

NELL'EUROPA EMERGENTE ENERGIA E BANCHE. E TRA I PAESI, LA RUSSIA

Focus

■ Le Borse dell' Europa emergente, in particolare dei Paesi dell'Est, hanno visto nelle ultime settimane correzioni al ribasso dopo le notevolissime performance degli ultimi mesi che hanno portato a oltre tre anni il lungo periodo di rialzo.

■ Che fare? Si va verso un'inversione di tendenza? Secondo i gestori internazionali consultati da Investire l'Europa emergente continuerà a fare meglio di quella avanzata. In particolare la Russia, indicata da tutti come il Paese da privilegiare. Tra i settori, in Russia ma non solo, indicazione unanime su energia (petrolio e gas) e banche.

A Est le Borse frenano, ma restano più promettenti che a Ovest. Le indicazioni dei grandi gestori per un'area di investimenti che con i fondi ha reso il 170% in tre anni e il 50% da inizio 2005

■ di Fabio Sansone

Hanno guadagnato, in media, il 53,9% negli ultimi 12 mesi e il 170,1% a tre anni contro, rispettivamente, il 20,4% e il 35,8% , dell'indice delle Borse mondiali. Da inizio anno la loro performance supera il 49,3% , praticamente il triplo di quanto hanno fatto l'indice delle Borse europee e quello internazionale. Sono i fondi azionari specializzati sulle Borse dell'Est Europa e dell'Europa emergente, una tipologia di prodotti dagli ottimi ritorni, come abbiamo visto, ma che resta da utilizzare con estrema cautela nei portafogli. Soprattutto dopo un rally di Borsa di queste dimensioni. *Investire* ha coinvolto quattro gestori tra i più brillanti in questo segmento di mercato per fare il punto della situazione.

dagli investitori nella regione. I massimi storici toccati da alcuni mercati azionari di questa zona e i valori minimi registrati dagli spread (rendimenti in più) obbligazionari dei mercati emergenti hanno spinto al rialzo la volatilità dei mercati, producendo uno spostamento dei livelli di sicurezza degli investitori nel breve termine. In tale contesto i mercati azionari hanno segnato una correzione nella prima settimana di ottobre a fronte di crescenti aspettative che la Federal Reserve sta-

? Quali sono i rischi nel medio e breve termine per gli investitori che scelgono comparti investiti in Europa orientale o nei mercati emergenti?

Liesbeth Rubinstein

RESPONSABILE SCHROEDERS
EMEA, EMERGING MARKETS
EQUITIES

Il rischio principale sui mercati emergenti europei deriva dai profitti consistenti già accumulati da inizio anno



Elizabeth
H. Eaton

Tutti i buoni motivi per credere nei mercati dell'Asia

tunitense (sempre vigile sull'inflazione) non avrebbe posto fine ai rialzi dei tassi di interesse nel prossimo futuro. Di conseguenza si sono formate le prime previsioni di un incremento dei tassi da parte della Banca centrale europea. Più nello specifico, la settimana scorsa i mercati valutari, obbligazionari e azionari sono rimasti delusi dal disavanzo di bilancio ungherese e la vulnerabilità dei mercati è stata accentuata dalle incertezze politiche risultanti dalle elezioni in Polonia.

Tuttavia, se da un lato le valutazioni hanno guadagnato decisamente terreno nel periodo 2003-2005, dall'altro i multipli nei mercati emergenti europei restano a livelli inferiori rispetto all'Europa occidentale, in particolare se corretti per la crescita.

Hannes Karre

TEAM AZIONARIO EMERGING EUROPE DI RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT

È importante distinguere di quale regione stiamo parlando: Europa Centro-Orientale (Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Russia) o Europa emergente (Europa Centro-Orientale e Turchia). Nella zona dell'Europa Centro-Orientale l'esposizione in titoli dell'industria dell'estrazione e della raffinazione petrolifera è elevata (in Russia e in titoli di aziende dell'Europa Centrale dedite alla raffinazione del petrolio).

