



## Viaggio nella periferia della periferia. Ecco i cinque Paesi che sono finiti nel "limbo" degli investitori

di [Maximilian Cellino](#) | 21 marzo 2014



Proteste a Zagabria (afp)

Negli ultimi anni abbiamo imparato sulla nostra pelle che esiste un "centro" e una "periferia" dell'Europa. L'Italia, insieme a Spagna, Portogallo e Grecia, è stata confinata sotto quest'ultima etichetta, con tutto ciò che ne è conseguito in termini di comportamenti da parte dei grandi investitori. Questi ultimi hanno prima abbandonato in massa azioni e obbligazioni di questi Paesi, salvo poi rincorrerli di nuovo negli ultimi mesi. L'Europa non finisce però con la "periferia", perché esistono Paesi che stanno oltre quest'immaginario confine: è la "periferia della periferia", come la definisce la società di investimento **Tendercapital**, formata da quanti occupano in questo momento l'ingrata posizione "cuscinetto" fra chi (pur in un ruolo defilato) è considerato a pieno titolo parte integrante dell'Unione monetaria europea e l'attuale centro delle tensioni economiche e politiche (l'Ucraina). Romania, Bulgaria, Croazia, Repubblica ceca e Slovenia (che, pur avendo adottato l'euro, viene tuttora considerata ai "margini" dai grandi investitori di flussi finanziari) sono Paesi inclusi in questa sorta di "limbo", da analizzare dal punto di vista macroeconomico, politico e anche per i loro rapporti con Kiev.

### Documenti

- [Le previsioni della Commissione europea](#)

Il paragone con l'Italia, "centro della periferia", è per certi versi sorprendente: tutti questi Paesi possono vantare un rapporto debito/Pil inferiore al nostro; il deficit/Pil è superiore soltanto in Croazia e Slovenia; il tasso di disoccupazione è superiore solo in Croazia (e leggermente superiore in Bulgaria); solo Slovenia e Croazia avranno una crescita inferiore (dello 0,1%) rispetto a quella italiana nel 2014. La considerazione dei mercati, però, è ben diversa. «Se si prendono i titoli di Stato di questi Paesi è evidente come non esista alcun nesso causale tra i rendimenti offerti su tutte le scadenze e la qualità dei dati macroeconomici», spiega **Nicola Esposito, chief investment officer di Tendercapital**. Un motivo in più per conoscerli un po' più da vicino nell'analisi della società di investimento britannica.

## La situazione politica



Victor Ponta insieme a Papa Francesco (Afp)

### Romania

Repubblica semi-presidenziale con sistema bicamerale. Il 9 Dicembre si sono svolte le elezioni per il parlamento. Ha vinto Victor Ponta rappresentato dall'alleanza USL di liberali e democratici che ora rappresentano il 60.1%.

### Bulgaria

Repubblica parlamentare con sistema unicamerale. Le elezioni si sono tenute a Maggio 2013. Sono state vinte dalla coalizione di centro-destra (GERB) con margine ridottissimo. La palla è quindi passata al governo di centro-sinistra (BSP) che si è dovuto appoggiare al governo di etnia turca (DPS) ed al partito ultra-nazionalista (Ataka) per avere una maggioranza sufficiente. Il Primo ministro ha affermato la volontà di continuare a cooperare in maniera molto stretta con l'unione europea, nonostante il partito ultra-nazionalista che forma la maggioranza di governo.

### Croazia

Repubblica parlamentare con sistema unicamerale. Elezioni tenutesi il 10 Gennaio 2010, dove Josipović batte Bandić con il 60.3% dei voti. Mandato quinquennale.

### Slovenia

Repubblica parlamentare con sistema bicamerale. Nel Dicembre 2012 si sono tenute le elezioni, dove ha vinto Borut Pahor della coalizione di centro sinistra con un ampio margine del 34%. Il primo Ministro Alenka Bratusek ha invece sostituito Janez Janska nel periodo di Febbraio-Marzo 2013 quando la coalizione di centro-destra a cui apparteneva è entrata in crisi a seguito di accuse di corruzione.

