Rendimenti inferiori significano minori guadagni futuri, circostanza accettabile fintantoché il profilo di rischio della maggior parte dei debitori dei paesi emergenti continua a migliorare. Gli investitori che desiderano comprare obbligazioni con una valutazione bassa o, addirittura, inferiore all'investment grade dovrebbero inserire nel proprio portafoglio del reddito fisso anche obbligazioni di paesi emergenti. Storicamente queste ultime presentano una bassa correlazione con le obbligazioni invest-

## Il mondo dalla A alla C

**Le agenzie di rating indipendenti rivestono grande importanza per l'industria finanziaria. Le agenzie per antonomasia sono Standard & Poor's, nata nel 1941 dalla fusione delle società Standard Statistics e Poor's Publishing Company, e Moody's, fondata nel 1900. Entrambe offrono oggi tutta una serie di servizi alle imprese finanziarie, tra cui anche i rating, la cui esportazione dagli Stati Uniti all'Europa è relativamente recente. Grazie al sistema dei rating si possono valutare, in proiezione futura, sia paesi sia imprese o titoli come le obbligazioni in considerazione dei fattori di successo e di rischio. In seguito a una complessa procedura di valutazione, questi fattori vengono condensati in un unico valore, che esprime la rinomanza, la capacità economica e la volontà del debitore di onorare interamente e puntualmente i propri obblighi di pagamento. I rating pari o superiori a Bbb (Moody's) o BBB- (Standard & Poor's) vengono definiti come «investment grade», quelli inferiori come «non investment grade» o «speculative grade» (per le altre definizioni delle categorie di rating si veda a pagina 8).**

ment grade (tra il 20 e il 40 per cento) e dovrebbero dunque incrementare il rendimento del portafoglio senza aggiungere troppi rischi supplementari.

#### Ruolo chiave dei rischi di credito

Negli ultimi anni, con l'assottigliarsi dei rendimenti obbligazionari e degli spread, gli investimenti con la durata e i rischi maggiori hanno fruttato le performance migliori. Riteniamo che questa fase sia giunta al termine. Dato l'attuale quadro di mercato in cui si attende un rialzo dei tassi d'interesse USA, gli investitori dovrebbero limitare il rischio di

#### Indice di Sharpe

**L'indice di Sharpe raffronta rendimento e rischio. Quanto maggiore è il rendimento e basso il rischio, tanto più elevato sarà l'indice di Sharpe. Chi non teme i rischi dovrebbe valutare le strategie d'investimento unicamente in base al rendimento, mentre chi li rifugge dovrebbe orientarsi in funzione dell'indice di Sharpe.**

durata concentrandosi su obbligazioni a più breve termine, con scadenza tra il 2006 e il 2008. Inoltre, in un contesto di rendimenti

in aumento, i rischi di credito torneranno a rivestire un ruolo chiave nella performance delle obbligazioni, in quanto guadagni superiori saranno generati dalla potenziale riduzione dello spread anziché dal calo dei tassi d'interesse privi di rischio. Consigliamo pertanto di optare per debitori di paesi emergenti con profili di rischio stabili o in via di miglioramento come il Brasile (B2/B+), il Messico (Baa2/BBB-) e la Russia (Baa3/BB+). Le obbligazioni di paesi a più alto rischio con profili di credito incerti o in deteriorazione come l'Ecuador (Caa1/CCC+) e il Venezuela (Caa1/B-) dovrebbero invece essere evitate.

INSERZIONE

Disponibile gratuitamente presso il vostro consulente:

# investment ideas 2/2004

La rivista sui fondi d'investimento e altro ancora.

A cadenza trimestrale, Investment Ideas vi offre interessanti scorci sull'affascinante mondo degli investimenti e degli altri prodotti finanziari. Nell'arco di 36 pagine ritrovate ad ogni numero i retroscena degli investimenti del momento, prospettive di mercato, concreti consigli d'investimento e suggerimenti sullo strumento online Fund Lab.

Richiedete l'ultima edizione della rivista al vostro consulente oppure recatevi alla succursale Credit Suisse a voi più vicina.