Il pericolo qui è rappresentato da un crollo del prezzo del petrolio o da una sensibile diminuzione dei margini delle raffinerie. Tuttavia, in virtù del continuo fabbisogno energetico di Cina e India, che ha generato uno strutturale eccesso della domanda rispetto all'offerta di petrolio, crediamo in un prezzo del petrolio sopra la media ancora per molti anni. In Turchia invece, un fattore di rischio è dato dalla valuta, strettamente legata al disavanzo della bilancia delle partite correnti. Inoltre, la Turchia reagisce ai fattori politici in un modo abbastanza nervoso (ad esempio, nel caso delle negoziazioni per l'ingresso nell'Unione Europea).

Si tratta tuttavia di rischi di breve - medio termine mentre nel lungo periodo crediamo che la regione continuerà a crescere in modo superiore alla media, così come crediamo che le aziende continueranno a mostrare buoni tassi di crescita.

Elizabeth H. Eaton

PORTFOLIO MANAGER DI CSAM E ANALISTA SPECIALIZZATA NELL'EQUITY EASTERN EUROPE

Nonostante le ottime performance degli ultimi tre anni, le valutazioni azionarie restano sostenibili. Il flusso di investimenti proveniente dagli investitori stranieri resta cospicuo mentre gli investitori domestici procedono nella riallocazione dei portafogli

Da sapere

■ Commodities

Termine inglese, largamente usato a livello mondiale, con il quale si indicano le materie prime: da quelle dell'energia (come per esempio, petrolio e gas) ai metalli a uso industriale (come per esempio rame, nickel, alluminio e zinco), dai metalli preziosi (oro e argento), alle merci agricole (grano, cacao, zucchero, caffè, succo d'arancia, cotone) e bestiame (carni bovine e suine).

■ Corporate governance

Indica l'insieme di regole interne alle società che definiscono i rapporti tra amministratori, manager e soci di controllo, da una parte, e piccoli azionisti, dall'altra. La corporate governance è tanto migliore quanto più è in grado di limitare i rischi che i primi adottino disposizioni societarie a proprio vantaggio e a svantaggio dei piccoli azionisti e delle istituzioni di controllo.

Hannes Karre



Martin Hrdina

Liesbeth Rubinstein



Da sapere

■ **Spread**
Differenziale. Viene considerato in molti casi in finanza tra i quali spread denaro lettera (differenza tra prezzo di acquisto e di vendita di un titolo), e spread di rendimento cioè differenziale di rendimento offerto tra un titolo obbligazionario, per esempio un corporate bond, e un altro di riferimento, di solito il titolo governativo della stessa valuta e scadenza.

■ **Bilancia delle partite correnti**
 Il conto delle partite correnti è uno dei due conti della bilancia dei pagamenti (l'altro è il conto dei movimenti di capitali). Negli Stati Uniti considera tutte le operazioni commerciali ovvero le importazioni e le esportazioni di beni ma anche le entrate e le uscite relative a servizi, assicurazioni, attività bancarie e turismo. Uno squilibrio delle importazioni a discapito delle esportazioni determina il disavanzo di tali partite e viceversa quando le esportazioni superano le importazioni.

I migliori fondi specializzati italiani e esteri, distribuiti in Italia, che investono nei Paesi dell'Europa cosiddetta emergente.

dando più spazio alle azioni a discapito delle obbligazioni i cui rendimenti continuano a scendere per effetto della convergenza alla moneta unica europea. In Russia, in particolare, l'investimento in azioni resta molto attraente in quanto le quotazioni scontano ancora un rischio Paese che si sta invece riducendo.

Martin Hrdina

GESTORE DI UNION INVESTMENT

A breve termine riteniamo sia sempre possibile assistere a correzioni tecniche, rappresentate dai diversi tipi di investitori con aspettative e orizzonti temporali ben diversi tra di loro. A medio termine ci aspettiamo che il mercato continui a crescere in maniera esponenziale. Che cosa ci dà tanta fiducia? I bassi tassi d'interesse, i profitti che crescono più in fretta delle valutazioni, la bassa percezione di ri-

schio, la convergenza ancora attiva. Ecco perché per i prossimi dodici / diciotto mesi ci aspettiamo che il mercato azionario nei Paesi emergenti dell'Europa dell'Est, in Medioriente e in Africa continuerà a crescere.