### Repubblica Ceca

Repubblica parlamentare a sistema bicamerale. L'ex primo ministro Zeman ha vinto le elezioni presidenziali a Gennaio 2013, battendo il rivale conservatore Schwarzenberg con il 55%. E' un forte sostenitore dell'integrazione europea. Zeman ha nominato Sobotka, leader del partito social-democratico, come Primo Ministro.

## I rapporti con l'Ucraina dei Paesi "cuscinetto"

### Documenti

- **I principali partner commerciali di Kiev**

Azioni e obbligazioni dei Paesi considerati hanno subito nelle ultime settimane i contraccolpi della crisi Russia-Ucraina, anche se con differente intensità. Eppure i loro rapporti con Kiev, pur con qualche eccezione, non si possono certo definire strettissimi: nessuno di questi appare fra i primi dieci esportatori verso l'Ucraina (mentre l'Italia, per esempio, è al terzo posto), mentre solo la Romania rappresenta l'1,8% delle importazioni di Kiev (nono posto).

## La Repubblica ceca beneficerà della ripresa dell'export

La Repubblica Ceca è caratterizzata da un'economia stabile e prospera, fortemente integrata con i mercati europei. Da una parte troviamo un sistema finanziario stabile relativamente conservativo e focalizzato sulle dinamiche interne, per questo sostanzialmente in salute. D'altra parte l'economia si concentra principalmente sul settore dell'export, il quale risulta però fortemente dipendente dalla salute dell'economia europea, specialmente tedesca.

L'industria principale del Paese è quella automobilistica che, assieme all'indotto, rappresenta il 25% del settore manifatturiero della Repubblica Ceca. La produzione di automobili ha raggiunto per la prima volta il milione di autovetture nel 2010, delle quali più dell'80% è stato esportato. Per il prossimo futuro, si prevede che l'economia ceca veda migliorare le proprie performance, guidata specialmente dal settore dell'export che beneficerà della ripresa dell'area euro. Ci si aspettano segnali molto positivi dal settore manifatturiero ed industriale, i quali beneficeranno di ordini crescenti e di margini di profitto in aumento. In questo senso i rischi di downside per l'economia della Repubblica Ceca sono soprattutto esterni. Potrebbe quindi pesare una sotto performance del mercato europeo.

### Documenti

- **Le previsioni della Commissione europea**

Il deficit di bilancio, nel 2013 pari al 2.7% del Pil, rimarrà sostanzialmente stabile al 2.8% nel 2014. Le principali riforme atte a ridurre il deficit risiedono in una più bassa indicizzazione delle pensioni, un aumento delle accise e nuove entrate derivanti da concessioni di frequenze radiotelevisive.



## Disoccupazione record in Croazia



(Afp)

La Croazia è diventato membro Ue il 1 Luglio 2013. Il Paese è ancora fra i più ricchi tra i paesi slavi pur avendo pesantemente pagato, in termini anche economici, la guerra del 1991-1995. Durante il periodo bellico l'output è calato vertiginosamente ma cosa più importante, il paese ha perso l'opportunità di accedere alle prime ondate di investimenti che interessarono l'Europa centro-orientale a seguito della caduta del muro di Berlino.

Tra il 2000 ed il 2007, l'economia croata ha ben performato. Si sono infatti registrati tassi di crescita del Pil fra il 4% ed 6%, trainati principalmente dal settore del turismo e dal consumo interno facilitato da un ampio ricorso al credito al consumo, mentre il livello di inflazione ed il tasso di cambio della Kuna con le monete estere rimanevano stabili.

La crisi del 2008 ha colpito duramente il Paese. La disoccupazione è passata a livelli record, e si registrano grandi differenziali nei tassi di sviluppo fra diverse aree geografiche. Il governo centrale ha ridotto la spesa pubblica ed aumentato la tassazione, aumentando anche l'imposta sul valore aggiunto. Il nuovo governo ha inoltre manifestato l'intenzione di voler procedere gradualmente a privatizzazioni. Saranno interessati settori statali non-strategici per lo sviluppo del paese.