# Il Re Mida del Messico

Carlos Slim è l'uomo più ricco dell'America latina. Figlio di immigrati libanesi, parla un inglese stentato, non usa il computer e lavora 14 ore al giorno. La sua filosofia: comprare a basso costo e crescere in fretta. E quello che tocca si trasforma in oro. **Di Peter Ruch, giornalista economico a Città del Messico**

➤ Carlos Slim Helu getta le basi del suo impero economico nell'infanzia. Da bambino vende dolciumi ai fratelli, a 15 anni possiede già 44 azioni della Banamex (all'epoca la maggiore banca del Messico) e un capitale di 5523 pesos, che nel giro di due anni aumenta a 31 900,26 pesos: è con questo gruzzolo all'attivo che a 17 anni si iscrive all'Universidad Autónoma de México (UNAM). Carlos Slim è dotato di una mente matematica fenomenale. È leggendario il suo intervento all'assemblea generale di una compagnia di cui è azionista minoritario: stupisce tutti calcolandone il profitto annuale a memoria, e ciò con un margine d'errore infinitesimale.

Il colpo maestro Slim lo mette a segno nel 1990: quando il governo messicano decide la privatizzazione della Telmex, la compagnia telefonica di Stato, il consorzio da lui capeggiato si aggiudica la gara. L'azienda, che controlla la rete fissa sull'intero territorio della maggiore forza economica dell'America latina, passa così sotto il dominio di Slim per soli 1,7 miliardi di dollari, sebbene revisori esterni ne abbiano stimato il valore in 10-12 miliardi. Il finanziere pagherà 80 centesimi per un titolo che a fine 2003 sarà quotato a più di 30 dollari.

## Rapporti d'oro

L'acquisizione della Telmex desta scalpore ben oltre i confini del Messico, tanto che Slim viene accusato di intrattenere relazioni troppo amichevoli con l'allora presidente Carlos Salinas de Gortari. D'altronde Slim non nasconde i suoi eccellenti agganci politici, anzi; mostra di saperli mettere a frutto con destrezza, ad esempio nel 2003: nonostante le accese polemiche dona 50 milioni di dollari per il recupero del centro storico di

## L'impero di Carlos Slim ha raggiunto una capitalizzazione di borsa di oltre 60 miliardi di dollari.

Mexico City, progetto promosso da Andres Manuel Lopez Obrador, detto Amlo, sindaco della metropoli forse più grande del mondo. In compenso questi gli garantisce il diritto di prelazione su vari immobili del nucleo urbano. Un ennesimo investimento azzeccato, in quanto questi oggetti, restaurati con i fondi dello stesso Slim, hanno moltiplicato enormemente il loro valore iniziale. Peraltro, Lopez Obrador non è soltanto un amico fidato di Slim, bensì anche il candidato con le migliori chance di imporsi come successore di Vincente Fox nelle elezioni presidenziali che si terranno nell'estate 2006.

In verità non tutti i business dell'«Ingeniero» sono in odor di favoritismi. Carlos Slim è una figura emblematica del capitalismo latino-americano, che gode di grande stima negli ambienti economici. Dopo Telmex l'ascesa dell'imprenditore segue inarrestabile, schiudendogli i crediti necessari all'espansione del suo gruppo. Intanto, fiuto e audacia gli consentono di esplorare sempre nuove opportunità d'affari.

Telmex si afferma fra i primi operatori del mondo a offrire ai suoi utenti collegamenti Adsl stabili a basso costo. I partecipanti alla conferenza dei ministri indetta la scorsa estate nell'ambito dell'OMC a Cancun ne hanno avuto una dimostrazione pratica: disseminate su tutta l'area riservata ai lavori, hanno trovato postazioni equipaggiate per l'accesso senza fili a Internet. Il magnate

messicano punta soprattutto alla fascia dei giovani. È a loro che il «re della comunicazione», che personalmente non possiede nemmeno un computer, distribuisce terminali dotati di connessione Internet a prezzi irrisori.