2 Potrebbe indicare quali sono le piazze che privilegia nell'Europa orientale o nei mercati emergenti?

Liesbeth Rubinstein

Siamo positivi sulla **Russia** e in parte sull'**Ungheria**. La prima vanta solidi dati economici, tassi di interesse reali negativi e percezione di un rischio politico ridotto: elementi di sostegno per il mercato azionario. In Ungheria la gravità della situazione macroeconomica (disavanzo di bilancio e delle partite correnti) ha smorzato l'appetibilità di questo mercato. Tuttavia l'Un-

I migliori fondi azionari che investono in Est Europa

FONDO O COMPARTO D'INVESTIMENTO	SOCIETÀ DI GESTIONE	PERFORMANCE IN EURO AL 7.10.2005			
		DA 1/1/05	1 ANNO	3 ANNI	5 ANNI
RAIFFEISEN AZIONARIO EUROPA DELL'EST	RAIFFEISEN	50,5	52,1	180,9	227,6
PICTET F EASTERN EUROPE P	PICTET & CO	55,6	55,3	177,3	193,6
AVIVA S EUROPEAN CONVERGENCE EQ.	MORLEY FM	40,1	56,6	184,7	184,0
UNI EASTERN EUROPE	UNION INVESTMENT	46,8	56,1	169,0	183,4
ABN AMRO EASTERN EUROPE EQ.	ABN AMRO	49,4	59,5	169,7	169,0
WILLER RUSSIA & EASTERN EUROPE	WILLERFUNDS	52,7	44,3	160,6	167,6
CREDIT SUISSE EQ. EASTERN EUROPE	CREDIT SUISSE AM	52,9	49,7	178,9	165,8
DWS OSTEUEOPA	DWS - DEUTSCHE BANK	49,0	52,3	169,2	162,6
WESTAM COMPASS EUROP.CONVERG.	WESTAM COMPASS	43,8	69,5	194,2	156,7
TEMPLETON EASTERN EUROPE A	FRANKLIN TEMPLETON	42,6	50,1	173,9	151,7
SGAM EQUITIES EASTERN EUROPE	SGAM SOCIETÀ GENERALE	50,3	42,0	137,0	149,8
MERRILL LYNCH IIF EMERGING EUROPE	MERRILL LYNCH IM	54,6	63,7	197,5	149,0
ING (L) INVEST EMERGING EUROPE	ING (L) INVEST	56,1	53,5	159,5	147,2
LODH INVEST EASTERN EUROPE	LOMBARD ODIER	37,7	38,3	129,5	145,0
NOVARA AQUILONE EQ.EUROPA CENTRALE	NOVARA AQUILONE SICAV	56,6	75,2	194,8	143,7
JPMF EASTERN EUROPE EQ. A	JPM FLEMINGS	52,5	47,4	158,9	134,5
BPER EQ. EASTERN EUROPE	BPER	41,1	59,7	183,7	133,0
VONTOBEL CENTRAL & EAST.EUROPEAN	VONTOBEL	32,9	42,0	159,3	129,3
DEXIA INVEST EMERGING EUROPE	DEXIA AM	56,9	56,1	183,3	126,7
UBS (LUX) EQ. CENTRAL EUROPE	UBS (LUX) AM	43,2	61,0	179,3	126,2
JPMF EUROPE CONVERGENCE EQ.	JPM FLEMINGS	43,6	59,6	172,7	121,5
CAF EMERGING EUROPE P	CREDIT AGRICOLE AM	54,3	63,0	170,2	118,6
SCHRODER ISF EMERGING EUROPE	SCHRODERS	54,9	57,0	179,8	105,0
FORTIS L EQ. EUROPE EMERGING	FORTIS	67,2	67,9	185,5	100,1
PARVEST CONVERGING EUROPE C	BNP PARIBAS AM	35,4	53,3	158,4	97,3
NIS EUROPE EMERGING MARKET EQ.	NIS BANCA INTESA	44,3	43,8	123,7	74,0
BNL EUROPEAN OPPORTUNITY B	BNL GLOBAL	58,6	58,5	162,5	67,0
MEDIE DI CATEGORIA		49,3	53,9	170,1	134,6

I titoli più interessanti che i gestori hanno in portafoglio

gheria offre esposizione a società ben gestite con forti rappresentanze regionali e multipli interessanti.