### Documenti

- **Le previsioni della Commissione europea**

Nel 2013 il Pil si è contratto dell'1,03%. È il quinto anno di recessione consecutiva. Il Pil si è ridotto del 12% rispetto ai valori del 2008. Alla crescita negativa del 2013 hanno contribuito dinamiche negative della domanda interna e dell'export. Si stima che, stando le attuali politiche economiche, il Pil possa crescere nel 2014 dello 0,5%, con il maggior contributo che proverrà dall'esportazione di beni e servizi e da investimenti. Questi ultimi proverranno principalmente dal settore pubblico, che potrà beneficiare dei fondi strutturali dell'Ue. Le esportazioni saranno trainate da una domanda rafforzata proveniente dai paesi dell'unione. Nel caso della Croazia però, la domanda estera sarà più debole essendo i propri principali partners commerciali rappresentati da Italia e Slovenia.



La domanda interna (consumo privato) si ridurrà ulteriormente nel 2014, a seguito di un processo di "deleveraging" delle famiglie. Nel 2015 si prevede un timido rialzo della domanda interna. Il deficit di bilancio che nel 2013 si è attestato al 6%, migliorerà passando al 5.4% nel 2014 e 4.8% nel 2015 a seguito degli atti legislativi riguardanti la riforma del sistema pensionistico approvati in Gennaio.

## Per la Slovenia anche il 2014 sarà in recessione



(Afp)

La Slovenia è stata il primo paese ad essere entrato nell'unione europea nel 2004 ad adottare la moneta unica europea. Negli ultimi anni (pre-crisi specialmente) ha sperimentato una delle più stabili fasi di transizione politico-economica dell'Europa centro-sudorientale. Con uno dei livelli di Pil procapite più alti dell'Europa centrale, la Slovenia ha eccellenti infrastrutture, una forza lavoro altamente formata, ed una posizione strategica, collocata nel punto di incontro tra le regioni balcaniche e l'Europa occidentale.

La Slovenia è stata colpita da una dura crisi finanziaria, aggravata dalla contemporanea crisi dell'area euro, che ne ha ulteriormente depresso le dinamiche di esportazione. La ridotta spesa pubblica e l'obiettivo di ridurre l'indebitamento del settore privato hanno pesato significativamente sulla crescita e sulle condizioni di accesso al credito, influenzando negativamente sui livelli occupazionali e sulla performance delle esportazioni. La crisi bancaria slovena è stata causata da un eccessivo risk-taking, da uno stile di corporate governance fallato e da meccanismi di supervisione e controllo spesso insufficienti. Si è intervenuto attraverso ricapitalizzazioni, tra cui le due maggiori banche statali del Paese. Per il 2014 si prevede la ricapitalizzazione della terza banca nazionale per grandezza (Abanka), che peserà per un 0,7% sul deficit di bilancio.

### Documenti

- [Le previsioni della Commissione europea](#)

Sono comunque state intraprese azioni importanti al fine di far tornare il Paese sulla via del risanamento. Le istituzioni nazionali hanno infatti adottato percorsi di consolidamento fiscale e, sebbene la posizione di deficit di bilancio sia ancora inaccettabile, è prevista in riduzione. È inoltre stata recentemente adottata una riforma del sistema pensionistico che andrà incontro all'esigenza di far fronte alla dinamica di invecchiamento della popolazione ed alle esigenze di bilancio pubblico. Un altro fattore di speranza, circa la possibilità che il Paese riesca ad uscire positivamente dal recente empasso, risiede certamente nella bassa sperequazione del reddito che lo caratterizza. La differenza di reddito tra fasce povere e ricche della popolazione è infatti relativamente contenuta. Ciò rende più facilmente attuabili azioni di riduzione della spesa pubblica a fini di risanamento del bilancio, che non gravino sulla pace sociale. Ciò quindi implica che tali riforme siano più facilmente intraprendibili e perciò più tempestive ed efficaci.

La crescita del reddito potenziale (potential output), richiede riforme strutturali di politica economica. L'assetto politico-istituzionale sloveno prevede un ampio uso di referendum, che spesso sono stati utilizzati per porre il veto su numerose leggi di politica economica. E' questo un punto su cui sono probabili miglioramenti. Sono infatti in discussione riforme istituzionali che introdurrebbero misure più stringenti per l'uso dei referendum. Se nel prossimo futuro si dovessero osservare miglioramenti in questo senso, combinati a una maggior flessibilità nel mercato del lavoro (a seguito di una riforma di recente attuazione) e una riduzione nel ruolo del settore pubblico nell'economia, l'output potenziale potrebbe crescere e di conseguenza migliorare le prestazioni dell'economia (tassi di crescita più elevati).

