

SCENARI

Quell'Est che non ti aspetti

Ottime prospettive e fondamentali migliori di quelli italiani. Ecco perché su bond selezionati di Bulgaria, Romania, Slovenia, Croazia e Repubblica Ceca si può puntare senza paura

di **Alessandro Chiarini**

Dopo l'ottima performance obbligazionaria di Italia, Spagna, Portogallo, Irlanda e Grecia, che nel corso dei primi sei mesi del 2014 hanno ridotto notevolmente lo spread tra di loro e rispetto alla Germania, si è deciso di analizzare i paesi dell'Unione europea, tranne la Slovenia, **non aderenti alla moneta unica ma che hanno emissioni in euro per evitare il rischio cambio**. Tale interesse è dovuto agli ottimi fondamentali, sia a livello di crescita economica attuale e prospettica sia per il basso indebitamento rispetto al Pil, ampiamente sotto il 100%, e per un deficit/Pil sotto la faticosa soglia del 3% di Maastricht oppure in rapida convergenza verso il 3%, e un rendimento delle loro obbligazioni governative e corporate spesso nettamente superiori rispetto ai Btp italiani o alle emissioni aziendali.

Nello specifico abbiamo analizzato **Bulgaria, Romania, Slovenia, Croazia e Repubblica Ceca**, in ordine di preferenza e selezionati rispetto ad altri paesi europei per avere, a nostro avviso, un rischio/rendimento molto favorevole per l'investitore. Li abbiamo comparati (grafico a destra) con l'Italia, che nella maggior parte dei casi presenta dei fondamentali peggiori e rendimenti (grafico della pagina a fianco) molto meno attraenti. Analizzando le curve dei paesi considerati si osserva come essenzialmente non ci sia un nesso causale tra rendimenti offerti e qualità dei dati macroeconomici. Tutti i paesi hanno un debito/Pil inferiore all'Italia. Il deficit/Pil è superiore a quello italiano nel caso di Croazia e

Slovenia. Il tasso di disoccupazione è superiore solo per la Croazia, che avrà una crescita inferiore del Pil nel 2014. Dopo le azioni di politica monetarie comunicate dal presidente della Bce Mario Draghi il 5 giugno, ci si aspetta che l'impatto sull'economia possa essere significativo. I bassi tassi di interesse infatti, con operazioni mirate direttamente al finanziamento delle imprese daranno slancio all'economia. Dovrebbero quindi beneficiarne non solo i paesi core e periferici, ma anche i paesi dell'estrema periferia dell'Unione come Bulgaria e Romania. Questi infatti sono caratterizzati da un'economia manifatturiera che risentirà positivamente di tali manovre. In ottica obbligazionaria inoltre, le manovre della Bce hanno contribuito e **restringere ulteriormente gli spread**



Alessandro Chiarini, amministratore delegato di **Tendercapital**

dei periferici classici, rendendo ancor più attraenti le emissioni dei paesi dell'est Europa.