Sebbene il business telefonico tradizionale sia ancora la fonte più redditizia del suo conglomerato, Slim è convinto che la rete fissa non ha un futuro roseo: il futuro appartiene a Internet, anche nel terzo mondo. E punta con decisione sulla telefonia mobile. Nel settembre 2000 lancia América Móvil, che in brevissimo tempo si afferma come secondo gestore nel comparto dei cellulari insidiando addirittura la leadership della spagnola Telefónica. Contrariamente ai suoi concorrenti, América Móvil non è peraltro disposta a sborsare cifre esorbitanti per accaparrarsi nuove utenze. È di questi mesi la maxi-operazione con cui Telefónica ha rilevato l'intero portafoglio latino-americano dalla BellSouth pagando oltre 500 dollari per singolo abbonato. L'operatore iberico consolida così il dominio sul continente sudamericano, forte di 40,6 milioni di utenti contro i 40,4 milioni di América Móvil.

## La discesa in Brasile

L'acquisto più costoso risale al 2003 con l'incorporazione della brasiliana BCP nella Telmex. La transazione comporta una spesa di 368 dollari per utente. Una spesa che riflette il potenziale ravvisato nel gestore brasiliano, che dispone di un forte radicamento nel distretto di Sao Paulo, il più dinamico di tutto il Brasile.

Zelo e operosità sono le virtù che caratterizzano il patron della Telmex, che stando

Continua a pagina 39 ►

# L'economia riparte malgrado l'arresto delle riforme

Il Messico figura tra le economie latino-americane più liberali. Con l'80 per cento delle esportazioni dirette verso gli Stati Uniti, anche l'economia messicana inizia finalmente a beneficiare dell'accelerazione del motore USA. Purtroppo le riforme tardano a decollare. **Di Walter Mitchell, Credit Suisse**

Dopo un triennio segnato da tassi di crescita inferiori alla media il Messico sta finalmente recuperando terreno, tant'è che per il 2004 si prevede una crescita economica del 3,5 per cento, contro lo 0,6 per cento registrato mediamente fra il 2001 e il 2003. Il Messico figura fra le economie latino-americane più aperte, come dimostra il fatto che le esportazioni rappresentano ben il 30 per cento del PIL. Oltre l'80 per cento di queste merci trova sbocco sul mercato statunitense, a conferma delle forti interrelazioni commerciali esistenti fra i due partner. Pur con ritardo, l'accelerazione dell'economia a nord si sta riverberando positivamente sul Messico. Anche per il 2005 i pronostici sono improntati all'otti-

mismo, sebbene la dinamica del PIL potrebbe risentire di un'eventuale battuta d'arresto della macchina economica a stelle e strisce, nonché del trend al rialzo dei tassi (sia USA che messicani). Da febbraio, le spinte inflazionistiche hanno costretto la banca centrale messicana a intervenire a tre riprese sul fronte monetario. Se nel 2003 il rincaro era fermo al quattro per cento su base annua, per il 2004 si prevede un netto aumento dell'inflazione. Data l'incidenza del settore petrolifero sull'economia nazionale, anche in futuro le quotazioni del greggio ne condizioneranno sensibilmente l'andamento complessivo. Nel medio periodo le prospettive di crescita rischiano inoltre di essere compromesse dalla stasi accusata

dal programma di riforme varato dal governo Fox che, giunto a metà del suo mandato di sei anni, non ha saputo fornire al sistema produttivo gli stimoli strutturali necessari allo sviluppo.

Finora il PRI, il partito d'opposizione, ha sistematicamente osteggiato qualsiasi iniziativa volta a riformare i settori vitali dell'energia, del fisco e del mercato del lavoro. È poco probabile che questa situazione di stallo si sblocchi prima delle elezioni presidenziali del 2006, fatto che frenerà a sua volta la crescita economica e si tradurrà in un ulteriore indebolimento dei tassi di cambio. Da notare che negli ultimi due anni il peso messicano si è svalutato in termini nominali del 20 per cento circa.