Il Pil, dopo aver visto ridursi la propria dinamica di contrazione dal -2.5% nel 2012 al -1.6% nel 2013, si prevede a -0,1% nel 2014 e +1,3% nel 2015. Tali dinamiche vedranno il contributo positivo della bilancia commerciale che beneficerà di una crescita delle esportazioni grazie alla ripresa dell'area euro e a fronte di importazioni ridotte a causa di una debole domanda interna. La domanda interna si ridurrà nel 2014 ed è prevista stabilizzarsi nel 2015. La dinamica degli investimenti è prevista in contrazione fino alla seconda metà del 2014, dove si dovrebbe cominciare a vedere una domanda per investimenti in aumento al fine di ricostituire capacità produttiva. Sono state implementate diverse misure di risanamento fiscale tra cui una tassazione sulla proprietà immobiliare, la de-indicizzazione degli sgravi di imposta (tax allowances) e scaglioni di reddito (tax brackets).





## La Romania punta sulla domanda interna



(Afp)

Negli ultimi 20 anni la Romania ha segnato considerevoli progressi sviluppando le proprie istituzioni nazionali e adattandole all'economia di libero mercato. Dopo essere infatti uscita dal sistema sovietico nel 1989, ed avendo ereditato un sistema industriale fortemente obsoleto, nel 2000 è uscita da una dura crisi grazie alla domanda proveniente dai mercati dell'unione.

I relativi miglioramenti macroeconomici hanno solo recentemente permesso la creazione di una classe media e una riduzione del diffuso livello di povertà. L' ingresso nell'Unione europea nel 2007 ha spinto il Paese a riformarsi ed a modernizzare la propria economia. Il paese infatti, come tutti gli stati membri dell'unione europea, ha aderito al piano "Europe 2020", in cui la commissione europea definisce le strategie di crescita dei paesi membri.

La crisi del 2008-2009, al contrario della maggior parte dei pPesi europei, non ha colpito eccessivamente il Paese, che ha mantenuto un tasso di crescita positivo del Pil così come livelli di disoccupazione contenuti, grazie a prudenti misure macroeconomiche.

### Documenti

- **Le previsioni della Commissione europea**

La crisi è stata inoltre l'occasione per intraprendere riforme economiche a lungo attese in campo economico-finanziario, previdenziale, delle finanze pubbliche, del sistema sanitario nazionale. La buona performance dell'economia romena nel 2013 è stata guidata dal settore industriale (principalmente focalizzato nel settore automobilistico, costruzioni e dell'It). La crescita del prodotto interno lordo rallenterà nel 2014 per poi riprendere la fase di upside già dal 2015. La Commissione europea stima che il Pil rimarrà al di sopra del potenziale da qui al 2015, conseguenza non solo di un contesto internazionale favorevole (aiuti da parte dell'Ue) ma anche dei vantaggi derivanti dall'implementazione di nuove riforme macroeconomiche riguardanti sia il mercato del lavoro che quello dei beni.

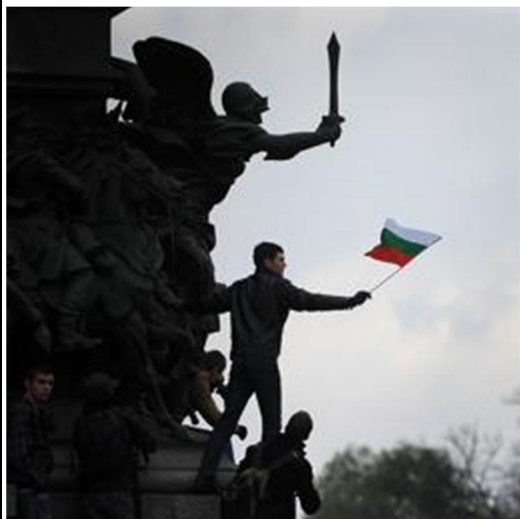




Si stima inoltre come i driver della crescita si sposteranno dal settore dell'export (che si avvantaggia di un costo relativamente inferiore del lavoro) alla domanda interna, che crescerà grazie agli accresciuti standard di vita ed al crescere in dimensione della classe media. Gli investimenti sono previsti in aumento, grazie sia all'aumentata capacità di assorbimento dei fondi Ue, sia per una strutturale carenza di infrastrutture che rende necessaria l'implementazione di nuovi progetti. Le importazioni sono stimate in aumento grazie ad una più forte domanda interna.