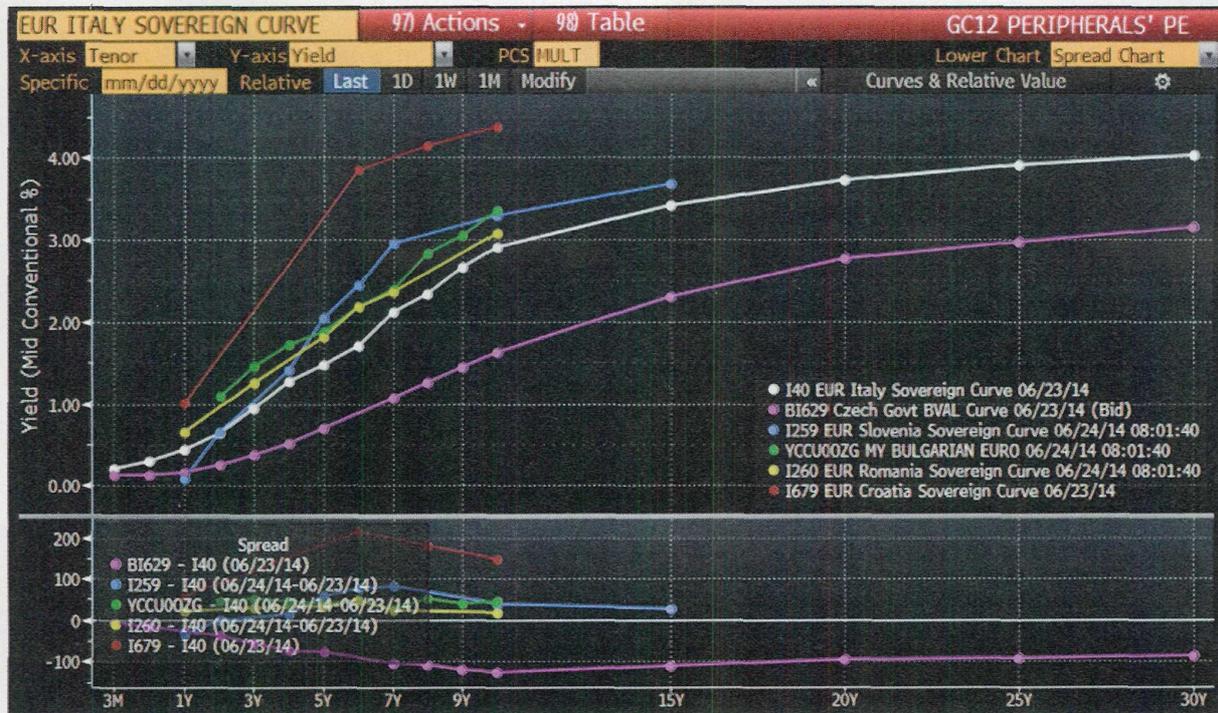
Da notare, poi, che il **principale rischio geopolitico in Europa ossia la crisi Ucraina-Russia è marginale** per i paesi selezionati, in quanto non figurano tra i primi dieci stati importatori dall'Ucraina. Né tanto meno tra i primi dieci esportatori, eccezion fatta per la Romania. La situazione è ancor più confortante per quanto riguarda l'entità dei rapporti commerciali verso la Russia. Infatti nessuno dei paesi selezionati risulta essere tra i primi dieci partner commerciali.

ROMANIA

La crisi del 2008-2009, al contrario della maggior parte dei paesi europei,

DATI MACRO A CONFRONTO CON L'ITALIA

2013	Pil (%)	Inflaz. (%)	Disoccupaz. (%)	Deficit/Pil (%)	Deb/Pil (%)
Romania	3,23	4,01	7,28	-2,6	36,7
Bulgaria	0,6	0,92	11,32	-1,9	18,4
Croazia	-1,03	2,24	20,28	-6	64,9
Slovenia	-1,1	1,77	13,13	-14,9	58,8
Repubblica Ceca	-0,98	1,42	6,94	-2,7	48,8
2014	Pil (%)	Inflaz. (%)	Disoccupaz. (%)	Deficit/Pil (%)	Deb/Pil (%)
Romania	2,5	2,5	7,2	-2,2	40,1
Bulgaria	1,7	-0,8	12,8	-1,9	23,1
Croazia	-0,6	0,8	18	-3,8	69
Slovenia	0,8	0,7	10,1	-4,3	80
Repubblica Ceca	2	0,8	6,7	-1,9	44,4
2013	Pil (%)	Inflaz. (%)	Disoccupaz. (%)	Deficit/Pil (%)	Deb/Pil (%)
Italia	-1,9	1,31	12,24	-3	132,7
2014	Pil (%)	Inflaz. (%)	Disoccupaz. (%)	Deficit/Pil (%)	Deb/Pil (%)
Italia	0,6	0,7	12,8	-2,6	135,2



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. 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 Romana 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 e al cre-

scere in dimensione della classe media. 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 e una tendenza alla convergenza dei prezzi verso la media europea.