MESSICO	
Capitale	Città del Messico
Superficie	1 972 550 km <sup>2</sup>
Abitanti	101,5 mio.
Forma di Stato	Repubblica federale presidenziale
PIL nominale	603,5 mia. di USD (2003E)
Crescita del PIL nel 2003	1,2% (E)
PIL pro capite	5875 USD
Inflazione	4,5% (2003E)
Esportazioni	190,5 mia. di USD
Importazioni	218,5 mia. di USD
Debito estero	141,4 mia. di USD (2003E)
Numero di occupati	39,8 mio.
Tasso di disoccupazione	3,4% (2003E)
Popolazione sotto la soglia di povertà	40% (2001)
Strade asfaltate	108 087 km
Utenti Internet	3,5 mio. (2002)
Investment rating	Baa2/BBB-





► a quanto riferito da un ex dipendente svizzero consacra 14 ore al giorno al lavoro. Corre poi voce che in situazioni di stress – e non saranno state poche nella sua lunga carriera – si nutra di soli sigari e non si faccia scrupolo di chiamare all'appello i suoi collaboratori più stretti anche alle quattro del mattino.

Fino a poco tempo fa il quartier generale del gruppo si trovava in un edificio modesto e il capo vi occupava un ufficio quasi spartano, da semplice impiegato. Pur essendosi nel frattempo trasferito in una sede che meglio si addice all'uomo più ricco del continente, continua a rifuggire da quegli eccessi di lusso e ostentazione tipici di molti borghesi latino-americani. L'unico profumo che lo avvolge è quello del successo.

L'arte è la seconda grande passione del magnate, che vanta una collezione a dir poco straordinaria curata dalla moglie Soumaya, scomparsa quattro anni fa. Essa racchiude, accanto a opere di Degas e Monet, la più vasta raccolta privata di sculture di Rodin al di fuori dell'omonimo museo di Parigi. Unica nel suo genere poi la collezione di artefatti aztechi in possesso della famiglia, che pare superi per qualità i tesori custoditi nel museo antropologico di Città del Messico.

Non solo capitano d'industria, bensì anche benefattore: nel 2003 le due maggiori fondazioni costituite a scopi filantropici da Slim hanno erogato pressoché 20 000 borse di studio, pagato 5000 cauzioni per evitare che minorenni alla loro prima infrazione dovessero attendere un equo processo per anni, finanziando infine interventi di chirurgia plastica a 11 000 bambini sfigurati. Per quanto non condivida affatto la politica attuata dal presidente in carica, Slim si dichiara fervido patriota e come tale ha a cuore le sorti del suo paese. Tutti e tre i suoi figli hanno preferito completare gli studi in Messico snobbando i più noti atenei americani. Sebbene Carlos, Marco Antonio e Patrick affianchino ormai il padre nella conduzione del suo diversificato impero (il gruppo opera anche nel settore libraio, della cosmesi, dei tabacchi, passando per l'assicurativo-finanziario, immobiliare, ecc.) il patriarca non sembra ancora disposto a cedere il timone. Però ultimamente si concede qualche momento di relax in più, che riserva al suo hobby preferito: la cura di bonsai, alberi di piccola statura, proprio come lui. ■



## Tenuta perfetta in tutte le posizioni.

Da 10 anni **Modus Executive** è garanzia di forma, funzionalità ed ergonomia. Lo schienale, il sedile ed i braccioli sono realizzati in pelle finissima per offrirvi il massimo di eleganza e di comfort insieme.

[www.wilkhahn.com](http://www.wilkhahn.com)



# Il sentiero della crescita è una corda tesa

L'America latina sta attraversando una fase di crescita economica. Tuttavia, complice la dipendenza dal capitale straniero, la regione rimane vulnerabile alle crisi. **Di Walter Mitchell, Credit Research**

► Dopo tre anni di vacche magre l'America latina è finalmente attraversata da venti più favorevoli. La crescita del PIL reale di quest'anno dovrebbe attestarsi attorno al 3,8 per cento, cifra che sancirebbe la migliore prestazione dal 2000 (sia veda il grafico in calce). I motori trainanti del rilancio, che si estende dal Messico alla Terra del Fuoco, sono essenzialmente il rasserenamento congiunturale su scala mondiale, i prezzi elevati delle materie prime e l'incremento dei flussi netti di capitale. Rimane da verificare se si tratta di un trend duraturo o se la ripresa si arenerà per causa di fattori endogeni o esogeni prima che lo standard di vita degli abitanti della regione abbia potuto migliorare.