Hannes Karre

Al momento preferiamo la **Russia** e adottiamo una posizione tattica in **Turchia**. In Russia il livello del reddito disponibile delle famiglie è in aumento. Ciò ha delle ricadute positive per le aziende che producono beni di consumo, che approfittano direttamente e indirettamente del livello dei prezzi degli articoli di prima necessità e sono perciò liquide. In Turchia, oltre al programma del Fondo Monetario Internazionale, la prospettiva di entrare nell'Unione Europea sta accelerando il processo di riforma del Paese. La Turchia è attualmente caratterizzata da un forte aumento della crescita economica, da un significativo processo di deflazione e dalla possibilità di ulteriori riduzioni dei tassi d'interesse in futuro.

Elizabeth H. Eaton

Preferiamo la Russia. La vasta base di disponibilità di risorse naturali combinata con le riforme strutturali che l'amministrazione Putin sta avviando contribuiscono a sostenere una forte crescita economica. Così come non sono da trascurare gli importanti passi in avanti compiuti nel cammino della trasparenza e della corporate governance.

Il deficit gemelli (commerciale e di bilancio) restano invece la principale preoccupazione dell'economia dell'**Ungheria**. Riteniamo che l'attuale governo possa agire già quest'anno sia sul versante fiscale (interno) che sulla leva per le esportazioni. Dopo un lungo periodo di crescita economica stagnante, i dati macroeconomici della **Polonia** hanno dato segni di risveglio al punto da far ritenere che la sua crescita nel 2005, come già nel 2004, possa essere superiore alla media della regione. Nonostante i contrasti a livello politico interno, il parlamento ha approvato il pacchetto di austerità fiscale che dovrebbe aggredire il deficit già nell'anno in corso.

Martin Hrdina

Pensiamo che a lungo termine la **Russia** darà ottimi risultati superiori a quelli di Ungheria, Repubblica Ceca e

“
In Russia
l'investimento
in azioni resta
molto attraente
in quanto
le quotazioni
scontano
un rischio
Paese che si va
riducendo
”

Polonia, mentre questi ultimi Paesi potranno dare risultati molto positivi a breve termine. Ci aspettiamo che anche dei Paesi dell'ex area sovietica arriveranno a offrire interessanti opportunità d'investimento.

3 Quali i titoli o i settori preferiti?

Liesbeth Rubinstein

Abbiamo un soprappeso nel settore finanziario dove i titoli principali in portafoglio sono **OTP Bank**, **Sberbank RF** e **Bank Pekao**, delle utilities (**CEZ** e **Unified Energy System**) e, in misura frazionale, nell'importante settore dell'energia (**Lukoil**, **Surgutneftegaz**, **Mol Magyar**, **Polski Koncern Naftowy**) che pesa oltre il 34% del fondo.

Hannes Karre

Per le ragioni affermate in precedenza, i titoli che preferiamo a fine settembre sono: **CEZ** (settore delle utilities), **Lukoil**, e **Surgutneftegaz** (nel settore energetico) e **OTP Bank** (nel settore finanziario)

Elizabeth H. Eaton

Più che di singoli titoli parlerei di tre settori che ci piacciono e nei quali stiamo puntando molto. Nell'energia, per esempio, le compagnie petrolifere della Russia continuano a trattare a sconto rispetto ai competitor di cate-

goria. Soprattutto alla luce dei loro miglioramenti in termini di efficienza e delle loro scorte di riserve. Nel settore energia puntiamo su **Lukoil Holding**, **Mol Magyar**, **O-E Gaz**, **Ceske Energ**, **Surgutneftegaz**, **Polski Koncern Naftowy**, **Gazprom Oao** e **Norilsk Nickel**.

Per quanto riguarda invece le banche dell'Est Europa, posso affermare che si tratta di un ottimo investimento per penetrare con successo in una delle aree europee a più alto tasso di crescita a medio termine. Siamo infatti convinti che la crescita dei mutui e dei finanziamenti alle piccole e medie imprese della regione possa avere una fase di crescita importante in cui le banche locali svolgeranno un ruolo determinante. A cominciare, per esempio, da **Otp Bank**, una banca ungherese con importanti sussidiarie in Slovacchia e Bulgaria che vanta un tasso di crescita in ogni segmento del proprio business e può sfruttare la posizione dominante nelle maggiori aree commerciali del Paese. Riteniamo infine che gli operatori di telefonia mobile russa possano offrire una via rapida di guadagno cavalcando la crescita di penetrazione di questa tecnologia telecom nel Paese. E tra questi operatori le nostre preferenze vanno a **Mobile Telesystem** e **Vimpelcom** (due telecoms russe).