IN PORTAFOGLIO

Romania Government Bond: 3,4%, gen 2019; rendimento Ytm: 1,9%; rating: Moody's (Baa3, neg), S&P (BB+, pos), Fitch (BBB, stable). Titolo governativo romeno che beneficerà delle dinamiche macroeconomiche del paese.

BULGARIA

L'entrata nell'Unione europea nel 2007 ha segnato **tassi di crescita notevoli nel quadriennio 2004-2008**, a una media del 6%. Tale crescita è stata sostenuta da un sistema finanziario solido, alti livelli di consumo interno e investimenti dall'estero. Il paese è senza dubbio caratterizzato da regimi di tassazione favorevoli per le imprese, che prevedono **aliquote ridotte e poco progressive**. È altresì caratterizzato da un pesante livello di corruzione nel settore della pubblica amministrazione, un sistema giudiziale debole e 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 (invecchiamento ed emigrazione), per il 2014 e 2015 è rispettivamente del 1,7% e 2%. 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**. Nel prossimo biennio l'export continuerà a trainare l'economia bulgara. L'alto livello delle esportazioni 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

SCENARI

domanda interna, il forte livello delle esportazioni permetterebbe all'economia bulgara di prosperare ugualmente. Il deficit di bilancio rimarrà stabile al 1,9% nel 2014, e si ridurrà ulteriormente nel 2015. Questo è un fattore importante perché lascia **ampi spazi di manovra** al governo per intraprendere riforme economiche espansive.

IN PORTAFOGLIO

Bulgarian Energy Holding: 4,25%, nov 2018 (100% proprietà dello Stato Bulgaro); rendimento Ytm: 3,82%; rating: Fitch (BB+, stabile)

CROAZIA

Nonostante il quinto anno di recessione consecutiva e il Pil che si è ridotto del 12% rispetto ai valori del 2008, è ancora **fra i più ricchi** paesi slavi. Nel 2013 il Pil si è contratto dell'1,03%: al segno meno 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 arriveranno principalmente dal settore pubblico, che potrà **beneficiare dei fondi strutturali dell'Ue**. 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.

IN PORTAFOGLIO

Zagrebacki Holding Doo: 5,5%, 2017 (100% proprietà della città di Zagabria); rendimento Ytm: 7,025%; rating: Moody's (Ba2, neg), S&P (B, neg).

Croatia Government Bond: 3,875%, 2022; rendimento Ytm: 3,61%; rating: Moody's (Ba2, neg), S&P (BB, neg)

SLOVENIA

Con uno dei livelli di Pil procapite **più alti dell'Europa centrale**, la Slovenia ha eccellenti infrastrutture, una forza lavoro altamente formata e 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 depresso le dinamiche di esportazione. 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.

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 e alle esigenze di bilancio pubblico.

Il Pil, dopo aver visto ridursi la propria dinamica di contrazione dal -2,5% nel 2012 al -1,6% nel 2013, si prevede al -0,1% nel 2014 e al +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, poi dovrebbero aumentare al fine di ricostituire capacità produttiva.

IN PORTAFOGLIO

Petrol d.d. Ljubljana: 3,25%, 2019; rendimento Ytm: 2,76%; rating: S&P (BBB-)

REPUBBLICA CECA

La Repubblica Ceca è caratterizzata da un'economia **stabile e prospera**, fortemente integrata con i mercati europei. Ma è focalizzata sul settore dell'export, il quale risulta 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. 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 e 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. 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 radio-televisive.

IN PORTAFOGLIO

EP Energy AS 4,375% 2018; rendimento Ytm: 2,45%; rating: Fitch (BBB-, stabile) 