## Misure correttive

L'America latina ha alle spalle un arduo processo di riassetto innescato in concomitan-

za con il repentino crollo dei flussi di capitale sulla scia delle crisi asiatica e russa. Dopo un picco a 105 miliardi di dollari nel 1997, l'afflusso netto di capitali privati è andato scemando e nel 2002 ammontava a 19 miliardi di dollari. Questa flessione ha comportato una contrazione dei tassi di crescita e indotto il Brasile e l'Argentina, rispettivamente nel 1999 e nel 2001, a revocare il regime di parità fissa.

L'America latina esce rafforzata da questo drastico processo correttivo che nello scorso triennio ha influito favorevolmente sulla bilancia delle partite correnti di vari paesi, nonché arginato l'inflazione e il deficit pubblico di molti di essi. La ripresa è stata tuttavia favorita da un assetto congiunturale estremamente propizio abbinato a un trend rialzista dei prezzi delle materie prime e saggi d'interesse ai minimi storici nei paesi indu-

strializzati, fattori che hanno ridotto il costo del denaro e contemporaneamente accresciuto gli afflussi di capitali. Tuttavia tali fattori esterni non si manterranno eternamente così favorevoli.

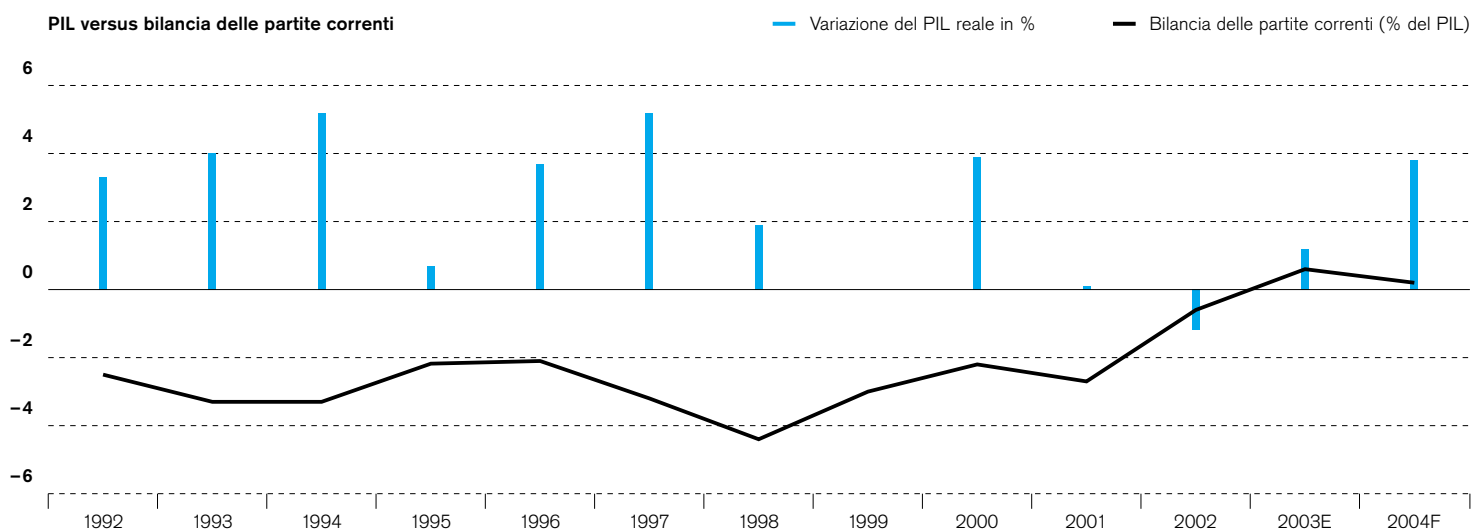
## Il rischio perdura

Ad eccezione forse di Cile e Messico, nonostante i progressi registrati da alcuni paesi latino-americani nella lotta all'inflazione e ai deficit di bilancio il rischio di dissesto nella bilancia dei pagamenti non è scongiurato. Se a innescarlo siano fattori esogeni oppure endogeni è di secondaria importanza; determinante è piuttosto il fatto che l'America latina, a causa delle basse quote di risparmio e della scarsa apertura delle rispettive economie, rimane dipendente dai capitali stranieri e quindi esposta ai contraccolpi delle fluttuazioni dei flussi finanziari mondia-

## L'allineamento al PIL della bilancia di parte corrente è foriero di speranze

Nel 1998 il deficit delle partite correnti si attestava al 4,4 per cento, mentre nel 2003 si registrava un'eccedenza dello 0,6 per cento.

Il clima dovrebbe essere più sereno e alimentare le speranze di una ripresa durevole. Fonte: Institute for International Finance (IIF)



li. Mancando il risparmio domestico, i governi e l'economia privata devono attrarre capitale dall'estero. Nel contempo l'export nella maggior parte dei paesi è incapace di generare ricavi sufficienti in divise forti (ossia attivo) per estinguere i prestiti, facendo sprofondare l'intera regione nei debiti.