Dall'altra parte le esportazioni sono previste in crescita grazie ad una ripresa generale del continente europeo che accrescerà la domanda di beni/servizi di produzione romana. L'inflazione verrà mantenuta sotto controllo. Nello specifico, rallenterà al 2.4% nel 2014 per poi salire al 3.4% nel 2015, a causa di un'accresciuta domanda domestica ed una tendenza alla convergenza dei prezzi verso la media europea.

## Export e finanza e punti di forza della Bulgaria



(Afp)

La Bulgaria, Paese appartenente all'ex-blocco sovietico, è entrata nell'Unione europea nel 2007. Ha segnato tassi di crescita notevoli nel quadriennio 2004-2008, crescendo ad un tasso medio del 6%. Tale crescita è stata sostenuta da sistema finanziario solido, alti livelli di consumo interno e investimenti dall'estero. Sebbene il susseguirsi dei governi abbia dimostrato un tangibile impegno nella direzione delle riforme economiche e di responsabili politiche fiscali, la crisi dell'economia globale ha ridotto sensibilmente afflussi di capitale, esportazioni e di conseguenza produzione industriale e domanda interna. Ciò ha causato una drastica riduzione del Pil nel 2009, una stagnazione nel 2010, e un successivo ritorno alla crescita.

Il Paese è senza dubbio caratterizzato da regimi di tassazione favorevoli per le imprese, che prevedono aliquote ridotte e poco progressive. E' altresì caratterizzato da un pesante livello di corruzione nel settore della pubblica amministrazione, un sistema giudiziale debole ed una presenza del crimine organizzato che peggiora il "business climate" e le prospettive economiche. Il Pil bulgaro è cresciuto del 0.6% (al di sotto dell'output potenziale) nel 2013, trainato dalle esportazioni e dalla spesa pubblica, mentre si è osservata una contrazione nella spesa delle famiglie. La ripresa economica sarà maggiormente diversificata del passato, con la domanda interna che aggiungerà forza alle già forti esportazioni. Il tasso di crescita del Pil stimato, sebbene relativamente inferiore ad altre "converging economies" a causa di un declino della popolazione attiva a causa di invecchiamento ed emigrazione, per il 2014 e 2015 è rispettivamente del 1,7% e 2%.

### Documenti

- **Le previsioni della Commissione europea**

La fiducia dei consumatori è in ripresa, secondo recenti sondaggi. Inoltre, il settore del commercio "retail" è stato segnato da una forte crescita nella seconda metà del 2013, il che suggerisce un'imminente ripresa del consumo delle famiglie. Si stima quindi che la domanda interna sarà forte nel biennio 2014-2015. La ripresa negli investimenti privati sarà graduale e seguirà la ripresa dell'attività economica. Sarà comunque sostenuta da quello che è sempre stato un fattore caratterizzante la Bulgaria: un solido sistema finanziario. Questo non ha mancato di erogare credito anche durante la recente crisi finanziaria globale (i tassi di interesse su depositi e prestiti sono costantemente diminuiti dimostrando un miglioramento nelle condizioni di accesso al credito).

Nel prossimo biennio l'export continuerà a trainare l'economia bulgara. L'alto livello delle esportazioni bulgare è un dato molto confortante. Si è notato infatti che, anche in periodi in cui il paese era caratterizzato da una debole domanda interna, le esportazioni compensavano abbondantemente tale effetto negativo. Ciò significa che, nel caso si dovesse materializzare il rischio di una debole domanda interna, il forte livello delle esportazioni permetterebbe all'economia bulgara di prosperare ugualmente.

L'inflazione rimarrà stabile e positiva al 0.5% nel 2014, per poi giungere all'1,8% nel 2015 grazie alla ripresa dell'economia europea ed ad una tendenza alla convergenza dei prezzi verso la media Ue. Il deficit di bilancio rimarrà stabile all'1,9% nel 2014, e si ridurrà ulteriormente nel 2015. Questo è un fattore importante perché lascia ampi spazi di manovra al governo bulgaro di intraprendere riforme economiche espansive.