Martin Hrdina

Tra i settori che prediligiamo c'è quello bancario dove la convergenza sta già facendo crescere i profitti in molti modi (riduzione dei costi, ottimizzazione del capitale, bassa penetrazione dei prodotti finanziari). Ci piace anche il settore del gas e del greggio dove devono ancora essere riviste le previsioni dei prezzi. Il gruppo petrolifero russo **Sibneft** ha registrato una vera esplosione delle quotazioni. Proposte di acquisizione del maggior fornitore mondiale di gas naturale Gazprom, controllato dallo stato, hanno trainato il suo prezzo al rialzo. Inoltre, ha suscitato scalpore l'interessante offerta di Petrochina per Petrokazakhstan. Interessante anche il settore delle telecomunicazioni wireless a bassa penetrazione, mentre non ci piace il settore delle telecomunicazioni in Ungheria, Repubblica Ceca e Polonia. ■



PERCHÉ INVESTIRE SU ISTAMBUL

In uno studio di Dekabank le ragioni che fanno ritenere probabile, in coincidenza con l'ingresso nell'Unione Europea, un andamento positivo della Borsa turca. Anche il settore immobiliare dovrebbe beneficiare di grandi investimenti esteri



Recep Tayyip Erdogan
PREMIER DEL GOVERNO TURCO

Sull'opportunità di investire in questo momento in Turchia ecco i risultati di uno studio compiuto da **Dekabank**, società di gestione tedesca appena sbarcata in Italia che sul Paese destinato ad entrare nell'Europa vanta una storica competenza.

L'ingresso nell'Unione Europea è solo uno dei fattori chiave

L'indice della Borsa turca Ise100 è salito del 50% rispetto ai minimi registrati in primavera e ha segnato un +39% da inizio anno. Uno dei fattori chiave è sicuramente rappresentato

dalle riforme che sono state realizzate in Turchia dopo la crisi finanziaria del 2001. Riforme che hanno contribuito significativamente all'incremento del 400% (calcolato in dollari americani) dell'indice ISE100 a partire dai minimi registrati durante la crisi. La fase di preparazione economica che ha interessato la Turchia in vista di un possibile ingresso nell'Unione Europea ha portato a un rapido calo dell'inflazione, a una migliore stabilità finanziaria e una diminuzione dei tassi domestici, che sono scesi di 600 punti base dall'inizio del 2005 con un sostanziale e atteso effetto positivo sui corsi azionari.

La diminuzione dei tassi domestici continuerà ad essere un fattore rilevante per le performance azionarie nel 2005 e ancora, nel 2006 e 2007, dal momento che sono state avviate ulteriori riforme e che l'inflazione tende a diminuire.

I fondamentali azionari sostengono un'ulteriore progressione positiva

Le previsioni sui risultati aziendali sono migliorate progressivamente durante il 2005. Da inizio anno, il consenso su tali stime (a 12 mesi), è cresciuto del 27%, grazie alle attese sulla stabilità economica, alla diminuzione degli oneri finanziari e alla maggiore produttività. Allo stesso

tempo, mentre l'indice Ise100 è salito di oltre il 35% da inizio anno, il rapporto è prezzo/utili si è mantenuto su un livello moderato, al momento di circa 12, un valore inferiore rispetto alla Polonia e alla Repubblica Ceca, ma superiore rispetto all'Ungheria e alla Russia (con previsioni di crescita più elevate per il prodotto interno lordo e il percorso verso l'Unione Europea avviato solo in parte).

Un altro fattore che non si è ancora verificato è il potenziale cambiamento dell'asset allocation domestica, da fondi comuni d'investimento orientati all'obbligazionario a fondi azionari. Al momento infatti il patrimonio turco è investito in obbligazioni per oltre il 90%. Prima della crisi del 2001, la componente azionaria spesso arrivava anche oltre il 30% e ciò implica un considerevole potenziale per questo mercato da 30 miliardi di dollari Usa.

Con l'avvio dei primi passi per l'ingresso nell'Ue potrebbero esserci ulteriori incrementi nelle previsioni degli utili per azione.

La fase positiva del mercato azionario turco può ancora proseguire e dovrebbe essere sostenuta dai flussi di investimento provenienti sia dagli investitori nazionali sia da quelli esteri.