#### L'export segue zoppicando

L'espansione dell'export osservata negli ultimi anni è esclusivamente frutto dell'incremento dei prezzi delle materie prime. Nondimeno, se raffrontate con quelle dei paesi asiatici ed europei, le esportazioni dei paesi dell'America latina sono zoppicanti. Panama e Cile danno prova della maggiore apertura economica con un tasso d'esportazione di rispettivamente il 58 e il 34 per cento del PIL, che in genere negli altri paesi non raggiunge nemmeno il 30 per cento; nei mercati emergenti di Asia ed Europa le esportazioni assommano in media a rispettivamente il 52 e il 45 per cento del PIL.

In Brasile la dipendenza regionale da fattori esterni è particolarmente pronunciata. Nel 2003, malgrado eccedenze commerciali record per un valore di 25 miliardi di dollari, l'export costituiva un modesto 17 per cento del PIL. Nel contempo il debito estero alla fine dello scorso anno raggiungeva il 44 per cento del PIL. L'onere del debito netto, che in tempi di bonaccia è sopportabile, diventa un problema appena subentra una flessione

#### Brasile: Lula resisterà alle pressioni?

**A un anno e mezzo dal suo insediamento, il presidente Lula continua a perseguire una politica macroeconomica favorevole al mercato. Lula non ha ceduto alle pressioni e ha limitato l'adeguamento del salario minimo all'8 per cento (ossia al tasso d'inflazione atteso). Ha mantenuto l'obiettivo di un avanzo primario al 4,25 per cento del PIL malgrado le richieste di allentamento della morsa fiscale. Ma il presidente rimane intrappolato nel suo passato di sinistra; subirà pressioni affinché intervenga sul piano politico e il mercato non sarà mai pienamente al riparo da un suo possibile cambio d'opinione. L'incertezza politica produce tassi lievemente più elevati e una crescita leggermente più debole. Questo scenario erratico si dimostra valido fintanto che la situazione congiunturale si mantiene serena. Un'impennata dei tassi o il crollo dei prezzi delle materie prime (specie della soia) aumenterebbe la pressione sulle finanze statali e sulla moneta nazionale; la banca centrale rallenterebbe la velocità di allentamento della propria politica monetaria. Il governo deve quindi mantenere l'indirizzo macroeconomico assunto, specialmente se la congiuntura si tinge di grigio.**

dei flussi di capitale. La dipendenza del Brasile dal capitale straniero è emersa nelle scorse settimane quando hanno coinciso il crollo del mercato obbligazionario e l'indebolimento del real (si veda il riquadro).

#### La pazienza è agli sgoccioli

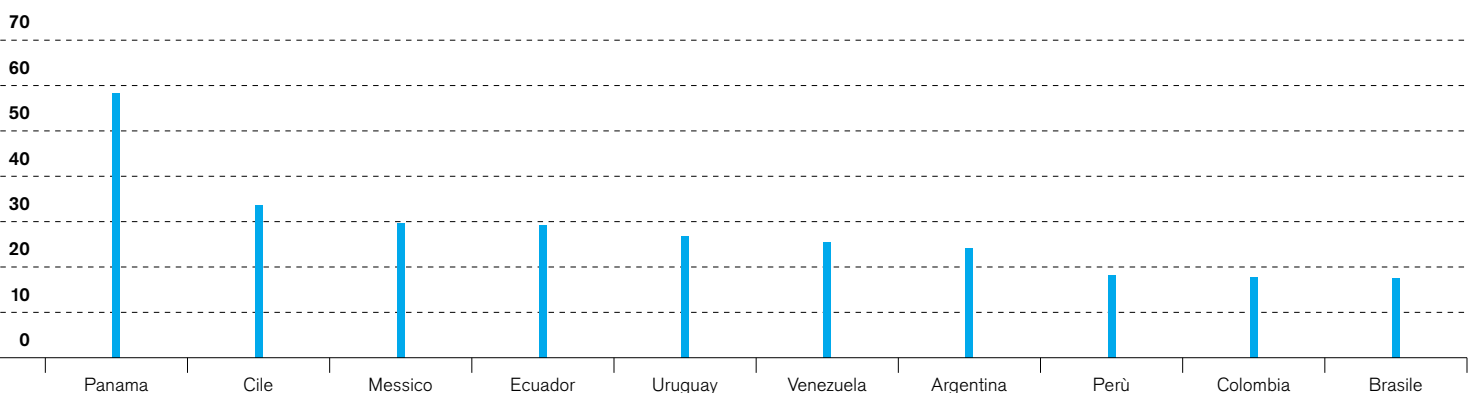
Come può l'America latina diminuire la propria dipendenza dal capitale straniero e migliorare le sue opportunità per una crescita duratura? La chiave sta nella promozione delle esportazioni. Sviluppo dell'export significa incremento di valuta forte da destinare al servizio del debito. I governi devono inoltre incentivare gli investimenti stranieri diret-

ti (in azioni), migliorando la tutela della proprietà privata e assicurando ordine e stabilità politica. Infine, i governi sono tenuti a ridurre ulteriormente i deficit di bilancio per tenere a bada l'inflazione e facilitare l'accesso degli investitori privati ai capitali del risparmio interno. È confortante constatare che la maggioranza dei governi latino-americani in un modo o nell'altro applica tali precetti; è invece scoraggiante che le ripercussioni delle correzioni alla bilancia delle partite correnti si facciano sentire solo a lungo termine, quando soprattutto la popolazione più povera potrebbe ormai aver esaurito la pazienza. ■

## Chiusa su se stessa

La quota di esportazioni del prodotto interno lordo della maggioranza delle economie latino-americane è assai meno significativa rispetto a quella dei mercati emergenti di altre regioni, ad esempio dell'Asia. Fonte: CSFB

Esportazioni in % del PIL (2004E)



# I migliori fondi su Internet.

**CREDIT  
SUISSE**



Fund Lab vi offre oltre 2300 fondi di offerenti internazionali. Grazie alla funzione di filtro e alle opzioni di ricerca, trovate e confrontate i singoli titoli con un semplice clic del mouse. E come clienti Direct Net potete addirittura investire nei fondi online, a prescindere dal fatto che siano fondi del Credit Suisse o titoli di altri offerenti: tutti sono infatti soggetti alla medesima commissione d'emissione ed esenti da commissione di vendita.

**[www.credit-suisse.com/fundlab](http://www.credit-suisse.com/fundlab)** Bastano un paio di clic. Oppure rivolgetevi al vostro consulente clientela, che vi affiancherà con piacere nella scelta dei fondi.

THE TICK-TOCK YOU FEEL INSIDE



**BAUME & MERCIER**  
GENEVE • 1830

[www.baume-et-mercier.com](http://www.baume-et-mercier.com)



HAMPTON