SETTORI OPPORTUNITA'

Bancario

In un periodo caratterizzato dal calo dell'inflazione e dei tassi d'interesse, l'outlook sulle banche commerciali vede una compressione dei margini nel breve periodo, controbilanciata da crescenti volumi dei prestiti man mano che il ciclo disinflazionario progredisce e l'economia si espande. Il recente successo delle privatizzazioni dovrebbe portare anche una maggiore fiducia per gli investimenti di capitale. Entrambi potrebbero costituire risorse importanti per l'entrata di nuove fee e commissioni.

Immobiliare/edilizio

Le recenti notizie secondo cui importanti investitori del Golfo avrebbero deciso di impegnare 5 miliardi di dollari nel mercato immobiliare di Istanbul, molti dei quali per nuove costruzioni, evidenzia il crescente interesse verso gli immobili turchi, acceso dall'avvio dei colloqui per l'ingresso nell'Unione Europea. Dovrebbe trattarsi di un fenomeno destinato a protrarsi per più anni, sebbene il mercato immobiliare potrebbe convergere verso livelli di tassi occidentali entro uno o due anni. Una delle modalità per partecipare al mercato immobiliare è tramite i fondi immobiliari.

Industria del cemento

Un sottosettore delle costruzioni per cui si prevede un periodo interessante è quello del cemento, dove le gare per aggiudicarsi le attività della famiglia Uzan nel settore por-

teranno al consolidamento e alla ridefinizione di quest'ultimo. La crescita potenziale nel cemento, considerando un aumento degli investimenti nelle costruzioni commerciali e nelle infrastrutture, dovrebbe generare maggiori volumi e un incremento dei risultati per le aziende meglio gestite.

Consumer

L'incremento dei consumi personali nel medio termine porterà a una crescita del settore consumer turco, sebbene una parte di questo incremento sarà assorbita dalla maggiore competitività straniera, favorita da una moneta più solida. Inoltre, dal momento che molte aziende turche hanno costi in diminuzione e una crescente produttività, la domanda delle blue-chip dovrebbe aumentare.

FATTORI DI RISCHIO E TEMI PARTICOLARI

Breve scadenza media dei titoli di stato

Le finanze del governo turco sono più esposte a fattori di breve periodo rispetto ad altri Paesi, con decenni di elevata inflazione che hanno limitato la propensione degli investitori per titoli a lunga scadenza. Attualmente questa situazione sta cambiando sebbene la scadenza dei titoli di stato sia ancora inferiore a due anni. Tuttavia nell'arco di un anno o forse anche prima il benchmark potrebbe allungarsi fino a cinque anni.

Elevati livelli di flottante di capitali esteri

Gli ultimi dati mostrano

che gli investitori stranieri detengono quasi il 65% del flottante sul mercato. Per questo il mercato può essere soggetto a periodi di volatilità (al rialzo o al ribasso) visto che la propensione globale all'investimento e la percezione del mercato turco è variabile.

Stress sociale legato al progredire delle riforme

La resistenza ad alcune riforme impopolari potrebbe portare alla modifica o al rallentamento di alcune riforme già previste. Ciò potrebbe avere un impatto sulla fiducia degli investitori e sugli investimenti reali, frenando il potenziale di crescita economica nel lungo termine.

PRIVATIZZAZIONI RECENTI E PROSSIMO SCENARIO

Dopo anni di ritardi, false partenze, impedimenti legali dovuti ai sindacati, la Turchia ha avviato un piano di privatizzazione, con oltre 14 miliardi di dollari Usa già venduti. Tra le operazioni più importanti, la cessione di una quota del 51% della raffineria Tupras, venduta con un premio del 55% rispetto al prezzo di mercato, per circa 4,14 miliardi di dollari. Inoltre, il 55% di TurkTelemek è stato venduto a 6,55 miliardi di dollari e una quota della compagnia petrolchimica Petkim a 284 milioni di dollari. Più recentemente, l'asta per la cessione del 46% dell'acciaieria leader, la Erdemir, ha raggiunto i 2,77 miliardi di dollari, circa il 72% sopra l'ultimo prezzo di chiusura delle azioni. ■



Un'altra immagine del capo del governo turco Recep Tayyip Erdogan